

17 marca 2025 | 5 stron

## Citi Weekly

### Zdezaktualizowany pesymizm

- Pozostawiając kilka dni temu stopy procentowe na niezmiennym poziomie (5,75%) Rada Polityki Pieniężnej wyraźnie sygnalizowała swoje niezadowolone z powodu zbyt wysokiej inflacji. Widać było to przede wszystkim w wypowiedziach prezesa NBP, który podczas swojej konferencji prasowej podkreślał, że inflacja pod koniec 2025 r. może wciąż kształtować się na poziomie zbliżonym do 5%. Wydzwięk konferencji był jednoznacznie jastrzębi i nie pozostawiał zbyt wiele miejsca na dyskusję o szybkich obniżkach.

- RPP kładzie duży nacisk na fakt, że projekcja inflacji na 2026 rok została skorygowana w górę z 2,7% do 3,4%. Zmiana ta jednak wynika z faktu, że bank centralny przyjął w swoim scenariuszu dosyć pesymistyczne założenie o znacznych podwyżkach cen energii po zdjęciu tarcz inflacyjnych. Abstrahując od tego, że do tak znacznych podwyżek prawdopodobnie nawet nie dojdzie, efekt tych zmian powinien być i tak nieistotny dla RPP. Wyższe ceny energii byłyby bowiem odzwierciedlone w inflacji przez dwanaście miesięcy, a więc do września 2026 r. Jednak to co najważniejsze dla RPP, czyli trendy średniokresowe nie uległyby zmianie – inflacja na koniec 2026 r. zarówno w obecnej prognozie jak i w tej z listopada jest dokładnie w celu RPP, a inflacja bazowa jest obecnie prognozowana na niższym poziomie niż w listopadzie.

- Nasz scenariusz inflacyjny zakłada znacznie niższy przebieg inflacji w Polsce, szczególnie od IV kwartału br. Niskie ceny energii na giełdach oznaczają, że nawet po październikowym zniesieniu tarcz inflacyjnych rachunki za prąd nie wzrosną istotnie. Oznacza to, że inflacja w IV kw. może wynieść nawet około 3,5-3,7%, a więc znacznie mniej niż 4,8% zakładane przez RPP. Co więcej, piątkowe dane o inflacji dają dodatkowy powód do optymizmu. Na skutek rewizji koszyka CPI wskaźnik inflacji za styczeń został skorygowany o 0,4 pp, obniżając punkt startowy w stosunku do tego z projekcji banku centralnego. Gdyby ta rewizja koszyka miała wpływać na wyniki CPI przez cały rok (co jednak nie jest przesądzone), inflacja na koniec roku mogłaby być bliska 3%.

- Przepaść między możliwym wynikiem inflacji na koniec roku (3-3,5%) a obawami RPP (4,8%) jest ogromna. Różnica ta zapewne będzie się w trakcie roku zawężać w miarę jak RPP będzie aktualizować swoje założenia. Powinno to znaleźć odzwierciedlenie w kolejnej projekcji publikowanej w lipcu. Do tego czasu poziom nowych taryf na prąd powinien być już znany, a bank centralny powinien już uwzględnić nowy niższy punkt startowy dla inflacji wynikający z rewizji koszyka. W sumie naszym zdaniem powinno to dać podstawy do obniżek stóp w II poł. roku łącznie o 50-75 pb.

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Arkadiusz Trzciolek, CFA**

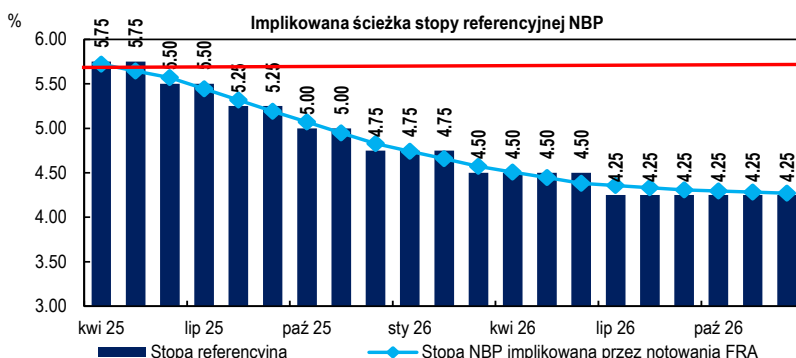
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

**Aleksandra Siuzdak**

aleksandra.siuzdak@citi.com

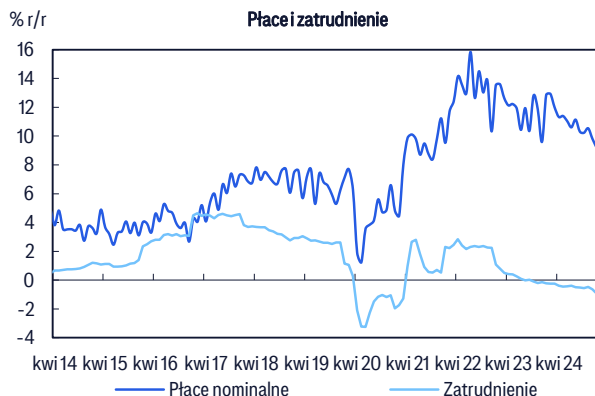
Wykres 1. Rynki finansowe oczekują wyraźnych obniżek stóp



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Bloomberg

## Tydzień w wykresach

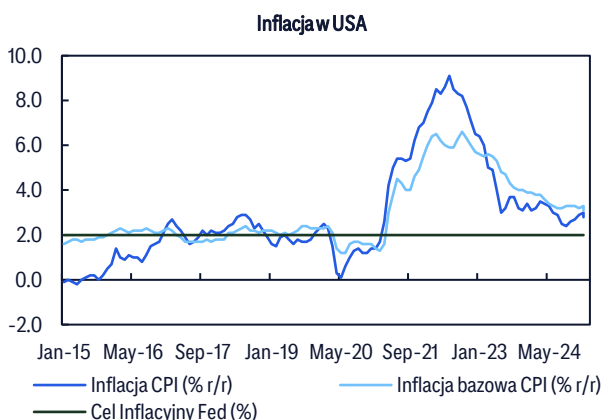
Wykres 2. Płace prawdopodobnie będą hamować powoli



Źródło: Citi Handlowy, GUS

- Spodziewamy się wolniejszego wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw – o około 8,5% r/r w lutym, wobec 9,2% r/r w styczniu. Jak dotąd rynek pracy schładzał się stosunkowo powoli i naszym zdaniem w najbliższych miesiącach ten trend się utrzyma, przy dynamice płac w okolicach 8%-9% r/r. Jeżeli chodzi o zatrudnienie, w ujęciu rocznym oczekujemy utrzymania styczniowej dynamiki, a zatem obniżenia się zatrudnienia o 0,9%.
- Produkcja przemysłowa prawdopodobnie zmniejszyła się w lutym o 2,3% r/r wobec -1% r/r miesiąc wcześniej. Naszym zdaniem na spadek produkcji wyłynęły efekty kalendarzowe (mniejsza liczba dni roboczych zarówno w stosunku do zeszłego miesiąca, jak i zeszłego roku).

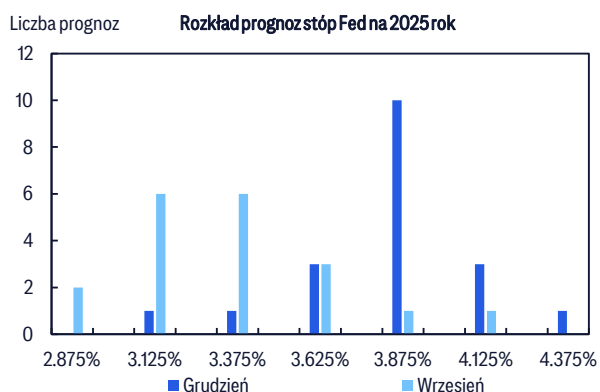
Wykres 3. Nawrót inflacji PCE w Stanach Zjednoczonych?



Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics

- Inflacja bazowa CPI w Stanach Zjednoczonych w lutym wyniosła 0,2% m/m, nieco poniżej oczekiwań rynkowych na poziomie 0,3% m/m. W ujęciu rocznym wskaźnik obniżył się do 3,1% wobec 3,3% miesiąc wcześniej.
- W styczniu silniejsza inflacja bazowa CPI wskazywała na niższy odczyt inflacji PCE (miary preferowanej przez Fed). Tym razem sytuacja jest dokładnie odwrotna, gdyż dostępne dane wskazują na podwyższoną dynamikę inflacji bazowej PCE i w ujęciu rocznym spodziewamy się odczytu na poziomie 2,7%.
- Podwyższona inflacja PCE oznaczałaby potencjalnie mniejszą skłonność członków FOMC do łagodzenia polityki pieniężnej. Niemniej, naszym zdaniem w nadchodzących miesiącach obawy o spowolnienie gospodarcze staną się większe niż te związane z inflacją.

Wykres 4. Perspektywa obniżek stóp w USA może ulec zmianie



Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics, Fed

- Na marcowym posiedzeniu oczekujemy, że FOMC utrzyma stopę funduszy federalnych w obecnie obowiązującym przedziale 4,25%-4,5%. Istotnym elementem tego spotkania będą jednak perspektywy Fed na kolejne kwartały i ocena przestrzeni do obniżek stóp procentowych w tym roku.
- Rynek instrumentów pochodnych wskazuje obecnie na przestrzeń do blisko trzech obniżek stóp procentowych (po 25 pb każda) w USA. Ostatnie prognozy członków Fed wskazywały na medianę stopy funduszy federalnych na poziomie 3,75%-4,50%, czyli implikującą dwie obniżki.
- O ile oczekiwania inflacyjne w USA pozostają wysokie (jak wskazuje m.in. ankieta Uniwersytetu Michigan), to w ostatnim czasie zauważalnie wzrosły obawy o spowolnienie wzrostu gospodarczego w USA. Naszym zdaniem może zostać to odzwierciedlone w prognozach Fed i może przesunąć medianę prognoz stóp na ten rok niżej. Wciąż oczekujemy, że kolejna obniżka stóp w USA nastąpi w maju.

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>17 mar PONIEDZIAŁEK</b>							
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	II	0,7	0,7	-0,9
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	II	3,8	--	4
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	I	-516	--	-803
<b>18 mar WTOREK</b>							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	III	40	45	26
13:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mIn	II	1,417	1,375	1,366
13:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mIn	II	1,458	1,450	1,473
14:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	II	0	0,2	0,5
<b>19 mar ŚRODA</b>							
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	II	2,4	2,4	2,5
19:00	USA	Decyzja Fed	%	III	4,25-4,5	4,25-4,5	4,25-4,5
<b>20 mar CZWARTEK</b>							
08:00	DE	Inflacja PPI	% r/r	II	--	1,1	0,5
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	II	-2,3	-1	-1
10:00	PL	Inflacja PPI	% r/r	II	--	-1,2	-0,9
10:00	PL	Płace	% r/r	II	8,5	8,7	9,2
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	II	-0,9	-0,9	-0,9
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	222	225	220
13:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	III	--	8	18,1
15:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mIn	II	4,10	3,94	4,08
<b>21 mar PIĄTEK</b>							
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt wstępny	pkt	III	-12,5	-13	-13,6

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	907	962	1030
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2631	3067	3396	3610	3887	4135
PKB per capita (USD)	15528	15761	17990	18268	21487	24182	25726	27533
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	1,3	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	3,1	3,5	2,9
Eksport (% r/r)	5,3	-1,1	12,3	7,4	3,7	1,0	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	3,7	2,6
Inflacja CPI (% średnia)	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	3,6	4,0	3,0
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	4,01	4,02
USD/PLN (Średnia)	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	3,98	4,04	4,01
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	4,23	4,28
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,7	3,4	-2,4	-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 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.