

7 lipca 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Rada nie czeka, stopy spadają

- W minionym tygodniu Rada Polityki Pieniężnej postanowiła obniżyć stopę referencyjną o 0,25 pkt. proc. do poziomu 5%. Zdecydowana większość analityków zakładała, że Rada poczeka z obniżką do września i z tego punktu widzenia decyzja jest pewnym zaskoczeniem. W rzeczywistości trudno ją jednak uznać za szokującą. Jak sygnalizowaliśmy tydzień temu, dostępne dane przemawiały za cięciem stóp i jedynym powodem dla którego ekonomiści nie zakładali obniżki w lipcu był fakt, że przedstawiciele banku centralnego sami sygnalizowali zamiar poczekania z obniżką. Najwidoczniej Rada doszła do wniosku, że zbyt długie odkładanie decyzji nie ma sensu.

- Opublikowana przy okazji decyzji RPP nowa projekcja NBP nie przyniosła znacznych rewizji w oczekiwaniach dotyczących wzrostu gospodarczego. Analitycy banku centralnego lekko obniżyli prognozę PKB na bieżący rok (o 0,1 pkt. do 3,6%), ale jednocześnie podnieśli prognozy na kolejne dwa lata o 0,2 pp (do 3,1 oraz 2,5%).

- Większe cięcia nastąpiły w przypadku prognoz inflacji, gdzie tegoroczny wskaźnik został obniżony o cały punkt procentowy do 3,9%. Zmiana ta jednak w dużym stopniu wynikała z niższych od prognoz danych w poprzednich miesiącach, co obniżyło punkt startowy przewidywań na dalszą część roku. Wynik ten wciąż jednak zakłada odmrożenie cen energii pod koniec 2025 r., choć z dużym prawdopodobieństwem można przypuszczać, że do niego nie dojdzie. Oznacza to, że uwzględnienie niższych cen energii w przyszłości pozwoli na ponowne obniżenie projekcji inflacji (bardziej tej na 2026 rok niż 2025 rok), stwarzając dodatkową przestrzeń do cięć stóp.

- Podczas konferencji po decyzji RPP pewne zamieszanie na rynkach finansowych wywołała wypowiedź prezesa banku centralnego, który zasugerował, że przy trwale niższej inflacji stopa referencyjna mogłaby ostatecznie sięgnąć nawet 3%. Byłby to poziom niższy niż obecne wyceny rynkowe i z tego powodu komentarz ten doprowadził do znacznego spadku stóp rynkowych. Niemniej biorąc pod uwagę zmienną komunikację władz monetarnych w ostatnich miesiącach, wypowiedź o trzyprocentowej stopie raczej nie stanowi zamierzonej próby sterowania oczekiwaniami rynkowymi ani deklaracji chęci RPP cięć do tego poziomu. Naszym zdaniem bardziej prawdopodobne wydaje się, że cykl obniżek może zatrzymać się w okolicach 4% lub nieco poniżej tego poziomu, nie dochodząc jednak do poziomu 3%.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

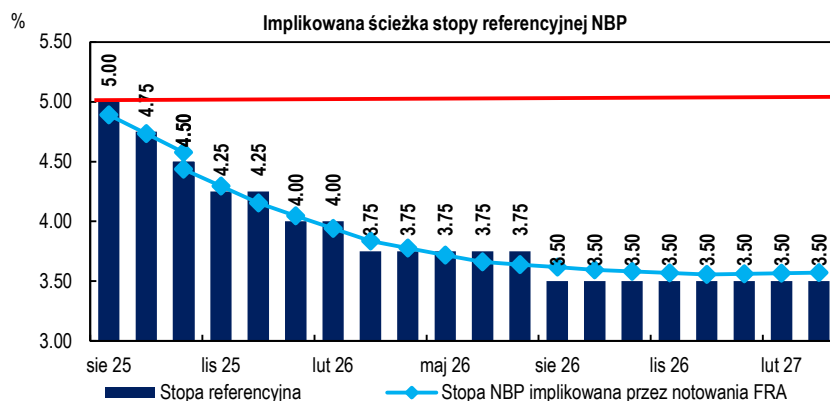
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

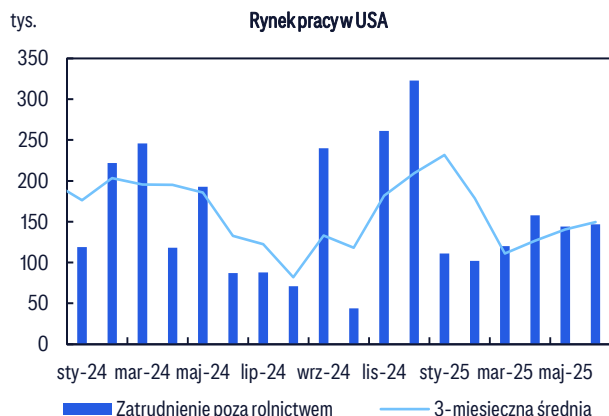
anastazja.nagorka@citi.com

Wykres 1. Rynki finansowe oczekują obniżek stóp docelowo poniżej 3,5%



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Bloomberg

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Rynek pracy w USA mocny za sprawą sezonowości

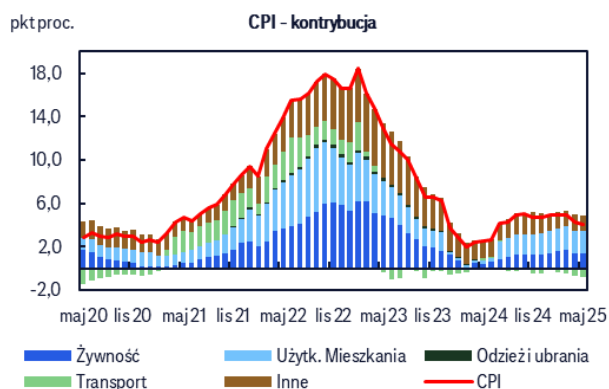
Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics, BLS

- Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym w USA w czerwcu wzrosło o 147 tys. wobec rynkowego konsensusu na poziomie 110 tys. Pomimo lepszego wyniku, warto zaznaczyć, że zatrudnienie w sektorze prywatnym odpowiadało za zaledwie 74 tys. całego wzrostu, a aż 73 tys. pochodziło z sektora rządowego. Taka zmiana może wynikać w większym stopniu z korekty o sezonowość w modelu niż rzeczywistego wzrostu zatrudnienia.
- Stopa bezrobocia obniżyła się do 4,1% z 4,2% w maju, wobec oczekiwań rynkowych na wzrost do 4,3%. W tym przypadku również istnieje ryzyko, że zmiana wynika z sezonowego dostosowania, a w szczególności uwagę zwraca duży spadek bezrobotnych pracowników wykonujących prace tymczasowe.
- Pomimo aspektów związanych z sezonowością, dane prawdopodobnie przekonają Fed o braku konieczności obniżki stóp procentowych na lipcowym spotkaniu. Jednak stopniowe spowolnienie na rynku pracy powinno naszym zdaniem prowadzić do obniżek stóp Fed w dalszej części roku.

Wykres 3. Gwałtowne pogorszenie w polskim przemyśle

Źródło: GUS, Bloomberg, Citi Handlowy, S&P Global

- W czerwcu kondycja polskiego przemysłu uległa znacznemu pogorszeniu, na co wskazuje wskaźnik PMI, który spadł o 2,3 pkt. w porównaniu z majem. Ponadto wskaźnik PMI odnotował w czerwcu najniższą wartość od 20 miesięcy.
- Do spadku wskaźnika PMI przyczyniły się 3 z jego 5 komponentów: nowe zamówienia, produkcja oraz zapasy pozycji zakupionych. W czerwcu tempo spadku zamówień było najsilniejsze od października 2023, co negatywnie wpłynęło na produkcję. Pod koniec drugiego kwartału prognozy dotyczące produkcji osłabły, a wskaźnik przyszłej produkcji osiągnął najniższą wartość od listopada 2024. Odwrócenie tendencji wzrostowej wskaźnika PMI, które nastąpiło po marcu, prawdopodobnie wynika także z niepewności wywołanej polityką celną Stanów Zjednoczonych (podwyżka ceł w kwietniu).

Wykres 4. Inflacja za czerwiec nieznacznie wyżej

Źródło: GUS, Citi Handlowy

- Według wstępnego szacunku GUS, wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych w czerwcu wyniósł 4,1% w ujęciu rocznym, a więc wzrósł w porównaniu z majem (4,0%). Podana przez GUS czerwcowa inflacja okazała się nieco wyższa od oczekiwań (konsensus i Citi 4% r/r). Bazując na cząstkowym zestawieniu szacujemy, że inflacja bazowa mogła również wzrosnąć z 3,3% do 3,4% r/r.
- W kategoriach niebazowych, spadek cen paliw o 1,3% w ujęciu miesięcznym okazał się głębszy niż nasze oczekiwania wynoszące 0,3%. Ceny żywności wzrosły o 0,1% m/m, a ceny energii spadły o 0,3% m/m, podczas gdy nasza prognoza zakładała odpowiednio brak zmian i spadek o 0,2% m/m.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
08 lip	WTOREK						
08:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	VI	4.5	4.6	4.4
09 lip	ŚRODA						
03:30	CN	Inflacja PPI	% r/r	VI	-3.1	-3.2	-3.3
03:30	CN	Inflacja CPI	% r/r	VI	0	0	-0.1
10 lip	CZWARTEK						
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	VI	2.9	--	2.9
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	228	235	233
11 lip	PIĄTEK						
08:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	VI	2	2	2.1

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	1066	1131
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3898	4160
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	28505	30244
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	3.7	3.7
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.7	-2.2	5.0	4.1
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.3	3.5	3.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	3.1	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	4.2	3.9	5.6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.8	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.7	2.3
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	4.00
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.63	4.13
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.10	4.60
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	3.57	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.66	3.68
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.24	4.29
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.23	4.26
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	-2.7	-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	-5.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-3.6	-2.9
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	47.4	50.7

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 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.