

## Zarządzanie oczekiwaniami

- Zgodnie z oczekiwaniami w minionym tygodniu Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o pół punktu, dzięki czemu stopa referencyjna spadła do 5,25%. Była to pierwsza zmiana stóp od października 2023 roku, jednak w przeciwieństwie do tamtej decyzji, tym razem obniżka nie wydaje się wzbudzać większych kontrowersji. Na jesieni 2023 roku cięcie stóp nastąpiło w sytuacji gdy inflacja wciąż utrzymywała się na poziomie zbliżonym do 10%, podczas gdy obecnie inflacja jest ponad dwukrotnie niższa.

- Chociaż sama decyzja była powszechnie oczekiwana, komentarz przedstawiony przez szefa NBP mimo wszystko zaskoczył inwestorów. W przededniu decyzji rynki wyceniły możliwość spadku stopy referencyjnej do końca roku nawet poniżej 4%. Niemniej podczas konferencji prasowej prezes Głapiński zasygnalizował, że RPP będzie miała bardziej ostrożne podejście do stóp procentowych. Po pierwsze, zdaniem szefa banku centralnego obniżka w maju była po prostu dostosowaniem stóp do nowych warunków makroekonomicznych i wcale automatycznie nie oznacza początku cyklu. Po drugie, członkowie Rady są zdecydowani aby pozostawić stopy bez zmian w czerwcu, a do tematu obniżek powrócić dopiero w lipcu, gdy pojawi się nowa projekcja makroekonomiczna. Wreszcie po trzecie, Rada preferuje raczej niewielkie ruchy po 25 pb zamiast dużych cięć. W reakcji na te wypowiedzi z wycen rynkowych zniknęła jedna pełna obniżka stóp i obecnie kwotowania FRA sugerują spadek stopy referencyjnej do około 4,25% na koniec roku.

- W porównaniu z poprzednimi miesiącami RPP wydaje się obecnie mniej zaniepokojona cenami energii i dopuszcza możliwość, że nawet po usunięciu tarcz inflacyjnych ceny prądu nie zmienią ścieżki CPI. Jednocześnie jednak utrzymują się obawy o stan finansów publicznych, co zresztą nie powinno nadmiernie dziwić biorąc pod uwagę ponad sześcioprocentowy deficyt fiskalny w 2024 i prawdopodobnie również 2025 roku.

- Spoglądając na nasze prognozy inflacyjne oraz biorąc pod uwagę ryzyka związane z wojnami handlowymi, dostrzegamy wciąż dość dużą przestrzeń do obniżek, choć raczej mniejszą niż wycenia rynek. Wciąż uważamy, że o ostatecznej skali obniżek zdecydować mogą decyzje fiskalne. Jeżeli podczas prac nad nowym budżetem rząd podtrzyma plany zacieśnienia fiskalnego o około 1% PKB rocznie, stworzy to przestrzeń do luzowania polityki pieniężnej. W takim scenariuszu w połowie przyszłego roku stopa referencyjna mogłaby sięgnąć około 3,5%. Jeżeli jednak plany zacieśnienia fiskalnego zostaną porzucone lub istotnie złagodzone, ograniczy to przestrzeń do cięć. W takim scenariuszu obniża stopy referencyjnej nawet do 4% byłaby trudna.

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Arkadiusz Trzciolek, CFA**

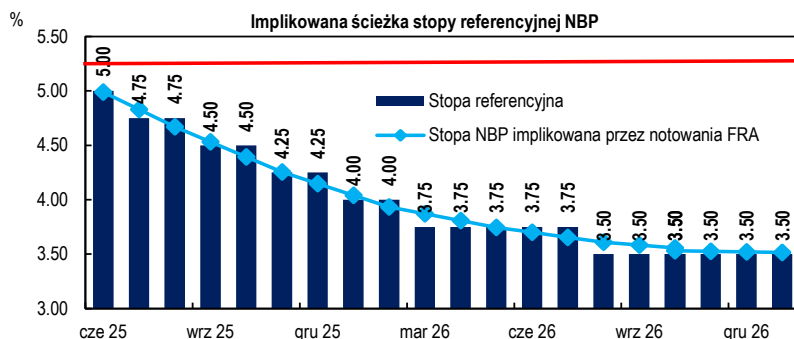
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

**Aleksandra Siuzdak**

aleksandra.siuzdak@citi.com

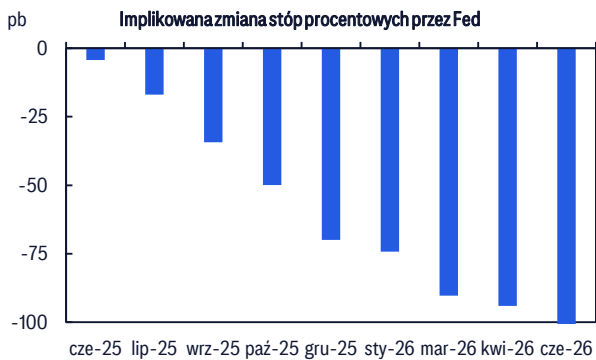
Wykres 1. Czego spodziewają się rynki?



Źródło: Bloomberg, szacunki Citi Handlowy

## Tydzień w wykresach

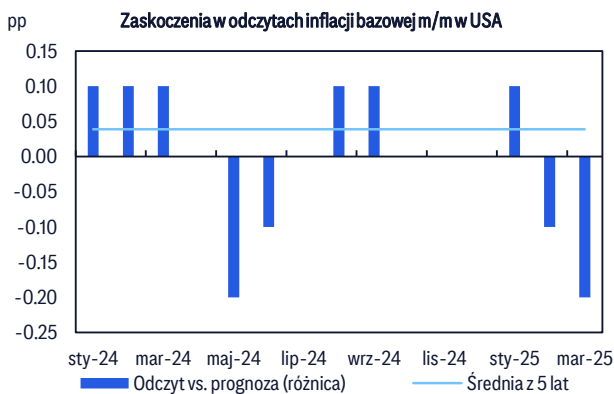
**Wykres 2. Fed czeka na sygnały do obniżek stóp**



Źródło: Citi Handlowy, LSEG

- Zgodnie z rynkowymi oczekiwaniami amerykańska Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC) pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie w przedziale 4,25%-4,50%.
- Podczas konferencji prasowej prezes Fed nie przekazał nowych wskazówek na temat kolejnych kroków w polityce pieniężnej. Zdaniem Powella nawet wzrosła niepewność dotycząca sytuacji na rynku pracy (dotyczącej bezrobocia) oraz inflacji. Ta niepewność ma źródła we wciąż trudnym do oceny wpływie polityki prowadzonej przez nową administrację rządzącą w USA. Szef Fed sugerował, że nie ma pośpiechu w decyzjach o stopach procentowych, a kolejne kroki będą motywowane napływającymi danymi makroekonomicznymi.
- Naszym zdaniem obniżki stóp procentowych zostaną wznowione na przełomie I i II połowy tego roku, a do końca roku sięgną 125 pb.

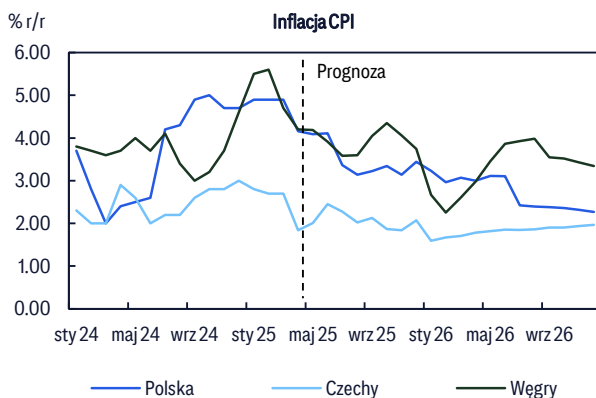
**Wykres 3. Wpływ ceł może zacząć być widoczny w inflacji**



Źródło: Citi Handlowy, LSEG

- Rynkowe oczekiwania wskazują na wzrost amerykańskiej inflacji w kwietniu do 0.3% m/m zarówno w przypadku CPI łącznego (poprzednio -0.1%) oraz bazowego (0.1% w marcu). W ujęciu rocznym wskaźniki jednak nie powinny ulec zmianie w porównaniu do ostatniego odczytu i wynieść 2,4% r/r dla łącznego CPI i 2,8% dla bazowego.
- Źródłem niepewności dla odczytów inflacji w najbliższych miesiącach pozostaje wpływ wzrostu stawek celnych na towary importowane przez USA. Częściowo ten efekt może być widoczny już w danych za kwiecień lub maj, jednak zakładamy, że w większej skali może pojawiać się w odczytach CPI w kolejnych miesiącach. W związku z trudnym do oszacowania wpływem, widzimy ryzyko, że zaskoczenia w danych inflacyjnych (wobec prognoz rynkowych) mogą być wyższe niż się do tego przyzwyczailiśmy.

**Wykres 4. Niższa inflacja w krajach CEE**



Źródło: prognozy Citi Handlowy, Haver Analytics

- W kwietniu inflacja obniżyła się w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Przyczyny tych zmian nie było jednakowe. W Polsce obserwowany były efekty bazy na cenach żywności w związku z podwyżką stawki VAT w tej kategorii w 2024 roku. W przypadku Czech również za spadek odpowiadały efekty bazy z zeszłego roku, które dotyczyły żywności oraz paliw. Na Węgrzech w związku z presją rządu, ograniczane były marże na sprzedaż artykułów żywnościowych, a podwyżki cen usług przekładane są na przyszły rok.
- Warto zaznaczyć, że również inflacja bazowa w krajach Europy Środkowo-Wschodniej obniżyła się w kwietniu, co wskazuje na malejącą presję inflacyjną. Oczekujemy, że w najbliższych miesiącach inflacja w krajach CEE będzie zbliżała się w stronę celów banków centralnych.

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>13 maj WTOREK</b>							
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	IV	1.8	--	1.8
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	V	-3	0	-14
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	IV	0.2	0.3	-0.1
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	IV	0.3	0.3	0.1
<b>14 maj ŚRODA</b>							
08:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	IV	--	2.1	2.1
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	III	64	123	-220
<b>15 maj CZWARTEK</b>							
10:00	PL	PKB - odczyt wstępny	% r/r	Q1	3.3	3.1	3.2
10:00	PL	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	IV	4.2	--	4.2
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	IV	0.2	0.2	-0.4
14:30	USA	Inflacja PPI bazowa	% m/m	IV	0.3	0.3	-0.1
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IV	0	0	1.4
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	V	--	-11	-26.4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	230	230	228
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	IV	-0.1	0.2	-0.3
<b>16 maj PIĄTEK</b>							
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	IV	3.5	--	3.6
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mIn	IV	1.46	1.45	1.467
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mIn	IV	1.394	1.365	1.324
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	V	53.9	53	52.2

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	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
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
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
<b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>								
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
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
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
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
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](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.