

Nie ma powodów do zmian stóp procentowych

- W czerwcu Rada Polityki pieniężnej utrzymała stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, co oznacza, że stawka referencyjna nadal wynosi 3,75%. Decyzja była zgodna z oczekiwaniami, zwłaszcza w obliczu obniżenia się inflacja w maju (wobec prognoz wskazujących na zauważalny wzrost). Wydzwięk konferencji prasowej prezesa NBP uznajemy za gołębi, co stanowi lekki zwrot wobec kwietniowego posiedzenia, kiedy to mieliśmy odczucie, że Rada obniża poprzeczkę do podwyżki stóp procentowych.

- Podczas konferencji prasowej Prezes NBP zaznaczył, że obecny poziom stóp procentowych jest wystarczający do stabilizacji inflacji. Sugerował również, że RPP uważa, iż w obecnych okolicznościach nie ma powodu do zmiany stóp, ani nawet do dyskusji o takiej możliwości. RPP ocenia obecne stopy procentowe jako „dobre”. Decydenci planują podejmować decyzje z posiedzenia na posiedzenie, w zależności od napływających danych i rozwoju sytuacji makroekonomicznej. Prezes Glapiński zasugerował, że stopy procentowe obecnie nie hamują wzrostu gospodarczego, choć dodał również, że popyt nie jest nadmierny. Szef NBP dodał także, że realne stopy procentowe w Polsce są wciąż dodatnie i wynoszą 0,6%, w przeciwieństwie do ujemnych stóp w strefie euro (-1,2% według Glapińskiego).

- Odnosnie perspektyw inflacyjnych, prezes Glapiński podkreślił, że istnieje wiele powodów wskazujących na to, że inflacja pozostanie pod kontrolą. Wyższe ceny ropy naftowej przyczyniły się do wzrostu inflacji w porównaniu do początku roku, a członkowie RPP obawiają się możliwości wystąpienia efektów drugiej rundy, jeśli przedsiębiorstwa zdecydują się przerzucić wyższe koszty na konsumentów. Jednocześnie jednak RPP nie widzi ryzyka dla inflacji ze strony rynku pracy, a prezes NBP podkreślił, że sytuacja na rynku pracy nie jest napięta, a wzrost płac znacznie spadł.

- Po ostatniej konferencji prasowej uważamy, że RPP woli obecnie utrzymywać stopy procentowe na niezmiennym poziomie, a przy inflacji pozostającej w dopuszczalnych granicach wahań wokół celu 2,5% (do 3,5%), członkowie Rady nie chcą nawet sugerować możliwości podwyżki w najbliższym czasie. Sądymy również, że RPP prawdopodobnie zignoruje krótkotrwałe przekroczenie przez CPI prognozy 3,5%, jeśli prognozy NBP sugerowałyby, że w średnim terminie (około 2 lat) inflacja powróci do celu. Nadal oczekujemy, że stopy procentowe w Polsce pozostaną na niezmiennym poziomie przez resztę 2026 r. Warto zaznaczyć, że kontrakty FRA wciąż wskazują na pole do podwyżek stóp procentowych o 50 pb w przeciągu najbliższych sześciu miesięcy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

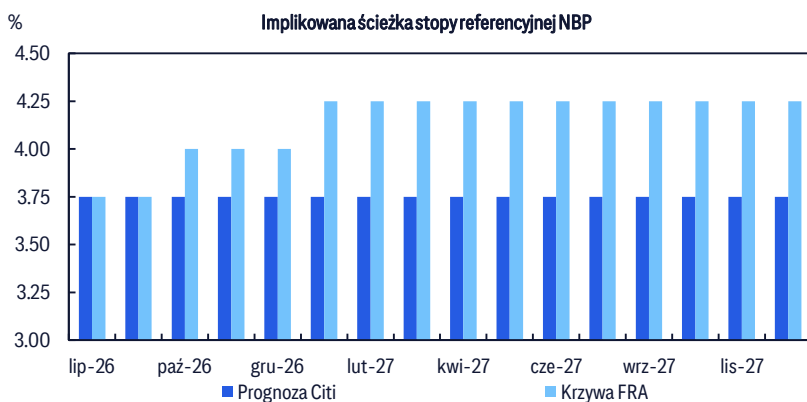
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

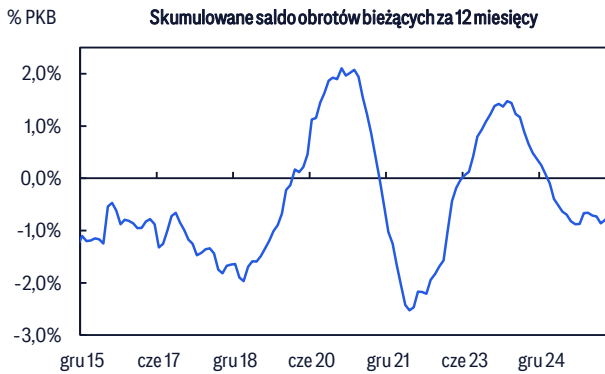
Wykres 1. Krzywa FRA wciąż wskazuje na pole do podwyżek stóp procentowych wobec naszego scenariusza zakładającego stabilizację stóp NBP



Źródło: Prognoza Citi Handlowy, LSEG

Tydzień w wykresach

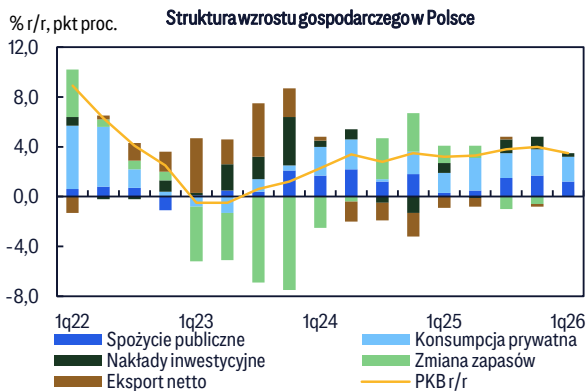
Wykres 2. Stopniowa poprawa pomimo niekorzystnego otoczenia



Źródło: NBP, Citi Handlowy

- W piątek poznamy dane o bilansie płatniczym za kwiecień. Oczekujemy zawężenia deficytu na rachunku bieżącym do -85 mln euro wobec -234 mln euro w marcu.
- Kwietniowe dane powinny potwierdzić utrzymanie wysokiej aktywności w handlu zagranicznym. Nasza prognoza zakłada wzrost eksportu o 9,2% r/r i importu o 8,2% r/r, co jednak wciąż będzie oznaczać przewagę importu nad eksportem. W efekcie spodziewamy się deficytu handlowego wysokości 631 mln euro. Jednocześnie perspektywa poprawy salda obrotów towarowych pozostaje pod presją wysokich cen ropy.
- Szacujemy, że roczne skumulowane saldo rachunku bieżącego poprawiło się w kwietniu do -0,7% PKB z -0,8% miesiąc wcześniej.

Wykres 3. Konsumpcja prywatna niezmiennie głównym motorem wzrostu

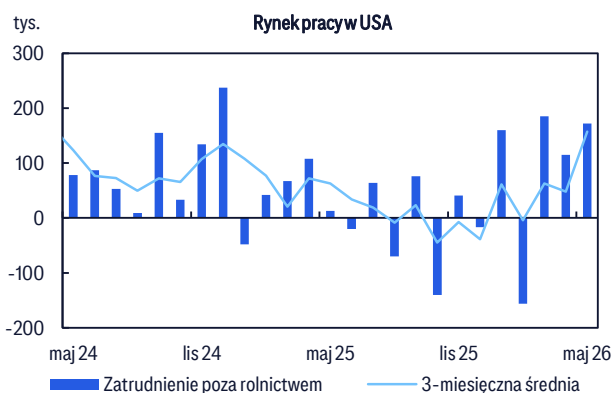


Źródło: GUS, Citi Handlowy

- W minionym tygodniu GUS zrewidował w górę wzrost PKB w I kw. z 3,4% r/r do 3,5% r/r. Opublikowane zostały także szczegółowe dane dotyczące poszczególnych komponentów PKB.
- Głównym motorem wzrostu pozostała konsumpcja prywatna, która odpowiadała za 2,0 pkt proc. całościowego wyniku. Rozczarowaniem okazały się natomiast inwestycje, których wkład spadł do 0,3 pkt proc. z około 1 pkt proc. w dwóch poprzednich kwartałach. Słabszy wynik był najprawdopodobniej efektem wyjątkowo mroźnej zimy. W dalszej części roku spodziewamy się jednak wyraźnego odbicia aktywności inwestycyjnej.

- Choć wzrost PKB w całym 2026 roku może okazać się nieco słabszy od naszych początkowych oczekiwań, wciąż powinien pozostać bliski długookresowemu trendowi na poziomie 3,5%.

Wykres 4. Rynek pracy ponownie zaskakuje na plus



Źródło: Haver Analytics, Citi Handlowy

- Dane z amerykańskiego rynku pracy po raz kolejny z rządu okazały się znacznie lepsze od oczekiwań. Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło w maju o 172 tys. (konsensus rynkowy: 93 tys., prognoza Citi: 60 tys.). Jednocześnie trzymiesięczna średnia osiągnęła najwyższą wartość od ponad dwóch lat. Stopa bezrobocia utrzymała się na poziomie 4,3%.
- Dane z ostatnich miesięcy sugerują, że rynek pracy pozostaje bardziej odporny niż początkowo zakładano. W takim otoczeniu presja na szybkie obniżki stóp procentowych przez Fed pozostaje ograniczona.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
9 cze		WTOREK					
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	IV	0,0	0,4	-0,7
08:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	V	2,2	2,3	2,1
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	IV	-57,6	--	-60,3
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	V	4,050	4,080	4,020
10 cze		ŚRODA					
03:30	CN	Inflacja PPI	% r/r	V	3,8	3,8	2,8
03:30	CN	Inflacja CPI	% r/r	V	1,5	1,3	1,2
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	V	2,1	--	2,5
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	V	0,2	0,4	0,4
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	V	0,5	0,5	0,6
11 cze		CZWARTEK					
14:15	EUR	Decyzja EBC (stopa depozytowa)	%	VI	2,25	2,25	2,00
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	221	--	225
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	V	0,7	0,7	1,4
14:30	USA	Inflacja PPI bazowa	% m/m	V	0,5	0,4	1,0
12 cze		PIĄTEK					
08:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	V	2,6	2,6	2,6
14:00	PL	Rachunek bieżący Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	mIn EUR	IV	-85	--	-234
16:00	USA		pkt	VI	48,5	46,0	44,8

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

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1038	1131	1179
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4172	4428
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27740	30243	31521
Populacja (mln)	38.1	37.9	37.8	37.6	37.5	37.4	37.4	37.4
Stopa bezrobocia (%)	6.8	5.8	5.2	5.1	5.1	5.7	5.8	5.7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	3.9	2.9
Inwestycje (% r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	4.3	8.8	1.6
Spożycie ogółem (% r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	4.0	3.8	3.4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.7	3.7	3.5
Eksport (% r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	4.5	6.0	4.4
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	5.6	7.0	6.3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	3.7	3.0
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	3.0	3.2
Płace nominalne (% r/r)	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.1	6.3	5.7
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4.7	5.3	1.2	-0.3	3.3	6.0	7.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	4.00	3.75	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	0.21	2.51	7.02	5.88	5.84	3.99	3.94	3.94
Rentowność obligacji 10-letnich	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	5.40	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.72	3.77
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.69	3.75
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.25	4.27
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.26	4.26
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	14.4	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-8.9	-17.3	-22.2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2.4	-1.3	-2.2	1.5	0.3	-0.9	-1.5	-1.9
Saldo handlu zagranicznego	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.7	-15.2	-24.8	-28.9
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	390.9	423.0	433.6
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	406.1	447.8	462.6
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	45.9	46.5
Saldo dochodów	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-37.6	-39.6	-39.4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-7.3	-6.7	-6.4
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.8	-3.9	-3.6
Dług publiczny (polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	38.9	44.1	49.1	52.4	56.0

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

Anastazja Nagórka

Stażystka
anastazja.nagorka@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska
Osoby zainteresowane otrzymaniem 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 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 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.