

10 listopada 2025 | 5 stron

Citi Weekly

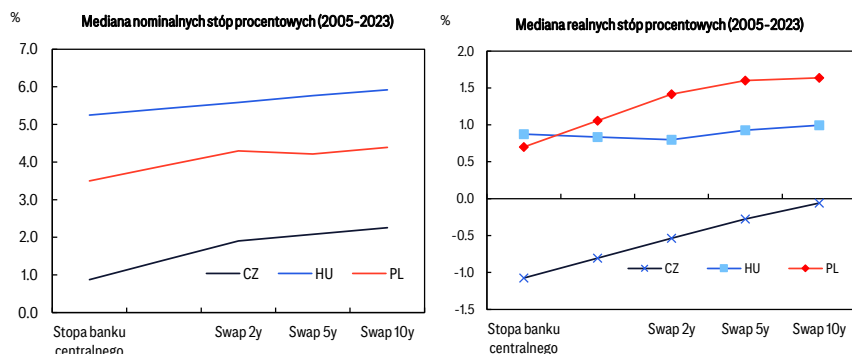
Coraz bliżej neutralności

- Jednym z kluczowych pytań nurtujących inwestorów jest to, na jakim poziomie w danej gospodarce znajduje się neutralny poziom stóp procentowych. Chodzi o poziom stopy banku centralnego, który jest odpowiedni dla gospodarki w której inflacja pozostaje stabilnie w celu, a PKB rośnie w „normalnym” tempie. W sumie wcale nie jest oczywiste czy taki poziom neutralny rzeczywiście istnieje, a przynajmniej na ile jest on stabilny i możliwy do oszacowania. W końcu, gdyby się nad tym zastanowić, wydaje się mało prawdopodobne aby jedna liczba mogła rzeczywiście dobrze opisywać skomplikowany mechanizm jakim jest gospodarka. Nie przeszkadza to jednak uczestnikom rynku w prześciganiu się w szacowaniu (lub zgadywaniu) poziomu stopy neutralnej.

- W tym kontekście ostatnia konferencja prasowa prezesa NBP okazała się bardzo interesująca, bo szef banku centralnego przedstawił swoją ocenę dotyczącą tego, gdzie znajduje się stopa neutralna. Co prawda prezes Głapiński nie użył tego określenia bezpośrednio, ale stwierdził, że gdyby inflacja miała kształtować się na poziomie 2,5% przez najbliższe dwa lata, „to stopy procentowe by się pewnie mieściły w przedziale 3,5–4,0%”. W dalszej części konferencji prezes NBP położył nawet większy nacisk na 4%, a więc górną granicę przedziału. Powyższe poziomy są bliskie temu, gdzie historycznie znajdowała się uśredniona stopa procentowa w Polsce (wykres 1). Według naszych obliczeń w latach 2005–2023 mediana stopy referencyjnej wyniosła 3,5% w ujęciu nominalnym i 0,7% w ujęciu realnym. W sumie to, że Rada mogłaby się zatrzymać z obniżkami nieco powyżej historycznych poziomów dla stopy neutralnej nie powinien zaskakiwać, szczególnie w sytuacji bardzo luźnej polityki fiskalnej, której RPP tak bardzo się obawia.

- Główny wniosek z tych rozważań to konstatacja, że cykl obniżek stóp procentowych w Polsce powoli dobiega końca. Oczywiście sytuacja może się zmieniać w miarę napływania nowych informacji, szczególnie jeżeli okażą się one bardzo odbiegające od tego, czego można się obecnie spodziewać. Niemniej biorąc pod uwagę co wiemy w tym momencie, nasza prognoza stopy docelowej na poziomie 3,75% wydaje się uzasadniona i nie widzimy potrzeby zmiany tej prognozy. Ponieważ przez najbliższe miesiące inflacja będzie niska, Rada może stanąć przed pokusą nawet głębszych cięć. Będzie jednak musiała wziąć pod uwagę ryzyko, iż dotychczasowe oraz możliwe kolejne obniżki przyniosą z pewnym opóźnieniem odbicie inflacji, które ponownie zagrozi realizacji celu.

Wykres 1. Długoterminowa średnia stopy NBP, która może być traktowana jako przybliżenie stopy neutralnej, kształtuje się na poziomie 3,5%



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Bloomberg

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Oczekiwana poprawa na rachunku obrotów bieżących



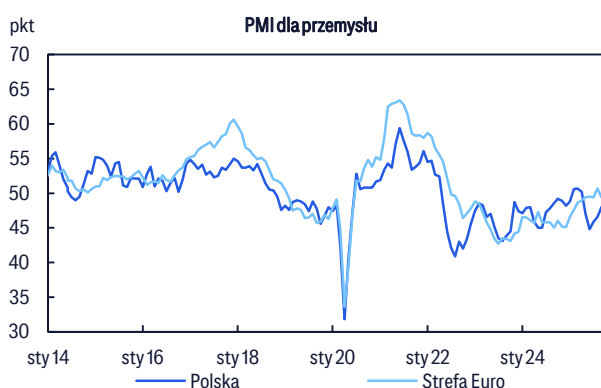
Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy

- W piątek poznamy dane dotyczące bilansu handlowego. Oczekujemy, że we wrześniu saldo rachunku bieżącego uległo poprawie i wyniosło -1400 mln euro wobec -3087 mln euro w sierpniu.

- Zakładamy, że po słabszym sierpniu z ujemnym saldem obrotów towarowych w wysokości -2147 mln euro, we wrześniu deficyt zawęził się do -816 mln euro, co zgodnie z naszymi szacunkami stanowiło główny czynnik odpowiadający za poprawę salda rachunku bieżącego. Spodziewamy się, że zarówno eksport, jak i import odnotowały wzrosty w ujęciu rocznym – odpowiednio o około 1,6% i 2,4% r/r.

- Roczne skumulowane saldo rachunku bieżącego od dłuższego czasu pozostaje w trendzie spadkowym i według naszych prognoz we wrześniu pogłębiło się do -1% PKB.

Wykres 3. Październik z poprawą wskaźników PMI

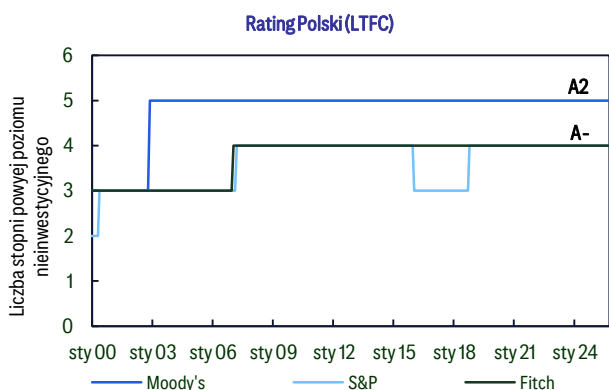


Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

- Październik był czwartym z rzędu miesiącem wzrostu wskaźnika PMI dla przemysłu w Polsce, który tym razem wyniósł 48,8 pkt wobec 48,0 pkt we wrześniu. W horyzoncie najbliższego roku ponad dwukrotnie więcej firm (39%) spodziewa się wzrostu produkcji niż jej spadku, co w październiku przełożyło się na najlepsze od marca nastroje w sektorze. Wskaźnik przyszłej produkcji sygnalizuje więc rosnący optymizm i daje nadzieje na dalszy wzrost wskaźnika PMI w najbliższych miesiącach.

- Poprawę wskaźnika PMI w październiku odnotowano także w strefie euro, gdzie indeks wzrósł do 50,0 pkt wobec 49,8 pkt miesiąc wcześniej, osiągając tym samym granicę oddzielającą ekspansję od recesji. Choć produkcja w strefie euro wzrosła po raz ósmy z rzędu, stagnacja nowych zamówień i utrzymująca się słabość popytu sugerują, że ożywienie w przemyśle wciąż ma ograniczony charakter.

Wykres 4. Rating tym razem bez zmian



Źródło: Citi Handlowy, S&P, Moody's, Fitch

- W zaplanowanym na listopad przeglądzie ratingu, agencja S&P nie zdecydowała się na zmianę swojej oceny polskiego długu. Oznacza to, że długoterminowy rating Polski w walucie obcej wciąż znajduje się na poziomie A- ze stabilną perspektywą. Oznacza to, że S&P w odróżnieniu od agencji Moody's oraz Fitch nie zdecydowała się na zmianę perspektywy wobec polskiego długu.

- Agencja w uzasadnieniu napisała, że bieżąca ocena odzwierciedla równowagę między solidnymi perspektywami wzrostu gospodarczego w średnim terminie oraz ryzyka związanego z wrażliwością sytuacji gospodarczej na szybki wzrost długu publicznego.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
11 lis WTOREK							
08:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	X	4,5	4,4	4,3
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	X	2,5	--	2,3
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	XI	40,0	41,3	39,3
12 lis ŚRODA							
08:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	X	--	2,3	2,3
13 lis CZWARTEK							
10:00	PL	PKB - odczyt wstępny	% r/r	Q3	3,5	--	3,4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	227	--	229
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	X	--	0,3	0,2
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	X	--	0,2	0,3
14 lis PIĄTEK							
03:00	CN	Produkcja przemysłowa	% r/r	X	--	5,5	6,5
03:00	CN	Sprzedaż detaliczna	% r/r	X	--	2,8	3
10:00	PL	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	X	2,8	--	2,8
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	IX	-1400	--	-3087
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	X	--	--	--
14:30	USA	Inflacja PPI bazowa	% m/m	X	--	--	--
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	X	--	--	--

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

*Ze względu na trwający 'shutdown' w Stanach Zjednoczonych dane publikowane przez amerykańskie agencje rządowe mogą nie zostać opublikowane.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	690	697	813	915	1056	1078
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3892	4149
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	28224	28820
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	5.4	5.3
Aktywność ekonomiczna	596	600	690	697	813	915	1060	1130
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.5	3.6
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	5.0	4.1
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	3.5	3.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.6	3.5
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	3.8	5.8
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	3.9	5.6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.6	2.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.7	2.2
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.2	5.7
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	4.25	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.26	3.88
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.30	4.70
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.65	3.88
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.69	3.85
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.26	4.29
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.29
Bilans płatniczy (mld USD)	-1.6	14.4	-9.2	-15.7	14.6	-0.3	-13.6	-24.2
Rachunek bieżący	-1.6	14.4	-9.2	-15.7	14.6	-0.3	-13.6	-24.4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.4	-1.3	-2.2	1.8	0.0	-1.3	-2.3
Saldo handlu zagranicznego	-4.9	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.9	-19.2	-31.0
Eksport	246.6	251.3	311.7	341.9	363.0	360.0	390.5	388.4
Import	251.5	243.4	320.7	365.1	357.8	366.9	409.7	419.3
Saldo usług	26.8	26.0	31.2	37.9	42.7	43.5	47.3	49.2
Saldo dochodów	-24.9	-22.4	-30.3	-27.4	-31.0	-33.0	-37.4	-38.4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.7	-6.9	-1.7	-3.4	-5.3	-6.6	-6.9	-6.5
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-4.3	-3.6
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	48.9	53.8

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

Anastazja Nagórka

Stażystka
anastazja.nagorka@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.