

10 lutego 2025 | 5 stron

## Citi Weekly

### Nie ma podstaw do zmiany stóp procentowych

- Lutowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej nie przyniosło zmiany stóp procentowych. Zgodnie z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami stopa referencyjna NBP wciąż wynosi 5,75%. Przesłanie płynące z tego spotkania naszym zdaniem najlepiej podsumowują słowa Prezesa Glapińskiego: „nie ma podstaw do obniżek stóp procentowych”.
- Komunikat po posiedzeniu RPP nie przyniósł wielu zmian w relacji do tego ze stycznia, a te które w treści zostały wprowadzone dotyczyły przede wszystkim opublikowanych w międzyczasie danych. Więcej informacji dostarczyła konferencja prasowa po posiedzeniu Rady, jednak również w tym przypadku wiele nie zmieniło się w przesłaniu, które wciąż jest jastrzębie.
- Prezes NBP skupił się na przedstawieniu czynników, które w krótkim terminie mogłyby rodzić ryzyko w górę dla inflacji: 1) wzrost cen energii, 2) odbicie gospodarcze, 3) wysoki deficyt fiskalny oraz 4) silny wzrost płac.
- Zdaniem Rady istnieje ryzyko, że wzrost cen energii (założony przez NBP w opłacie mocowej od lipca oraz wyższych taryfach URE po wrześniu) może rozlać się również na ceny innych dóbr oraz towarów. Nowa projekcja makroekonomiczna ma zostać zaprezentowana na następnym posiedzeniu w marcu, jednak na ostatnich konferencjach prezes Glapiński przedstawiał bieżące scenariusze dotyczące rozwoju inflacji. NBP wciąż zakłada odbicie inflacji pod koniec roku, a prognoza z lutego na 4Q25 wynosi 4.8% r/r i jest o 0.2pp wyższa niż ta zaprezentowana w styczniu.
- Pomimo jastrzębiej postawy, RPP nie wysyła jasnego sygnału w kwestii decyzji o stopach procentowych w najbliższych kwartałach. Czynnikiem, który mógłby sugerować, że presja inflacyjna maleje byłoby spowolnienie tempa wzrostu płac.
- Zdaniem Rady silny kurs złotego nie stanowi problemu, gdyż jego wpływ jest antyinflacyjny, a według ankiety NBP nie jest to główny problem z jakim mierzą się polscy przedsiębiorcy.
- Naszym zdaniem obniżki stóp procentowych rozpoczną się w lipcu, kiedy RPP będzie miała większą jasność co do cen energii w dalszej części roku. Nasza prognoza zakłada o ok. 1pp niższą inflacją w 4Q25. W całym roku widzimy obniżki stóp w skali 75 pb.

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Arkadiusz Trzciolek, CFA**

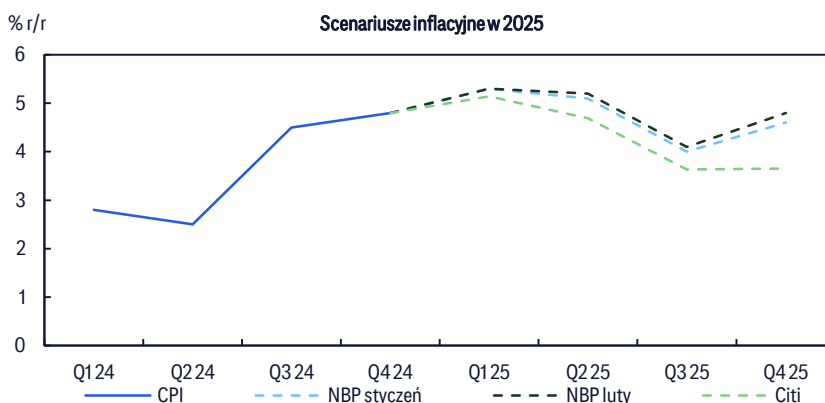
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

**Aleksandra Siuzdak**

aleksandra.siuzdak@citi.com

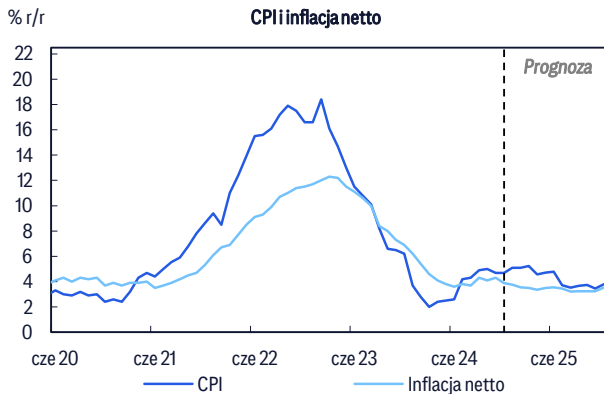
**Wykres 1. Zakładamy, że inflacja w czwartym kwartale tego roku będzie niższa niż przewidują to ostatnie scenariusze NBP**



Źródło: prognozy Citi Handlowy, NBP

## Tydzień w wykresach

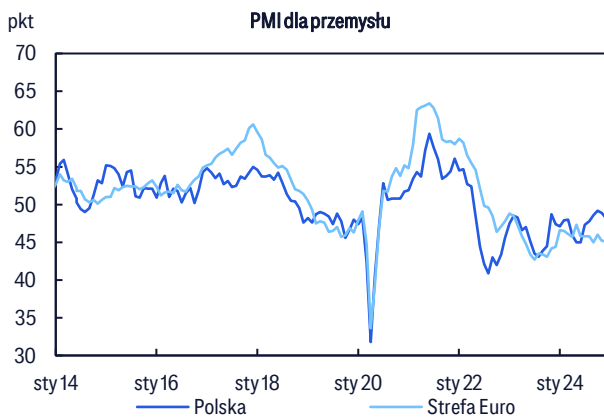
**Wykres 2. Inflacja prawdopodobnie znów powyżej 5%**



Źródło: prognozy Citi Handlowy, NBP, GUS

- W piątek poznamy odczyt inflacji CPI dla Polski za styczeń. Naszym zdaniem wskaźnik inflacji wzrósł do 5,1% r/r wobec 4,7% r/r w grudniu.
- Do wzrostu inflacji przyczyniły się między innymi podwyżka podatku akcyzowego na początku roku oraz wzrost cen paliw w zestawieniu z grudniem. Według naszych szacunków, te czynniki przełożyły się na wzrost inflacji o 0,8% w ujęciu miesięcznym, co jest wynikiem wyraźnie powyżej wzorca sezonowego, który wynosi około 0,3%.
- Spodziewamy się, że w pierwszym kwartale 2025 roku wskaźnik CPI utrzyma się w okolicach 5% r/r, a następnie zacznie się stopniowo obniżać w pobliżu 3,5% pod koniec roku, głównie z powodu efektu bazy statystycznej.

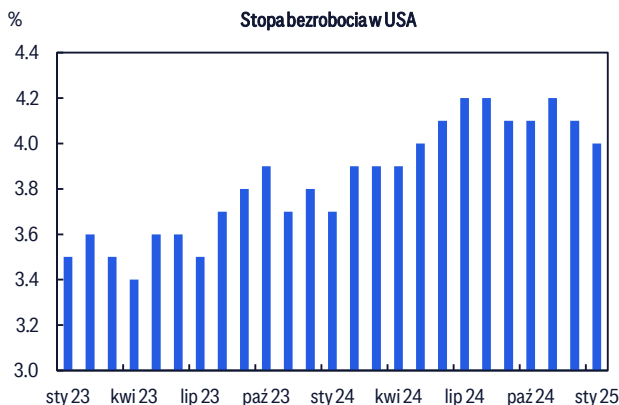
**Wykres 3. Przemysłowy PMI tym razem w górę**



Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

- W styczniu wskaźnik PMI dla polskiego sektora przemysłowego wzrósł do 48,8 pkt wobec 48,2 pkt w grudniu. Poprawa indeksu wynikała głównie z wolniejszego tempa spadku produkcji oraz zapasów środków produkcji. Zanotowano również znaczną poprawę nastrojów biznesowych na najbliższe 12 miesięcy.
- W strefie euro przemysłowy PMI ukształtował się na poziomie 46,6 pkt wobec 45,1 pkt poprzednio. Wyższy odczyt był spowodowany łagodniejszymi spadkami dwóch jego głównych komponentów – nowych zamówień oraz produkcji.
- W rozbiciu na poszczególne kraje, najwyższe wartości indeksu odnotowano dla Grecji oraz Hiszpanii (powyżej 50 pkt), natomiast na końcu zestawienia znalazły się Niemcy oraz Francja (dla obu gospodarek wzrost do 45 pkt).

**Wykres 4. Rynek pracy w USA wciąż mocny**



Źródło: Citi Handlowy, BLS, Haver Analytics

- Styczeniowe dane o wzroście zatrudnienia w USA o 143 tys. w styczniu okazały się co prawda niższe niż oczekiwane przez konsensus 170 tys., jednak zostało to „zrekompensowane” przez rewizję odczytów za poprzednie dwa miesiące o 100 tys. w górę. Stopa bezrobocia spadła do 4% z 4,1% (konsensus zakładał brak zmian) na co wpływały rewizje populacji oraz liczby bezrobotnych przy uwzględnieniu imigracji z ostatnich lat. Mocniej od rynkowych oczekiwań rosły również płace godzinowe (0,5% m/m vs. 0,3%).
- Solidna sytuacja na rynku pracy powoduje, że Fed prawdopodobnie nie będzie się spieszył z łagodzeniem polityki pieniężnej. Oczekujemy, że amerykańskie władze wstrzymają się z obniżkami stóp procentowych co najmniej do maja, a rynkowa wycena wskazuje na ruch ze strony Fed dopiero we wrześniu.

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>11 lut WTOREK</b>							
08:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	I	4,8	4,8	4,6
<b>12 lut ŚRODA</b>							
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	I	0,4	0,3	0,4
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	I	0,3	0,3	0,2
<b>13 lut CZWARTEK</b>							
08:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	I	2,3	2,3	2,3
10:00	PL	PKB - odczyt wstępny	% r/r	Q4	3,3	--	2,7
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	XII	--	--	-521
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys,	tyg	221	--	219
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	I	0,5	0,2	0,2
14:30	USA	Inflacja PPI bazowa	% m/m	I	0,4	0,3	0
<b>14 lut PIĄTEK</b>							
10:00	PL	Inflacja CPI	% r/r	I	5,1	--	4,7
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	I	-0,6	-0,1	0,4
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	I	0,2	0,3	0,9

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

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	682	690	809	903	934	1010
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2631	3067	3396	3594	3870	4117
PKB per capita (USD)	15528	15761	17990	18268	21487	24075	24964	27004
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	4,9	5,0	5,1
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	4,4	-2,0	6,9	5,3	0,1	2,9	3,8	3,4
Inwestycje (% r/r)	6,2	-2,3	1,5	1,7	12,6	0,8	7,9	6,3
Spożycie ogółem (% r/r)	4,1	-1,5	5,9	4,0	0,7	4,0	3,4	2,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,5	-3,6	6,2	5,0	-0,3	3,0	3,5	2,9
Eksport (% r/r)	5,3	-1,1	12,3	7,4	3,7	1,2	4,3	5,8
Import (% r/r)	3,2	-2,4	16,3	6,8	-1,5	3,5	5,1	5,4
<b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	4,7	3,6	2,7
Inflacja CPI (% średnia)	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	3,6	4,1	3,1
Płace nominalne (% r/r)	6,5	4,7	8,8	13,0	11,9	11,4	8,4	6,5
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	5,00	4,00
WIBOR3M (% koniec okresu)	1,71	0,21	2,51	7,02	5,88	5,82	5,01	4,13
Rentowność obligacji 10-letnich	2,07	1,25	3,71	6,88	5,25	5,89	5,20	4,80
USD/PLN (Koniec okresu)	3,79	3,77	4,04	4,39	3,94	4,10	4,12	4,05
USD/PLN (Średnia)	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	3,98	4,14	4,08
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,27	4,32	4,33
EUR/PLN (Średnia)	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,31	4,31	4,33
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,7	3,4	-2,3	-1,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,3	2,8	-1,5	-2,6	1,7	0,4	-0,3	-0,1
Saldo handlu zagranicznego	-5,5	9,2	-10,4	-26,9	7,3	1,7	-2,2	-1,5
Eksport	276,1	287,6	368,4	357,0	390,7	402,3	427,1	464,5
Import	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	400,6	429,3	466,0
Saldo usług	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	47,3	48,5	54,3
Saldo dochodów	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-42,0	-44,5	-49,2
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0,7	-6,9	-1,8	-3,5	-5,3	-5,8	-6,1	-4,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0,6	-5,6	-0,7	-1,9	-3,0	-3,4	-3,4	-2,2
Dług publiczny (polska metodologia)	43,3	47,6	43,7	39,4	38,9	43,3	47,6	50,6

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)

### Aleksandra Siuzdak

Stażystka  
[aleksandra.siuzdak@citi.com](mailto:aleksandra.siuzdak@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 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,