

Citi Weekly

Zmiana retoryki wbrew wynikom projekcji

- W polityce pieniężnej trudno przecenić znaczenie komunikacji. W minionym tygodniu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopę referencyjną bez zmian (5,75%), co samo w sobie było decyzją powszechnie oczekiwaną. Jednocześnie jednak dużym zaskoczeniem okazała się zmiana tonu, w jakim o przyszłych decyzjach wypowiadał się prezes NBP. Szef banku centralnego zasygnalizował bowiem, że odpowiednie warunki do obniżek stóp mogą pojawić się dopiero w 2026 r., a więc mniej więcej rok później niż sugerowała dotychczasowa komunikacja Rady. Chociaż spodziewaliśmy się wyraźnego zaostżenia retoryki, skala tej zmiany przerosła nasze oczekiwania.

- Podstawą do zaostżenia tonu przez RPP była rewizja projekcji inflacyjnej NBP. W jej efekcie przewidywana na 2025 rok inflacja została podniesiona do 5,2% z ok. 3,5% zakładanych jeszcze w marcu. Co ciekawe, tak znaczna rewizja wynikała z zakładanego istotnego wzrostu cen energii nie tylko w lipcu br. (zwiększającego inflację o 1,6 pp), lecz również w styczniu przyszłego roku (dodatkowe 1,3 pp). O ile ta pierwsza zmiana nie budzi większych kontrowersji, nie można już tego powiedzieć o styczniowej podwyżce cen energii. Zakłada ona obecny stan prawny, a więc brak przedłużenia działań ostonowych, podczas gdy ostatnie deklaracje przedstawicieli rządu sugerują, że skala podwyżek może zostać ponownie złagodzona.

- Przesunięcie (sugerowanego) początku cyklu obniżek stóp w związku z przewidywanymi podwyżkami cen energii może wydawać się zaskakujące. Tym bardziej, że ta sama projekcja inflacji przyniosła znacznie więcej argumentów za tym, żeby jednak rozważyć obniżki w 2025 roku. Po pierwsze inflacja bazowa (a więc obliczona po wyłączeniu m.in. energii) została skorygowana w dół (wykres 1). Po drugie, nowa projekcja zakłada ujemną lukę popytową przez cały horyzont projekcji. Po trzecie daleko idące zmiany w komunikacji na podstawie prognozy inflacji na dwa lata w przód abstrahują od tego, że w ostatnich kwartałach prognozy inflacji raz za razem okazywały się wyjątkowo niecelne (więcej [tutaj](#)).

- Przypuszczamy, że uczestnicy rynku mogą kwestionować to, czy RPP rzeczywiście wstrzyma się z obniżkami aż do 2026 roku. W rzeczywistości jednak ma to na razie drugorzędne znaczenie. Obecne oczekiwania rynkowe wciąż zakładają pierwszą obniżkę w styczniu 2025 r. Nawet jeżeli RPP zacznie obniżać stopy przed rokiem 2026, nastąpi to i tak znacznie później niż zakłada rynek. Jak pokazały doświadczenia ostatnich lat, RPP może trzymać się swojego poglądu bardzo długo.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

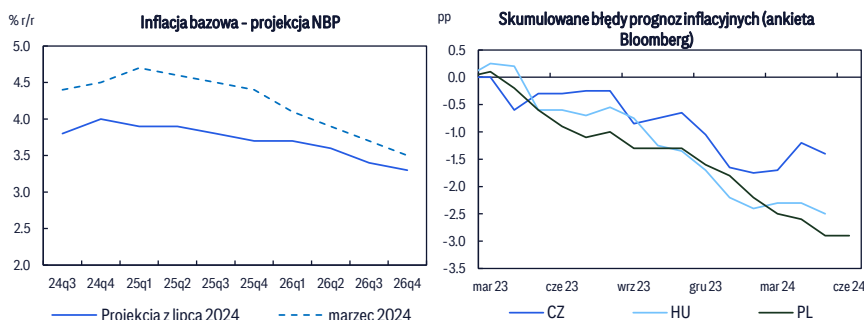
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

aleksandra.siuzdak@citi.com

Wykres 1. Pomimo wzrostu prognoz inflacji CPI, przewidywana inflacja bazowa jest obecnie znacznie niższa.



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
09 lip WTOREK							
8:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	VI	3,8	4,0	4,0
10 lip ŚRODA							
3:30	CN	Inflacja CPI	% r/r	VI	0,3	0,4	0,3
3:30	CN	Inflacja PPI	% r/r	VI	-1,0	-0,8	-1,4
9:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	VI	2,6	2,5	2,6
11 lip CZWARTEK							
8:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	VI	2,2	2,2	2,4
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	VI	0,1	0,1	0,0
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	VI	0,2	0,2	0,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	235	240	238
12 lip PIĄTEK							
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	VI	0,2	0,1	-0,2
14:30	USA	Inflacja PPI bazowa	% m/m	VI	0,3	0,1	0,0
16:00	USA	Indeks Uniwestytetu Michigan - wstępny	pkt	VII	72,3	68,5	68,2

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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	690	809	903	990
Nominalny PKB (mld PLN)	2,127	2,288	2,338	2,631	3,067	3,396	3,634	3,932
PKB per capita (USD)	15,348	15,528	15,761	17,990	18,268	21,487	24,060	26,472
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,1	37,9	37,8	37,6	37,5	37,4
Stopa bezrobocia (%)	5,8	5,2	6,8	5,8	5,2	5,1	4,9	5,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,6	0,2	3,4	4,3
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	2,7	13,1	-1,8	6,6
Spożycie ogółem (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	4,3	-0,1	6,0	3,8
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,4	-1,0	5,4	3,9
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	7,4	3,4	1,9	5,6
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,8	-2,0	2,2	5,7
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	5,4	3,3
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	4,0	4,5
Płace nominalne (% r/r)	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	11,9	10,5	6,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,7	4,7	5,3	1,2	-0,3	4,0	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,88	5,88	4,76
Rentowność obligacji 10-letnich	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,25	5,25	4,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,39	3,94	4,10	3,82
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	4,03	3,97
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,31	4,37
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,31	4,35
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-13,4	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,7	-4,0	-8,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,3	-0,3	2,8	-1,5	-2,6	1,7	-0,4	-0,9
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-5,5	9,2	-10,4	-26,9	7,3	-5,7	-8,3
Eksport	254,0	276,1	287,6	368,4	357,0	390,7	406,0	443,7
Import	260,1	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	411,7	452,0
Saldo usług	25,9	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	46,6	49,1
Saldo dochodów	-22,6	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-41,4	-45,2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,5	-5,1	-5,4	-4,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-1,9	-3,2	-3,2	-1,4
Dług publiczny (polska metodologia)	46,3	43,3	47,6	43,7	39,4	39,1	41,7	41,9

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz 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

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 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.