

15 września 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Czas na obniżki stóp w USA

- Minęło już dziewięć miesięcy od momentu, kiedy to w grudniu 2024 roku FOMC ostatni raz obniżył stawkę Fed funds – o 25 pb do przedziału 4,25%–4,50%. Od tego czasu publikacje kolejnych danych makroekonomicznych oraz informacje o zmianach w amerykańskiej polityce handlowej pobudzały dyskusję na temat prawdopodobnego momentu, w którym bank centralny zdecyduje się na ponowne dostosowanie stóp procentowych.

- Wśród czynników najbaczniej obserwowanych przez Fed oraz uczestników rynków finansowych znajdują się wydarzenia na rynku pracy oraz rozwój procesów inflacyjnych. Wzrost zatrudnienia w amerykańskim sektorze pozarolniczym zdecydowanie wytracił w ostatnich miesiącach swój impet, a trzymiesięczna średnia krocząca wskazuje obecnie na przyrost zatrudnienia o niecałe 30 tysięcy etatów miesięcznie, wobec ponad 200 tys. jeszcze na początku roku. Stopa bezrobocia wciąż pozostaje niska, jednak jej wzrost w sierpniu do 4,3% również wskazuje na pewne poluzowanie sytuacji na rynku pracy. Co prawda dane wskazują, że obserwujemy raczej spadki nowego zatrudnienia niż wzrost zwolnień, jednak w tym wypadku należy bacznie obserwować dane o wnioskach dla bezrobotnych. W pierwszym tygodniu września nowe wnioski o zasiłki dla bezrobotnych istotnie wzrosły (do 263 tys. wobec 236 tys. poprzednio).

- Inflacja w USA zmierza powoli w stronę 2% celu, jednak wciąż utrzymuje się powyżej tej granicy. Według ostatnich danych o CPI, wersja bazowa wskaźnika utrzymała się na poziomie 3,1% r/r, a ogólny wskaźnik inflacji CPI wzrósł do 2,9% r/r (z 2,7%). Szczegóły publikacji CPI nie wskazują na podwyższoną presję inflacyjną w USA. Na podstawie danych o CPI oraz PPI można jednak szacować, że wskaźnik bazowy PCE, który jest preferowaną przez Fed miarą inflacji, wyniesie w sierpniu 0,2% m/m, co byłoby poziomem spójnym z dojściem do celu w średnim terminie. Wpływ wyższych cen na wzrost cen konsumpcyjnych na razie wydaje się wciąż ograniczony.

- Uważamy, że poluzowanie sytuacji na rynku pracy oraz brak presji na wzrost inflacji powinien stanowić argumenty, które przekonają FOMC do obniżki stóp procentowych już na wrześniowym spotkaniu (zaplanowanym na najbliższą środę). Oczekujemy, że stopa Fed funds w całym cyklu od września do połowy przyszłego roku zostanie obniżona o 125 pb. W ostatnich tygodniach wzrosły również rynkowe oczekiwania na obniżki stóp procentowych w USA – nawet o 150 pb do końca przyszłego roku.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

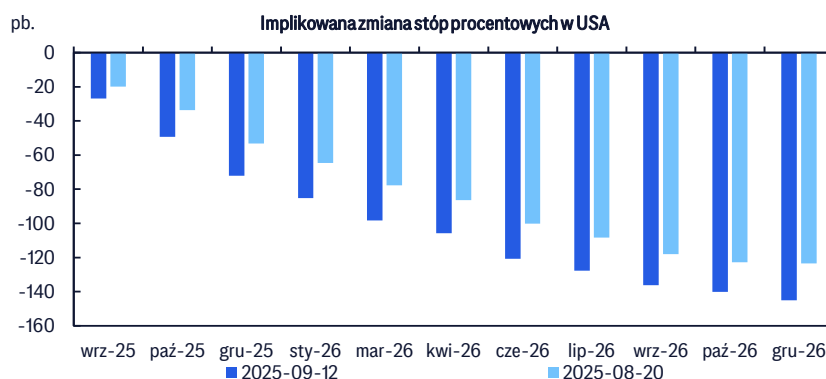
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

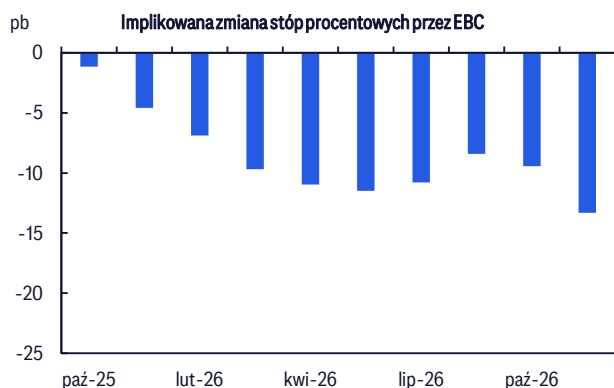
anastazja.nagorka@citi.com

Wykres 1. W ostatnim czasie wzrosły oczekiwania co do skali obniżek stóp procentowych w USA

Źródło: szacunki Citi Handlowy, LSEG

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Stopy w strefie euro bez zmian

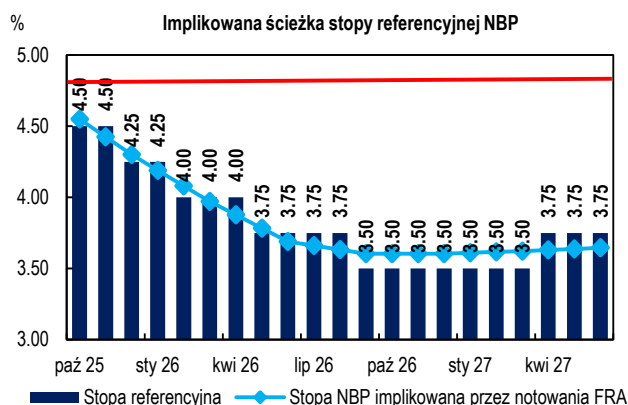


Źródło: GUS, Citi Handlowy

- Zgodnie z oczekiwaniami, Europejski Bank Centralny nie zdecydował się na zmianę stóp procentowych we wrześniu, pozostawiając stawkę depozytową na poziomie 2%. Prezes EBC Christine Lagarde określiła, że Bank znajduje się wciąż „w dobrym położeniu” nawiązując do inflacji, która jest blisko 2% celu, a sytuacja gospodarcza wygląda na stabilną. Nowe projekcje EBC wskazują, że inflacja jest pod kontrolą, a pod koniec horyzontu prognozy znajduje się nieznacznie poniżej 2% celu.

- Naszym zdaniem istnieje jednak ryzyko, że ocena EBC dotycząca odporności gospodarki strefy euro na zewnętrzne wydarzenia może być nadmiernie pozytywna. Uważamy, że wciąż istnieje przestrzeń do obniżek stóp procentowych w strefie euro, jednak biorąc pod uwagę bieżącą ocenę sytuacji przez EBC, wymagałoby to dalszego pogorszenia w danych ekonomicznych.

Wykres 3. Rynki finansowe wyceniają jeszcze dwie obniżki w 2025 roku

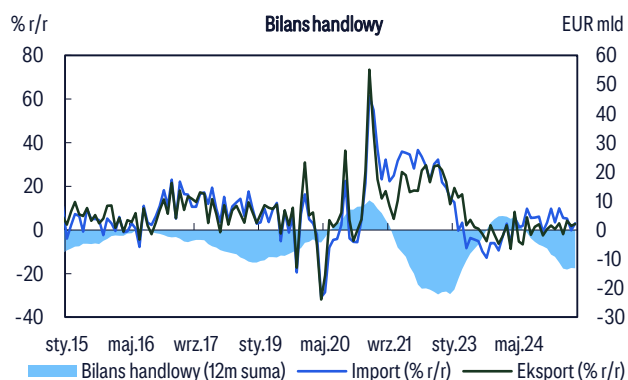


Źródło: PAP Biznes, Bloomberg, Citi Handlowy

- Członkowie RPP po swoim ostatnim posiedzeniu pozostają ostrożni w swoich wypowiedziach dotyczących dalszego luzowania polityki pieniężnej, zaznaczając, że przestrzeń do kontynuowania obniżek jest ograniczona. Z wypowiedzi dla Bloombergu i PAP Biznes wynika, że część członków RPP dopuszcza tylko jedną obniżkę do końca 2025 r., nie wykluczając także możliwości pozostawienia stóp bez zmian. (I. Dąbrowski, H. Wnorowski). W dłuższej perspektywie, zdaniem W. Janczyka szanse na większe obniżki w 2026 r. są minimalne, podczas gdy H. Wnorowski widzi stopę NBP na koniec 2026 r. z „trójką z przodu”. Zdaniem L. Koteckiego w październiku może powrócić dyskusja o obniżkach stóp, w przypadku przedłużenia mrożenia cen energii.

- W RPP panuje zgodność co do czynników niepewności, które mają stanowić istotne ryzyko dla dalszego luzowania. Są to m.in. polityka fiskalna rządu wraz z planowanym wysokim deficytem, wciąż wysoka dynamika płac oraz kwestia tarczy energetycznej.

Wykres 4. Lipiec z deficytem na C/A



Źródło: NBP, Citi Handlowy

- W lipcu saldo rachunku bieżącego było ujemne i wyniosło -1 335 mln euro, wobec 651 mln euro w czerwcu. Odczyt okazał się nieco niższy od naszej prognozy, zakładającej deficyt w wysokości 824 mln euro.

- Saldo obrotów towarowych odnotowało zarówno wzrost eksportu, jak i importu o odpowiednio 2,7% i 3,0%, w porównaniu do analogicznego okresu rok wcześniej. Utrzymujący się od trzech miesięcy wzrost eksportu był wynikiem dalszego wzrostu transakcji o charakterze reeksportu. Pozytywny wpływ na eksport miała także poprawiająca się koniunktura w branży motoryzacyjnej. Z kolei na wzrost importu w dużej mierze wpłynął najwyższy w 2025 r. import aut osobowych, szczególnie z Chin.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
16 wrz WTOREK							
09:00	CZ	Inflacja PPI	% r/r	VIII	--	-0,9	-1,2
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	IX	30	26,3	34,7
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	VIII	3,0	3,1	3,3
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VIII	0,4	0,3	0,5
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII	-0,6	-0,1	-0,1
17 wrz ŚRODA							
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	VIII	2,1	2,1	2,0
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mln	VIII	1.367	1.370	1.362
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mln	VIII	1.353	1.365	1.428
20:00	USA	Decyzja Fed	%	IX	4,00-4,25	4,00-4,25	4,25-4,50
18 wrz CZWARTEK							
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	VIII	-0,8	-0,8	-0,9
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	0,1	0,2	2,9
10:00	PL	Inflacja PPI	% r/r	VIII	--	-0,9	-1,2
10:00	PL	Płace	% r/r	VIII	7,9	7,8	7,6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	236	--	263
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	IX	--	2,3	-0,3
19 wrz PIĄTEK							
09:00	DE	Inflacja PPI	% r/r	VIII	--	-1,7	-1,5

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	1067	1118
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3899	4160
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	28528	29889
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	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.51	3.88
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	3.61	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.65	3.72
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.25	4.27
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	-2.6	-1.5
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	-2.3	-1.5
Eksport	276.1	287.6	368.4	357.0	390.7	402.6	453.0	480.4
Import	281.6	278.4	378.8	383.9	383.5	400.9	455.3	481.9
Saldo usług	30.2	29.9	37.5	40.4	46.4	47.3	51.4	56.1
Saldo dochodów	-27.9	-26.0	-36.6	-28.7	-36.9	-42.0	-47.2	-50.9
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 tożsamy 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.