

Bilans handlowy pod presją

- Rachunek obrotów bieżących wszedł w nowy rok z nadwyżką, dając nadzieje na przełamanie wcześniejszych słabszych tendencji. W styczniu jego saldo wyniosło 1153 mln EUR wobec -1698 mln EUR w grudniu. Poprawa bilansu była w dużej mierze wspierana przez odbicie salda obrotów towarowych, które wzrosło do 378 mln EUR z -2298 mln EUR miesiąc wcześniej. Jednocześnie ostatnie wydarzenia wskazują, że trwałość tej poprawy pozostaje niepewna.

- W ubiegłym roku saldo obrotów towarowych pozostawało pod presją, notując ujemne wyniki niemal w każdym miesiącu. Mimo to wymiana handlowa wspierana była przez spadające ceny ropy, które pod koniec roku osiągnęły najniższe poziomy od kilku lat. Obecny gwałtowny wzrost cen surowców energetycznych, związany z napięciami na Bliskim Wschodzie, będzie jednak stopniowo przekładać się na wyższą wartość importu paliw w kolejnych miesiącach. W konsekwencji paliwa, które w ostatnim czasie łagodziły presję w handlu zagranicznym, zaczną działać w przeciwnym kierunku, co przy znaczącej przewadze importu nad eksportem oznacza negatywny wpływ netto na wyniki handlu towarowego. Z naszych szacunków wynika, że utrzymanie się w horyzoncie bieżącego roku średniej ceny ropy na poziomie ok. 20 USD wyższym niż przed wojną może pod koniec roku obniżyć skumulowane saldo obrotów bieżących o ok. 0,4 pp PKB. Zakładając bardziej pesymistyczny scenariusz, w którym ceny ropy utrzymałyby się na obecnym poziomie, skala tego spadku może sięgnąć ok. 0,7 pp PKB.

- Jednocześnie w strukturze handlu zagranicznego widoczna jest rosnąca rola Chin, jako czynnika pogłębiającego deficyt handlowy Polski. W 2025 r. deficyt wymiany handlowej z Chinami pogłębił się o ok. 7 mld EUR r/r, co odzwierciedla rosnącą penetrację chińskich produktów na rynku europejskim. Bardzo silna dynamika chińskiego eksportu na rynki zagraniczne, która przekroczyła 20% r/r na początku roku, potwierdza utrzymującą się presję konkurencyjną, co najprawdopodobniej przełoży się na dalsze pogarszanie salda handlowego Polski.

- Jednocześnie perspektywy dla proporcjonalnego odbicia po stronie eksportu pozostają ograniczone. W warunkach podwyższonej niepewności gospodarczej oraz wyższych cen energii, związanych z konfliktem na Bliskim Wschodzie, ożywienie w strefie euro może przebiegać słabiej, niż pierwotnie zakładano, ograniczając popyt na polski eksport. W efekcie struktura czynników oddziałujących na handel zagraniczny pozostaje niekorzystna, co najpewniej wpłynie na utrzymanie słabych wyników w handlu towarowym i tym samym będzie negatywnie oddziaływać na saldo rachunku obrotów bieżących.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

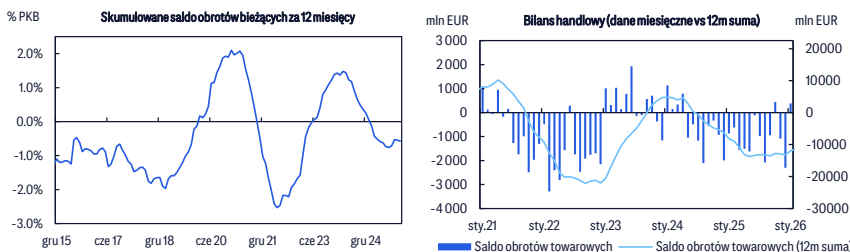
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

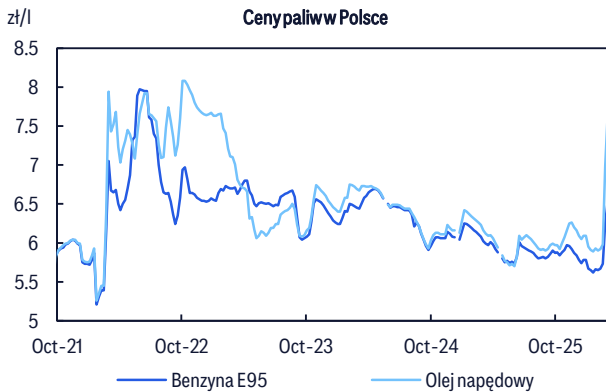
Wykres 1. Utrzymujący się deficyt wymiany handlowej ciąży na saldzie rachunku obrotów bieżących



Źródło: NBP, Citi Handlowy

## Tydzień w wykresach

**Wykres 2. Rosnące ceny paliw pchają inflację w kierunku 4,5%**

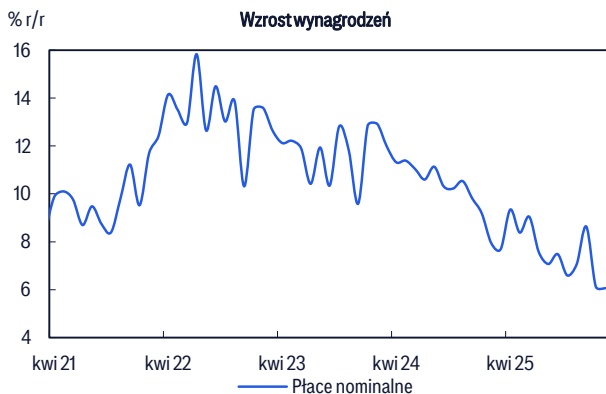


Źródło: PAP, Citi Handlowy

- Trwająca wojna na Bliskim Wschodzie oraz zniszczenia infrastruktury energetycznej przyczyniły się do wzrostu cen ropy naftowej do ponad 110 dolarów za baryłkę (Brent). Sytuacja ta znajduje odzwierciedlenie już na stacjach paliw – według naszych szacunków w marcu ceny paliw wzrosły średnio o około 19% w porównaniu z lutym (przy czym wzrosty dla diesla były znacznie silniejsze). Nawet jeżeli ceny w kwietniu pozostaną na poziomie z końca marca, będzie to oznaczało kolejny blisko 6% wzrost w średnich cennych miesięcznych.

- W obecnej sytuacji, zakładając uspokojenie konfliktu w horyzoncie kolejnych 1-2 miesięcy, inflacja zapewne pozostanie podwyższona. Nasze prognozy wskazują, że już w marcu może sięgnąć około 3,2% r/r. Z kolei w przypadku prognoz na koniec bieżącego roku można już mówić o poziomach w okolicach 4,5%.

**Wykres 3. Presja płacowa u progu szoku energetycznego jest mniejsza niż w 2022 roku**

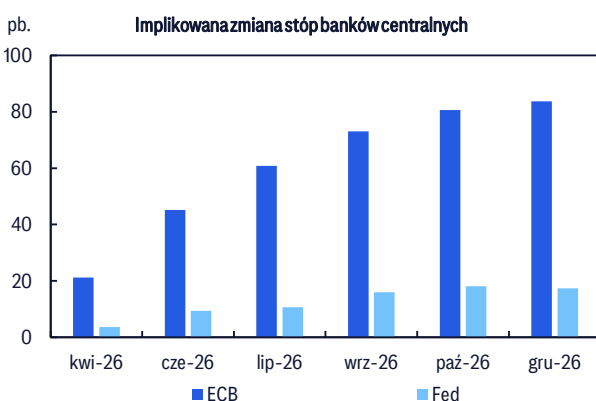


Źródło: GUS, Citi Handlowy

- Dane z rynku pracy wskazują na stopniowe hamowanie dynamiki płac. W lutym przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 6,1% r/r. Dane te są wciąż spójne z niemal czteroprocentowym wzrostem płac realnych, co można uznać za całkiem niezły wynik.

- Z punktu widzenia Rady Polityki Pieniężnej pozytywną informacją jest to, że u progu szoku energetycznego presja płacowa pozostawała na znacznie niższym poziomie niż przed wybuchem wojny w Ukrainie (wówczas płace rosły w tempie zbliżonym do 10%). W praktyce oznacza to, że o ile rosnące ceny paliw doprowadzą zapewne do silnego wzrostu inflacji CPI, ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy i szerszego rozlania się inflacji jest mimo wszystko niższe niż w 2022 roku.

**Wykres 4. Banki centralny stają się bardziej ostrożne**



Źródło:

- W minionym tygodniu zarówno Europejski Bank Centralny (EBC), jak i amerykański Fed, pozostawiły stopy procentowe bez zmian na poziomie odpowiednio 2% oraz 3,5-3,75%.

- Szczególnie interesująco wygląda sytuacja w przypadku EBC, którego przedstawiciele zasygnalizowali nawet, że już w kwietniu może się odbyć dyskusja na temat ewentualnej podwyżki stóp procentowych. Jednocześnie z wypowiedzi prezes Lagarde wynika, że w przypadku wystarczająco dużego szoku energetycznego EBC nie musi nawet czekać na pojawienie się efektów drugiej rundy.

- W tej sytuacji nic więc dziwnego, że rynki finansowe, które jeszcze miesiąc temu wyceniały niewielkie szanse obniżki stóp procentowych w strefie euro, obecnie „spodziewają się” ponad trzech podwyżek w trakcie roku, w tym pierwszej już w kwietniu.

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>23 mar PONIEDZIAŁEK</b>							
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	II	--	--	10
<b>24 mar WTOREK</b>							
09:30	DE	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	III	49,5	49,5	50,9
09:30	DE	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	III	53,0	52,5	53,5
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	III	50,0	49,6	50,8
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	III	50,9	51,1	51,9
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	II	6,1	--	6,0
14:00	HU	Decyzja MNB	%	III	6,25	--	6,25
14:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	III	--	--	51,6
14:45	USA	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	III	--	--	51,7
<b>25 mar ŚRODA</b>							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	III	86,2	86,6	88,6
<b>26 mar CZWARTEK</b>							
08:00	DE	Zaufanie konsumentów	pkt	IV	--	-27	-24,7
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	211	--	205
<b>27 mar PIĄTEK</b>							
15:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	III	--	--	--

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

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026P	2027P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1038	1121	1175
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4176	4432
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27758	29963	31421
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	5.4	5.3
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
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
<b>Ceny, pieniądz i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	4.5	3.2
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	3.5	3.5
Płace nominalne (% r/r)	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.1	6.3	5.3
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	3.50	3.50
WIBOR3M (% koniec okresu)	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.04	3.63	3.63
Rentowność obligacji 10-letnich	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	4.65	4.85
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.78	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.73	3.77
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.20	4.24
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.20	4.23
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	14.4	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-7.1	-15.0	-19.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2.4	-1.3	-2.2	1.5	0.3	-0.7	-1.3	-1.7
Saldo handlu zagranicznego	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.7	-14.9	-23.9	-28.2
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	390.0	412.4	427.5
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	405.0	436.3	455.7
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	44.9	46.0
Saldo dochodów	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-36.1	-37.0	-37.1
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-6.7	-6.1	-5.9
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.2	-3.3	-3.0
Dług publiczny (polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	48.7	51.2	54.3

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)

### Anastazja Nagórka

Stażystka  
[anastazja.nagorka@citi.com](mailto:anastazja.nagorka@citi.com)

## Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska  
Osoby zainteresowane otrzymaniem 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 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.