

Wkrótce u celu

- Otoczenie inflacyjne zmienia się bardzo szybko i zmiana ta, jak na razie, jest zdecydowanie na lepsze. Opublikowane w piątek wstępne dane GUS pokazały, że w maju inflacja obniżyła się do 4,1% i po raz trzeci w ciągu ostatnich czterech miesięcy była niższa od prognoz rynkowych. Wystarczy również przypomnieć, że ostatnia oficjalna projekcja NBP zakładała inflację w II kwartale na poziomie 5,2%, a więc już na starcie rzeczywista ścieżka jest o około 1 punkt procentowy niższa. W kolejnych kwartałach ta rozbieżność może się jeszcze bardziej powiększyć.

- Jeszcze niedawno przedstawiciele RPP wskazywali na rosnące ceny energii jako zagrożenie inflacyjne. Choćby z tego względu warto odnotować ogłoszoną w minionym tygodniu decyzję URE, który postanowił obniżyć cenę gazu dla gospodarstw domowych o 14,8% począwszy od lipca br. Oznacza to, że zamiast wzrostu cen, od lipca ceny gazu spadną i obniżą ścieżkę inflacyjną w drugiej połowie roku o około 0,25 pkt. Co więcej, rynkowe ceny energii elektrycznej kształtują się obecnie ponad 10% poniżej ceny „zamrożonej”, co oznacza, że rezygnacja z tarcz począwszy od października nie tylko nie podniesie istotnie inflacji, lecz wręcz może ją obniżyć. W sumie nasze prognozy pokazują, że inflacja w ostatnim kwartale bieżącego roku może wynieść 2,5-3%, co byłoby wynikiem o dwa punkty procentowe niższym od tego założonego w projekcji banku centralnego. Gdyby nie wchodząca w życie opłata mocowa (jedyna istotna podwyżka cen energii w najbliższych miesiącach) inflacja pod koniec roku mogłaby wynieść ok. 2%.

- Co bardziej istotne, lepsze perspektywy inflacyjne to nie tylko efekt niższych cen energii. Dane z ostatnich miesięcy wskazują bowiem na stopniowe osłabienie inflacji bazowej. Patrząc na dane oczyszczone z sezonowości, ceny rosną z miesiąca na miesiąc w tempie, które jest spójne z zaledwie 2,5% inflacją bazową w ujęciu rocznym. Dla porównania w styczniu było to wciąż około 4%. W sumie więc presja cenowa stopniowo, ale systematycznie słabnie i biorąc pod uwagę inercję procesów inflacyjnych taka sytuacja może trwać również w kolejnych miesiącach.

- Z tego powodu na uwagę zasługuje śródowe posiedzenie RPP, a szczególnie to, jak przewodniczący Rady odniesie się do nowych tendencji inflacyjnych. Dane opublikowane w ostatnich tygodniach teoretycznie tworzą wręcz przestrzeń do obniżki stóp w czerwcu, choć wciąż bardziej prawdopodobne wydaje się to, że Rada będzie wolała poczekać ze zmianami do lipcowej projekcji (nasz scenariusz: obniżka stóp w lipcu o 25pb).

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

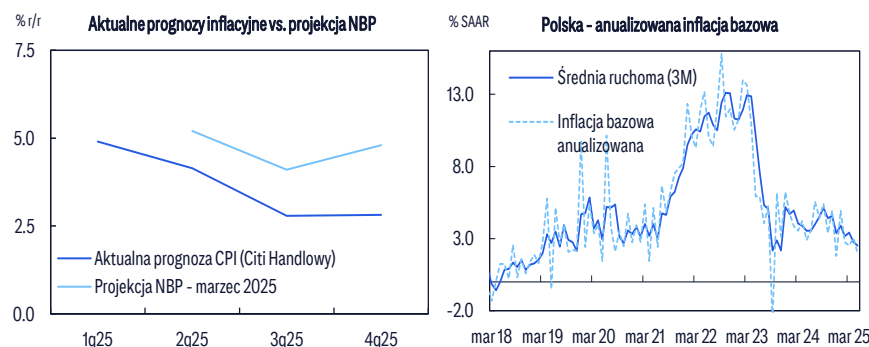
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

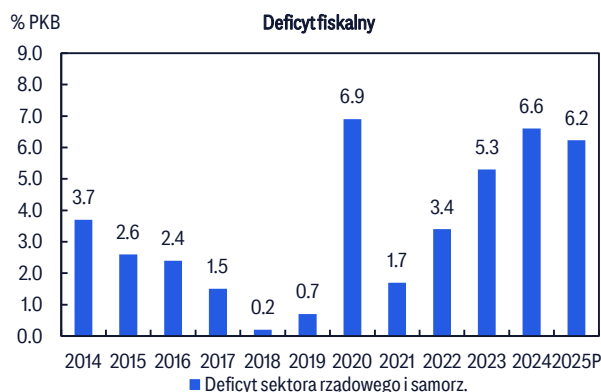
aleksandra.siuzdak@citi.com

Wykres 1. Presja inflacyjna słabnie szybciej niż zakładano


Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane NBP i GUS

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Powyborcze wyzwania fiskalne

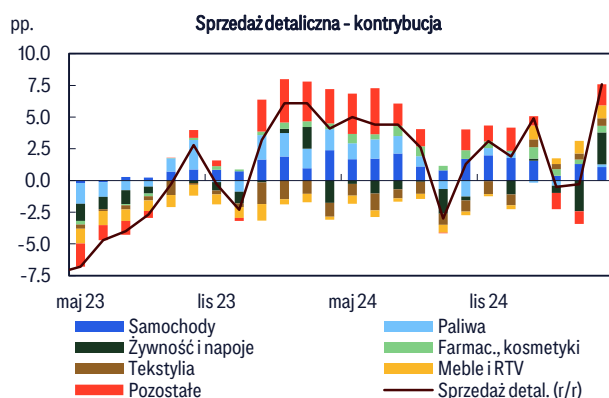


Źródło: Prognozy Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów, GUS

- Wybory prezydenckie w Polsce wygrał Karol Nawrocki, który otrzymał w II turze 50,89% głosów, wyprzedzając Rafała Trzaskowskiego, który uzyskał 49,11%. Przedwyborcze sondaże wskazywały, że rezultat obydwu kandydatów będzie zbliżony, jednak ostateczny wynik stanowi zaskoczenie, gdyż większość sondażowni wskazywała na zwycięstwo Rafała Trzaskowskiego. Również wstępne badanie exit poll pokazywało odmienny wynik od danych zaprezentowanych przez PKW.

- Wynik wyborów prezydenckich oznacza, że prawdopodobnie podtrzymany zostanie obraz trudnych relacji na linii rząd-prezydent. Istotnym wyzwaniem w najbliższej przyszłości pozostanie polityka fiskalna. Zwycięzca wyborów prezydenckich sugerował, że nie podpisze żadnej ustawy zwiększającej podatki. Z kolei cięcia wydatków fiskalnych przed wyborami parlamentarnymi zaplanowanymi na 2027 rok wydają się mało prawdopodobne.

Wykres 3. Odbicie w sprzedaży



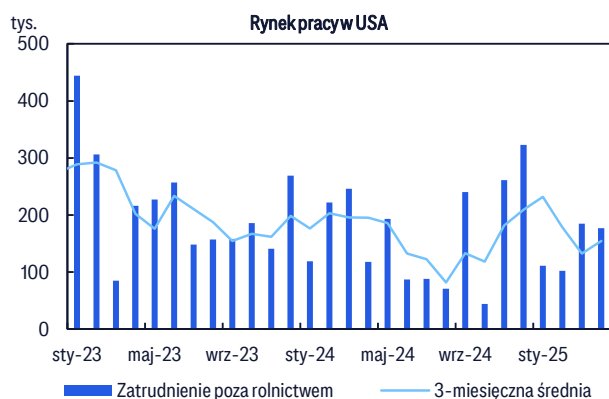
Źródło: GUS, Citi Handlowy

- W kwietniu sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 7,6% r/r wobec -0,3% r/r w marcu. Mimo, że prognozy zakładały poprawę dynamiki, ostateczny odczyt i tak okazał się znacznie lepszy od przewidywań (konsensus: 3,4% r/r). W miesięcznym i odsezonowanym ujęciu sprzedaż zwiększyła się o 3,5% r/r.

- W szczegółowym rozbiciu, istotną rolę odegrała sprzedaż żywności, która dodała około 2,5pp do całościowego odczytu, co można przypisać efektom kalendarzowym (święta wielkanocne wypadające w kwietniu). Oprócz tego, do wyższego wyniku przyczyniła się sprzedaż samochodów, mebli i urządzeń RTV, AGD oraz odzieży i obuwia.

- W sumie kwietniowe dane z gospodarki, mogą być zapowiedzią poprawy aktywności w drugim kwartale.

Wykres 4. W maju pierwsze skutki ceł na amerykańskim rynku pracy?



Źródło: Haver Analytics, Citi Handlowy

- W piątek poznamy dane z amerykańskiego rynku pracy za maj. Spodziewamy się, że maj będzie pierwszym miesiącem, w którym polityka handlowa amerykańskiej administracji i związana z nią niepewność wpłynęła na odczyty z rynku pracy. Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym najprawdopodobniej obniżyło się do 120 tys. z 177 tys. (konsensus 130 tys.).

- Jeżeli chodzi o stopę bezrobocia, spodziewamy się wzrostu wskaźnika do 4,3% z 4,2% w kwietniu, z ryzykiem skierowanym w stronę wyższego odczytu. Wprawdzie zwolnienia pozostały na niskim poziomie, jednak do wzrostu stopy bezrobocia mógł przyczynić się napływ nowych osób poszukujących zatrudnienia (w maju i w czerwcu przeważnie studenci i absolwenci wchodzą na rynek pracy).

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
O2 cze PONIEDZIAŁEK							
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	V	--	52.2	52.3
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	V	49.4	48.5	48.7
O3 cze WTOREK							
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	V	1.9	2	2.2
16:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	mln	IV	7.125	7.100	7.192
O4 cze ŚRODA							
9:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	V	1.8	2.1	1.8
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	V	--	48.9	48.9
15:00	PL	Decyzja RPP	%	VI	5.25	5.25	5.25
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	V	--	--	52.3
O5 cze CZWARTEK							
8:00	DE	Zamówienia fabryczne	% m/m	IV	-1	-0.9	3.6
14:15	EUR	Decyzja ECB (stopa depozytowa)	%	VI	2	2	2.25
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	224	--	240
O6 cze PIĄTEK							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	IV	-0.5	-1	3
8:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	IV	-4.6	-4.6	-5.4
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	IV	-0.7	-1.8	4.5
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	V	4.3	4.2	4.2
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	V	0.3	0.3	0.2
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	V	120	130	177

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	690	697	813	915	944	1020
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3911	4155
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	25233	27254
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	12.7	-2.2	4.8	4.1
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.3	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	2.0	4.4	5.8
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.2	4.1	5.9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.9	2.3
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.7	2.4
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	4.52	3.69
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	3.77
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.69	3.68
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.27	4.31
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.30
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-1.6	16.9	-10.1	-17.6	13.7	3.4	-2.4	-1.4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.8	-1.5	-2.5	1.7	0.4	-0.2	-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	-6.2	-5.2
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-3.6	-2.5
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	47.4	50.0

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 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.