

13 października 2025 | 5 stron

Citi Weekly

To nie koniec obniżek

- Na październikowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej (RPP) postanowiła obniżyć stopę referencyjną o 0,25 punktu procentowego do poziomu 4,5%. Uzasadnienie do decyzji nie wniosło zbyt wiele nowego, ponieważ lista zagrożeń była bardzo zbliżona do tej, którą RPP przedstawiała w poprzednich miesiącach. Głównym czynnikiem skłaniającym do cięcia była „poprawa perspektyw inflacyjnych”, za którą zapewne kryje się przedłużenie mrożenia cen prądu i nieco niższa od prognozowanej inflacja za wrzesień.

- Podczas comiesięcznej konferencji prasowej prezes NBP przyznał, że członkowie RPP widzą przestrzeń do dalszych niewielkich obniżek stóp. W praktyce oznacza to, że kolejne cięcie będzie możliwe nawet w listopadzie, kiedy Rada zapozna się z nową projekcją. O tym, czy do tego cięcia ostatecznie dojdzie mogą zdecydować publikowane w najbliższych tygodniach dane o płacach i inflacji (odpowiednio 20 oraz 31 października), a także wynik projekcji. Prognoza NBP zakłada październikową inflację na poziomie 3%, co jest na tyle wysokim poziomem, że jego „niedostrzelenie” wydaje się możliwe. Z drugiej strony listopadowe cięcie nie jest jeszcze przesądzone, szczególnie biorąc pod uwagę dotychczasową ostrożną komunikację ze strony RPP.

- NBP dostrzega ryzyko, że wejście w życie zmian w Europejskim Systemie Handlu Emisjami (ETS2), który według banku centralnego może dodać w 2027 roku – a więc w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej – nawet dwa punkty procentowe. Nacisk kładziony przez prezesa Głapińskiego na ten element sugeruje, że perspektywa zmiany cen energii może ponownie wiązać Radzie ręce w kwestii dodatkowych obniżek. Gdyby bowiem bank centralny uwzględnił (nawet połowicznie) ten efekt w swojej listopadowej projekcji, podniosłoby to ścieżkę CPI pod koniec horyzontu prognozy.

- Biorąc to pod uwagę przypuszczamy, że stopy procentowe w Polsce zbliżają się powoli do poziomów, przy których Rada stanie się znacznie bardziej ostrożna i nie będzie już zdecydowana na niemal automatyczne cięcia. Nasz bazowy scenariusz zakłada, że cykl obniżek może się zakończyć ze stopą referencyjną na poziomie około 3,75%. Byłby to poziom gwarantujący realny poziom stóp procentowych (~1,3%) który pozwala na ustabilizowanie inflacji zakładając, że proinflacyjny wpływ polityki fiskalnej będzie niewielki.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

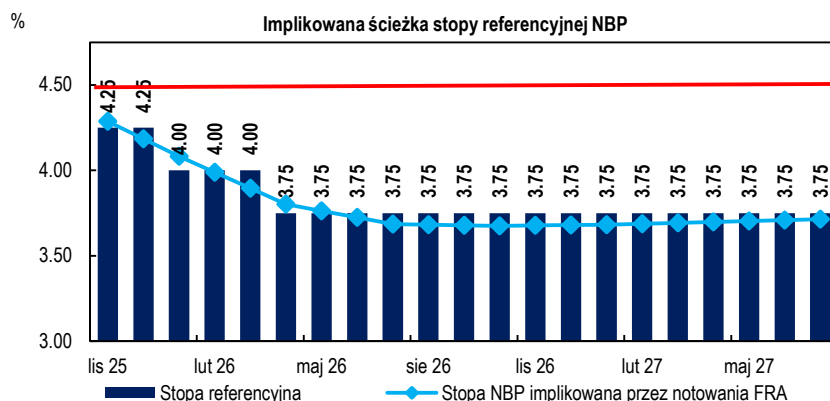
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

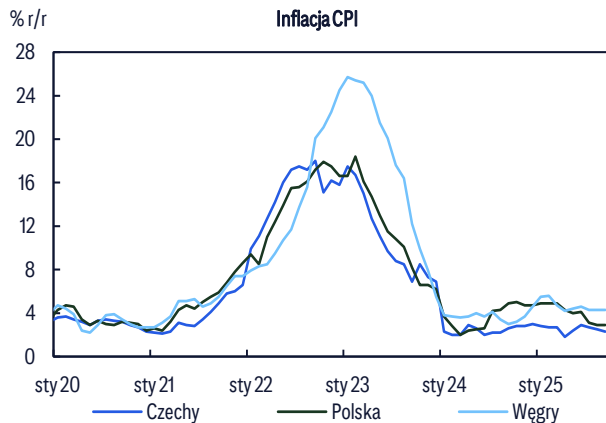
anastazja.nagorka@citi.com

Wykres 1. Rynki finansowe „spodziewają się” obniżek stóp procentowych do około 3,75% w 2026 roku

Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

Tydzień w wykresach

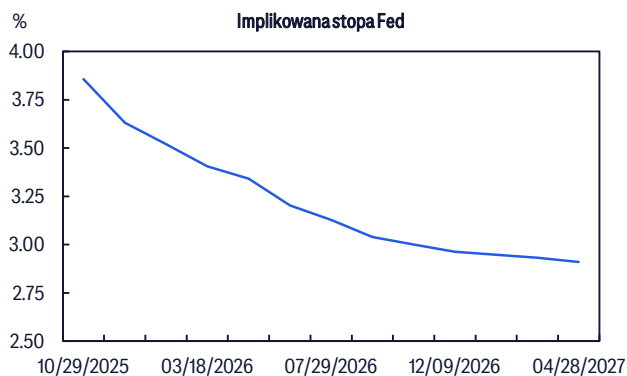
Wykres 2. Ceny żywności obniżają dynamikę CPI w regionie



Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics

- W ubiegłym tygodniu poznaliśmy wrześniowe odczyty inflacji dla Węgier oraz Czech. Na Węgrzech inflacja utrzymała się na poziomie 4,3% r/r i tym samym ukształtowała się nieco poniżej oczekiwań rynkowych (4,4% r/r). Spodziewamy się zauważalnego spadku inflacji na początku 2026 r., co zwiększyłoby przestrzeń do ewentualnych cięć stóp przez NBH w tym okresie.
- W Czechach inflacja spadła do 2,3% r/r, co stanowiło zaskoczenie w dół wobec konsensusu rynkowego zakładającego 2,6% r/r. Niższa trajektoria inflacji powinna przynajmniej na razie zakończyć dyskusję o podwyżkach stóp.
- W obu przypadkach wrześniowe odczyty inflacji były w dużej mierze kształtowane przez niższą dynamikę cen żywności i napojów bezalkoholowych, która przyczyniła się do spadku inflacji na Węgrzech o 0,4 pp, a w Czechach o 0,35 pp. Podobna sytuacja miała miejsce w Polsce, gdzie spadek dynamiki cen żywności obniżył wskaźnik CPI o prawie 0,2 pp.

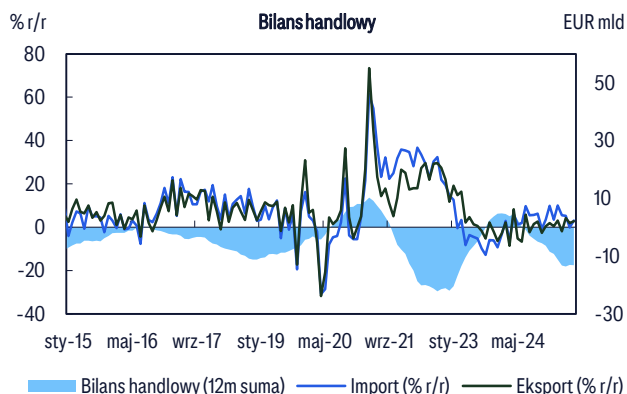
Wykres 3. FOMC widzi przestrzeń do kolejnych obniżek stóp



Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

- Minutes z wrześniowego posiedzenia FOMC ukazały szerokie spektrum opinii wśród członków Komitetu. Pogarszająca się sytuacja na rynku pracy oraz mniejsze ryzyko inflacyjne przełożyły się na niemal jednomyślne poparcie wrześniowej obniżki. Poglądy w kwestii dalszych obniżek pozostają jednak bardziej podzielone: 10 członków widzi przestrzeń na co najmniej dwa cięcia do końca roku, natomiast 9 opowiada się za maksymalnie jednym.
- Oczekujemy, że dane z rynku pracy będą wskazywać na dalsze osłabienie, co w naszej ocenie doprowadzi do obniżek na czterech najbliższych posiedzeniach. Kluczowym czynnikiem pozostaje również trwający shutdown. Brak lub ograniczona dostępność danych sprawia, że najbezpieczniejszym rozwiązaniem dla Fed wydaje się cięcie stóp podczas październikowego posiedzenia.

Wykres 4. Na rachunku obrotów bieżących (prawdopodobnie) wciąż deficyt



Źródło: Bloomberg, NBP, Citi Handlowy

- Oczekujemy, że na rachunku obrotów bieżących w sierpniu deficyt uległ lekkiemu rozszerzeniu do 1444 mln EUR wobec deficytu 1335 mln EUR w lipcu.
- Zakładamy, że do deficytu wciąż przyczynia się przede wszystkim ujemne saldo bilansu handlowego. W tym kontekście warto jednak zaznaczyć, że dynamika eksportu przestała ostatnio negatywnie odstawać od importu. Nasza prognoza zakłada, że w sierpniu eksport rośnie o 0,9% r/r, natomiast import obniżył się o 2% r/r.
- W ujęciu ostatnich 12-miesięcy deficyt na rachunku C/A oscyluje w okolicach 1% PKB.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
14 paź WTOREK							
08:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	IX	--	--	2,4
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	X	39	41,6	37,3
14:00	PL	Rachunek bieżący	mln EUR	VIII	-1444	--	-1335
15 paź ŚRODA							
03:30	CN	Inflacja PPI	% r/r	IX	-2,4	-2,3	-2,9
03:30	CN	Inflacja CPI	% r/r	IX	-0,2	-0,2	-0,4
10:00	PL	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	IX	2,9	--	2,9
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	IX	0,3	0,3	0,3
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	IX	0,5	0,4	0,4
16 paź CZWARTEK							
09:00	CZ	Inflacja PPI	% r/r	IX	--	--	-0,8
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	IX	3,2	--	3,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	236	--	234
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	X	--	--	23,2
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	IX	0,4	0,3	-0,1
14:30	USA	Inflacja PPI bazowa	% m/m	IX	0,4	0,2	-0,1
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IX	0,2	0,4	0,6
17 paź PIĄTEK							
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	IX	2,2	2,2	2,0
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	tys.	IX	1373	1350	1330
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	tys.	IX	1300	1310	1307
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	IX	0,1	0,0	0,1

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

*Ze względu na trwający shutdown w Stanach Zjednoczonych dane publikowane przez agencje rządowe mogą nie zostać opublikowane

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	690	697	813	915	1057	1076
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3893	4150
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	28255	28751
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	5.4	5.3
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	3.5	3.6
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	2.7	2.4
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	8.2	5.7
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	5.30	4.70
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	3.65	3.87
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.68	3.86
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.25	4.29
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.29
Bilans płatniczy (mld USD)	-1.6	14.4	-9.2	-15.7	14.6	-0.3	-13.6	-24.2
Rachunek bieżący	-1.6	14.4	-9.2	-15.7	14.6	-0.3	-13.6	-24.2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.4	-1.3	-2.2	1.8	0.0	-1.3	-2.3
Saldo handlu zagranicznego	-4.9	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.9	-19.3	-31.9
Eksport	246.6	251.3	311.7	341.9	363.0	360.0	393.4	400.5
Import	251.5	243.4	320.7	365.1	357.8	366.9	412.7	432.5
Saldo usług	26.8	26.0	31.2	37.9	42.7	43.5	47.7	50.7
Saldo dochodów	-24.9	-22.4	-30.3	-27.4	-31.0	-33.0	-37.7	-39.6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.7	-6.9	-1.7	-3.4	-5.3	-6.6	-6.9	-6.5
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-4.3	-3.6
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	48.9	53.8

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.