

Inflacja przekona Radę do obniżki stóp?

- Inflacja w kwietniu spadła do 4,2% r/r z 4,9% odnotowanych w marcu. Publikacja GUS to wstępny szacunek, jednak trudno oczekiwać, żeby finalny odczyt wyraźnie różnił się od opublikowanego wyniku i zmienił wnioski dotyczące procesów cenowych na początku roku.

- Spadek rocznego wskaźnika inflacji w kwietniu to w dużym stopniu wynik wysokiej bazy na cenach żywności po podwyżce stawki VAT w ubiegłym roku do 5% (z poziomu 0%). W ujęciu rocznym ceny żywności i napojów bezalkoholowych rosły o 5,3% w kwietniu wobec 6,7% w marcu. Warto zaznaczyć, że ceny żywności wzrosły w kwietniu o 0,8% m/m i okazały się źródłem zaskoczenia wobec naszej prognozy, który zakładała zmianę w tej kategorii na poziomie 0,2% m/m i łączną inflację wynoszącą 4,1% r/r (konsensus: 4,3%). Z kolei zauważalny spadek o 1,7% m/m w kwietniu zanotowały ceny paliw, co było pokłosiem zmian cen ropy na rynkach towarowych oraz niższymi notowaniami amerykańskiego dolara.

- Nasza prognoza zakłada, że inflacja w II kw. będzie utrzymywała się nieznacznie powyżej 4%, jednak już w lipcu może zejść do dopuszczalnego poziomu odchyłań (+/- 1pp) wokół 2,5% celu NBP. W tym przypadku rolę ponownie będzie odgrywała wysoka baza z zeszłego roku, tym razem wynikająca z podwyżek cen energii. Sygnały płynące od rządu oraz URE wskazują, że nie należy spodziewać się istotnego wzrostu rachunków za energię elektryczną dla konsumentów w drugiej połowie tego roku. Zakładamy, że inflacja będzie powoli spadała również w przyszłym roku, gdzie widzimy pole do zejścia do celu inflacyjnego NBP przed grudniem 2026 r.

- Oczekujemy, że w maju stopa referencyjna zostanie obniżona o 50 pb do poziomu 5,25%. Przemawiają za tym nie tylko wspomniane wyżej dane inflacyjne, ale również stopniowa normalizacja sytuacji na rynku pracy. W kwietniu prezes NBP sugerował, że jeżeli publikowane dane będą potwierdzały, że „czynniki proinflacyjne się wypaliły” to będzie możliwe dostosowanie stóp. Dane o wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw wskazują – naszym zdaniem – na obniżenie się presji płacowej, gdyż wzrosty w tej kategorii spadły z poziomów zdecydowanie przekraczających 10% r/r do poniżej 8%. Niepewność dotyczy jednak skali ewentualnego dostosowania stóp w maju. Z jednej strony we wrześniu 2023 roku Rada zaczynała cykl ruchem o 75 pb w dół, z kolei na konferencjach prasowych w ostatnich miesiącach prezes NBP sugerował obniżki stóp w mniejszej skali.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

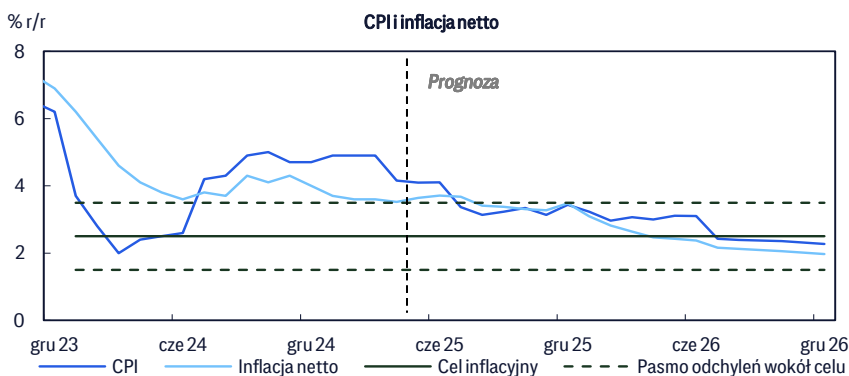
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

aleksandra.siuzdak@citi.com

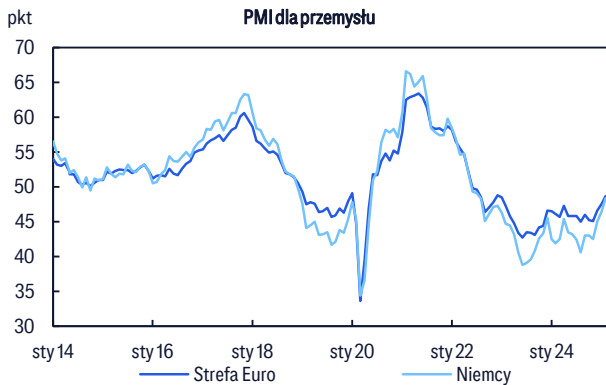
Wykres 1. Spadek inflacji powinien przekonać RPP o zasadności obniżek stóp



Źródło: prognozy Citi Handlowy, GUS, NBP

Tydzień w wykresach

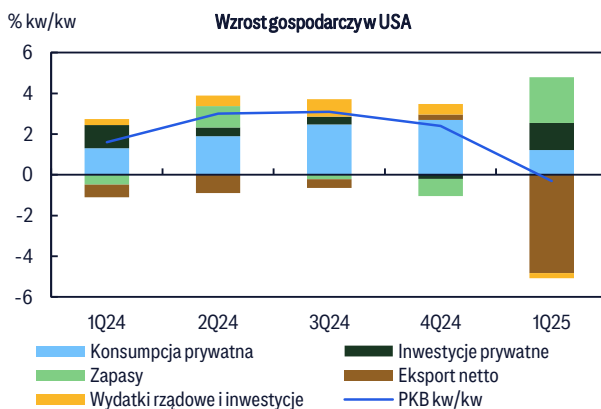
Wykres 2. Odczyty dla strefy euro nieco powyżej oczekiwań



Źródło: NBP, GUS, prognozy Citi Handlowy

- W I kwartale 2024 roku PKB w strefie euro zwiększyło się o 0,4% kw/kw, co było odczytem nieco wyższym od oczekiwań (Citi: 0,3%, konsensus: 0,2%). Lepszy odczyt był raczej zasługą mniejszych gospodarek strefy euro – w ujęciu kwartalnym niemieckie PKB wzrosło o 0,2%, a francuskie o 0,1%.
- W kwietniu przemysłowe indeksy PMI dla strefy euro zanotowały lekką poprawę, jednak wciąż pozostały poniżej granicy 50 pkt, która oddziela ekspansję od recesji. W strefie euro przemysłowy PMI wzrósł do 49 pkt z 48,6 pkt. W rozbiciu na poszczególne kraje, odnotowano lekką poprawę zarówno w Niemczech (o 0,1 pkt do 48,4), jak i Francji (o 0,2 pkt do 48,7 pkt).
- W dalszym ciągu nie można wykluczyć, że poprawa w indeksach PMI jest tylko przejściowa i wynika ze wzrostu zamówień przed zwiększeniem ceł na import przez USA.

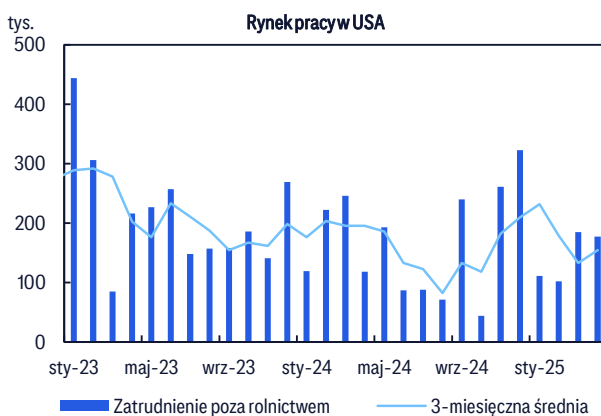
Wykres 3. Pierwsze skutki zmian w polityce handlowej USA



Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics

- Realne PKB w Stanach Zjednoczonych w ujęciu kwartalnym obniżyło się w I kw. do -0,3% wobec 2,4% w IV kw. 2024 roku. Negatywnie na odczyt wpłynął eksport netto (-4,8 pp) ze względu na znaczny wzrost importu, co prawdopodobnie było wynikiem przygotowywania się amerykańskich firm i konsumentów na wprowadzenie zapowiedzianych przez administrację USA ceł importowych.
- Inflacja bazowa PCE, która jest miarą inflacji preferowaną przez Fed w marcu była nieco poniżej oczekiwań rynkowych i wyniosła 2,6% r/r wobec 3% r/r w lutym (rewizja w górę z 2,8%). W całym pierwszym kwartale zanualizowana inflacja bazowa PCE wyniosła 3,5%.

Wykres 4. Rynek pracy w USA nie taki słaby



Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics

- Wzrost zatrudnienia w amerykańskim sektorze pozarolniczym w kwietniu obniżył się do 177 tys. z 185 tys. poprzednio (rewizja z 228 tys.), jednak okazał się zdecydowanie lepszy od rynkowych szacunków na poziomie ~130 tys. Stopa bezrobocia pozostała na poziomie 4,2%, a wzrost wynagrodzeń spowolnił do 0,2% m/m wobec 0,3% poprzednio.
- Normalizacja sytuacji na amerykańskim rynku pracy postępuje, jednak dane nie wskazują na pojawienie się istotnych nierównowag. Biorąc pod uwagę zarówno rynek pracy, jak i (opisane wyżej) publikacje dotyczące PKB i inflacji widać, że pojawia się niepewność na ile bieżące dane zostały już zaburzone wpływem polityki handlowej (wyższych ceł) nowej administracji rządowej w USA. Oczekujemy, że w maju Fed powstrzyma się od obniżki stóp procentowych, a kolejny ruch w tym cyklu zostanie wykonany w czerwcu wraz z publikacją nowych projekcji makroekonomicznych. Rynkowa wycena z kolei wskazuje, że obniżka stopy funduszy federalnych nastąpi dopiero w lipcu.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
05 maj WTOREK							
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	IV	--	--	51.4
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	IV	50.7	49.6	50.8
06 maj WTOREK							
09:00	CZ	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	IV	1.8	2.1	2.7
09:55	DE	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	IV	--	48.8	48.8
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	IV	--	49.7	49.7
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	III	-138.5	-136.5	-122.7
07 maj ŚRODA							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	% m/m	III	3.2	1	0
08:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	III	1.7	--	3.3
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	III	2.9	0.2	1.5
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% r/r	III	--	--	2.3
14:00	PL	Decyzja RPP	%	V	5.25	5.25	5.75
14:30	CZ	Decyzja CNB	%	7 May	3.5	3.5	3.75
20:00	USA	Decyzja Fed	%	7 May	4.25-4.5	4.25-4.5	4.25-4.5
08 maj CZWARTEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	III	1.2	1	-1.3
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	III	-5	--	-8
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	233	230	241
09 maj PIĄTEK							
08:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	IV	3.9	--	4.7
09:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	III	5.3	3.4	3.8

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

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	682	690	809	907	1049	1110
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2631	3067	3396	3609	3876	4117
PKB per capita (USD)	15528	15761	17990	18268	21487	24170	28028	29664
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	5.2	5.0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.1	2.9	3.9	3.2
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.6	1.5	4.8	4.1
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.7	4.0	3.5	2.9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	3.1	3.7	3.3
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	1.2	4.4	5.8
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	3.3	4.1	5.9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	3.4	2.3
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.9	2.7
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	7.9	6.1
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	3.50
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.51	3.63
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.90	4.80	4.50
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	3.59	3.80
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.70	3.71
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.30	4.32
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.27	4.31
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-1.6	16.9	-10.1	-17.6	13.7	3.4	-2.6	-1.6
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	-2.1	-1.4
Eksport	276.1	287.6	368.4	357.0	390.7	402.6	410.6	436.3
Import	281.6	278.4	378.8	383.9	383.5	400.9	412.7	437.7
Saldo usług	30.2	29.9	37.5	40.4	46.4	47.3	46.6	51.0
Saldo dochodów	-27.9	-26.0	-36.6	-28.7	-36.9	-42.0	-42.8	-46.2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.7	-6.9	-1.7	-3.4	-5.3	-6.6	-6.0	-4.8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.3	-3.2	-2.1
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.7	39.4	35.6	44.0	48.2	51.2

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

Aleksandra Siuzdak

Stażystka
aleksandra.siuzdak@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 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 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.