

## Citi Weekly

### Obniżki prawdopodobnie w czerwcu

- Marcowe posiedzenie amerykańskiego Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC) zgodnie z oczekiwaniami nie przyniosło zmian w parametrach polityki pieniężnej. Po ostatniej podwyżce stóp procentowych w lipcu ubiegłego roku szybko rozpoczęła się rynekowa dyskusja, kiedy stopy procentowe w USA będą obniżane.
- Wydźwięk ostatniego spotkania FOMC odbierany jest jako relatywnie gołąbi. W ostatnim czasie dane inflacyjne okazywały się wyższe od rynkowych oczekiwań, co poddawało w wątpliwość możliwość obniżki stóp jeszcze w pierwszej połowie bieżącego roku. Z wycen już dawno „wyparował” ruch Rezerwy Federalnej w maju, a wspomniane dane powodowały, że nawet zmiana stóp w czerwcu nie była w pełni odzwierciedlona w notowaniach kontraktów terminowych.
- Na majowym posiedzeniu FOMC możliwa jest jednak decyzja w sprawie dalszego ograniczenia bilansu Fed. Obecny plan zakłada redukcję bilansu o 95 mld USD miesięcznie, z czego 60 mld USD dotyczy amerykańskich obligacji skarbowych (UST). Zakładamy, że na kolejnym posiedzeniu redukcja UST w bilansie Fed może zwolnić do 30 mld USD miesięcznie.
- Podczas konferencji prasowej prezes Powell zaznaczył, że ostatnie dane inflacyjne nie przekonały FOMC, że nadszedł czas obniżek stóp procentowych. Jednocześnie jednak szef amerykańskiego banku centralnego podkreślił, że Komitet podtrzymuje swój pogląd o spowolnieniu inflacji.
- Oczekiwania członków Fed wobec poziomu stóp na koniec 2024 roku wciąż wskazują (według mediany) na stopę funduszy federalnych o 75 pb poniżej obecnego przedziału 5.25%–5.50%. Takie nastroje zgodne są z rynkowymi wycenami, gdzie obecnie implikowane są obniżki w skali 80 pb do końca roku.
- Naszym zdaniem wciąż istnieje przestrzeń do bardziej zdecydowanych obniżek stóp procentowych. Zakładamy, że cykl obniżek w Stanach rozpocznie się w czerwcu, jednak do końca roku stopy mogą spaść w sumie o 125 pb. Prezes Fed zaznaczył, że nie widzi przekonujących sygnałów wskazujących na niepokojącą sytuację na rynku pracy. Prognoza Fed wskazuje na stopę bezrobocia na poziomie 4% i naszym zdaniem to właśnie gorsze dane z rynku pracy mogą przeważać o skali tegorocznego łagodzenia polityki pieniężnej.

---

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

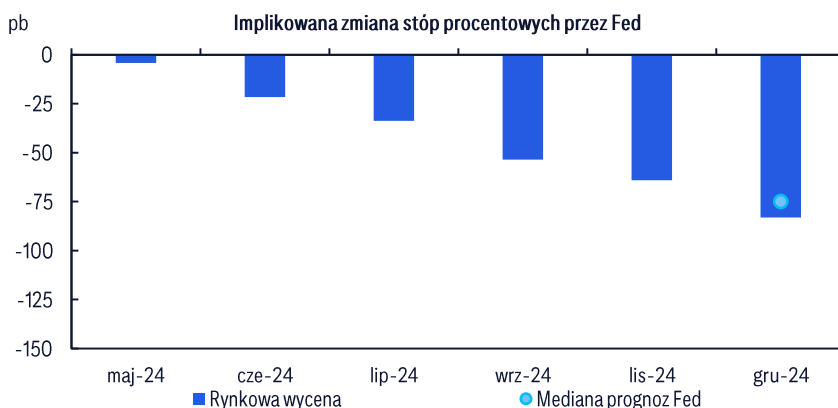
**Arkadiusz Trzciolek, CFA**

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

**Zuzanna Mrocza**zuzanna.mrocza@citi.com

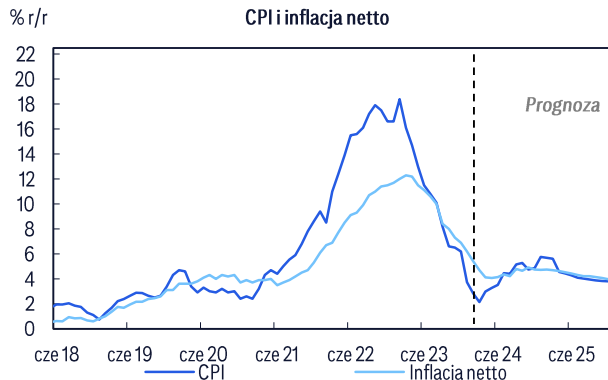
---

**Wykres 1. Prognozy Fed są zbieżne z rynkowymi oczekiwaniami**

Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv

## Tydzień w wykresach

**Wykres 2. Ostatni miesiąc dezinflacji**



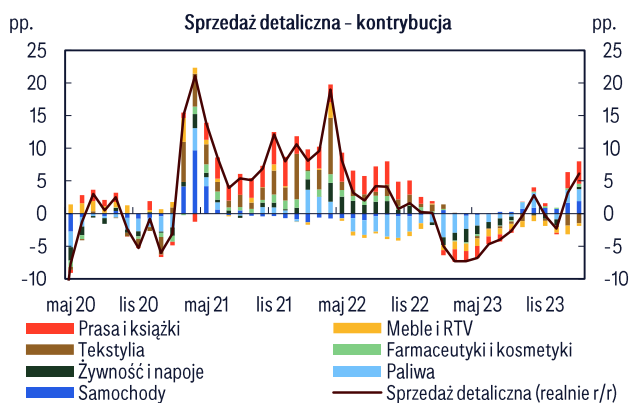
- W najbliższy piątek GUS opublikuje wstępne dane o inflacji za marzec. Nasze szacunki wskazują, że tym razem wskaźnik CPI spadnie poniżej celu RPP i wyniesie około 2,2% (ryzyko widzimy po stronie jeszcze niższego odczytu).

- Prognozy rynkowe rozstrzelone są od 2,0% do 2,5%. Źródłem niepewności pozostaje skala zmian cen żywności, szczególnie w obliczu narastającej konkurencji między sieciami detalicznymi. Nasza prognoza zakłada wzrost cen w tej kategorii o 0,3% m/m, a więc mniej więcej 0,4pp poniżej wzorca sezonowego.

- Po marcu ścieżka inflacyjna będzie wyglądać już mniej korzystnie, a wzrosty CPI będą przede wszystkim efektem zmian cen regulowanych lub podatków pośrednich.

Źródło: Haver Analytics, GUS, Citi Handlowy

**Wykres 3. Konsumenci mają się lepiej**

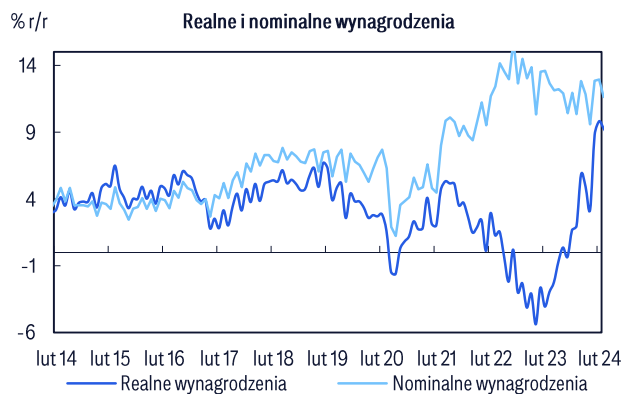


- W minionym tygodniu dużym zaskoczeniem okazała się sprzedaż detaliczna, której wzrost w lutym wyniósł 6,1% r/r wobec 3,2% w styczniu. Poprawa jest szczególnie widoczna w dobrach trwałych, co sugeruje, że wzrost wynagrodzeń realnych oraz poprawa nastrojów konsumentów przekładają się na decyzje zakupowe. Spodziewamy się, że ożywienie sprzedaży detalicznej (i konsumpcji) będzie postępować w kolejnych miesiącach.

- Wzrost produkcji przemysłowej również okazał się wyższy od oczekiwań (Citi: 2,9% r/r; konsensus: 2,4%) i wyniósł w lutym 3,3% r/r. Bardziej szczegółowe dane wskazują, że przetwórstwo już drugi miesiąc z rzędu pozytywnie przyczynia się do wzrostu produkcji. Pomimo, że Polska w dalszym ciągu pozostaje podatna na słabość produkcji w innych krajach europejskich, to wydaje się ona bardziej odporna niż pozostałe kraje regionu.

Źródło: Haver Analytics, GUS, Citi Handlowy

**Wykres 4. Wzrost płac realnych bliski 10%**



- Wzrost wynagrodzeń nominalnych przyspieszył z 12,8% r/r w styczniu do 12,9% r/r w lutym, przebijając nasze oraz rynkowe oczekiwania. Wyższy niż przed miesiącem okazał się również wzrost wynagrodzeń realnych, który zbliżył się do poziomów dwucyfrowych (9,8% r/r w lutym vs. 8,8% w styczniu).

- Za mocne odczyty z rynku pracy nadal odpowiada podwyżka płacy minimalnej z początku roku, jednak nie jest to jedyny czynnik. Zakładając, że ok. 30% pracowników otrzymuje minimalne wynagrodzenie, wzrost płac ogółem na poziomie niemal 13% sugeruje, że płace pozostałych pracowników rosną w dynamicznym tempie ok. 10%.

- W przeciwieństwie do płac, zatrudnienie w lutym okazało się zgodne z oczekiwaniami (spadek o 0,2% r/r).

Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics

## Kalendarz ekonomiczny

| Godz. Publikacji           | Kraj | Informacja                             | Jednostka    | Okres | Prognoza Citi | Konsensus rynkowy | Poprzednia wartość |
|----------------------------|------|----------------------------------------|--------------|-------|---------------|-------------------|--------------------|
| <b>25 mar PONIEDZIAŁEK</b> |      |                                        |              |       |               |                   |                    |
| 15:00                      | USA  | Sprzedaż nowych domów                  | mln          | II    | 0,640         | 0,675             | 0,661              |
| <b>26 mar WTOREK</b>       |      |                                        |              |       |               |                   |                    |
| 13:30                      | USA  | Zamówienia na dobra trwałe             | % m/m        | II    | 0,9           | 1,4               | -6,2               |
| 14:00                      | HU   | Decyzja MNB                            | %            | III   | 8,25          | --                | 9,00               |
| 15:00                      | USA  | Zaufanie konsumentów                   | pkt          | III   | 109,6         | 107,0             | 106,7              |
| <b>27 mar ŚRODA</b>        |      |                                        |              |       |               |                   |                    |
| 11:00                      | EUR  | Zaufanie konsumentów - odczyt finalny  | pkt          | III   | 96,4          | 96,1              | 95,4               |
| <b>28 mar CZWARTEK</b>     |      |                                        |              |       |               |                   |                    |
| 8:00                       | DE   | Sprzedaż detaliczna                    | % m/m        | II    | 0,6           | 0,5               | -0,4               |
| 9:00                       | CZ   | Rewizja PKB                            | % r/r        | 4Q    | -0,2          | --                | -0,2               |
| 13:30                      | USA  | PKB - odczyt finalny                   | % kw/kw SAAR | 4Q    | --            | 3,2               | 3,2                |
| 13:30                      | USA  | Liczba nowych bezrobotnych             | tys.         | tyg.  | 215           | --                | 210                |
| 15:00                      | USA  | Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny | pkt          | III   | --            | 76,6              | 76,5               |
| <b>29 mar PIĄTEK</b>       |      |                                        |              |       |               |                   |                    |
| 10:00                      | PL   | Inflacja CPI - odczyt wstępny          | % r/r        | III   | 2,2           | --                | 2,8                |
| 14:30                      | USA  | Dochód osobisty                        | % m/m        | II    | -0,3          | 0,4               | 1,0                |
| 14:30                      | USA  | Konsumpcja osobista                    | % m/m        | II    | 0,6           | 0,5               | 0,2                |
| 14:30                      | USA  | Deflator bazowy PCE                    | % m/m        | II    | 0,3           | 0,3               | 0,4                |
| 14:30                      | USA  | Deflator PCE                           | % m/m        | II    | 0,3           | 0,4               | 0,3                |

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

|                                           | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023P  | 2024P  | 2025P  |
|-------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Najważniejsze wskaźniki</b>            |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Nominalny PKB (mld USD)                   | 590    | 596    | 600    | 682    | 690    | 811    | 891    | 976    |
| Nominalny PKB (mld PLN)                   | 2,127  | 2,288  | 2,338  | 2,631  | 3,067  | 3,396  | 3,627  | 3,914  |
| PKB per capita (USD)                      | 15,348 | 15,528 | 15,761 | 17,990 | 18,266 | 21,560 | 23,752 | 26,086 |
| Populacja (mln)                           | 38,4   | 38,4   | 38,1   | 37,9   | 37,8   | 37,6   | 37,5   | 37,4   |
| Stopa bezrobocia (%)                      | 5,8    | 5,2    | 6,8    | 5,8    | 5,2    | 5,1    | 5,0    | 5,0    |
| <b>Aktywność ekonomiczna</b>              |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Realny wzrost PKB (% r/r)                 | 5,9    | 4,4    | -2,0   | 6,9    | 5,3    | 0,2    | 3,2    | 3,9    |
| Inwestycje (% r/r)                        | 12,6   | 6,2    | -2,3   | 1,2    | 4,9    | 8,4    | 2,1    | 6,0    |
| Spożycie ogółem (% r/r)                   | 4,4    | 4,1    | -1,5   | 5,8    | 4,1    | -0,1   | 3,9    | 3,6    |
| Konsumpcja indywidualna (% r/r)           | 4,4    | 3,5    | -3,6   | 6,2    | 5,2    | -1,0   | 4,1    | 3,8    |
| Eksport (% r/r)                           | 6,8    | 5,3    | -1,1   | 12,3   | 6,7    | -1,9   | 8,3    | 5,1    |
| Import (% r/r)                            | 7,5    | 3,2    | -2,4   | 16,1   | 6,8    | -8,3   | 9,5    | 5,9    |
| <b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>            |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Inflacja CPI (% r/r)                      | 1,1    | 3,4    | 2,4    | 8,6    | 16,6   | 6,2    | 4,9    | 3,8    |
| Inflacja CPI (% średnia)                  | 1,6    | 2,3    | 3,4    | 5,1    | 14,3   | 11,5   | 3,9    | 4,5    |
| Płace nominalne (% r/r)                   | 7,1    | 6,5    | 4,7    | 8,8    | 13,0   | 11,9   | 10,5   | 6,2    |
| Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)    | 7,4    | 4,7    | 4,7    | 5,3    | 1,2    | -0,3   | 4,0    | 7,0    |
| Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)  | 1,50   | 1,50   | 0,10   | 1,75   | 6,75   | 5,75   | 5,75   | 4,00   |
| WIBOR3M (% koniec okresu)                 | 1,72   | 1,71   | 0,21   | 2,51   | 7,02   | 5,88   | 5,63   | 4,13   |
| Rentowność obligacji 10-letnich           | 2,81   | 2,07   | 1,25   | 3,71   | 6,88   | 5,25   | 5,00   | 4,90   |
| USD/PLN (Koniec okresu)                   | 3,76   | 3,79   | 3,77   | 4,04   | 4,38   | 3,92   | 4,25   | 3,79   |
| USD/PLN (Średnia)                         | 3,61   | 3,84   | 3,89   | 3,86   | 4,45   | 4,19   | 4,07   | 4,01   |
| EUR/PLN (Koniec okresu)                   | 4,30   | 4,26   | 4,61   | 4,60   | 4,69   | 4,35   | 4,35   | 4,43   |
| EUR/PLN (Średnia)                         | 4,26   | 4,30   | 4,44   | 4,57   | 4,69   | 4,54   | 4,34   | 4,39   |
| <b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>         |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Rachunek bieżący                          | -11,4  | -1,4   | 14,6   | -8,8   | -16,6  | 12,6   | -3,7   | -8,0   |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)           | -1,9   | -0,2   | 2,4    | -1,3   | -2,4   | 1,5    | -0,4   | -0,8   |
| Saldo handlu zagranicznego                | -6,1   | -4,9   | 7,9    | -9,1   | -25,6  | 9,5    | -2,3   | -4,5   |
| Eksport                                   | 254,0  | 246,6  | 251,3  | 311,7  | 339,5  | 361,6  | 373,6  | 415,0  |
| Import                                    | 260,1  | 251,5  | 243,4  | 320,7  | 365,1  | 352,1  | 375,8  | 419,5  |
| Saldo usług                               | 25,9   | 26,9   | 26,2   | 31,7   | 38,5   | 40,9   | 40,7   | 43,6   |
| Saldo dochodów                            | -22,6  | -24,9  | -22,8  | -30,9  | -27,2  | -34,7  | -38,5  | -42,8  |
| <b>Finanse publiczne (% PKB)</b>          |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95) | -0,2   | -0,7   | -6,9   | -1,8   | -3,7   | -5,6   | -5,6   | -4,5   |
| Saldo pierwotne sektora finansów publicz. | 1,2    | 0,6    | -5,6   | -0,7   | -2,1   | -3,7   | -3,3   | -1,7   |
| Dług publiczny (polska metodologia)       | 46,3   | 43,3   | 47,6   | 43,7   | 39,4   | 40,0   | 42,8   | 43,3   |

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz 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)

### Zuzanna Mroczka

Stażystka

[zuzanna.mroczka@citi.com](mailto:zuzanna.mroczka@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 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.