

3 listopada 2025 | 5 stron

## Citi Weekly

## Obniżki stóp procentowych jeszcze nadejdą

- Ostatni tydzień przyniósł posiedzenia dwóch głównych banków centralnych z USA oraz strefy euro. W pierwszym przypadku FOMC obniżyło stopę fed funds o 25 pb do przedziału 3,75%-4,00%, natomiast EBC utrzymał stawkę depozytową na poziomie 2% - zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi.

- Amerykański Fed działa w ostatnim czasie w środowisku ograniczonej dostępności danych makroekonomicznych, gdyż w związku z *government shutdown* w USA większość danych nie jest w ogóle publikowana. Podczas konferencji prasowej prezes Jerome Powell zasignalizował, że wewnątrz FOMC istnieje różnica poglądów co do obniżki stóp procentowych na przyszłych spotkaniach, a kolejny ruch w grudniu nie jest wcale przesądzony. Powell określił obecny poziom stóp jako umiarkowanie restrykcyjny, jednak przyszłe decyzje mają być uzależnione od napływających danych. Jeżeli do grudnia wznowione zostaną prace jednostek rządowych, to Fed powinien poznać przed ostatnim tegorocznym posiedzeniem miesięczne raporty z rynku pracy za wrzesień, październik oraz listopad.

- W przypadku EBC, członkowie Rady Prezesów od pewnego czasu sygnalizowali, że nie widzą potrzeby pośpiechu w przypadku ewentualnych dalszych obniżek stóp procentowych. Według zapewnień prezes Christine Lagarde październikowa decyzja o pozostawieniu stóp bez zmian była jednogłówna. W odniesieniu do przyszłych decyzji w polityce pieniężnej, prezes EBC zasugerowała, że Bank obecnie jest w dobrym miejscu, ale nie na stałe i jest gotowy zrobić co będzie konieczne, aby pozostać w dobrym położeniu.

- Naszym zdaniem w przypadku zarówno Fed jak i EBC możliwe są dalsze ruchy w celu łagodzenia polityki pieniężnej. Przestrzeń wydaje się być większa po stronie amerykańskich władz niż w strefie euro. Zakładamy, że w USA stopy procentowe zostaną obniżone o jeszcze 75 pb. W strefie euro pole do kolejnych kroków wydaje się bardziej ograniczone i możliwe są jeszcze jeden lub dwa ruchy o 25 pb w dół przed osiągnięciem dołka w bieżącym cyklu. Do takiego scenariusza potrzeba byłoby jednak słabszych danych makroekonomicznych. Wyceny na podstawie kwotowań z rynku instrumentów pochodnych wskazują, że zmiana stóp w USA o 75 pb w przyszłym roku jest prawdopodobna, jednak nieco obniżyły się szanse na ruch już w grudniu tego roku. Z kolei w przypadku EBC, rynek „wycenia” około połowy jednej obniżki stopy depozytowej w horyzoncie sięgającym półrocza 2026 r.

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

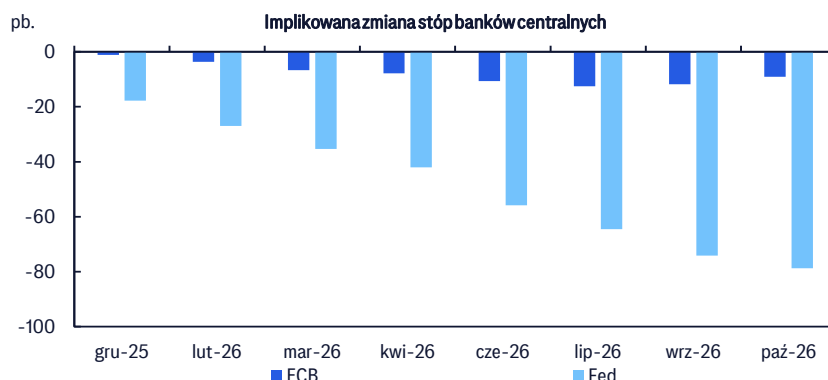
**Arkadiusz Trzciolek, CFA**

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

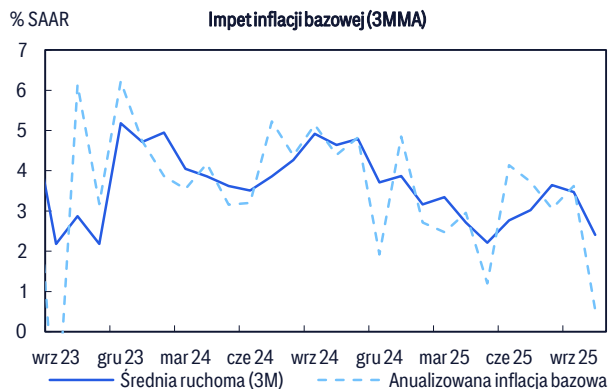
**Anastazja Nagórka**

anastazja.nagorka@citi.com

**Wykres 1. Rynek wycenia większe pole do obniżek stóp procentowych w USA niż strefie euro.**

Źródło: Citi Handlowy, LSEG

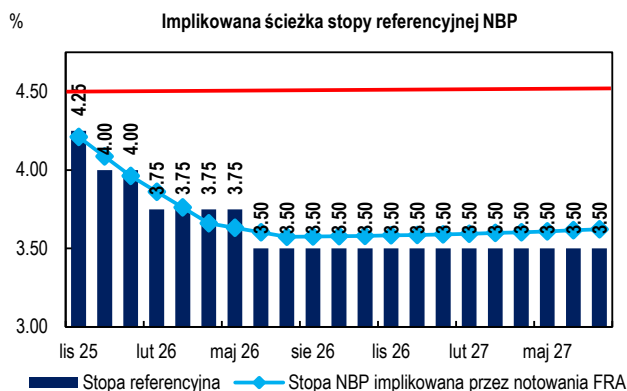
## Tydzień w wykresach

**Wykres 2. Inflacja bazowa wytraca swój impet?**

Źródło: NBP, GUS, szacunki Citi Handlowy

- Inflacja w październiku spadła do 2,8% i była niższa od naszej prognozy (2,9%) oraz konsensusu rynkowego (3%). Spadek był związany z wyraźnym wyhamowaniem inflacji bazowej do około 2,8-2,9%. W ujęciu miesiąc-do-miesiąca średnia wartość inflacji bazowej w ostatnich trzech miesiącach wyniosła 0,2% m/m, co sugeruje, że gdyby ta sytuacja utrzymała się w kolejnych miesiącach inflacja bazowa ostatecznie spadłaby w okolice 2,4%.

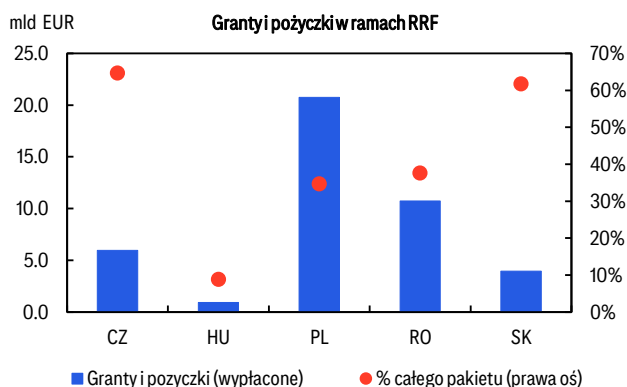
- Nowe dane były tylko niewiele niższe od naszych prognoz, ale osłabienie inflacji bazowej zapewne zostanie przyjęte z zadowoleniem przez RPP (por. – kolejny tekst). Naszym zdaniem wskaźnik CPI może do lipca przyszłego roku obniżyć się nawet do około 2%, choć w kolejnych miesiącach zapewne zaczną rosnąć ze względu na opóźniony efekt obniżek stóp z 2025 roku.

**Wykres 3. Rynki finansowe wyceniają obniżkę stóp w listopadzie**

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Bloomberg

- W ciągu ostatnich sześciu miesięcy Rada Polityki Pieniężnej (RPP) obniżyła stopę referencyjną łącznie o 125 pb, z poziomu 5,75% do 4,5%. W tym tygodniu członkowie RPP będą musieli się zastanowić, czy kolejne cięcie jest potrzebne już w listopadzie.

- Z jednej strony, duża skala dotychczasowych obniżek, stosunkowo silny wzrost gospodarczy oraz wyhamowanie spadkowego impetu inflacji bazowej przemawiają za wstrzemięźliwością. Z drugiej strony październikowa inflacja na poziomie 2,8% okazała się niższa niż prognozy NBP, które zakładały wynik na poziomie 3% (taka wartość została zaprezentowana na konferencji prezesa NBP w październiku). Przypuszczamy, że spadek inflacji może przeważać szalę i biorąc to pod uwagę oczekujemy, że w środę RPP obniży stopy procentowe o 25 pb do poziomu 4,25%.

**Wykres 4. Wypłata nowych środków podniesie wykorzystanie KPO do ponad 45% z 35%**

Źródło: Komisja Europejska, szacunki Citi Handlowy

- Komisja Europejska pozytywnie rozpatrzyła trzeci wniosek Polski o wypłatę funduszy z KPO. Z tego tytułu Polska ma otrzymać 6,2 mld euro, a środki najprawdopodobniej wpłyną na początku grudnia. Powyższa kwota może przynajmniej częściowo zostać wymieniona na rynku walutowym, pośrednio wspierając kurs złotego.

- Dotychczas Polska otrzymała 7,3 mld euro z tytułu grantów oraz 13,5 mld euro pożyczek z KPO, co stanowi odpowiednio 29% i 39% całej planowanej kwoty. Jednocześnie stopniowo rośnie wykorzystanie funduszy spójności których od początku roku napłynęło 5,4 mld euro. Jeżeli ten trend się utrzyma fundusze unijne powinny pomóc we wzmocnieniu dynamiki inwestycji pod koniec tego oraz w 2026 roku.

## Kalendarz ekonomiczny

| Godz. Publikacji          | Kraj | Informacja                             | Jednostka | Okres | Prognoza Citi | Konsensus rynkowy | Poprzednia wartość |
|---------------------------|------|----------------------------------------|-----------|-------|---------------|-------------------|--------------------|
| <b>3 lis PONIEDZIAŁEK</b> |      |                                        |           |       |               |                   |                    |
| 15:45                     | USA  | PMI dla przemysłu - odczyt finalny     | pkt       | X     | --            | --                | 52.2               |
| 16:00                     | USA  | ISM dla przemysłu                      | pkt       | X     | 49.8          | 49.5              | 49.1               |
| <b>4 lis WTOREK</b>       |      |                                        |           |       |               |                   |                    |
| 16:00                     | USA  | Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS | mln       | IX    | --            | --                | 7.227              |
| <b>5 lis ŚRODA</b>        |      |                                        |           |       |               |                   |                    |
| 08:00                     | DE   | Zamówienia przemysłowe                 | % m/m     | IX    | --            | 1.3               | -0.8               |
| 09:00                     | CZ   | Inflacja CPI - odczyt wstępny          | % r/r     | X     | 2.2           | 2.3               | 2.3                |
| 09:55                     | DE   | PMI dla usług - odczyt finalny         | pkt       | X     | --            | 54.5              | 54.5               |
| 10:00                     | EUR  | PMI dla usług - odczyt finalny         | pkt       | X     | --            | 52.6              | 52.6               |
| 14:00                     | PL   | Decyzja RPP                            | %         | XI    | 4.25          | 4.25              | 4.5                |
| 15:00                     | USA  | ISM dla usług                          | pkt       | X     | 50.7          | 51.0              | 50                 |
| 15:45                     | USA  | PMI dla usług - odczyt finalny         | pkt       | X     | --            | --                | 55.2               |
| <b>6 lis CZWARTEK</b>     |      |                                        |           |       |               |                   |                    |
| 08:00                     | DE   | Produkcja przemysłowa                  | % m/m     | IX    | 2.3           | 3                 | -4.3               |
| 08:30                     | HU   | Produkcja przemysłowa                  | % r/r     | IX    | -2.8          | --                | -4.6               |
| 08:30                     | HU   | Sprzedaż detaliczna                    | % r/r     | IX    | 3.6           | --                | 2.4                |
| 09:00                     | CZ   | Produkcja przemysłowa                  | % r/r     | IX    | -1.1          | -0.3              | -1.3               |
| 11:00                     | EUR  | Sprzedaż detaliczna                    | % m/m     | IX    | -0.2          | 0.3               | 0.1                |
| 14:30                     | USA  | Liczba nowych bezrobotnych             | tys.      | tyg   | 223           | 225               | 220                |
| 14:30                     | CZ   | Decyzja CNB                            | %         | 6 Nov | --            | 3.5               | 3.5                |
| <b>7 lis PIĄTEK</b>       |      |                                        |           |       |               |                   |                    |
| 14:30                     | USA  | Zatrudnienie poza rolnictwem           | tys.      | X     | --            | 40                | --                 |
| 14:30                     | USA  | Stopa bezrobocia                       | %         | X     | --            | 4.4               | --                 |
| 14:30                     | USA  | Płaca godzinowa                        | % m/m     | X     | --            | 0.3               | --                 |
| 09:00                     | CZ   | Sprzedaż detaliczna                    | % r/r     | IX    | 4.6           | 4                 | 3.5                |
| 16:00                     | USA  | Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny | pkt       | XI    | 53.4          | 54.0              | 53.6               |

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

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

|                                              | 2019        | 2020        | 2021        | 2022         | 2023        | 2024E       | 2025P        | 2026P        |
|----------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>Najważniejsze wskaźniki</b>               |             |             |             |              |             |             |              |              |
| Nominalny PKB (mld USD)                      | 596         | 600         | 690         | 697          | 813         | 915         | 1056         | 1078         |
| Nominalny PKB (mld PLN)                      | 2288        | 2338        | 2662        | 3101         | 3415        | 3641        | 3892         | 4149         |
| PKB per capita (USD)                         | 15528       | 15761       | 18196       | 18466        | 21607       | 24388       | 28224        | 28820        |
| 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          |
| <b>Aktywność ekonomiczna</b>                 | <b>596</b>  | <b>600</b>  | <b>690</b>  | <b>697</b>   | <b>813</b>  | <b>915</b>  | <b>1060</b>  | <b>1130</b>  |
| Realny wzrost PKB (% r/r)                    | 4.4         | -2.0        | 6.9         | 5.3          | 0.2         | 3.0         | 3.5          | 3.6          |
| Inwestycje (% r/r)                           | 6.2         | -2.3        | 1.5         | 1.7          | 12.7        | -0.9        | 5.0          | 4.1          |
| Spożycie ogółem (% r/r)                      | 4.1         | -1.5        | 5.9         | 4.0          | 0.9         | 4.4         | 3.5          | 3.3          |
| Konsumpcja indywidualna (% r/r)              | 3.5         | -3.6        | 6.2         | 5.0          | -0.3        | 2.9         | 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        | 4.5         | 3.9          | 5.6          |
| <b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>               |             |             |             |              |             |             |              |              |
| Inflacja CPI (% r/r)                         | 3.4         | 2.4         | 8.6         | 16.6         | 6.2         | 4.7         | 2.6          | 2.4          |
| Inflacja CPI (% średnia)                     | 2.3         | 3.4         | 5.1         | 14.3         | 11.5        | 3.6         | 3.7          | 2.2          |
| 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        | 4.25         | 3.75         |
| WIBOR3M (% koniec okresu)                    | 1.71        | 0.21        | 2.51        | 7.02         | 5.88        | 5.82        | 4.26         | 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        | 4.13        | 3.65         | 3.88         |
| USD/PLN (Średnia)                            | 3.84        | 3.89        | 3.86        | 4.45         | 4.20        | 3.98        | 3.69         | 3.85         |
| EUR/PLN (Koniec okresu)                      | 4.26        | 4.61        | 4.60        | 4.69         | 4.35        | 4.27        | 4.26         | 4.29         |
| EUR/PLN (Średnia)                            | 4.30        | 4.44        | 4.57        | 4.69         | 4.54        | 4.31        | 4.24         | 4.29         |
| <b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>            | <b>-1.6</b> | <b>14.4</b> | <b>-9.2</b> | <b>-15.7</b> | <b>14.6</b> | <b>-0.3</b> | <b>-13.6</b> | <b>-24.2</b> |
| Rachunek bieżący                             | -1.6        | 14.4        | -9.2        | -15.7        | 14.6        | -0.3        | -13.6        | -24.4        |
| 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        | -19.2        | -31.0        |
| Eksport                                      | 246.6       | 251.3       | 311.7       | 341.9        | 363.0       | 360.0       | 390.5        | 388.4        |
| Import                                       | 251.5       | 243.4       | 320.7       | 365.1        | 357.8       | 366.9       | 409.7        | 419.3        |
| Saldo usług                                  | 26.8        | 26.0        | 31.2        | 37.9         | 42.7        | 43.5        | 47.3         | 49.2         |
| Saldo dochodów                               | -24.9       | -22.4       | -30.3       | -27.4        | -31.0       | -33.0       | -37.4        | -38.4        |
| <b>Finanse publiczne (% PKB)</b>             |             |             |             |              |             |             |              |              |
| 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](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

### Arkadiusz Trzciółek, CFA

Starszy Ekonomista  
+48 (22) 657-7750  
[arkadiusz.trzciolok@citi.com](mailto:arkadiusz.trzciolok@citi.com)

### Anastazja Nagórka

Stażystka  
[anastazja.nagorka@citi.com](mailto:anastazja.nagorka@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.