

## Pauza w USA, obniżka w strefie euro

- Styczniowe posiedzenia amerykańskiego Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC) oraz Europejskiego Banku Centralnego nie przyniosły zaskoczeń. W pierwszym przypadku stopy procentowe nie uległy zmianie i przedział dla stawki funduszy federalnych wciąż wynosi 4,25%-4,50%. Z kolei w strefie euro stawka depozytowa została obniżona o 25 pb do 2,75%.

- Po trzech kolejnych obniżkach stóp procentowych amerykańskie władze monetarne zdecydowały się na przerwę w łagodzeniu polityki pieniężnej na początku 2025 roku. Treść komunikatu FOMC oraz retoryka prezesa J. Powella z konferencji prasowej wskazują na neutralne nastawienie amerykańskich decydentów, a do lepszej oceny bieżącej sytuacji należy poczekać na rozwój sytuacji gospodarczej oraz wpływ zmian politycznych nowej administracji rządzącej w USA. Rezerwa Federalna nie spieszy się z kolejnymi obniżkami stóp procentowych i przyjmuje postawę „wait-and-see”. W naszym odczuciu w najbliższym czasie najbardziej istotne dla nastawienia FOMC będą dane z rynku pracy, gdzie ewentualne spowolnienie mogłoby stać się podstawą do złagodzenia obecnego stanowiska.

- Obniżki stóp procentowych w strefie euro następują pomimo utrzymywania się inflacji powyżej 2% celu. Jednak w ocenie EBC za podwyższoną inflację odpowiadają przede wszystkim wysokie płace oraz ceny dóbr w tej części gospodarki, która z opóźnieniem dostosowuje się do (wygasłego już) przeszłego szoku inflacyjnego. Patrząc w przyszłość, władze monetarne koncentrują się na łagodzeniu wciąż restrykcyjnej polityki pieniężnej. Jednocześnie decydenci nie chcą jasno zadeklarować przyszłej ścieżki stóp procentowych, co może być zrozumiałe w związku z utrzymującą się niepewnością, szczególnie w globalnych warunkach handlowych.

- Oczekiwania rynkowe na najbliższe miesiące wskazują na rozszerzenie się spreadu amerykańskich stóp procentowych w stosunku do stóp w strefie euro. W Stanach Zjednoczonych wznowienie cyklu obniżek wycenione jest na przełomie czerwca i lipca, a dalsze ruchy są obciążone dużą niepewnością. W przypadku EBC rynkowe wyceny wskazują na spadek stóp procentowych o dalsze 75 pb do końca trzeciego kwartału tego roku. Według nas w obu przypadkach istnieje przestrzeń do „gołębic” zaskoczeń. W USA zakładamy, że cykl obniżek stóp procentowych zostanie wznowiony w maju a przestrzeń do łagodzenia w całym roku wynosi od 75pb do 125pb. W strefie euro widzimy pole do obniżek po 25 pb na każdym ze spotkań w marcu, kwietniu i czerwcu, a stopa depozytowa na koniec roku może dojść do poziomu 1,50%.

---

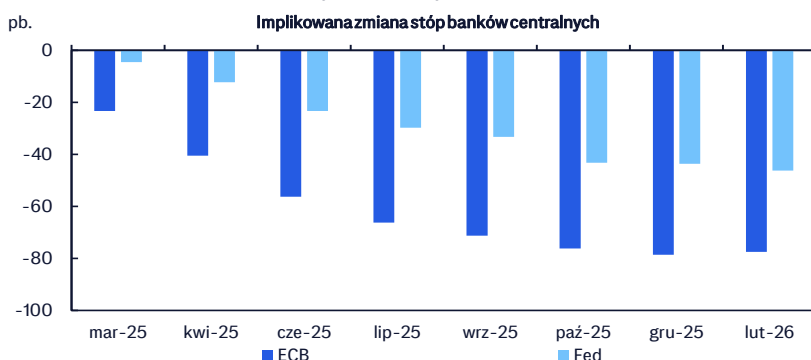
**Piotr Kalisz, CFA**  
+48-22-692-9633  
piotr.kalisz@citi.com

**Arkadiusz Trzciolek, CFA**  
+48-22-657-7750  
arkadiusz.trzciolek@citi.com

**Aleksandra Siuzdak**  
aleksandra.siuzdak@citi.com

---

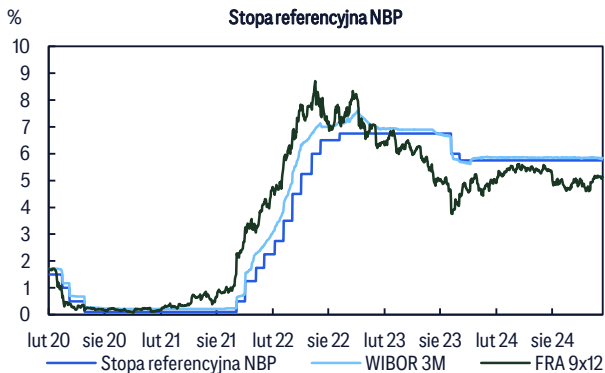
Wykres 1. Rynek oczekuje większej cięć w strefie euro niż w USA



Źródło: Citi Handlowy, LSEG

## Tydzień w wykresach

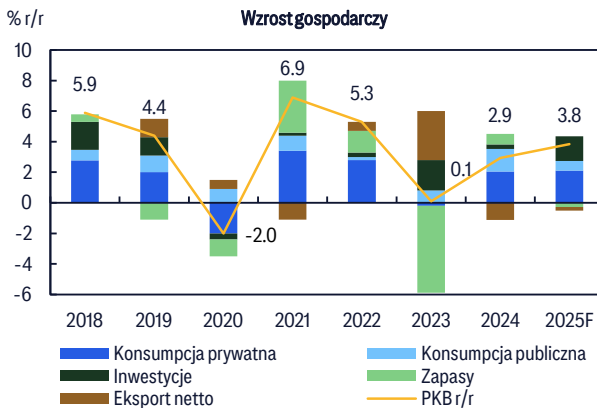
Wykres 2. Stopy procentowe prawdopodobnie bez zmian



Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

- W środę poznamy decyzję Rady Polityki Pieniężnej w sprawie stóp procentowych. Naszym zdaniem Rada postanowi utrzymać stopy na niezmiennym poziomie - stopa referencyjna 5,75%.
- Retoryka prezesa NBP na konferencji w styczniu została utrzymana w jastrzębim tonie, co wyraźnie sugeruje opóźnienie rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Spodziewamy się, że przesłanie lutowej konferencji prasowej nie będzie się wyraźnie różnić.
- Biorąc pod uwagę prognozy inflacji oraz kalendarz polityczny (wybory prezydenckie w maju), oczekujemy, że do pierwszego cięcia dojdzie w lipcu, natomiast w całym 2025 roku spodziewamy się obniżenia stóp procentowych o łącznie 75 pb.

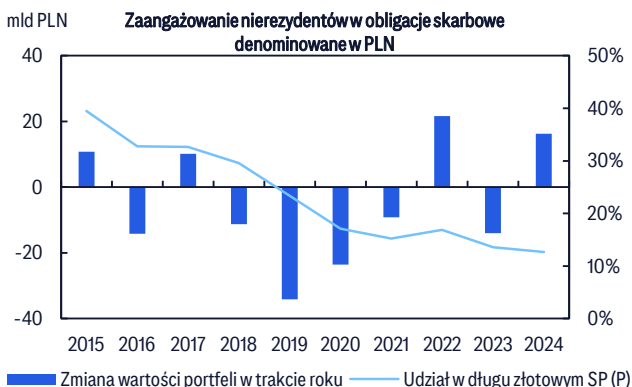
Wykres 3. Polski PKB powyżej oczekiwań



Źródło: Citi Handlowy, GUS

- Polski PKB w 2024 roku przyspieszył do 2,9% r/r (vs. 0,1% w 2023 roku) i okazał się wyższy zarówno od naszych oczekiwań, jak i konsensusu rynkowego (odpowiednio: 2,5% r/r oraz 2,8% r/r). Największym zaskoczeniem okazały się zapasy, przy jednocześnie silnej konsumpcji prywatnej i nakładach na środki trwałe.
- Na PKB za czwarty kwartał będziemy jeszcze musieli poczekać do końca miesiąca, niemniej roczny odczyt sugeruje, że w samym czwartym kwartale wzrost sięgnął około 3,3% - 3,5% w ujęciu rocznym, a w ujęciu kwartalnym przynajmniej 2,7% (choć rewizje danych historycznych mogłyby zmienić tę drugą wartość).
- Przewyższający oczekiwania wynik za ostatnie miesiące 2024 r. zwiększa szanse na osiągnięcie 3,8% wzrostu PKB w całym 2025 roku.

Wykres 4. Mniej zagranicy w polskim długu



Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

- W grudniu zaangażowanie nierezydentów w obligacje skarbowe denominowane w złotych spadło o 1,9 mld PLN. W skali całego 2024 roku inwestorzy zagraniczni zwiększyli swoje portfele obligacje złotych o 16,2 mld PLN, jednak ich udział w całym długu Skarbu Państwa spadł do 12,7% wobec 13,6% na koniec 2023 roku.
- Wśród grup inwestorów zagranicznych nie widać istotnego przesunięcia pomiędzy krajami. Wciąż największą wartość obligacji złotych pozostaje w posiadaniu inwestorów z Japonii (16 mld PLN, wzrost o 1,6 mld PLN w 2024 roku). Z kolei inwestorzy z Wielkiej Brytanii zredukowali swoje portfele o 2,4 mld PLN do 2,6 mld PLN.
- Spadek zaangażowania inwestorów zagranicznych jest w ostatnich latach rekompensowany przez większy udział lokalnych instytucji finansowych w długu SP.

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>03 lut PONIEDZIAŁEK</b>							
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	I	--	50,1	50,1
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	I	49,7	49,3	49,3
<b>04 lut WTOREK</b>							
16:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	XII	--	0,5	-0,4
16:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	mln	XII	8,167	--	8,098
<b>05 lut ŚRODA</b>							
09:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XII	3	4,1	4,3
09:55	DE	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	I	--	52,5	51,2
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	I	51,4	51,4	51,6
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Decyzja RPP</b>	<b>%</b>	<b>II</b>	<b>5,75</b>	<b>5,75</b>	<b>5,75</b>
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	XII	-97,4	-80,4	-78,2
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	I	--	--	52,8
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	I	53,1	54,5	54,1
<b>06 lut CZWARTEK</b>							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	% m/m	XII	1,1	2,3	-5,4
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	XII	-3	--	-2,9
08:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XII	2,1	--	4,1
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	XII	-2,6	-3,5	-2,7
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	XII	-0,2	0	0,1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	209	215	207
14:30	CZ	Decyzja CNB	%	II	3,75	--	4
<b>07 lut PIĄTEK</b>							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	XII	-0,1	-0,7	1,5
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	I	0,4	0,3	0,3
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	I	4,1	4,1	4,1
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	I	195	158	256
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	II	71,7	72	71,1

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 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,