

## Citi Weekly

### Mobilizacyjne dylematy

- W minionym tygodniu w życie weszła ukraińska ustawa mobilizacyjna, której celem jest stworzenie aktualnej bazy osób podlegających powołaniom do wojska. Ustawa ta ogranicza mężczyznom nie zarejestrowanym w spisie poborowych dostęp do usług konsularnych. W polskich firmach zatrudniających obywateli Ukrainy zmiany te wywołują obawy przed utratą pracowników ze względu na ryzyko ich wyjazdu lub ryzyko utraty uprawnień (np. na skutek wygaśnięcia dokumentów).

- Potencjalne konsekwencje mogą być istotne. Według statystyk Eurostat liczba ukraińskich obywateli w wieku 18-64 lat (wiek zbliżony do poborowego) przebywających w Polsce i objętych tzw. tymczasową ochroną to około 130 tys. Do tego należałoby doliczyć niemal 400 tys. mężczyzn z Ukrainy, którzy byli zarejestrowani w systemach ZUS przed wybuchem wojny. W sumie daje to ponad pół miliona osób, a więc 3% wszystkich pracujących w Polsce. Dla niektórych sektorów – np. budownictwa lub transportu – udział byłby znacznie większy.

- W rzeczywistości w krótkim horyzoncie ryzyko poważnych zaburzeń wydaje się ograniczone. To, czy ukraińska ustawa mobilizacyjna będzie miała wpływ na rynki pracy w UE będzie uzależnione od stanowiska rządów krajów UE. Wypowiedzi przedstawicieli polskich władz oraz [dyplomacji](#) sugerują, że na razie nie istnieje spójne stanowisko rządowe, ale też nie ma żadnych działań, które miałyby nakłaniać ukraińskich obywateli do powrotów do Ukrainy. Ewentualne decyzje w Polsce nie działają w próżni i muszą brać pod uwagę stanowisko innych krajów, w tym choćby Niemiec, gdzie opór do „przekazywania” poborowych ukraińskim władzom jest duży. Gdyby Polska postanowiła ulec prośbom ukraińskich władz, mogłoby to zachęcić uchodźców do przeniesienia się do innych krajów.

- Rozważając potencjalne scenariusze, dużo bardziej prawdopodobne wydaje się stopniowe zmienianie polityk na poziomie UE tak, aby pobyt uchodźców w UE stał się relatywnie mniej korzystny niż dotychczas. Byłoby to zgodne z kierunkiem [już prowadzonych rozmów](#). Tego typu rozwiązanie mogłoby polegać na przykład na wycofywaniu programów wsparcia dla uchodźców i zapewne miałyby realny wpływ na ewentualne przepływy migracyjne najwcześniej w 2025 roku. Prawdopodobieństwo takich rozwiązań mogłoby wzrosnąć na przykład po czerwcowych wyborach do parlamentu UE, gdyby doprowadziły one do istotnych zmian w Strasbourgu.

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Arkadiusz Trzciolek, CFA**

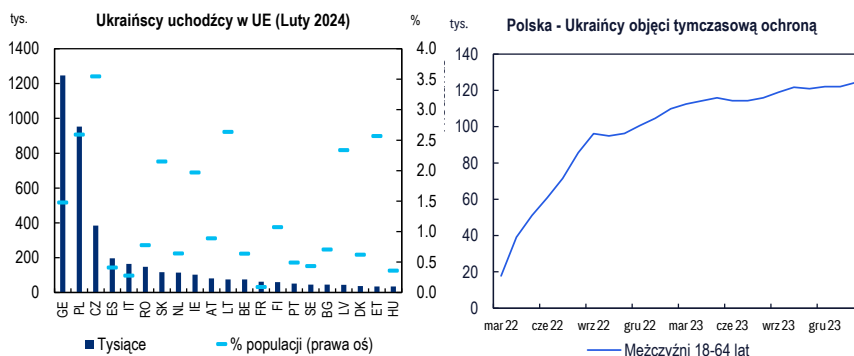
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

**Zuzanna Mroccka**

zuzanna.mroccka@citi.com

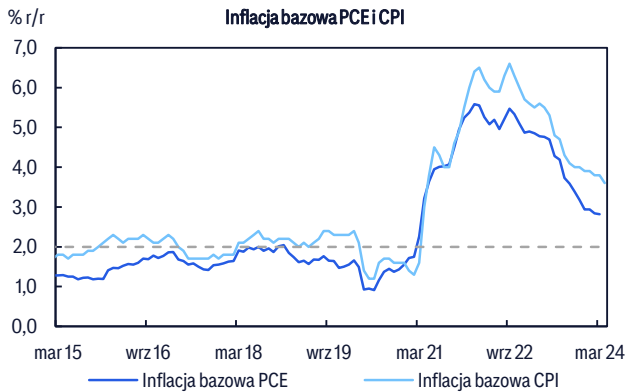
**Wykres 1. Odptyw ukraińskich pracowników stanowiłby szok dla polskiego rynku pracy**



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

## Tydzień w wykresach

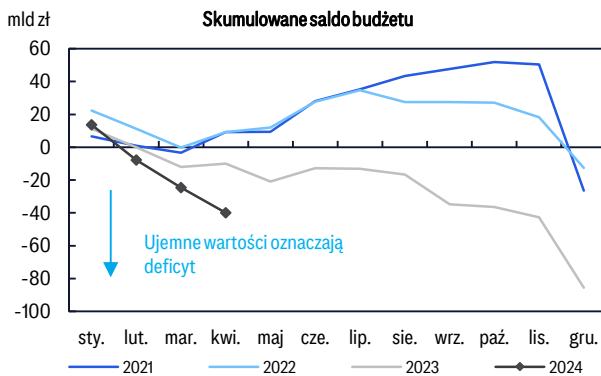
Wykres 2. Nieco pozytywów z USA



Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics

- Ubiegły tydzień dostarczył dawkę danych inflacyjnych ze Stanów Zjednoczonych. Zarówno inflacja CPI jak i inflacja bazowa po raz pierwszy od trzech miesięcy nie zaskoczyły wyższym wynikiem i w kwietniu obie wyniosły 0,3% m/m (w ujęciu rocznym odpowiednio 3,4% i 3,6%).
- Mieszane okazały się jednak dane o inflacji produkcyjnej (PPI). Co prawda wzrosła ona w kwietniu o 0,5% m/m, ale odczyt marcowy został zrewidowany w dół z 0,2% m/m do -0,1% m/m.
- Na podstawie opublikowanych w ubiegłym tygodniu danych o inflacji szacujemy, że inflacja bazowa PCE w kwietniu wyniosła 0,2%. Jeżeli prognoza się potwierdzi, a kolejne odczyty w II kwartale będą równie łagodne, to może to przekonać Fed do obniżenia stóp procentowych już w lipcu.

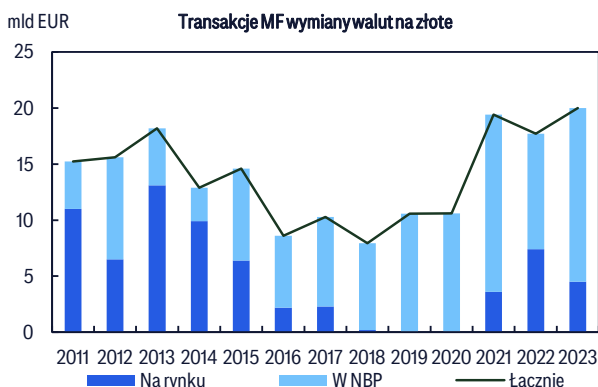
Wykres 3. Ryzyko rewizji budżetu na horyzoncie



Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

- W kwietniu miesięczny deficyt budżetowy wyniósł 15,4 mld zł, a skumulowany deficyt za cztery pierwsze miesiące roku poszerzył się do blisko 40 mld zł. Wpływy z podatku VAT, czyli najważniejszego komponentu przychodów, okazały się o 2,5% niższe w porównaniu z kwietniem ubiegłego roku.
- Biorąc pod uwagę silny wzrost sprzedaży detalicznej oraz fakt, że ożywienie gospodarcze napędzane jest przede wszystkim przez konsumpcję, sądzimy, można uznać ten wynik za rozczarowujący. Przywrócenie 5% stawki VAT na żywność oraz wyższe ceny energii w drugiej połowie roku powinny pomóc dochodom z podatków pośrednich w nadchodzących miesiącach. Nadal widzimy jednak ryzyko, że wpływy z podatku VAT mogą być niższe o 25-28 mld zł niż planowano (0,7-0,8% PKB). Naszym zdaniem rewizja budżetu w drugiej połowie roku wydaje się realnym scenariuszem.

Wykres 4. Wymiana walut głównie w NBP



Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

- [Dane Ministerstwa Finansów](#) za ubiegły rok wskazują, że z równowartości 20 mld EUR w walutach obcych 15,5 mld EUR (czyli 78%) wymieniono w NBP, a pozostałe 4,5 mld EUR bezpośrednio na rynku. Oznacza to, że po tym, jak w 2022 roku udział wymiany w NBP wyniósł zaledwie 58%, MF powrócił bliżej ścieżki z lat 2016-2021 kiedy to w średnio 89% korzystano z pośrednictwa banku centralnego.
- Według naszych szacunków w bieżącym roku zauważalnie spadł wolumen łącznej wymiany środków zagranicznych. Szacujemy, że w okresie od stycznia do kwietnia wymiana wyniosła przeciętnie 550 mln EUR wobec średniej za cały 2023 rok na poziomie 1590 mln EUR. Od początku roku istotnie wzrosła wartość środków utrzymywanych w walutach obcych na rachunku MF i wynosi obecnie 22,4 mld EUR wobec 9,9 mld EUR na koniec ubiegłego roku.

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>21 maj WTOREK</b>							
14:00	HU	Decyzja MNB	%	V	7,25	7,25	7,75
<b>22 maj ŚRODA</b>							
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	IV	-0,3	-0,3	-0,2
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	IV	6,1	5,9	-6,0
10:00	PL	Inflacja PPI	% r/r	IV	--	-8,3	-9,6
10:00	PL	Płace	% r/r	IV	12,5	12,1	12,0
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	IV	4,27	4,18	4,19
<b>23 maj CZWARTEK</b>							
9:30	DE	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	V	43,5	43,3	42,5
9:30	DE	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	V	53,5	53,8	53,2
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	V	46,5	46,1	45,7
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	V	53,6	53,5	53,3
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IV	6,4	5,1	6,1
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	IV	-4,0	--	-13,3
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	220	220	222
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	V	49,8	50,2	50,0
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	V	50,5	51,6	51,3
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów	pkt	V	-13,9	-14,0	-14,7
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	IV	0,681	0,680	0,693
<b>24 maj PIĄTEK</b>							
8:00	DE	PKB - szczegóły	% kw/kw	Q1	0,2	0,2	-0,3
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	IV	--	6,8	6,6
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	IV	-0,8	-0,6	2,6
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	V	--	67,4	67,4

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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	690	811	893	979
Nominalny PKB (mld PLN)	2,127	2,288	2,338	2,631	3,067	3,396	3,634	3,927
PKB per capita (USD)	15,348	15,528	15,761	17,990	18,266	21,560	23,795	26,175
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	13,1	2,0	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	4,1	-0,1	4,2	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	3,4	4,3	5,1
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,8	-2,0	5,7	5,9
<b>Ceny, pieniądz i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	5,9	3,2
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	4,3	4,7
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	4,75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,88	5,88	4,76
Rentowność obligacji 10-letnich	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,25	5,25	4,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	3,92	4,18	3,84
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,19	4,06	4,00
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,35	4,42
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,33	4,39
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-13,4	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,8	-4,0	-8,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,3	-0,3	2,8	-1,5	-2,6	1,7	-0,4	-0,9
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-5,5	9,2	-10,4	-26,9	7,3	-5,7	-8,3
Eksport	254,0	276,1	287,6	368,4	357,0	390,7	407,4	442,9
Import	260,1	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	413,1	451,2
Saldo usług	25,9	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	46,7	49,1
Saldo dochodów	-22,6	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-41,5	-45,1
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,1	-5,5	-4,4
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,1	-3,2	-3,3	-1,7
Dług publiczny (polska metodologia)	46,3	43,3	47,6	43,7	39,4	39,1	42,0	42,6

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 jedyne 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.