

Nastroje bardzo dalekie od jastrzębich

- Brak zmian stóp procentowych na wrześniowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej nie był zaskoczeniem. Tym co interesowało obserwatorów decyzji banku centralnego była przede wszystkim konferencja prasowa szefa NBP i wskazówki na temat możliwych przyszłych zmian stawki referencyjnej (wynoszącej aktualnie 5,75%).

- Od czasu lipcowego posiedzenia RPP zauważalnie wzrosły rynkowe oczekiwania na łagodzenie polityki pieniężnej na rynkach bazowych, w tym przede wszystkim w USA. W tej sytuacji prezes Głapiński wyraźnie złagodził ton swoich komentarzy, porzucając [wcześniejsze](#) zapowiedzi, w których sugerował, że warunki do obniżek stóp procentowych mogą pojawić się dopiero w 2026 roku. Tym razem mogliśmy usłyszeć, że obniżenie stóp mogłoby nastąpić „po II kw. 2025 roku”. Co więcej, w ocenie prezesa NBP, jeżeli marcowa projekcja makroekonomiczna pokażeby powrót inflacji do celu, to dostosowanie stóp możliwe byłoby już w tym miesiącu. Odnosząc się do skali zmian stóp, prezes banku centralnego sugerował, że będzie to najmniejszy możliwy (standardowy) ruch, co wskazywałoby na obniżkę o 25 pb.

- Choć prezes NBP zauważył, że [wysoki deficyt](#) rodzi ryzyka proinflacyjne, jednocześnie ocenił, że wzrost wydatków na obronność nie powinien w istotnym stopniu przyczyniać się do wyższej inflacji. W naszej ocenie ton komentarzy na temat sytuacji fiskalnej był mniej jastrzębi niż można było oczekiwać. Bazując na tych wypowiedziach można przypuszczać, że sam poziom deficytu nie powinien być istotną przeszkodą dla obniżek stóp w 2025 r.

- Zmiana tonu na wrześniowym posiedzeniu była – naszym zdaniem – bardzo widoczna, a sam prezes Głapiński przyznał, że „nastroje są dalekie od jastrzębich”. Nasza prognoza zakładająca obniżki stóp począwszy od lipca przyszłego roku zyskała wsparcie w słowach szefa NBP (wypowiedź o obniżkach „po II kw. 2025 roku”). Niemniej uważamy również, że wyraźnie wzrosło ryzyko, iż do obniżki może dojść nawet wcześniej, jeszcze pod koniec pierwszego kwartału 2025 r.

- Rynki finansowe wyceniają szybsze obniżki stóp niż sugerowałaby komunikacja RPP. Pierwsze cięcie stóp jest w pełni wyceniane przez rynek FRA już w lutym, a do końca pierwszej połowy 2025 roku łączna skala obniżek mogłaby wynieść blisko 100 pb. Naszym zdaniem scenariusz ten jest odważny w porównaniu z obecnym nastawieniem RPP, jednak prawdopodobnie prawidłowo oddaje ryzyka co do prawdopodobnego kierunku oraz skali zmian stóp procentowych w Polsce.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

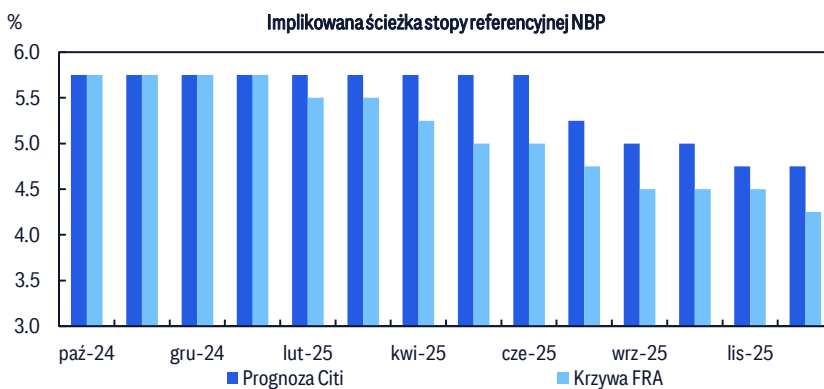
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

aleksandra.siuzdak@citi.com

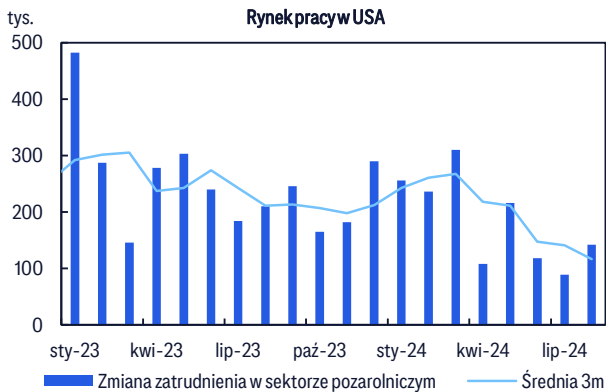
Wykres 1. Pierwsza obniżka jest w pełni wyceniana przez rynek FRA już w lutym



Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv, NBP

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Dane dają pole do obniżek stóp w USA



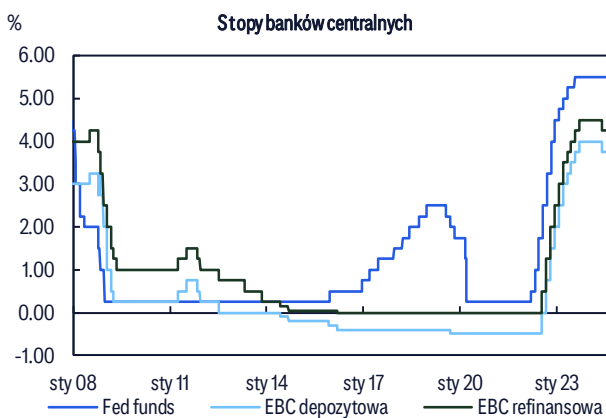
Źródło: Citi Handlowy, BLS, Haver

- Wzrost zatrudnienia w USA w sierpniu wyniósł 142 tys. i okazał się niższy od rynkowych oczekiwań na poziomie 160 tys. Ponadto odczyt za lipiec został zrewidowany w dół do 89 tys. wobec 114 tys. wstępnie. Warto odnotować spadek stopy bezrobocia z 4,3% do 4,2%, choć tu ponownie o wyniku zdecydowała kwestia zaokrągleń.

- Na przyszły tydzień zaplanowana jest publikacja danych o amerykańskiej inflacji CPI, która według oczekiwań rynkowych może rosnąć o 0,2% m/m zarówno w przypadku wskaźnika głównego jak i bazowego, co przekładałoby się na roczne dynamiki na poziomie odpowiednio 2,6% r/r i 3,2% r/r.

- Uwaga Fed w ostatnim czasie kieruje się bardziej w stronę rynku pracy, a ostatnie dane wspierają oczekiwania na obniżkę stóp procentowych we wrześniu o 50 pb.

Wykres 3. W oczekiwaniu na decyzję EBC

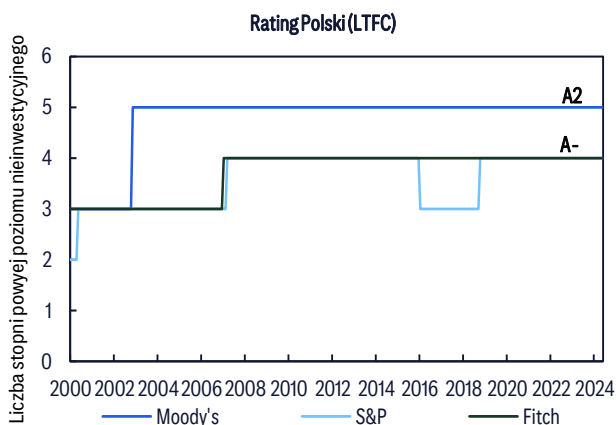


Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

- W rozpoczynającym się tygodniu odbędzie się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. Zarówno my jak i konsensus spodziewamy się obniżki stopy depozytowej o 25 pb do 3,5%. Ostatnie wypowiedzi członków Rady Prezesów oraz dane makroekonomiczne wydają się sprzyjać tej decyzji, jako że problem wysokiej dynamiki wzrostu cen i płac stopniowo odchodzi w niepamięć, w przeciwieństwie do coraz bardziej odczuwalnego spowolnienia gospodarczego.

- Kierunek rozwoju polityki monetarnej w kolejnych miesiącach będzie zależał od sposobu w jaki przedstawiciele EBC zinterpretują osłabienie wzrostu w strefie euro – niektórzy z nich widzą w tym wpływ czynników strukturalnych (którymi powinny zająć się rządy poszczególnych państw), inni natomiast zwracają uwagę na restrykcyjność polityki pieniężnej i jej przełożenie na aktywność gospodarczą.

Wykres 4. Deficyt bez wpływu na rating



Źródło: Citi Handlowy, S&P, Fitch, Moody's

- W ocenie agencji ratingowej S&P planowany wzrost deficytu budżetowego w przyszłym roku nie będzie miał znacznego wpływu na rating kraju. Analityk S&P L. Heinz podkreślił w wywiadzie dla PAP, że w ocenie kredytowej Polski uwzględniono już część wyzwań związanych z budżetem.

- Prognozy S&P Global zakładają stopniową redukcję deficytu i agencja dostrzega przejściowość obecnej sytuacji. Z punktu widzenia S&P większym ryzykiem dla oceny byłoby długotrwałe spowolnienie gospodarcze bądź ewentualne szoki zewnętrzne.

- Naszym zdaniem dostępne na tym etapie wypowiedzi przedstawicieli agencji ratingowej sugerują, że plany budżetowe rządu nie doprowadzą do zmiany ocen wiarygodności kredytowej Polski.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
10 wrz WTOREK							
08:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	VIII	1,9	1,9	1,9
08:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	VIII	3,6	3,6	4,1
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	VIII	1,9	--	2,2
11 wrz ŚRODA							
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	VIII	0,2	0,2	0,2
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	VIII	0,2	0,2	0,2
12 wrz CZWARTEK							
14:15	EUR	Decyzja EBC (stopa depozytowa)	%	IX	3,5	3,5	3,75
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	VIII	0,1	0,2	0,1
14:30	USA	Inflacja PPI bazowa	% m/m	VIII	0,2	0,2	0,0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	228	--	227
13 wrz PIĄTEK							
10:00	PL	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	VIII	4,3	--	4,3
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	VII	-950	--	588
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	IX	70,6	68	67,9

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	909	995
Nominalny PKB (mld PLN)	2127	2288	2338	2631	3067	3396	3626	3925
PKB per capita (USD)	15348	15528	15761	17990	18268	21487	24218	26610
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, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1.1	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.8	3.6
Inflacja CPI (% średnia)	1.6	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.7	4.4
Płace nominalne (% r/r)	7.1	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	10.5	7.8
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	4.00	3.86
USD/PLN (Średnia)	3.61	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.99	3.94
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.30	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.25	4.32
EUR/PLN (Średnia)	4.26	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.27	4.29
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-13,4	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,7	3,4	-2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,3	-0,3	2,8	-1,5	-2,6	1,7	0,4	-0,3
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-5,5	9,2	-10,4	-26,9	7,3	1,7	-2,2
Eksport	254,0	276,1	287,6	368,4	357,0	390,7	398,1	431,9
Import	260,1	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	396,4	434,1
Saldo usług	25,9	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	46,8	49,0
Saldo dochodów	-22,6	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-41,5	-45,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.2	-0.7	-6.9	-1.8	-3.5	-5.1	-5.4	-5.6
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	1.2	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.0	-3.2	-3.1
Dług publiczny (polska metodologia)	46.3	43.3	47.6	43.7	39.4	38.9	43.1	47.4

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 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.