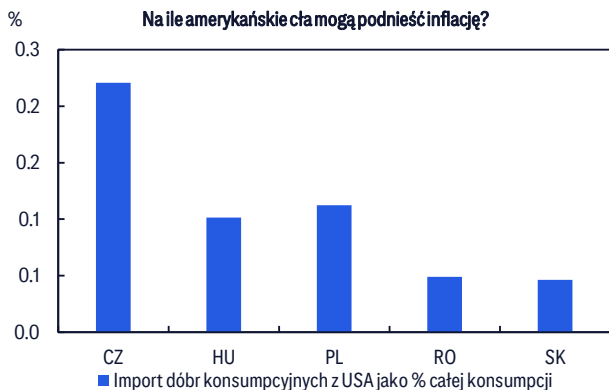


Tydzień w wykresach

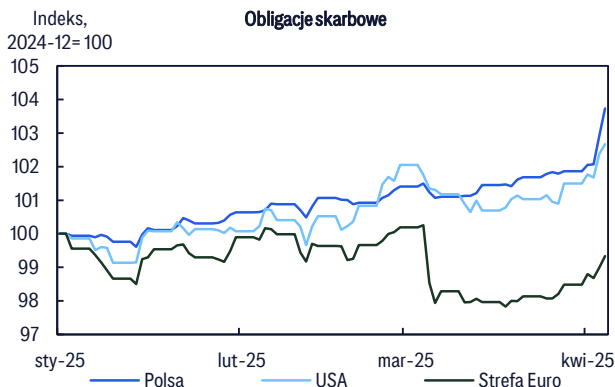
Wykres 2. W przypadku wprowadzenia ceł odwetowych ze strony UE inflacja w Polsce raczej nie wzrośnie



- Nowy pakiet ceł ogłoszony przez amerykańską administrację przewiduje objęcie krajów UE, a tym samym Polski, stawką 20%. Dużo wyższe stawki celne mają być stosowane wobec wielu azjatyckich krajów, które w tej sytuacji prawdopodobnie przekierują część swojego eksportu na rynek europejski.
- Nowy pakiet ceł może doprowadzić do znacznego osłabienia aktywności w wielu gospodarkach, zwiększając ryzyko recesji w USA. W scenariuszu z cłami należy spodziewać się w Europie niższego wzrostu (nawet o około 1pp) oraz niższej inflacji (i to nawet pomimo potencjalnie proinflacyjnego wpływu ceł). W sumie słabszy popyt oraz zwiększona podaż towarów z krajów azjatyckich zapewne pomogą obniżyć inflację w UE (więcej w naszym raporcie - [tutaj](#)).

Źródło: Dane Eurostat, szacunki Citi Handlowy

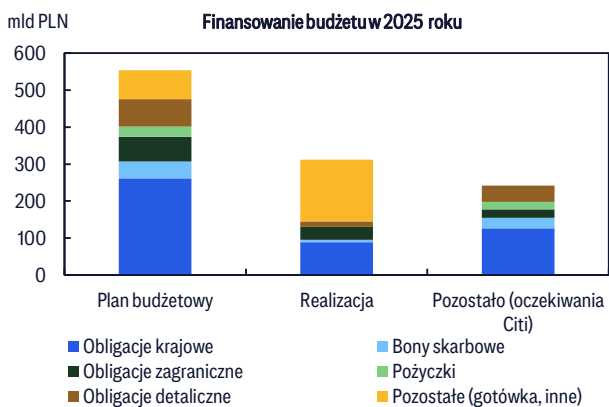
Wykres 3. Ucieczka w stronę obligacji



Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv

- Ubiegły tydzień przyniósł wzrost awersji wobec aktywów ryzykownych, co przejawiało się w spadkach indeksów akcyjnych, gdzie od początku kwietnia DAX oraz WIG20 straciły około 15% (stan na dzisiejszym otwarciu), a S&P 500 ponad 10% (kontrakty przed otwarciem sesji wskazywały na dalsze spadki). Na cenie zyskiwało aktywa uznawane za bezpieczne, czyli złoto oraz obligacje skarbowe. Cła na import dóbr do USA wzmogły obawy, że spowolnienie gospodarcze w USA może „rozlać” się na resztę świata. Rynki zareagowały również wzrostem oczekiwań na obniżki stóp procentowych przez główne banki centralne, które w przypadku Fed wyceniane są już na prawie pięć kroków po 25 pb każdy, a EBC miałby dokonać jeszcze trzech takich ruchów.
- W związku z tym obserwowaliśmy zauważalny wzrost cen (spadek rentowności) obligacji skarbowych. Rentowności 10-letnich US Treasuries obniżyły się od początku kwietnia o ok 30pb, a niemieckich Bundów o 20pb. W Polsce dochodowość 10-letnich SPW spadła od końca marca o blisko 50 pb, co było potęgowane przez gołębi zwrot w polityce pieniężnej (strona 1).

Wykres 4. Potrzeby pożyczkowe zapewnione w ponad 50%



Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

- Według stanu na koniec marca około 56% potrzeb pożyczkowych na 2025 rok zostało już zrealizowanych. Ten wynik jest w dużym stopniu pokłosiem ubiegłorocznego prefinansowania, w efekcie którego Ministerstwo Finansów skończyło ubiegły rok z poduszką płynnościową przekraczającą 150 mld PLN.
- Emisja obligacji hurtowych, czyli druga największa składowa realizacji potrzeb pożyczkowych, wynosi obecnie ok. 34% kwoty założonej w ustawie budżetowej. Na początku roku zwiększyła się sprzedaż papierów skierowanych do inwestorów instytucjonalnych - na aukcjach regularnych średnia emisja wzrosła z 8 mld zł w 2024 do 9,4 mld w I kw. 2025. Tempo realizacji potrzeb pożyczkowych prawdopodobnie nie zwolni istotnie w II kw. gdyż sprzedaż na aukcjach regularnych planowana jest na blisko 75 mld PLN, a do tego możliwe są również aukcje zamiany.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
7 kwi PONIEDZIAŁEK							
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	II	0,2	0,5	-0,3
8 kwi WTOREK							
08:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	III	4,9	5	5,6
10 kwi CZWARTEK							
03:30	CN	Inflacja PPI	% r/r	III	-2,3	-2,3	-2,2
03:30	CN	Inflacja CPI	% r/r	III	0	0,1	-0,7
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	III	2,7	--	2,7
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	III	0	0,1	0,2
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	III	0,2	0,3	0,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	220	223	219
11 kwi PIĄTEK							
08:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	III	--	2,2	2,2
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	II	-728	-414	-168
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	III	0,1	0,2	0
14:30	USA	Inflacja PPI bazowa	% m/m	III	0,4	0,3	-0,1
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	IV	56,6	55	57

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	995	1076
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2631	3067	3396	3610	3888	4144
PKB per capita (USD)	15528	15761	17990	18268	21487	24179	26601	28770
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	4.0	3.6
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.6	1.5	6.3	7.8
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.7	3.9	3.5	2.6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	3.1	3.6	2.9
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	1.2	4.6	6.9
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	3.3	4.4	6.4
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	3.7	2.6
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	4.0	3.0
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.4	6.5
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	5.00	4.00
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	5.01	4.13
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.90	5.20	4.80
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	3.86	3.84
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.91	3.85
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.25	4.29
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.22	4.28
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-1.6	16.9	-10.1	-17.6	13.7	3.4	-2.5	-1.5
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	-1.8	-3.5	-5.1	-6.0	-5.8	-4.4
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-2.8	-3.6	-3.0	-1.7
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.7	39.4	38.9	43.3	47.3	49.8

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.