

9 czerwca 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Stopy spadną mniej niż wcześniej zakładano

- Liczba zwrotów akcji w polskiej polityce pieniężnej dorównuje standardom najlepszych dreszczowców. Po niespodziewanym złagodzeniu tonu w kwietniu i obniżce stóp procentowych o całe pół punktu procentowego w maju, na czerwcowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej postanowiła jednak uderzyć w bardzo ostrożny ton. Przewodniczący RPP wyraźnie podkreślał, że chociaż bieżąca inflacja spadła, to jednocześnie „wzmocniły się fundamentalne czynniki mogące zwiększać presję inflacyjną w dłuższym okresie”. Wśród zagrożeń inflacyjnych szef banku centralnego wymieniał między innymi politykę fiskalną, silny wzrost gospodarczy oraz podwyższoną dynamikę wynagrodzeń. Co więcej, o ile jeszcze niedawno prezes Głapiński na konferencjach prasowych przedstawiał informacje na temat prawdopodobnych przyszłych obniżek stóp procentowych, tym razem już tego nie zrobił.

- Naszym zdaniem zarówno ostatnie dane o samym wzroście gospodarczym, jak i wzroście płac nie różniły się istotnie od trendów obserwowanych w poprzednich miesiącach i same w sobie raczej nie są wystarczającym uzasadnieniem dla zwrotu, który nastąpił w retoryce banku centralnego. Natomiast niepewność dotycząca przyszłej polityki fiskalnej jest obiektywnym ograniczeniem dla decyzji Rady. Jeżeli jedną z konsekwencji czerwcowych wyborów prezydenckich miałyby być wolniejsze tempo zacieśnienia budżetowego, oznaczałoby to wyższą dynamikę PKB w przyszłości. W takim scenariuszu RPP musiałaby prowadzić odpowiednio ostrożniejszą politykę pieniężną. Oczywiście otwartą pozostaje kwestia w jakiej skali ścieżka przyszłych zmian stóp procentowych musiałaby ulec zmianie.

- Biorąc pod uwagę zmianę perspektyw fiskalnych oraz wyraźną zmianę retoryki RPP (bardzo krótka i rzeczowa konferencja, koncentrująca się niemal wyłącznie na argumentach przeciw obniżkom), spodziewamy się, że władze monetarne będą bardzo ostrożne w swoich decyzjach. Z tego względu w minionym tygodniu zrewidowaliśmy nasz scenariusz stóp procentowych i obecnie spodziewamy się, że skala obniżek w ciągu najbliższego półtora roku będzie mniejsza niż wcześniej zakładaliśmy. Oczekujemy spadku stopy referencyjnej w tym horyzoncie do poziomu 4,25%, wobec dotychczasowej prognozy na poziomie 3,5%. Wysoce niepewny jest moment kiedy do obniżek miałyby dojść. Same komentarze ze strony przedstawicieli władz monetarnych sugerują nawet, że kolejna obniżka stóp mogłaby nastąpić dopiero po wakacjach.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

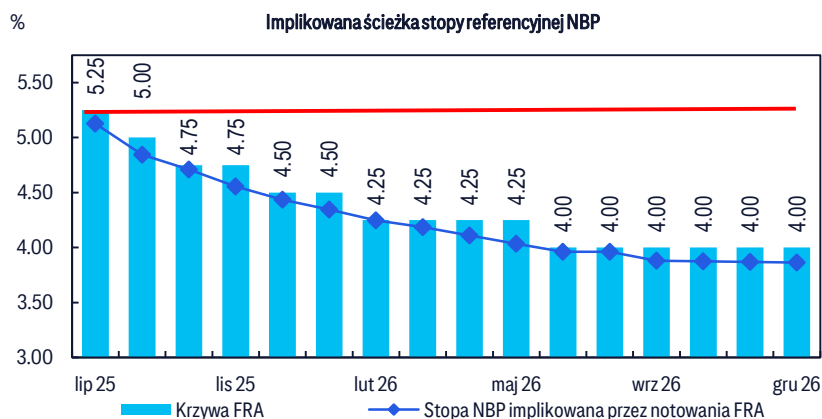
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

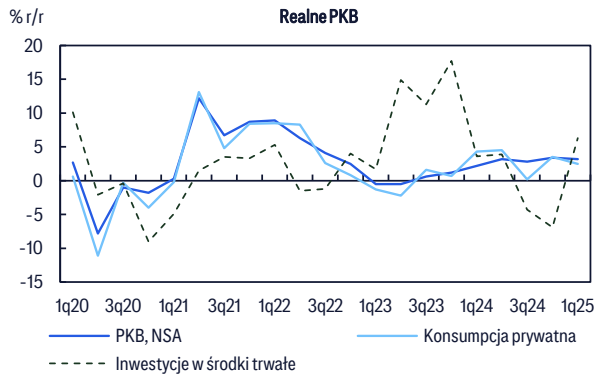
aleksandra.siuzdak@citi.com

Wykres 1. Stopniały rynkowe oczekiwania obniżek stóp procentowych w Polsce

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, LSEG

Tydzień w wykresach

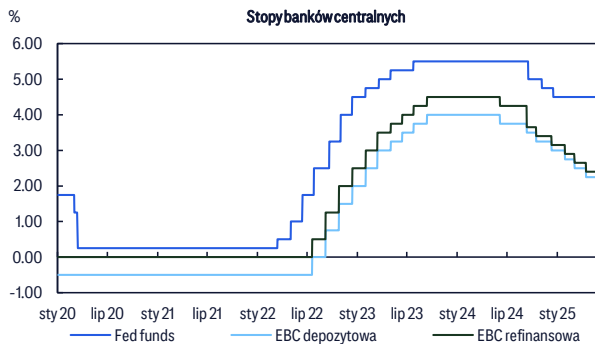
Wykres 2. Poprawa w inwestycjach



Źródło: Citi Handlowy, GUS

- Drugi odczyt polskiego PKB potwierdził to, co wcześniej pokazał szybki szacunek z połowy maja – wzrost gospodarczy w pierwszym kwartale wyniósł 3,2% r/r wobec 3,4% r/r kwartał wcześniej.
- Szczegóły publikacji wskazują, że konsumpcja prywatna pozostaje motorem napędowym dla gospodarki i w pierwszym kwartale dodała do całkowitego odczytu 1,6 pp. Oprócz tego, pozytywnym zaskoczeniem okazały się inwestycje, które zwiększyły się o 6,3% r/r (vs. -6,9% r/r w IV kw. 2024 roku).
- W całym roku wciąż spodziewamy się wzrostu PKB na poziomie 3,9% r/r.

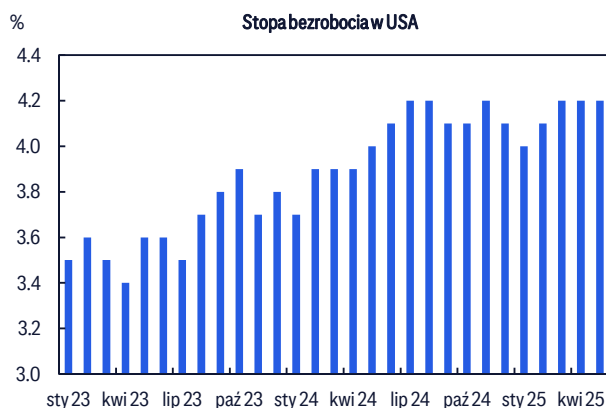
Wykres 3. Na końcówce luzowania



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Zgodnie z oczekiwaniami, w minionym tygodniu Europejski Bank Centralny zdecydował się na kolejny ruch w polityce pieniężnej i obniżył stopę depozytową o 25 pb do 2%.
- Prezes Lagarde po posiedzeniu nie zadeklarowała określonej ścieżki stóp – w obliczu inflacji u celu i czynników niepewności wynikających jedynie z otoczenia zewnętrznego decyzji nie są obecnie pod presją dalszego łagodzenia polityki monetarnej, co może zwiastować przerwę w cyklu obniżek.
- Naszym zdaniem jednak zmiany w polityce handlowej USA wywrą zauważalnie negatywny wpływ na aktywność gospodarczą w strefie euro, co powinno w lipcu skłonić Radę Prezesów do kolejnego cięcia.

Wykres 4. Rynek pracy w USA wciąż ciasny



Źródło: Haver Analytics, Citi Handlowy

- Publikowane w ostatnich dniach dane z USA wciąż nie wskazują na istotne poluzowanie napiętej sytuacji na tamtejszym rynku pracy. Chociaż wzrost zatrudnienia w sektorze pozarolniczym wyniósł w maju 139 tys. i okazał się niższy niż 147 tys. z kwietnia (rewizja z 177 tys.), to nieznacznie przebił oczekiwania rynkowe na poziomie 130 tys. Stopa bezrobocia pozostała na poziomie 4,2%, natomiast wynagrodzenia rosły w tempie 0,4% m/m, szybciej niż 0,2% miesiąc wcześniej i oczekiwania na poziomie 0,3%.
- Dane dotyczące otwartych stanowisk pracy wskazują, że popyt na pracę jest wciąż duży – w kwietniu zanotowano wzrost do 7,391 mln wobec 7,2 mln w marcu.
- Łącząc dane z rynku pracy z wskaźnikami inflacji i stanem realnej gospodarki można oczekiwać, że w czerwcu Fed zdecyduje się przedłużyć pauzę w cyklu obniżek stóp procentowych.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
10 cze WTOREK							
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	V	2.4	--	2.4
10:30	EUR	Indeks Sentix	pkt	VI	1.2	-6.0	-8.1
11 cze ŚRODA							
08:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	V	4.3	--	4.2
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	V	0.2	0.3	0.2
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	V	0.1	0.2	0.2
12 cze CZWARTEK							
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	V	0.1	0.2	-0.5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	252	--	247
14:30	USA	Inflacja PPI bazowa	% m/m	V	0.1	0.3	-0.4
13 cze PIĄTEK							
08:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	V	--	2.1	2.1
10:00	PL	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	V	4.1	--	4.1
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	IV	-454	-854	-1419
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	VI	56.0	52.0	52.2

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	690	697	813	915	1060	1130
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3911	4155
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	28322	30198
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	5.3	5.1
Aktywność ekonomiczna	596	600	690	697	813	915	1060	1130
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.1	2.9	3.9	3.2
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.7	-2.2	4.8	4.1
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.3	3.5	2.9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	3.1	3.7	3.3
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	4.4	5.8
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.2	4.1	5.9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.9	2.3
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.7	2.4
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	7.9	6.1
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	4.50	4.25
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.63	4.38
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	4.80	4.50
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	3.59	3.77
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.69	3.68
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.27	4.31
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.30
Bilans płatniczy (mld USD)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.9	2.3
Rachunek bieżący	-1.6	16.9	-10.1	-17.6	13.7	3.4	-2.6	-1.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.8	-1.5	-2.5	1.7	0.4	-0.2	-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	-1.7	-3.4	-5.3	-6.6	-6.2	-5.2
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-3.6	-2.5
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	47.4	50.0

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 Trzciołek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolek@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 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.