

8 września 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Obniżki uzależniane od prądu

- Kwestia cen energii ponownie staje w centrum uwagi. Obniżając stopy procentowe o 25 pb w zeszłym tygodniu Rada Polityki Pieniężnej przedstawiła relatywnie ostrożny komunikat, a prezes Glapiński poświęcił większość swojej konferencji prasowej ostrzeżeniom przed zagrożeniami inflacyjnymi. Ostatecznie ten „jastrzębi” wydzwięk został jednak złagodzony lub wręcz odwrócony po tym, jak szef banku centralnego zasygnalizował, że przedłużenie mrożenia cen energii mogłoby otworzyć drogę do kolejnych cięć. Większość inwestorów potraktowała to wręcz jak zapowiedź szybkich obniżek.

- Ze strony przedstawicieli rządu deklaracje są dosyć jasne. Nowa ustawa nad którą pracuje Rada Ministrów ma przedłużyć okres mrożenia cen prądu na cały IV kwartał, a od przyszłego roku taryfy ustalane przez URE zapewne będą na tyle niskie, że ceny energii – nawet bez mrożenia taryf – nie wzrosną. Jedyną przeszkodą na tej drodze mogłoby być ewentualne prezydenckie weto, jednak w tej konkretnej kwestii weto wydaje się mniej prawdopodobne. Nic więc dziwnego, że rynki finansowe zaczęły z większym przekonaniem wyceniać scenariusz obniżki stóp już w październiku.

- Z punktu widzenia stabilności cen uwaga, którą RPP poświęca taryfom na prąd wydaje się nieadekwatna. Ewentualna podwyżka cen prądu w IV kwartale i tak nastąpiłaby tylko na chwilę i od stycznia ceny energii zapewne bardzo mocno spadłyby ze względu na nowe, prawdopodobnie znacznie niższe taryfy URE. Co więcej, w przypadku braku mrożenia cen prądu wpływ na inflację byłby mniejszy niż zakładają szacunki przedstawiane na comiesięcznej konferencji NBP. Wydaje się, że główny powód dla którego Rada zwraca tak dużą uwagę na kwestię taryf jest fakt, że po podwyżkach cen energii z lat 2022-2023 Rada woli dmuchać na zimne.

- Jeżeli chodzi o inflacyjne trendy, to niezależnie od tego co się dzieje z cenami prądu inflacja bazowa stopniowo słabnie. Co więcej, wskaźnik CPI ma szansę spaść niedługo do 2-2,5%, a więc do poziomów pożądaných przez RPP. Pozostawia to pewną przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej w krótkim horyzoncie. Jednocześnie nie brakuje zagrożeń średnioterminowych dla inflacji, jednak nie są one związane z cenami prądu tylko z polityką fiskalną. Relatywnie silny wzrost PKB połączony z niemal siedmioprocentowym deficytem fiskalnym sprawia, że dotychczasowy trend spadkowy inflacji może po kilku kwartałach zacząć się odwracać i RPP, co będzie ostatecznie ograniczać przestrzeń do obniżek.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

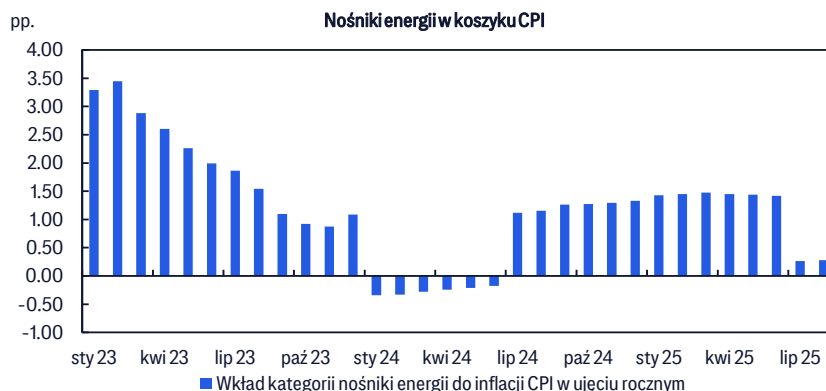
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

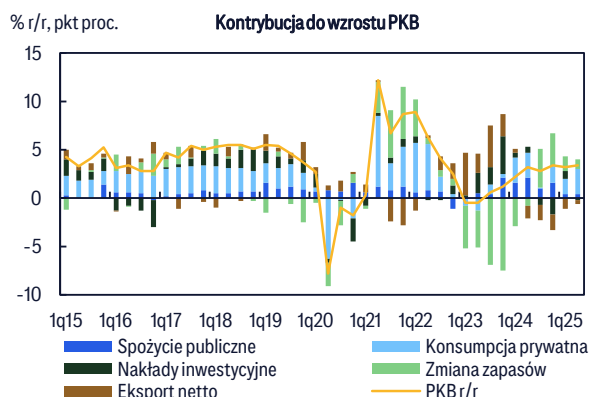
anastazja.nagorka@citi.com

Wykres 1. Przedłużenie mrożenia cen energii ograniczałoby dodatni wpływ tej kategorii na łączną inflację

Źródło: szacunki Citi Handlowy, GUS

Tydzień w wykresach

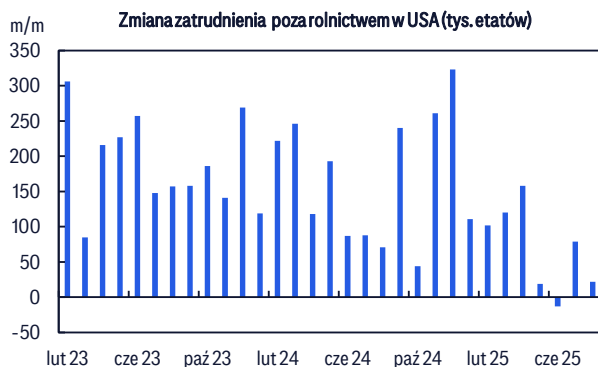
Wykres 2. Konsumpcja napędza wzrost



Źródło: GUS, Citi Handlowy

- Wzrost PKB w II kw. 2025 r. okazał się zgodny ze wstępnym szacunkiem na poziomie 3,4% r/r. Głównym motorem napędowym była konsumpcja prywatna, która odbiła o 4,4% r/r, po spadku o 1% r/r w I kw., dodając do dynamiki PKB 2,6 pp.
- Negatywnie zaskoczyły inwestycje, które odnotowały spadek o 1% r/r, wobec wzrostu o 6,3% r/r w I kw., a perspektywy na ich dalsze kształtowanie się obarczone są ryzykiem niepewności co do ścieżki przepływów funduszy z UE oraz inwestycji wojskowych. Ujemny wkład do dynamiki PKB miał także eksport netto (-0,4 pp), choć wynik ten może być częściowo tłumaczony niepewnością wywołaną cłami nałożonymi przez USA. Pomimo wyzwań, nadal oczekujemy silnego wzrostu PKB w 2025 r. Nasza prognoza zakłada wzrost o 3,7%, jednak widzimy ryzyka, które mogą przyczyniać się do niższego wzrostu PKB, bliżej 3,5%.

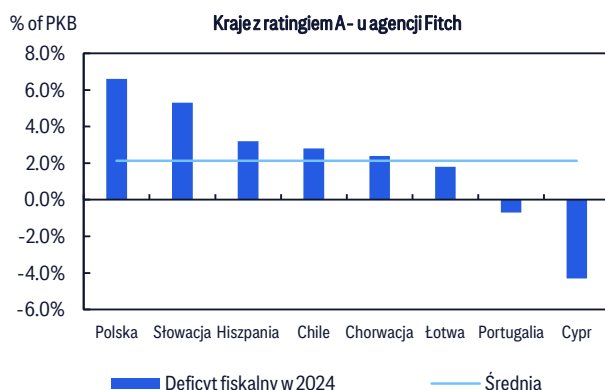
Wykres 3. Chłodzenie rynku pracy w USA nabiera tempa



Źródło: BLS, Citi Handlowy

- W sierpniu liczba etatów poza rolnictwem w USA wzrosła o 22 tys., wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego (75 tys.) oraz naszej prognozy (45 tys.). Dodatkowo w dół skorygowane zostały dane za poprzednie miesiące (łącznie o 21 tys.), a czerwiec pierwotnie raportowany jako wzrost o 147 tys., obecnie wskazuje na spadek zatrudnienia o 13 tys.
- Stopa bezrobocia wzrosła do 4,3% z 4,2%, a wskaźnik U-6 obrazujący niedostateczne wykorzystanie siły roboczej sięgnął 8,1%, co jest najwyższą wartością od pandemii.
- W nawiązaniu do słabszych danych z rynku pracy oczekujemy, że Fed we wrześniu obniży stopy procentowe o 25 pb a do marca 2026 r. widzimy potencjał do spadku stóp Fed łącznie o 125 pb.

Wykres 4. Obniżka perspektywy



Źródło: Citi Handlowy, Fitch

- Agencja Fitch utrzymała ocenę A- dla długoterminowego długu Polski w walucie zagranicznej, jednak zdecydowano się na obniżenie perspektywy ze stabilnej do negatywnej. Głównym czynnikiem stojącym za decyzją jest stan finansów publicznych w Polsce. Deficyt fiskalny w Polsce jest zdecydowanie wyższy niż w grupie krajów porównywalnych, natomiast dług publiczny istotnie rósł w ostatnich latach i szacunki wskazują na utrzymanie tej trajektorii.
- Zmiana perspektyw nie jest dużym zaskoczeniem, biorąc pod uwagę, że konsolidacja finansów publicznych może być utrudniona w obliczu sprzeciwu Prezydenta do podwyżek podatków oraz brakiem woli politycznej do cięcia wydatków. Uważamy, że inne agencje ratingowe mogą również rozważyć zmianę perspektywy oceny polskiego długu, jednak droga do samej obniżki ratingu jest nadal odległa.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
9 wrz WTOREK							
08:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	VIII	4,3	--	4,3
10 wrz ŚRODA							
03:30	CN	Inflacja PPI	% r/r	VIII	--	-2,9	-3,6
03:30	CN	Inflacja CPI	% r/r	VIII	--	-0,2	0,0
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	VIII	2,5	--	2,5
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	VIII	0,2	0,3	0,9
14:30	USA	Inflacja PPI bazowa	% m/m	VIII	0,2	0,3	0,9
11 wrz CZWARTEK							
14:15	EUR	Decyzja EBC (stopa depozytowa)	%	IX	2,0	2,0	2,0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	235	--	237
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	VIII	0,3	0,3	0,3
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	VIII	0,4	0,3	0,2
12 wrz PIĄTEK							
08:00	DE	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	VIII	2,1	2,1	2,1
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	VII	-824	--	651
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	IX	58,5	59,3	58,2

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 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.