

8 grudnia 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Byle do wiosny

- W minionym tygodniu Rada Polityki Pieniężnej (RPP) po raz szósty już w tym roku obniżyła stopy procentowe, a stopa referencyjna spadła do 4%. Decyzja nie była zaskoczeniem – takiego kroku spodziewała się zdecydowana większość analityków, w tym również my. Chociaż członkowie RPP w ostatnich miesiącach twierdzili, że dotychczasowe cięcia stóp nie stanowią cyklu obniżek, naszym zdaniem po sześciu cięciach, w tym czterech dokonanych miesiąc po miesiącu, coraz trudniej obstawać przy tym stanowisku.

- Podczas konferencji prasowej prezes Głapiński zasygnalizował, że większość członków RPP może chcieć zrobić przerwę w obniżkach, aby lepiej ocenić jak dotychczasowe zmiany mogą wpłynąć na gospodarkę. Gdyby rzeczywiście Rada wstrzymała się od cięć w styczniu, naszym zdaniem ta przerwa z dużym prawdopodobieństwem rozciągnęłaby się również na kolejny miesiąc. W momencie lutowego posiedzenia RPP nie będzie bowiem jeszcze znana danych o styczniowej inflacji, a bez nich trudno liczyć na powrót do obniżek. Biorąc to pod uwagę, można przypuszczać, że do kolejnego cięcia stóp dojdzie dopiero w marcu, gdy Rada otrzyma nową projekcję inflacyjną.

- Biorąc pod uwagę dotychczasowe sygnały ze strony RPP, a także ostatnie bardzo dobre dane o aktywności gospodarczej, marcowa obniżka może być ostatnią w cyklu. Oznaczałoby to, że cykl zakończyłby się na poziomie 3,75%, sprowadzając oczekiwaną realną stopę procentową do poziomu zbliżonego do 1%, a więc poziomu spójnego z historyczną średnią stopy referencyjnej.

- Jeżeli chodzi o zagrożenia dla tego scenariusza, naszym zdaniem istnieje pewne ryzyko, że RPP może mimo wszystko obniżyć stopy głębiej. Po pierwsze, RPP przywiązuje zaskakująco dużo uwagi do zmian cen energii, a taryfy za prąd mogą zostać zauważalnie obniżone od początku roku. Po drugie, Rada pozostaje pod silnym wpływem bieżącej inflacji, a ta może kształtować się na niskim poziomie do połowy przyszłego roku. Uleganie presji bieżących danych wydaje się ryzykowną strategią, ponieważ efekty dotychczasowych obniżek zobaczymy w pełni dopiero pod koniec 2026 roku. Oznacza to, że nadmierne cięcie stóp procentowych obecnie stworzyłoby ryzyko odbicia CPI na przełomie 2026 i 2027 roku, szczególnie w świetle spodziewanej kumulacji funduszy unijnych. Z doświadczenia wiadomo jednak, że opieranie się presji na obniżki może być trudne, szczególnie, że dotychczasowe cięcia miesiąc po miesiącu mogły już rozbudzić „apetyty” rynkowe.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

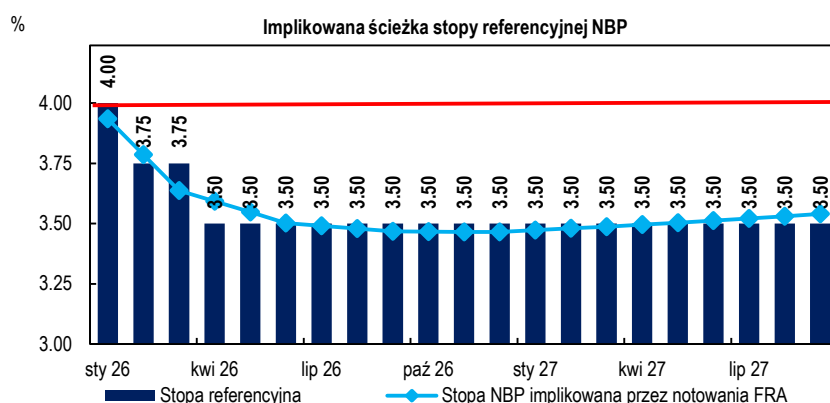
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

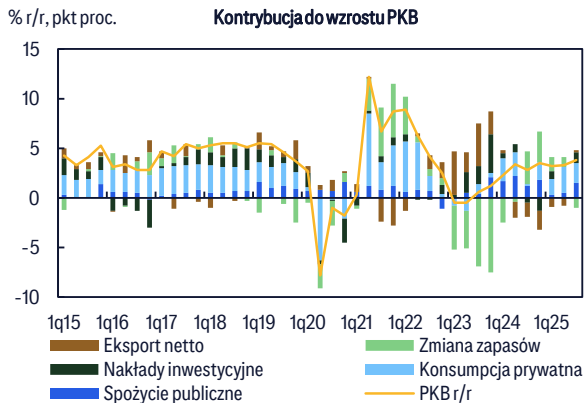
Wykres 1. Rynek FRA wycenia jeszcze dwie obniżki stóp procentowych



Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

Tydzień w wykresach

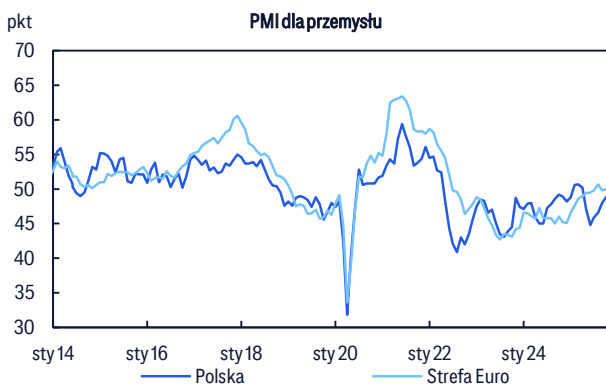
Wykres 2. Gospodarka z najlepszym kwartalnym odczytem od 3 lat



Źródło: GUS, Citi Handlowy

- Według GUS wzrost PKB Polski w III kw. okazał się nieco wyższy niż zakładał szybki szacunek i wyniósł 3,8% r/r. Głównym motorem napędowym pozostała konsumpcja prywatna, która wzrosła o 3,5% r/r wobec 4,5% r/r w II kw., dodając przy tym 2 pp do ogólnego wyniku.
- Po rozczarującym spadku inwestycji w II kw. (0,7% r/r), w III kw. odnotowano ich wyraźne odbicie o 7,1% r/r, co dodało 1,1 pp do ogólnego wyniku. Na plus zaskoczyły także dynamiki handlu zagranicznego. W III kw. solidny wzrost odnotował import, (5,9% r/r wobec 3,4% w II kw.), co można tłumaczyć wysoką importochłonnością inwestycji. Jeszcze lepiej wypadł jednak eksport, który wzrósł o 6,1% r/r wobec 1,9% r/r w II kw., przekładając się na dodatnią dynamikę eksportu netto pierwszy raz od 6 kwartałów. Silne odczyty aktywności gospodarczej z ostatnich miesięcy wskazują, że ryzyka wobec naszej prognozy wzrostu PKB za cały 2025 r. (3,5%) przesuwają się w stronę lepszego wyniku.

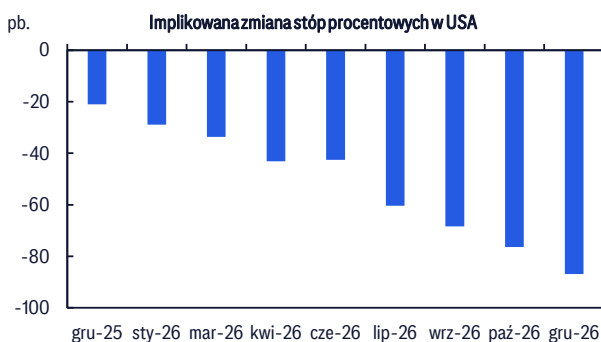
Wykres 3. Przemysł z pewnymi sygnałami poprawy



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Listopadowy PMI dla polskiego przemysłu wyniósł 49,1 pkt wobec 48,8 pkt w październiku, ponownie wskazując na pogorszenie koniunktury w tym sektorze. Jednocześnie był to już piąty miesiąc z rzędu ze wzrostem wskaźnika. W komentarzu do badania wrócono uwagę na kilka pozytywnych sygnałów. W listopadzie produkcja niemal się ustabilizowała, notując najniższy spadek od siedmiu miesięcy, natomiast nowe zamówienia eksportowe wzrosły po raz pierwszy od 8 miesięcy, co może świadczyć o tym, że otoczenie dla przemysłu powoli się poprawia.
- W strefie euro, po obiecującym październiku z odczytem na poziomie 50 pkt, listopadowy PMI dla przemysłu obniżył się do 49,6 pkt. Niemniej dane wskazują na rosnący optymizm producentów na najbliższe 12 miesięcy, co może wspierać poprawę warunków także dla polskich eksporterów.

Wykres 4. Obniżka pomimo braku danych



Źródło: Citi Handlowy, LSEG

- Zakładamy, że najbliższe posiedzenie amerykańskiego Federalnego Komitetu Otwartego Rynku przyniesie obniżkę stóp procentowych o 25 pb do przedziału 3,50%-3,75%.
- W wyniku czasowego zawieszenia prac organów administracji rządowej w USA, dostęp do części zestawu danych jest wciąż utrudniony, ze względu na opóźnienia w publikacji poszczególnych wskaźników. Dotychczas dostępne dane dają mieszane sygnały co do sytuacji na rynku pracy, jednak uważamy, że coraz bardziej widoczne jest spowolnienie, co powinno przekonać Fed o konieczności dalszego luzowania polityki pieniężnej. Inflacja w USA pozostaje powyżej celu, jednak to obawy o rynek pracy prawdopodobnie odgrywają obecnie większą rolę w procesie decyzyjnym Fed.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
9 gru WTOREK							
08:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	XI	3,8	4,0	4,3
16:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	tys.	IX	7150	7199	7227
10 gru ŚRODA							
02:30	CN	Inflacja PPI	% r/r	XI	--	-2,1	-2,1
02:30	CN	Inflacja CPI	% r/r	XI	--	0,9	0,2
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	XI	2,4	--	2,5
20:00	USA	Decyzja Fed	%	10 gru	3,50-3,75	3,50-3,75	3,75-4
11 gru CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	209	--	191
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	IX	-62,4	-63,2	-59,6
12 gru PIĄTEK							
08:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	XI	2,3	2,3	--

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	918	1061	1110
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3653	3904	4179
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24459	28368	29663
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	0.2	3.0	3.5	4.0
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	3.0	7.8
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	3.8	3.6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	4.1	3.6
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	3.2	6.0
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	4.7	5.9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.5	2.7
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	2.4
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	7.8	6.0
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	4.00	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.13	3.88
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.15	4.70
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.62	3.80
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.68	3.77
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.25	4.21
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.22
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	12.5	2.8	-10.0	-17.8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.4	-1.3	-2.2	1.5	0.3	-0.9	-1.6
Saldo handlu zagranicznego	-4.9	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.7	-17.5	-25.9
Eksport	246.6	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	394.1	404.5
Import	251.5	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	411.6	430.4
Saldo usług	26.8	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	43.7
Saldo dochodów	-24.9	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-36.3	-36.0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.7	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-6.8	-6.1
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.2	-3.3
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	48.7	51.5

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.