

Polska gospodarka wciąż się broni

- Wstępny szacunek PKB za I kwartał pokazał wzrost o 3,4% r/r, co było słabszym wynikiem od oczekiwań rynkowych na poziomie 3,7% r/r. Choć dokładna struktura wzrostu nie jest jeszcze znana, do niższego odczytu mogły przyczynić się silne mrozy na początku roku, które ograniczały aktywność zarówno w budownictwie, jak i sprzedaży detalicznej.

- Na obecnym etapie jest jeszcze za wcześnie, aby słabszy wynik interpretować jako efekt konfliktu na Bliskim Wschodzie. Jeśli jednak podwyższone ceny surowców utrzymają się przez (jeszcze) dłuższy czas, a negatywne niespodzianki pojawią się również w kolejnych kwartałach, wówczas ryzyko wpływu konfliktu na krajową aktywność gospodarczą zaczęłoby wyraźnie rosnąć.

- W ostatnich kwartałach obserwowaliśmy wyraźną dywergencję modelu wzrostu Polski względem strefy euro. Podczas gdy europejska gospodarka pozostawała pod presją słabego popytu zewnętrznego, wysokich kosztów energii oraz rosnącej konkurencji ze strony Chin, krajowa gospodarka wspierana była przede wszystkim przez silny popyt krajowy, oparty na odpornej konsumpcji prywatnej oraz ekspansywnej polityce fiskalnej. Rozbieżność ta działała w ostatnim czasie jako swoisty bufor bezpieczeństwa, ograniczając wrażliwość gospodarki na niesprzyjające otoczenie zewnętrzne.

- Na razie wszystko wskazuje na to, że obecny model wzrostu powinien wspierać polską gospodarkę również w kolejnych kwartałach. Zgodnie z założeniami makroekonomicznymi Ministerstwa Finansów na lata 2026-2030 dodatkowym motorem wzrostu w najbliższych latach będzie wyraźne przyspieszenie inwestycji. Według szacunków Ministerstwa nakłady brutto na środki trwałe mają wzrosnąć o 6,0% r/r w 2026 r. oraz 7,0% r/r w 2027 r., czemu sprzyjać będzie rekordowa absorpcja środków z KPO, realizacja kluczowych inwestycji infrastrukturalnych i energetycznych oraz wyższe wydatki na obronność.

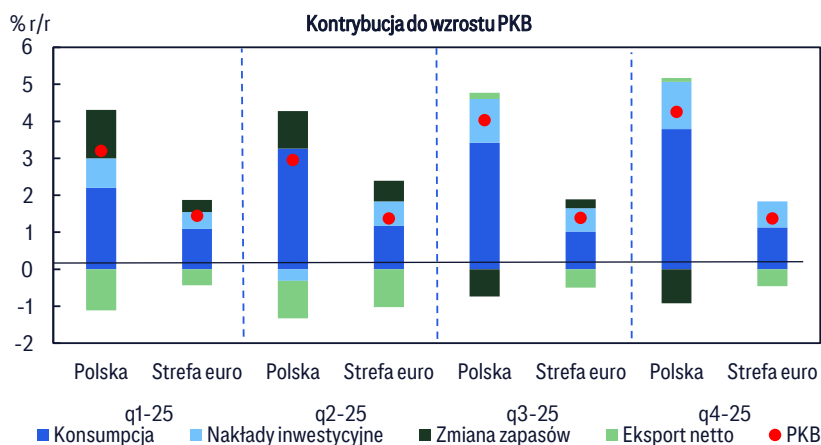
- Taka kulminacja czynników powinna pozycjonować rok 2026 jako okres szczytowej dynamiki wzrostu w średnim terminie. W dłuższym horyzoncie wyzwaniem może okazać się wygaszanie impulsu inwestycyjnego oraz konieczność konsolidacji fiskalnej. Scenariusz ten znajduje odzwierciedlenie w prognozach Ministerstwa, zakładających stopniowe obniżanie dynamiki wzrostu gospodarczego do ok. 2% w 2030 r. Naturalnej staje się zatem pytanie, czy obecna odporność gospodarki wynika z trwałych fundamentów, czy raczej z korzystnej konfiguracji czynników makroekonomicznych.

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

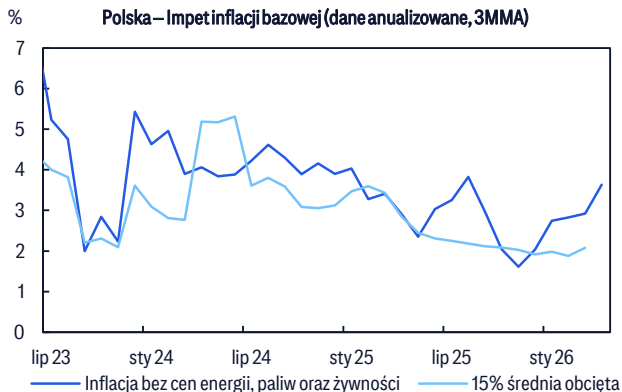
Wykres 1. Silna konsumpcja podtrzymuje „przewagę” Polski nad strefą euro



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Inflacja bazowa znowu zyskuje na sile?

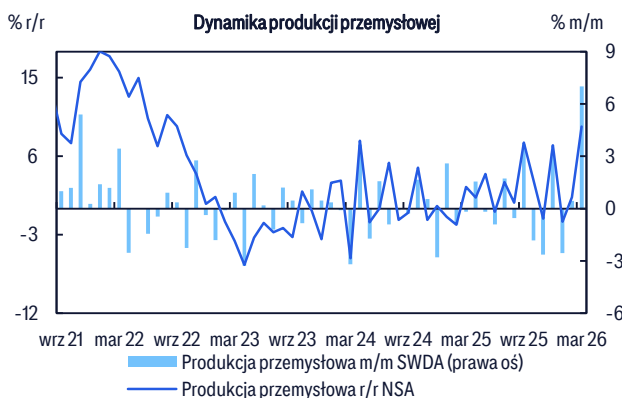


Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych NBP i GUS

- Opublikowane w minionym tygodniu dane o inflacji w Polsce potwierdziły to, co wiedzieliśmy na podstawie wstępnego odczytu - ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły w kwietniu o 3,2% r/r. Najciekawsze okazało się jednak szczegółowe rozbięcie danych, które pokazało, że kwiecień przyniósł wyraźne wzmocnienie impetu inflacji bazowej. Według naszych szacunków inflacja bazowa prawdopodobnie wzrosła do 3% r/r (dane poznamy dzisiaj), a miesięczne wzrosty w ostatnich trzech miesiącach utrzymały się na poziomie spójnym z dalszym wzrostem rocznej inflacji bazowej do 3,6% (wykres 2).

- W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszych wzrostów inflacji CPI, do ~4,5% na początku 2027 r. Zakładamy, że obecny szok inflacyjny okaże się przejściowy i bardziej ograniczony niż w 2022 roku, ale o tym, czy tak rzeczywiście będzie przesądzi to, jak długo potrwa blokada Cieśniny Ormuz.

Wykres 3. Kwiecień prawdopodobnie przyniósł odwrócenie wcześniejszych wzrostów w aktywności

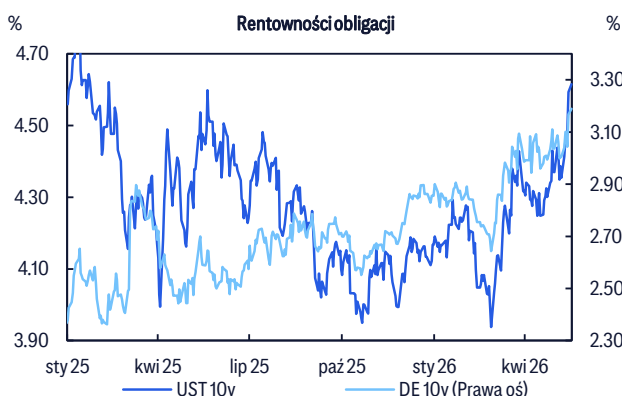


Źródło: Citi Research, Bloomberg

- Po wyjątkowo silnych wzrostach produkcji oraz sprzedaży w marcu, spodziewamy się, że kwietniowe dane przyniosą ich osłabienie. W przypadku produkcji przemysłowej oczekujemy wzrostu o 3% r/r, wobec 9,4% wzrostu miesiąc wcześniej. Na wynik ten częściowo składają się efekty kalendarzowe, a częściowo odwrócenie wcześniejszych wzrostów, które uznajemy za jednorazowe.

- W przypadku danych z rynku pracy, spodziewamy się wzrostu wynagrodzeń o 6,1% r/r. W kolejnych miesiącach szok inflacyjny może doprowadzić do lekkiego wzmocnienia żądań płacowych (przynajmniej w porównaniu z wcześniejszymi prognozami), ale najprawdopodobniej nie wystarczy to aby zapobiec wyhamowaniu dynamiki płac realnych.

Wykres 4. Silna przecena na światowych rynkach długu



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- W Stanach Zjednoczonych inflacja bazowa sięgnęła w kwietniu 0,38% m/m (po oczyszczeniu z sezonowości) i była nieco wyższa od prognoz rynkowych (0,3%). Odczyt inflacyjny byłby jednak o około 0,1pp niższy gdyby nie metodologiczne dostosowania związane z pomiarem czynszów po okresie „government shutdown” podczas którego nie zbierano danych.

- Przedłużający się konflikt na Bliskim Wschodzie powoduje, że obawy o stabilność cen stopniowo rosną i to nie tylko w Polsce. W związku z tym miniony tydzień przyniósł wyraźną przecenę na rynku obligacji, a 10-letnich rentowności przekroczyły 4,6% w przypadku USA, 3,18% w Niemczech oraz 6% w Polsce.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
18 maj PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	IV	3,0	--	2,7
20 maj ŚRODA							
08:00	DE	Inflacja PPI	% m/m	V	--	--	2,5
21 maj CZWARTEK							
09:30	DE	PMI dla przemysłu – odczyt wstępny	pkt	V	50,5	51,0	51,4
09:30	DE	PMI dla usług – odczyt wstępny	pkt	V	47,5	47,2	46,9
9:30	PL	Zatrudnienie	% r/r	IV	-0,9	--	-0,9
9:30	PL	Płace	% r/r	IV	6,1	--	6,6
9:30	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	IV	3,0	--	9,4
9:30	PL	Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	IV	3,4	--	0,4
10:00	EUR	PMI dla przemysłu – odczyt wstępny	pkt	V	52,3	51,6	52,2
10:00	EUR	PMI dla usług – odczyt wstępny	pkt	V	48,7	47,9	47,6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	210	--	211
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	tys.	V	1371	1418	1502
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	tys.	V	1376	1393	1363
15:45	USA	PMI dla przemysłu – odczyt wstępny	pkt	V	54,7	--	54,5
15:45	USA	PMI dla usług – odczyt wstępny	pkt	V	49,4	--	51,0
22 maj PIĄTEK							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	V	84,4	84,3	84,4

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

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1038	1131	1179
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4172	4428
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27740	30243	31521
Populacja (mln)	38.1	37.9	37.8	37.6	37.5	37.4	37.4	37.4
Stopa bezrobocia (%)	6.8	5.8	5.2	5.1	5.1	5.7	5.8	5.7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	3.9	2.9
Inwestycje (% r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	4.3	8.8	1.6
Spożycie ogółem (% r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	4.0	3.8	3.4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.7	3.7	3.5
Eksport (% r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	4.5	6.0	4.4
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	5.6	7.0	6.3
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	4.3	3.2
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	3.4	3.5
Płace nominalne (% r/r)	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.1	6.3	5.7
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4.7	5.3	1.2	-0.3	3.3	6.0	7.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	4.00	3.75	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	0.21	2.51	7.02	5.88	5.84	3.99	3.94	3.94
Rentowność obligacji 10-letnich	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	5.20	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.72	3.77
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.69	3.75
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.25	4.27
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.26	4.26
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	14.4	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-8.9	-17.6	-22.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2.4	-1.3	-2.2	1.5	0.3	-0.9	-1.6	-1.9
Saldo handlu zagranicznego	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.7	-15.2	-24.3	-28.9
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	390.9	415.0	433.4
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	406.1	439.3	462.3
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	45.0	46.5
Saldo dochodów	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-37.6	-38.9	-39.4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-7.3	-6.7	-6.4
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.8	-3.9	-3.6
Dług publiczny (polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	35.4	44.1	49.1	52.3	55.9

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 otrzymaniem 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 tożsamyh 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.