

3 marca 2025 | 5 stron

## Citi Weekly

### Wehikuł czasu, czyli powrót do 2008

- Sytuacja na rynku walutowym staje się coraz poważniejszym wyzwaniem dla polskich firm. W minionym tygodniu kurs EUR/PLN przejściowo spadł poniżej 4,13, zaliczając najniższy poziom od siedmiu lat. Na koniec tygodnia część tego ruchu została odwrócona pod wpływem informacji o załamaniu się ukraińsko-amerykańskich rozmów surowcowych i pod wpływem urealnienia oczekiwań rynkowych dotyczących szans na zawieszenie broni. Jednak nawet pomimo tego osłabienia złoty pozostaje wyjątkowo silny.

- Od mniej więcej roku systematycznie (można powiedzieć: do znużenia) zwracamy uwagę na postępujące umocnienie złotego odwołując się nie tyle do kursu EUR/PLN, co raczej tzw. realnego kursu efektywnego (REER). Uwzględnia on zmiany wartości złotego wobec koszyka walut głównych partnerów handlowych, a także zmiany cen/kosztów pracy w poszczególnych krajach. W sumie powyższa miara kursu lepiej odzwierciedla skalę utraty konkurencyjności eksporterów. Wykres 1 pokazuje zachowanie złotego właśnie przez pryzmat kursu REER. Z tej perspektywy polska waluta jest na poziomach notowanych ostatni raz nie w 2018 roku (jak sugeruje kurs EUR/PLN), lecz w 2008 r. Co istotniejsze, w ciągu zaledwie 2,5 roku złoty umocnił się w sumie o niemal 35%, po wcześniejszych wielu latach zaskakującej stabilności.

- Aby wrócić do okresu o podobnej silnej walucie trzeba odbyć podróż w czasie o siedemnaście lat. Rok 2008 był dla polskich eksporterów bardzo trudny. Silny złoty dramatycznie zmniejszył opłacalność polskiego eksportu, doprowadził do wzrostu popularności opcji walutowych i ostatecznie zakończył się gwałtownym osłabieniem złotego po wybuchu globalnego kryzysu finansowego. Nie oznacza to oczywiście, że polska waluta stoi obecnie u progu identycznych turbulencji, jednak uwypukla to ekstremalne wyceny złotego. W szczególności fakt, że niemal całe ostatnie umocnienie PLN było skoncentrowane w zaledwie dwóch latach tylko zwiększa nasze obawy.

- Od połowy ubiegłego roku złoty umocnił się znacznie bardziej niż inne waluty w regionie. Jednym z potencjalnych wyjaśnień tego zjawiska jest fakt, że w tym czasie stopy procentowe w Polsce pozostawały bez zmian, podczas gdy stopy w Czechach, na Węgrzech oraz strefie euro spadały. Płyną z tego dwa wnioski. Po pierwsze, jeżeli oczekiwania na podpisanie porozumienia pokojowego załamają się, może to stać się podstawą do znacznej przeceny złotego. Jeżeli z kolei optymizm geopolityczny utrzyma się, rynkowa presja na obniżki stóp procentowych przez RPP będzie rosła. Dotychczas Rada próbowała bagatelizować zagrożenia płynące ze strony silnego PLN, jednak wkrótce może to stać się już niemożliwe.

---

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Arkadiusz Trzciolek, CFA**

+48-22-657-7750

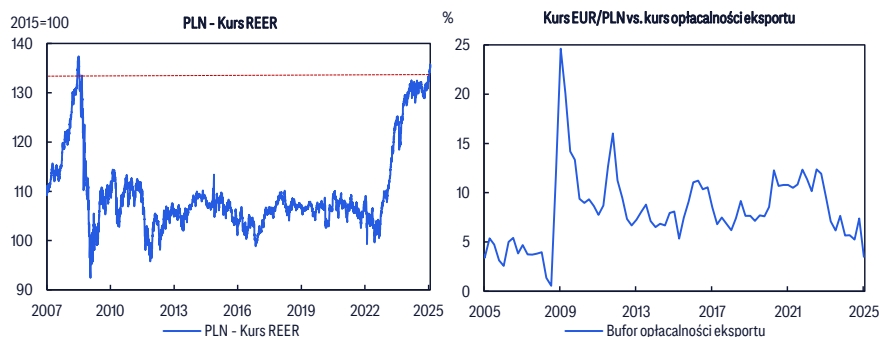
arkadiusz.trzciolek@citi.com

**Aleksandra Siuzdak**

aleksandra.siuzdak@citi.com

---

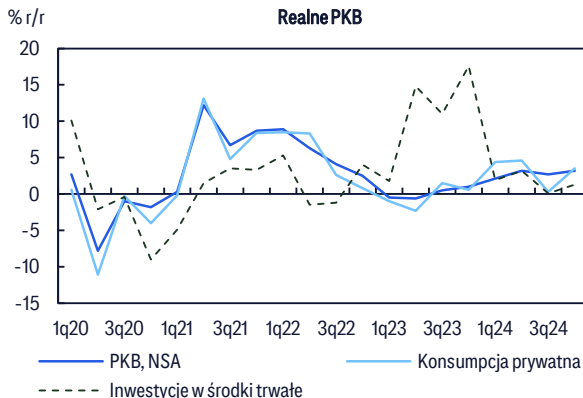
Wykres 1. Kurs złotego zaczyna „wgrzyzać się” w konkurencyjność eksporterów



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, NBP

## Tydzień w wykresach

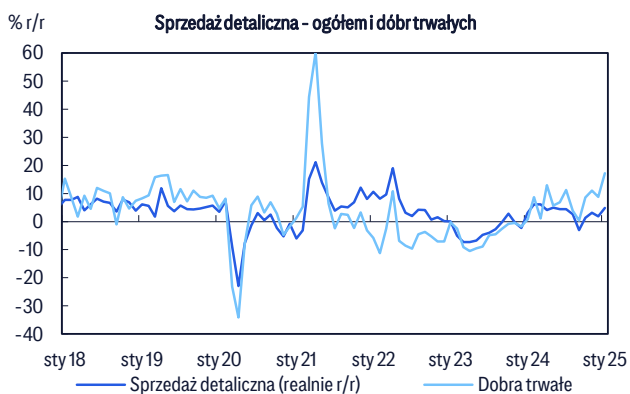
Wykres 2. Czwarty kwartał z silnym popytem krajowym



Źródło: Citi Handlowy, GUS

- Drugi odczyt PKB dla Polski potwierdził to, co wskazywał już wcześniej tzw. szybki szacunek – wzrost w czwartym kwartale 2024 roku wyniósł 3,2% r/r (vs. 2,7% r/r kwartał wcześniej).
- Jeżeli chodzi o szczegółowe rozbięcie, konsumpcja prywatna odbiła się po niemal stagnacji w trzecim kwartale i zwiększyła się o 3,5% r/r. Inwestycje w środki trwałe wzrosły o 1,3% r/r, co również jest solidnym wynikiem zważywszy na okresową słabość w inwestycjach finansowanych z funduszy unijnych.
- Spodziewamy się, że w całym 2025 roku wzrost PKB sięgnie około 4%. W porównaniu do 2024 roku większą rolę w ożywieniu gospodarczym powinny odegrać inwestycje. Niemniej, silne odbicie może okazać się tymczasowe jeżeli rząd, zgodnie z dotychczasowym planem, zdecyduje się na zacieśnienie polityki fiskalnej w 2026 r. Ponadto, silny złoty w dalszej części roku może negatywnie wpływać na aktywność gospodarczą.

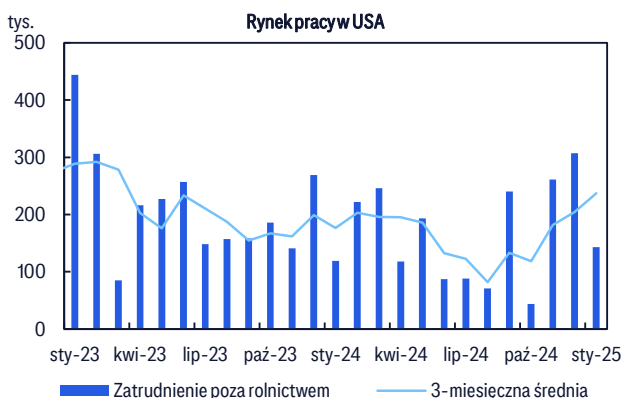
Wykres 3. Sprzedaż dobrze zaczęła rok



Źródło: Citi Handlowy, GUS

- Sprzedaż detaliczna w styczniu zaskoczyła pozytywnie i zwiększyła się o 4,8% r/r (wobec 1,9% r/r w grudniu), znacznie przewyższając oczekiwania (Citi: 2,6% r/r, konsensus: 1,5% r/r). W miesięcznym (odsezonowanym) ujęciu sprzedaż wzrosła o 0,6%.
- Odbicie w sprzedaży miało szeroki charakter, a najbardziej obiecująca wydaje się być poprawa w sprzedaży dóbr trwałych. Po raz kolejny odnotowano silną sprzedaż pojazdów i ich części (trzymiesięczna średnia na poziomie 25% r/r). Oprócz tego, sprzedaż mebli i urządzeń AGD wzrosła o 13,6% r/r, kończąc tym samym niemal dwuletni trend spadkowy.
- Dobry wynik sprzedaży detalicznej w połączeniu z wciąż silną dynamiką płac może być zapowiedzią silnej konsumpcji prywatnej w 2025 roku.

Wykres 4. Co z amerykańskim rynkiem pracy?



Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics, BLS

- W piątek zostaną opublikowane dane z amerykańskiego rynku pracy za luty. Spodziewamy się, że zatrudnienie w sektorze pozarolniczym obniży się do 135 tys. (konsensus 150 tys.), jednak ryzyko jest przechylone w stronę wyższego odczytu, między innymi ze względu na kwestie związane z dostosowaniami sezonowymi.
- Nowa polityka prezydenta Stanów Zjednoczonych dotycząca zatrudnienia w administracji rządowej (zwolnienia urzędników) może negatywnie wpłynąć na dane z rynku pracy, jednak w lutym te efekty nie powinny być jeszcze odczuwalne.
- Jeżeli chodzi o stopę bezrobocia, przez ostatnie kilka miesięcy utrzymywała się w przedziale 4%-4,2% i w lutym prawdopodobnie pozostała w tym rejonie – spodziewamy się jej nieznacznego wzrostu do 4,1% z 4% w styczniu.

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>03 mar PONIEDZIAŁEK</b>							
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt wstępny	% r/r	II	2,2	2,3	2,5
15:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	II	50,9	50,5	50,9
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	II	--	--	51,6
<b>04 mar WTOREK</b>							
08:30	HU	PKB - odczyt finalny	% r/r	Q4	0,4	0,4	0,4
<b>05 mar ŚRODA</b>							
09:55	DE	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	II	--	--	52,5
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	II	50,8	50,7	51,3
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	II	--	--	49,7
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	II	52,1	53	52,8
16:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	I	--	1,2	-0,9
<b>06 mar CZWARTEK</b>							
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	-2,5	--	-5,3
08:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	I	1,4	--	0,1
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	I	-0,1	0,1	-0,2
14:15	EUR	Decyzja EBC (stopa depozytowa)	%	III	2,5	2,5	2,75
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	234	--	242
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	I	-129,8	-91,3	-98,4
<b>07 mar PIĄTEK</b>							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	% m/m	I	-6	-2,4	6,9
11:00	EUR	Rewizja PKB	% kw/kw	Q4	0,1	0,1	0,4
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	II	0,3	0,3	0,5
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	II	4,1	4	4
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	II	135	155	143

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

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	682	690	809	907	962	1030
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2631	3067	3396	3610	3887	4135
PKB per capita (USD)	15528	15761	17990	18268	21487	24182	25726	27533
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	4,9	5,0	5,1
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	4,4	-2,0	6,9	5,3	0,1	2,9	3,8	3,4
Inwestycje (% r/r)	6,2	-2,3	1,5	1,7	12,6	1,3	7,9	6,3
Spożycie ogółem (% r/r)	4,1	-1,5	5,9	4,0	0,7	4,0	3,4	2,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,5	-3,6	6,2	5,0	-0,3	3,1	3,5	2,9
Eksport (% r/r)	5,3	-1,1	12,3	7,4	3,7	1,0	4,3	5,8
Import (% r/r)	3,2	-2,4	16,3	6,8	-1,5	3,5	5,1	5,4
<b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	4,7	4,0	2,7
Inflacja CPI (% średnia)	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	3,6	4,5	3,1
Płace nominalne (% r/r)	6,5	4,7	8,8	13,0	11,9	11,4	8,4	6,5
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	5,00	4,00
WIBOR3M (% koniec okresu)	1,71	0,21	2,51	7,02	5,88	5,82	5,01	4,13
Rentowność obligacji 10-letnich	2,07	1,25	3,71	6,88	5,25	5,89	5,20	4,80
USD/PLN (Koniec okresu)	3,79	3,77	4,04	4,39	3,94	4,10	4,01	4,02
USD/PLN (Średnia)	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	3,98	4,04	4,01
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,27	4,25	4,29
EUR/PLN (Średnia)	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,31	4,23	4,28
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,7	3,4	-2,4	-1,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,3	2,8	-1,5	-2,6	1,7	0,4	-0,3	-0,1
Saldo handlu zagranicznego	-5,5	9,2	-10,4	-26,9	7,3	1,7	-2,2	-1,5
Eksport	276,1	287,6	368,4	357,0	390,7	402,3	427,1	464,5
Import	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	400,6	429,3	466,0
Saldo usług	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	47,3	48,5	54,3
Saldo dochodów	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-42,0	-44,5	-49,2
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0,7	-6,9	-1,8	-3,5	-5,3	-5,8	-6,1	-4,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0,6	-5,6	-0,7	-1,9	-3,0	-3,4	-3,4	-2,2
Dług publiczny (polska metodologia)	43,3	47,6	43,7	39,4	38,9	43,3	47,6	50,6

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](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

### Arkadiusz Trzciółek, CFA

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

### Aleksandra Siuzdak

Stażystka  
[aleksandra.siuzdak@citi.com](mailto:aleksandra.siuzdak@citi.com)

## Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

[poland.research@citi.com](mailto: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 jedynego 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,