

## Citi Weekly

### Argumentów za obniżkami przybywa

- W miarę jak amerykański bank centralny powoli przygotowuje się do pierwszej obniżki stóp procentowych (strona 2), a europejska gospodarka nie może się dobrze odbić od dna, temat łagodzenia polityki pieniężnej w Polsce będzie raz po raz powracał. W lipcu przewodniczący RPP zasygnalizował, że stopy procentowe mogą pozostać bez zmian nawet do 2026 roku. Niemniej w świetle wydarzeń na świecie oraz oznak słabnięcia presji płacowej w kraju teza ta może być coraz częściej podważana przez uczestników rynków.

- Lipcowa inflacja co prawda wzrosła bardzo wyraźnie (do 4,2% z 2,6%), jednak wzrost ten okazał się niższy od prognoz. Co więcej, w przeciwieństwie do 2022 roku, gdy szok inflacyjny przetaczał się przez cały świat, tym razem wzrost inflacji zapewne będzie przejściowy, nie rozlewając się szerzej po gospodarce. W tej sytuacji polityka pieniężna staje się coraz bardziej restrykcyjna w porównaniu z kondycją gospodarki.

- Na restrykcyjność polityki pieniężnej wpływa poziom realnych stóp procentowych (a więc stóp pomniejszonych o oczekiwaną inflację) oraz poziom realnego kursu walutowego (kursu skorygowanego o zmiany kosztów pracy/cen). Po raz pierwszy od dawna realne stopy procentowe są nie tylko dodatnie, ale również wysokie. Obecnie wynoszą one około +2%, podczas gdy historycznie oscylowały średnio w okolicach 1%. W sytuacji gdy inflacja za rok ma szansę być w celu inflacyjnym, a wzrost gospodarczy rozczarowuje, jest to wysoki poziom. Ponadto, ostatnie dwa-trzy lata przyniosły bardzo wyraźne umocnienie realnego kursu walutowego (wykres 1), które wynika przede wszystkim z wzrostu kosztów pracy w Polsce. Łącznie oznacza to, że polityka pieniężna stała się zdecydowanie bardziej restrykcyjna niż rok lub dwa lata temu i może negatywnie wpływać na wzrost gospodarczy oraz inflację.

- Obniżki stóp procentowych pozwoliłyby na stopniową redukcję stopy realnej i – co może ważniejsze w obecnej sytuacji – na słabszego złotego. Biorąc pod uwagę realną aprecjację, globalne osłabienie presji inflacyjnej oraz istotne zmiany strukturalne zachodzące w przemyśle (automatyzacja, wchodzenie nowych technologii, zielona transformacja) stopniowe osłabienie nominalnego kursu złotego wydaje się opcją, której nie można odrzucić. Chociaż w krótkim okresie złoty może być wspierany przez ostrożną retorykę NBP, w dłuższym horyzoncie ryzyko jego osłabienia staje się realne i z punktu widzenia gospodarki może być korzystne.

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Arkadiusz Trzciolek, CFA**

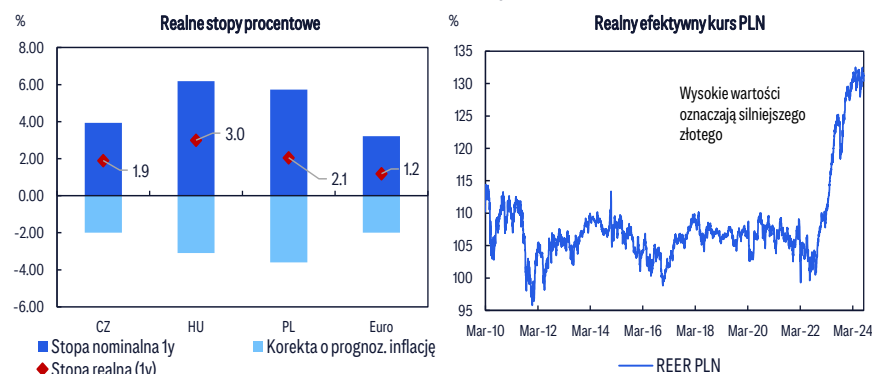
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

**Aleksandra Siuzdak**

aleksandra.siuzdak@citi.com

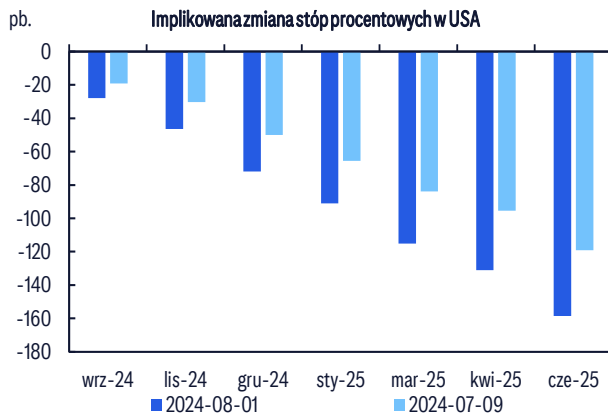
**Wykres 1. Wysokie realne stopy i silny realny kurs walutowy powoli stają się argumentem za złagodzeniem polityki pieniężnej.**



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy.

## Tydzień w wykresach

**Wykres 2. Trzy obniżki stóp w USA w tym roku**

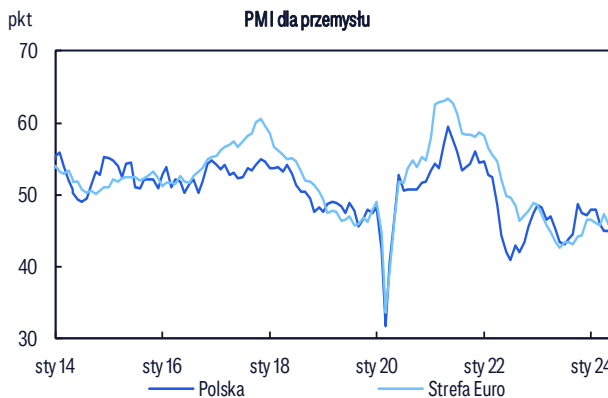


Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv

- Zgodnie z oczekiwaniami w lipcu FOMC utrzymał stopę funduszy federalnych w przedziale 5,25%-5,50%. O ile komunikat towarzyszący decyzji nie uległ istotnym zmianom, o tyle retoryka władz monetarnych była gołębia. Podczas konferencji prasowej prezes J. Powell sugerował, że uwaga decydentów kieruje się coraz bardziej w stronę rynku pracy.

- W tym kontekście bardzo duże znaczenie powinien mieć fakt, że piątkowe dane o liczbie nowych miejsc pracy (*non-farm payrolls*) zaskoczyły w dół, obniżając się do 114 tys. Jednocześnie stopa bezrobocia wzrosła do 4,3%. Dane te wyraźnie zwiększyły rynkowe obawy o możliwość rozpoczęcia się recesji w Stanach. O ile dotychczas spodziewaliśmy się do końca roku obniżek stóp przez Fed łącznie o 75 pb, po piątkowych danych zwiększyliśmy skalę obniżek do 125 pb (-50 pb we wrześniu, -50pb w listopadzie oraz -25pb w grudniu)..

**Wykres 3. Lekkie odbicie w polskim przemyśle**



Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv

- W lipcu wskaźnik PMI dla polskiego sektora przemysłowego ukształtował się na poziomie 47,3 pkt (wobec 45,0 w czerwcu), odnotowując wzrost po raz pierwszy od czterech miesięcy. Do odwrócenia trendu przyczyniło się wolniejsze tempo spadku liczby nowych zamówień, produkcji oraz eksportu w porównaniu do czerwca. Ponadto, oczekiwania firm na najbliższy rok pozostają pozytywne, choć nieco mniej optymistyczne niż miesiąc wcześniej.

- Wyniki polskiego przemysłu kontrastują z wynikami ze strefy euro, gdzie nie odnotowano żadnych oznak poprawy w omawianym sektorze - wskaźnik PMI pozostał na swoim czerwcowym poziomie (45,8 pkt). W szczególności, na próżno doszukiwać się odbicia w Niemczech, gdzie w lipcu zanotowano najniższy wynik od trzech miesięcy.

**Wykres 4. Nierezydenci zwiększają zakupy polskich obligacji**



Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

- W czerwcu o 5 mld PLN wzrosło zaangażowanie inwestorów zagranicznych w polskie obligacje skarbowe. Stanowi to drugi miesiąc z rzędu kiedy nie obserwujemy spadków wartości portfeli inwestorów zagranicznych. Licząc od początku roku nierezydenci posiadają blisko 5,3 mld PLN więcej złotych instrumentów skarbowych niż na koniec 2023 r. Mimo wszystko, udział inwestorów zagranicznych w zadłużeniu Skarbu Państwa denominowanego w złotych spadł o 0,6 pp od grudnia 2023 roku i wynosi obecnie 13%.

- Największymi odbiorcami rządowych obligacji pozostają banki, które zwiększyły w tym roku udział w złotowym długu SP o 1,7 pkt. Według naszych szacunków po lipcu zrealizowano ok. 84% tegorocznych potrzeb pożyczkowych. Planowane na sierpień aukcje hurtowych obligacji powinny zwiększyć stan finansowania budżetu o ok. 3%.

## Kalendarz ekonomiczny

| Godz.<br>Publikacji               | Kraj | Informacja                     | Jednostka | Okres | Prognoza<br>Citi | Konsensus<br>rynkowy | Poprzednia<br>wartość |
|-----------------------------------|------|--------------------------------|-----------|-------|------------------|----------------------|-----------------------|
| <b>05 sie</b> <b>PONIEDZIAŁEK</b> |      |                                |           |       |                  |                      |                       |
| 10:00                             | EUR  | PMI dla usług - odczyt finalny | pkt       | VII   | 51,9             | 52,0                 | 52,8                  |
| 10:30                             | EUR  | Indeks Sentix                  | pkt       | VIII  | -9,0             | -5,9                 | -7,3                  |
| 15:45                             | USA  | PMI dla usług - odczyt finalny | pkt       | VII   | --               | 56                   | 56                    |
| 16:00                             | USA  | ISM dla usług                  | pkt       | VII   | 50,3             | 51,3                 | 48,8                  |
| <b>06 sie</b> <b>WTOREK</b>       |      |                                |           |       |                  |                      |                       |
| 8:00                              | DE   | Zamówienia fabryczne           | % m/m     | VI    | 0,2              | 0,5                  | -1,6                  |
| 8:30                              | HU   | Sprzedaż detaliczna            | % r/r     | VI    | 3,0              | --                   | 3,6                   |
| 9:00                              | CZ   | Produkcja przemysłowa          | % r/r     | VI    | -1,2             | --                   | -3,2                  |
| 11:00                             | EUR  | Sprzedaż detaliczna            | % m/m     | VI    | -0,1             | -0,2                 | 0,1                   |
| <b>07 sie</b> <b>ŚRODA</b>        |      |                                |           |       |                  |                      |                       |
| 8:00                              | DE   | Produkcja przemysłowa          | % m/m     | VI    | -0,1             | 1,0                  | -2,5                  |
| 8:30                              | HU   | Produkcja przemysłowa          | % r/r     | VI    | -2,9             | --                   | -4,9                  |
| <b>08 sie</b> <b>CZWARTEK</b>     |      |                                |           |       |                  |                      |                       |
| 8:30                              | HU   | Inflacja CPI                   | % r/r     | VII   | 4,0              | --                   | 3,7                   |
| 14:30                             | USA  | Liczba nowych bezrobotnych     | tys.      | tyg.  | 251              | --                   | 249                   |
| <b>09 sie</b> <b>PIĄTEK</b>       |      |                                |           |       |                  |                      |                       |
| 3:30                              | CN   | Inflacja PPI                   | % r/r     | VII   | -1,1             | -0,9                 | -0,8                  |
| 3:30                              | CN   | Inflacja CPI                   | % r/r     | VII   | 0,4              | 0,3                  | 0,2                   |
| 8:00                              | DE   | Inflacja CPI - odczyt finalny  | % r/r     | VII   | 2,3              | 2,3                  | 2,2                   |

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

|                                           | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024P | 2025P |
|-------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Najważniejsze wskaźniki</b>            |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Nominalny PKB (mld USD)                   | 590   | 596   | 600   | 682   | 690   | 809   | 910   | 998   |
| Nominalny PKB (mld PLN)                   | 2127  | 2288  | 2338  | 2631  | 3067  | 3396  | 3632  | 3936  |
| PKB per capita (USD)                      | 15348 | 15528 | 15761 | 17990 | 18268 | 21487 | 24254 | 26689 |
| 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   |
| <b>Aktywność ekonomiczna</b>              |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 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   |
| <b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>            |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Inflacja CPI (% r/r)                      | 1,1   | 3,4   | 2,4   | 8,6   | 16,6  | 6,2   | 5,2   | 3,6   |
| Inflacja CPI (% średnia)                  | 1,6   | 2,3   | 3,4   | 5,1   | 14,3  | 11,5  | 3,9   | 4,6   |
| 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  |
| <b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>         |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 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 |
| <b>Finanse publiczne (% PKB)</b>          |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95) | -0,2  | -0,7  | -6,9  | -1,8  | -3,5  | -5,1  | -5,4  | -4,3  |
| Saldo pierwotne sektora finansów publicz. | 1,2   | 0,6   | -5,6  | -0,7  | -1,9  | -3,2  | -3,2  | -1,6  |
| Dług publiczny (polska metodologia)       | 46,3  | 43,3  | 47,6  | 43,7  | 39,4  | 39,1  | 41,8  | 42,0  |

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](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

### Arkadiusz Trzciółek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

[arkadiusz.trzciolok@citi.com](mailto:arkadiusz.trzciolok@citi.com)

### Aleksandra Siuzdak

Stażystka

[aleksandra.siuzdak@citi.com](mailto:aleksandra.siuzdak@citi.com)

## Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

[poland.research@citi.com](mailto: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.