

27 października 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Zaskakująca odporność

Otoczenie zewnętrzne w tym roku nie sprzyja eksporterom. Przedłużająca się stagnacja/recesja w Niemczech negatywnie wpływały na liczbę zamówień w polskim przemyśle, a saga z amerykańskimi cłami podtrzymała wysoki poziom niepewności. Na to wszystko nałożyła się siła złotego zarówno wobec euro, jak i dolara. Mimo tych niesprzyjających okoliczności produkcja polskiego przemysłu wypada zaskakująco dobrze na tle regionu (wykres 1).

Po dłuższym okresie stagnacji, od początku roku produkcja stopniowo rosta, a we wrześniu odnotowała zaskakująco silne odbicie (7,4% r/r). Nawet jeżeli wrześniowy odczyt był zawyżony przez czynniki jednorazowe, nie ulega wątpliwości, że w porównaniu z Czechami i Węgrami dotychczasowe wyniki wydają się bardzo dobre. To, co szczególnie zasługuje na uwagę, to fakt, iż polski przemysł notuje relatywnie lepsze wyniki w wielu branżach jednocześnie i dotyczy to zarówno produkcji dóbr inwestycyjnych, jak i konsumpcyjnych. Jedyną większą kategorią, gdzie Polska wypada gorzej niż sąsiedzi to produkcja urządzeń elektrycznych, co odzwierciedla zastój w produkcji baterii.

Ogólny obraz sytuacji w przetwórstwie sugeruje, że rosnąca zewnętrzna konkurencja nie przeszkadza polskim firmom utrzymywać silną pozycję na zagranicznych rynkach. Pomimo niesprzyjającego wpływu niemieckiej recesji oraz pomimo silnego złotego udział polskiego eksportu w światowym eksporcie nie spada. Na razie nie widać więc aby polskie firmy traciły udziały rynkowe na skutek rozpychania się producentów azjatyckich. To zagrożenie pozostaje jednak na radarze i może z czasem nabierać na znaczeniu, szczególnie w sytuacji, gdy amerykańskie cła zmuszają część chińskich firm do większej obecności na rynku europejskim. W tym kontekście niepokojącym sygnałem może być to, że od początku roku pogarsza się siła cenowa polskich firm, choć nawet i w tym przypadku ich pozycja wydaje się silniejsza niż w przypadku Czech lub Węgier (wykres 1). Nawet jeżeli konkurencja wymusza ograniczenie cen, jak na razie w przypadku krajowych przedsiębiorstw jest to niewielki problem.

W sumie wyniki z trzech pierwszych kwartałów roku potwierdzają, że gospodarka pozostaje na ścieżce przyzwoitego wzrostu. Oczekujemy, że w tym i przyszłym roku wzrost PKB wyniesie około 3,5%. Napływ środków unijnych stwarza podstawy do odbicia w inwestycjach, co uruchomiłoby kluczowy motor wzrostu w kolejnych latach. Nadziei na pozytywny impuls można również doszukiwać się w spodziewanym odbiciu wzrostu w Niemczech.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

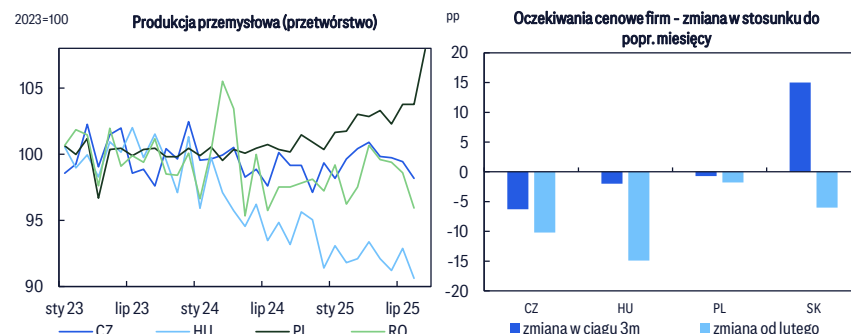
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

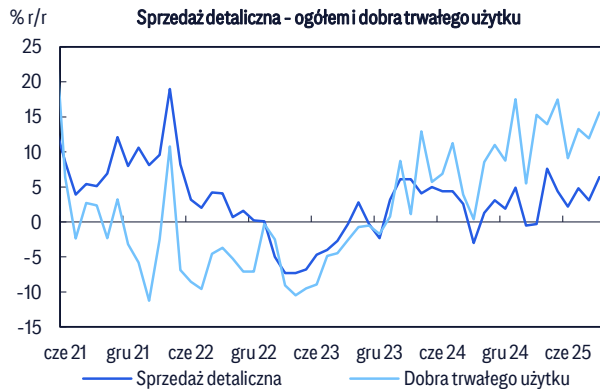
Wykres 1. Polski przemysł odporny na szoki



Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics, Eurostat, Komisja Europejska

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Realne wynagrodzenia nadal wspierają konsumpcję

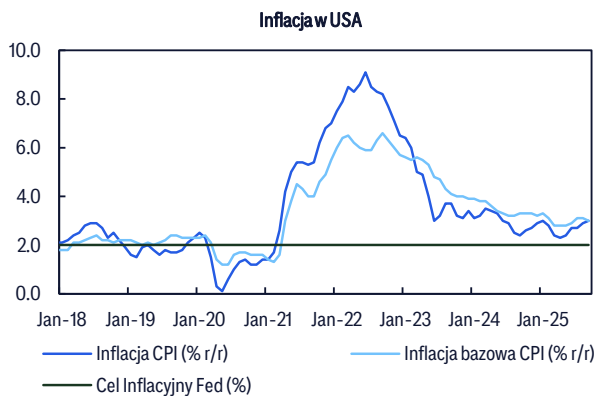


Źródło: Citi Handlowy, GUS

- Sprzedaż detaliczna we wrześniu wzrosła o 6,4% r/r wobec 3,1% r/r w sierpniu, kształtując się nieco poniżej oczekiwań rynkowych (7,1% r/r), lecz zgodnie z naszą prognozą. Wrześniowy odczyt wspierany był przez efekt niskiej bazy sprzed roku oraz korzystny układ kalendarza. Od ponad roku sprzedaż dóbr trwałego użytku rośnie wyraźnie szybciej niż sprzedaż detaliczna ogółem, co wskazuje na utrzymującą się poprawę nastrojów konsumentów.

- Jeżeli chodzi o rynek pracy, wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wzrosły we wrześniu o 7,5% wobec 7,1% w sierpniu. Choć proces hamowania dynamiki płac postępuje, realne wynagrodzenia utrzymują się wciąż na relatywnie wysokim poziomie, co sprzyja utrzymaniu popytu konsumpcyjnego, ale może przemawiać za ostrożniejszym podejściem RPP w zakresie łagodzenia polityki pieniężnej.

Wykres 3. Inflacja przekona Fed?

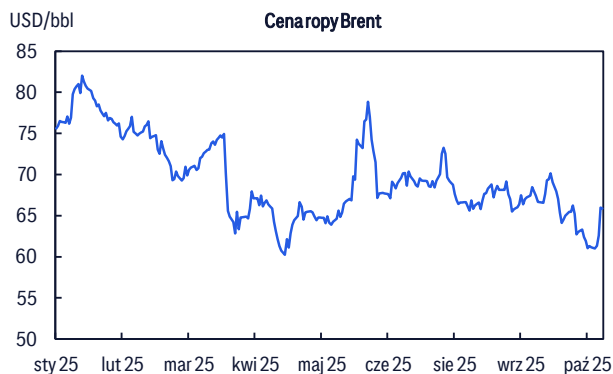


Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics

- Pomimo trwającego w USA *government shutdown*, w trakcie, którego publikacja większości danych jest zawieszona, w zeszłym tygodniu przedstawione zostały dane o inflacji CPI (z ponad tygodniowym opóźnieniem). Inflacja bazowa we wrześniu wyniosła 0,2% m/m co okazało się wynikiem niższym niż 0,3% oczekiwane przez rynek.

- Dane o inflacji powinny być ostatnim elementem w układance Fed przed zaplanowanym na 29 października posiedzeniem FOMC. Naszym zdaniem, nawet bez danych z rynku pracy decydenci mają wystarczające argumenty za kontynuacją łagodzenia polityki pieniężnej. W związku z tym oczekujemy, że na najbliższym posiedzeniu stopy procentowe zostaną obniżone o 25 pb, a kolejne kroki będą podejmowane na następnych spotkaniach.

Wykres 4. Sankcje podbijają ceny ropy, ale wzrosty mogą szybko osłabnąć



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

- Nowe sankcje Stanów Zjednoczonych wobec największych rosyjskich producentów ropy doprowadziły do wzrostu notowań ropy Brent do około 66 USD/bbl. Restrykcje objęły niemal połowę rosyjskiego eksportu, zamrażając aktywa i grożąc sankcjami wtórnymi wobec podmiotów współpracujących z Rosją. Wzrost cen był napędzany głównie przez premię za ryzyko polityczne, a nie poprawę czynników popytowo-podażowych.

- Mimo krótkotrwałego odbicia, perspektywy dla rynku ropy pozostają ograniczone. Rosnąca produkcja i wysokie zapasy surowca zwiększają ryzyko nadpodaży, co może ograniczać potencjał dalszych wzrostów cen. W naszej ocenie notowania ropy Brent prawdopodobnie powrócą w okolice 60 USD/bbl, zwłaszcza jeśli napięcia geopolityczne osłabną. Ewentualny przełom dyplomatyczny w relacjach Rosja-Ukraina mógłby dodatkowo przyspieszyć spadek cen, choć reakcja OPEC+ może częściowo ograniczać ich skalę.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
27 paź PONIEDZIAŁEK							
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	IX	--	--	--
28 paź WTOREK							
08:00	DE	Zaufanie konsumentów	pkt	XI	--	-22,0	-22,3
15:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	X	94,3	93,3	94,2
29 paź ŚRODA							
19:00	USA	Decyzja Fed	%	X	3,75-4,00	--	4,00-4,25
30 paź CZWARTEK							
08:30	HU	PKB - odczyt wstępny	% r/r	Q3	1,3	--	0,1
09:00	CZ	PKB - odczyt wstępny	% r/r	Q3	2,5	--	--
10:00	DE	PKB - odczyt wstępny	% kw/kw	Q3	0,0	0,0	-0,3
11:00	EUR	PKB - odczyt wstępny	% kw/kw	Q3	0,2	0,1	0,1
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	229	--	232
13:30	USA	PKB - odczyt wstępny	% kw/kw	Q3	--	--	--
14:00	DE	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	X	2,1	2,2	2,4
14:15	EUR	Decyzja EBC (stopa depozytowa)	%	X	2,00	2,00	2,00
31 paź PIĄTEK							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IX	--	0,2	-0,2
08:00	HU	Inflacja PPI	% r/r	IX	--	--	2,3
10:00	PL	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	X	2,9	--	2,9
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt wstępny	% r/r	X	2,0	2,1	2,2
13:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	IX	--	--	0,4
13:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	IX	--	--	0,4
13:30	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	IX	--	--	0,2
13:30	USA	Deflator PCE	% m/m	IX	--	--	0,3

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

*Ze względu na trwający 'shutdown' w Stanach Zjednoczonych dane publikowane przez amerykańskie agencje rządowe mogą nie zostać opublikowane.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	690	697	813	915	1056	1078
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3892	4149
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	28224	28820
Populacja (mln)	38.4	38.1	37.9	37.8	37.6	37.5	37.4	37.4
Stopa bezrobocia (%)	5.2	6.8	5.8	5.2	5.1	5.1	5.4	5.3
Aktywność ekonomiczna	596	600	690	697	813	915	1060	1130
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.5	3.6
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	5.0	4.1
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	3.5	3.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.6	3.5
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	3.8	5.8
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	3.9	5.6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.8	2.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.7	2.3
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.2	5.7
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4.7	4.7	5.3	1.2	-0.3	3.3	6.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1.50	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	4.50	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.51	3.88
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.30	4.70
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.65	3.88
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.69	3.85
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.26	4.29
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.29
Bilans płatniczy (mld USD)	-1.6	14.4	-9.2	-15.7	14.6	-0.3	-13.6	-24.2
Rachunek bieżący	-1.6	14.4	-9.2	-15.7	14.6	-0.3	-13.6	-24.4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.4	-1.3	-2.2	1.8	0.0	-1.3	-2.3
Saldo handlu zagranicznego	-4.9	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.9	-19.2	-31.0
Eksport	246.6	251.3	311.7	341.9	363.0	360.0	390.5	388.4
Import	251.5	243.4	320.7	365.1	357.8	366.9	409.7	419.3
Saldo usług	26.8	26.0	31.2	37.9	42.7	43.5	47.3	49.2
Saldo dochodów	-24.9	-22.4	-30.3	-27.4	-31.0	-33.0	-37.4	-38.4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.7	-6.9	-1.7	-3.4	-5.3	-6.6	-6.9	-6.5
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-4.3	-3.6
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	48.9	53.8

Źródło: Dane GUS, NBP, Reuters; Prognozy Citi Handlowy

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej
+48 (22) 692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

Starszy Ekonomista
+48 (22) 657-7750
arkadiusz.trzciolok@citi.com

Anastazja Nagórka

Stażystka
anastazja.nagorka@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska
Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:
poland.research@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych,

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r., o obrocie instrumentami finansowymi, Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych, Komentarz nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r., w sprawie nadużyć na rynku, Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy,

Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne, Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych, W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych, Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi, Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku,

Materiały Banku nie powinny stanowić jedyne źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta, Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale, Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji, Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób, Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości, Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych, W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prezentowanych wartości, Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy, Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc., mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamy bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych, Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów,

Bank nie pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale, Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim, Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem, Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji, Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, Bank Handlowy w Warszawie S.A., z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony,

Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji, Spółce Citigroup Inc, oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.