

13 lipca 2026 | 5 stron

Citi Weekly

Wbrew trendom

W tygodniu, w którym kruche zawieszenie broni na Bliskim Wschodzie załamało się, a ceny ropy naftowej ponownie wzrosły, Rada Polityki Pieniężnej po raz kolejny dostarczyła emocji. Decyzja o pozostawieniu stopy referencyjnej bez zmian (3,75%) była zgodna z powszechnymi oczekiwaniami, ale zaskoczeniem okazała się wyraźna zmiana tonu wypowiedzi prezesa NBP podczas comiesięcznej konferencji prasowej. Prezes Głapiński zasygnalizował bowiem, że „jeżeli nic się nie zmieni, to obniżka stóp procentowych jest prawdopodobna”. Co prawda większość członków w Radzie jest nieco mniej gołębia niż szef NBP, jednak w jego ocenie do połowy przyszłego roku pozostali członkowie RPP „będą się wyzywać tej ostrożności”.

Moment złągodzenia komunikacji RPP wydaje się zaskakujący z kilku powodów. Co prawda, bieżąca inflacja jest zgodna z celem inflacyjnym RPP, jest to jednak głównie zasługa cen żywności, które w kolejnych kwartałach mogą już szybciej rosnąć ze względu na wpływ wysokich temperatur oraz efekt El Niño. Inflacja bazowa rośnie w ujęciu zanulizowanym w tempie przekraczającym 3%, a obecne osłabienie złotego oraz wzrosty cen surowców sugerują, że na poprawę w tym zakresie będzie trzeba dłużej czekać. Nawet nowa projekcja NBP sugeruje, że w najbliższym czasie CPI wzrośnie i przez najbliższe półtora roku będzie powyżej celu. Do tego powracająca niepewność dotycząca cen ropy naftowej jest trudna do pominięcia. W sumie, o ile nie można wykluczyć, że przestrzeń do obniżek stóp jeszcze się pojawi, sygnalizowanie obniżek już teraz zaskoczyło wielu uczestników rynku.

Warto również pamiętać, że w otoczeniu zewnętrznym przeważają raczej nastroje jastrzębie. Niedawno EBC oraz Narodowy Bank Czech podniósł stopy procentowe o 25pb i niewykluczone, że w obecnych warunkach na rynku surowców banki te podniosą stopy jeszcze raz. Poza tym ewentualna obniżka przez RPP oznaczałaby, że stopy procentowe w Polsce byłyby nie tylko niższe niż w Czechach, lecz również w Stanach Zjednoczonych (w obydwu przypadkach – 3,75%). Nic więc dziwnego, że w reakcji na sygnały płynące z NBP złoty w ostatnich dniach zaczął wyraźnie tracić na wartości i w ciągu tygodnia osłabił się najbardziej spośród walut rynków wschodzących.

W sumie te wszystkie czynniki (rosnąca inflacja, słabszy złoty, niepewność) mogą ostatecznie powstrzymać RPP przed dalszymi obniżkami stóp procentowych. Z tego powodu nasz bazowy scenariusz wciąż zakłada stabilizację stóp procentowych przez dłuższy czas. Niemniej trudno nie zauważyć, że ryzyko obniżek wzrosło w stosunku do tego, czego spodziewaliśmy się dotychczas.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

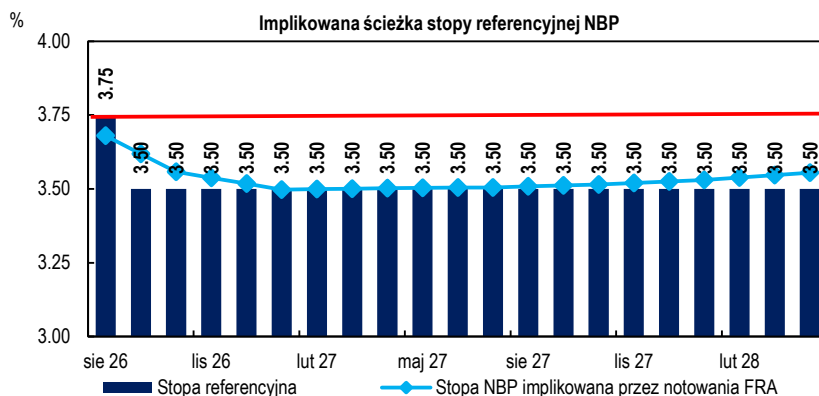
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

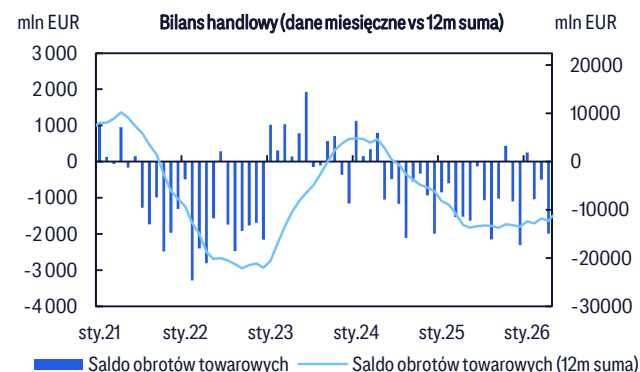
Wykres 1. Rynki finansowe ponownie wyceniają w Polsce obniżki stóp procentowych



Źródło: Dane Bloomberg, szacunki Citi Handlowy.

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Poprawa rachunku bieżącego wciąż odległa

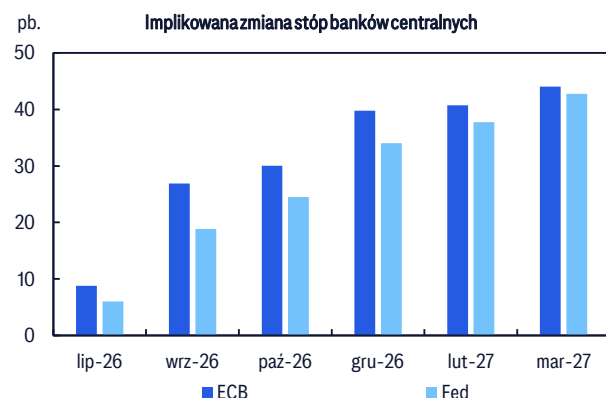


Źródło: NBP, Citi Handlowy

- Oczekujemy, że majowe dane o rachunku bieżącym przyniosą pogłębienie deficytu do 2339 mln EUR wobec 1558 mln EUR w kwietniu. Szacujemy, że wzrost eksportu obniży się do 3,8% wobec 6,6% miesiąc wcześniej, m.in. ze względu na mniejszą liczbę dni roboczych. Jednocześnie, podwyższone ceny ropy naftowej pozostaną czynnikiem napędzającym import, którego wzrost szacujemy na poziomie 9,0% r/r. Przy takich założeniach deficyt w obrotach towarowych zwiększy się do 2399 mln EUR.

- W perspektywie najbliższych miesięcy spodziewamy się stopniowej poprawy salda, głównie ze względu na spadek cen ropy naftowej, choć ponowna eskalacja sytuacji na Bliskim Wschodzie pozostaje kluczowym czynnikiem ryzyka. Prognozujemy, że 12-miesięczne skumulowane saldo rachunku zbliży się do swojego minimum w pobliżu 1% PKB.

Wykres 3. Fed bez pośpiechu, ECB bez zobowiązań



Źródło: Citi Handlowy, LSEG

- Opublikowany w zeszłym tygodniu protokół z czerwcowego posiedzenia FOMC nie sygnalizuje pilnej potrzeby podwyżek stóp. Mimo że kilku uczestników dostrzega przesłanki przemawiające za zacieśnieniem polityki pieniężnej, prognozy stopniowego spadku inflacji oraz łagodna ocena rynku pracy powstrzymują Komitet od zdecydowanych działań.

- Z kolei czerwcową decyzją o podwyżce stóp przez EBC została w pełni poparta przez wszystkich członków Rady Prezesów. W minutes po czerwcowym posiedzeniu podkreślono, że ruch ten nie miał charakteru asekuracyjnego, lecz stanowił decyzję opartą na wnikliwej ocenie sytuacji makroekonomicznej. Ponadto w obliczu wciąż podwyższonej niepewności zaznaczono brak zamiaru formułowania jakichkolwiek wskazówek co do przyszłej ścieżki stóp procentowych.

Wykres 4. Na Bliskim Wschodzie znów niepokój



Źródło: Citi Handlowy, LSEG, Bloomberg

- Po nadziejach na osiągnięcie porozumienia między USA i Iranem, które złagodziłoby konflikt na Bliskim Wschodzie, rynkowa niepewność powraca. W minionym tygodniu prezydent D. Trump stwierdził, że czerwcowe memorandum porozumienia „już nie istnieje”, a stosunki z Iranem uległy ponownemu pogorszeniu.

- Wznowione ataki USA na Iran oraz odpowiedź Iranu w pozostałych krajach Bliskiego Wschodu doprowadziły do wzrostu cen ropy. Warto jednak zaznaczyć, że dotychczasowe wzrosty były umiarkowane, a w poniedziałek rano (13.07) baryłka Brent kosztowała mniej niż 80 USD. Indeks ryzyka geopolitycznego potwierdza, że doniesienia z Bliskiego Wschodu są traktowane ostrożnie i nie widać nadmiernego wzrostu globalnego niepokoju.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
14 cze WTOREK							
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	V	-2339	--	-1558
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	VI	0,2	0,3	0,2
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	VI	-0,2	-0,1	0,5
15 cze ŚRODA							
04:00	CN	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VI	0,6	0,1	-0,6
04:00	CN	PKB	% r/r	Q2	4,5	4,4	5,0
09:30	PL	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	VI	2,5	--	2,5
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	VI	0,1	0,1	1,1
14:30	USA	Inflacja PPI bazowa	% m/m	VI	0,5	0,4	0,4
16 cze CZWARTEK							
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	VI	2,9	--	3,1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	214	218	215
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	VII	--	13,5	10,3
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VI	0,1	0,3	0,9
17 lip PIĄTEK							
09:00	CZ	Inflacja PPI	% r/r	VI	--	1,5	1,5
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	VI	2,8	2,8	3,2
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mIn	VI	1,414	1,408	1,410
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mIn	VI	1,309	1,320	1,177
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	VI	-0,2	0,2	0,1
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	VII	51,1	51,5	49,5

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1038	1106	1173
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4144	4394
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27740	29562	31346
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	596	600	690	697	813	915	1060	1130
Realny wzrost PKB (% r/r)	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	3.5	2.9
Inwestycje (% r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	4.3	7.6	2.2
Spożycie ogółem (% r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	4.0	3.4	3.5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.7	2.9	3.5
Eksport (% r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	4.5	5.0	4.7
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	5.6	5.8	6.9
Ceny, pieniądź i kredyt	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	3.5	2.9
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	3.4	3.1
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	2.8	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	5.25	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.74	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.75	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	4.27	4.26
Bilans płatniczy (mld USD)	-1.6	14.4	-9.2	-15.7	14.6	-0.3	-13.6	-24.2
Rachunek bieżący	14.4	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-8.9	-17.1	-22.3
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	-6.9	-6.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.8	-4.1	-3.8
Dług publiczny (polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	38.9	44.1	49.1	52.9	56.7

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 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.