

## Obniżanie poprzeczki

- Utrzymując w ubiegłym tygodniu stopy procentowe na niezmiennym poziomie Rada Polityki Pieniężnej postąpiła dokładnie zgodnie z oczekiwaniami. Trudno zresztą było liczyć na inną decyzję skoro inflacja pozostaje niska, a niepewność dotyczące tego, jak rozwinię się sytuacja na Bliskim Wschodzie, nie skłania do zdecydowanych działań. Sam prezes Glapiński w pierwszej części konferencji prasowej zaznaczył, że obecnie ryzyko wybicia się inflacji jest mniejsze niż w 2022 roku, kiedy gospodarka rozwijała się szybciej, płace przyspieszały, a stopy procentowe były znacznie niższe.

- Dużo ciekawsza okazała się jednak druga część konferencji RPP, podczas której szef banku centralnego odpowiadał na zadawane przez dziennikarzy pytania, a nie tylko prezentował przygotowane wcześniej stanowisko. Zapytany o czynniki, które mogą skłonić RPP do działania, prezes Glapiński stwierdził, że do podwyżki mogłoby dojść gdyby inflacja wzrosła powyżej przedziału inflacyjnego (tj. powyżej 3,5%) lub gdyby prognozy wskazywały na możliwość takiego wzrostu. Gdyby traktować te zapowiedzi dosłownie, oznaczałoby to, że poprzeczka dla podwyżek została zawieszona bardzo nisko. W kwietniu inflacja wyniosła 3,2%, a nasze prognozy sugerują, że może ona przekroczyć 3,5% już w maju. Na ostateczny wynik duży wpływ będą mieć ceny paliw, ale dotychczasowe trendy w tym zakresie sprawiają, że wzrost CPI powyżej górnej granicy celu należy traktować jako scenariusz jak najbardziej prawdopodobny. Co więcej w lipcu RPP otrzyma nową projekcję NBP, która zapewne pokaże wyraźny wzrost prognozowanej inflacji.

- Naszym zdaniem obecny szok cenowy ma charakter czysto podażowy. Wyższe ceny nie będą ograniczać się tylko do paliw, lecz również do nawozów (a co za tym idzie – żywności) oraz plastiku (opakowania). W takiej sytuacji inflacja bazowa również wzrośnie. Wydaje się jednak, że wyższe ceny w niektórych kategoriach nie doprowadzą do analogicznego wzrostu żądań płacowych, lecz raczej doprowadzą do osłabienia dynamiki płac realnych. Naszym zdaniem na razie trudno dostrzec silne argumenty za podwyżkami stóp, ale ponieważ RPP zawiesza poprzeczkę bardzo nisko, takiej decyzji nie można wykluczyć.

- W tym kontekście losy blokady Cieśniny Ormuz wydają się bardzo ważnym czynnikiem wpływającym na decyzje RPP. Co prawda blokada trwa już prawie dwa i pół miesiąca, ale jeżeli w najbliższych tygodniach sytuacja na Bliskim Wschodzie ustabilizuje się, RPP będzie wciąż mogła argumentować, że wzrost inflacji powyżej celu jest tylko tymczasowy. Jeżeli jednak blokada przeciągnie się do czerwca-lipca, Radzie może być trudno utrzymywać stopy bez zmian. Naszym zdaniem, w ciągu ostatniego miesiąca bilans zagrożeń zaczął przesunąć się właśnie w kierunku tego drugiego scenariusza.

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Arkadiusz Trzciolek, CFA**

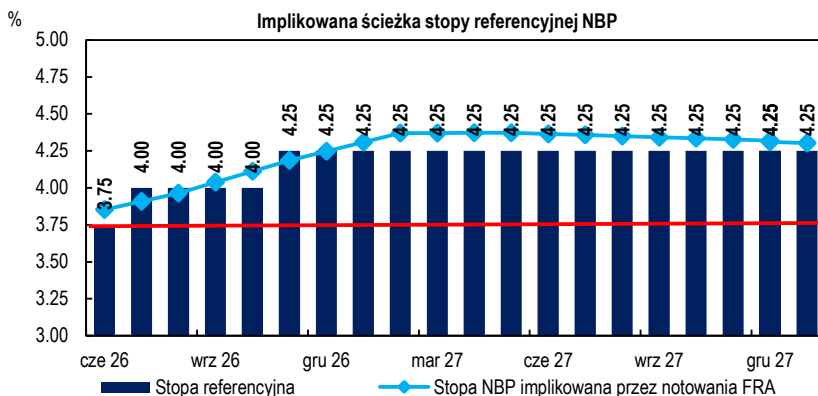
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

**Anastazja Nagórka**

anastazja.nagorka@citi.com

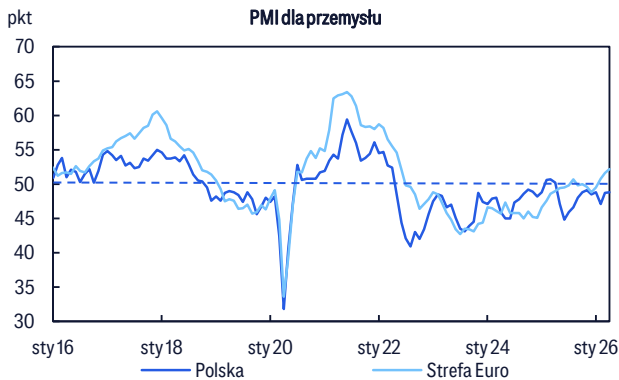
Wykres 1. Rynek FRA wycenia przynajmniej dwie podwyżki stóp przez RPP



Źródło: Bloomberg, obliczenia Citi Handlowy

## Tydzień w wykresach

Wykres 2. Polski przemysł wciąż pod presją



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Kwietniowy odczyt polskiego PMI dla przemysłu wskazał na utrzymanie tendencji recesyjnych, kształtując się na poziomie 48,8 pkt wobec 48,7 pkt w marcu.

- Co ciekawe, wpływ konfliktu na Bliskim Wschodzie na przemysł w Polsce i strefie euro pozostaje odmienny. Podczas gdy w strefie euro wyprzedzające zakupy przełożyły się na wzrost nowych zamówień i odbicie wskaźnika (co jednak wciąż nie świadczy o trwałej poprawie koniunktury), w Polsce utrzymywał się spadek nowych zamówień, pozostając głównym czynnikiem wpływającym na sytuację sektora. Dodatkowo, w ostatnich dwóch miesiącach presja kosztowa w polskim przemyśle wzrosła najmocniej w historii badania. Choć granica 50 pkt pozostaje stosunkowo bliska, obraz polskiego sektora przemysłowego nadal pozostaje daleki od wyjścia na prostą.

Wykres 3. Pomimo publikacji dobrych danych za marzec, wzrost PKB w I kw. może być niższy niż w IV kw.

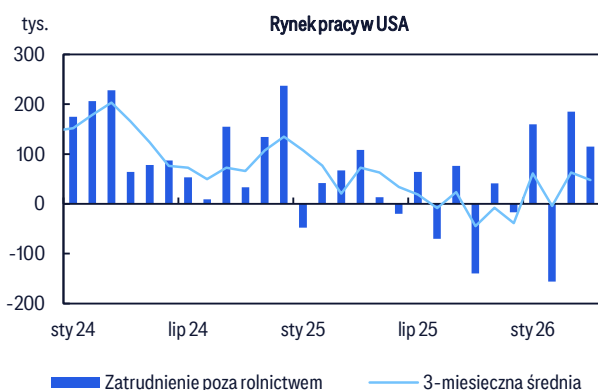


Źródło: Citi Research, Bloomberg

- W tym tygodniu poznamy wstępny odczyt PKB za I kwartał. Spodziewamy się wzrostu na poziomie około 3,7% r/r, co byłoby niezłym wynikiem na tle obecnej sytuacji geopolitycznej, choć równocześnie słabszym niż 4% odnotowane pod koniec 2025 r.

- Miesięczne dane za styczeń i luty były pod negatywnym wpływem warunków pogodowych (wyjątkowo mroźna zima), jednak marcowe odczyty produkcji i sprzedaży pozwalają na nieco więcej optymizmu. Spodziewamy się, że w tym roku wzrost będzie wspierany przez inwestycje publiczne współfinansowane przez fundusze unijne. Głównym zagrożeniem pozostaje wysoki poziom cen surowców i jego wpływ na konsumpcję oraz na światowy popyt.

Wykres 4. Dane z amerykańskiego rynku pracy ponownie powyżej oczekiwań



Źródło: Haver Analytics, Citi Handlowy

- Kwietniowe dane z amerykańskiego rynku pracy przyniosły pozytywne zaskoczenie. Zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło o 115 tys. (konsensus rynkowy: 59 tys., prognoza Citi: -15 tys.), a ostatni odczyt w wysokości 175 tys. zrewidowano w górę do 185 tys. Z kolei stopa bezrobocia utrzymała się na poziomie 4,3 % (konsensus rynkowy: 4,3 %, prognoza Citi: 4,4 %).

- Biorąc pod uwagę, że dwa najnowsze odczyty okazały się wyraźnie lepsze od oczekiwań rynkowych, dane te mogą wzmacniać narrację o poprawie sytuacji na rynku pracy, wspierając tym samym scenariusz utrzymania stóp bez zmian w najbliższych miesiącach. Najnowsze dane interpretujemy jednak ostrożnie, szczególnie w kontekście ostatnich wahań odczytów. Ponadto spodziewamy się słabszych publikacji w okresie letnim, co naszym zdaniem powinno ostatecznie otworzyć przestrzeń do obniżek stóp we wrześniu.

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>11 maj PONIEDZIAŁEK</b>							
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	IV	3,930	4,040	3,980
<b>12 maj WTOREK</b>							
8:00	DE	Inflacja CPI – odczyt finalny	% r/r	IV	--	2,9	2,7
8:00	DE	Inflacja HICP – odczyt finalny	% r/r	IV	2,9	2,9	2,8
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	V	-15	-20	-17,2
14:30	USA	Inflacja CPI	% r/r	IV	3,8	3,8	3,3
14:30	USA	Inflacja bazowa	% r/r	IV	2,7	2,7	2,6
<b>13 maj ŚRODA</b>							
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	IV	2,5	--	1,9
11:00	EUR	PKB – drugi szacunek	% kw/kw	Q1	0,1	0,1	0,1
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IV	--	--	-0,6
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	IV	0,0	0,4	0,4
13:00	CZ	Inflacja bazowa	% r/r	IV	2,9	--	2,9
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	IV	0,8	0,5	0,5
14:30	USA	Inflacja PPI bazowa	% m/m	IV	0,3	0,3	0,1
<b>14 maj CZWARTEK</b>							
09:30	PL	PKB – odczyt wstępny	% r/r	Q1	3,7	--	4,0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	V	203	--	200
<b>15 maj PIĄTEK</b>							
09:30	PL	Inflacja CPI – odczyt finalny	% r/r	IV	3,2	--	3,0
14:00	PL	Saldo rachunku bieżącego	mln eur	III	-376	--	-990

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	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
<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	4.3	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
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
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
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
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](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 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.