

24 listopada 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Złoty realnie silny

- Od początku roku kurs złotego umocnił się zarówno w relacji do euro jak i dolara, a również w dłuższej perspektywie zyskał wobec tych walut. Podobnie wygląda siła złotego w ujęciu realnym, czyli przy uwzględnieniu różnic w inflacji wobec głównych partnerów handlowych.

- Polska waluta pozostaje w ostatnich latach silna w ujęciu nominalnym, co odzwierciedlane jest w relatywnie niskich poziomach kursów EUR/PLN czy USD/PLN. W bieżącym roku waluty z grupy rynków wschodzących korzystają na relatywnie słabym kursie amerykańskiego dolara. Warto zaznaczyć, że w grupie walut z krajów Europy Środkowo-Wschodniej, złoty w 2025 roku wypada nieco gorzej niż węgierski forint czy czeska korona. Czynnikiem powodującym osłabienie PLN wobec HUF czy CZK jest prawdopodobnie polityka pieniężna, gdyż w Polsce obniżki stóp procentowych w 2025 roku były zdecydowanie najgłębsze w grupie CEE3. Wraz z prawdopodobnym bliskim końcem cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, uwaga rynku będzie przesuwana się bardziej w stronę wyzwań w polityce fiskalnej, gdzie polska objęta jest unijną procedurą nadmiernego deficytu. Istotnym czynnikiem może być również zakładane przez nas umocnienie USD, które może wpływać negatywnie na popyt na aktywa bardziej ryzykowne w perspektywie najbliższych 12-miesięcy.

- Od 2022 roku złoty zyskuje w ujęciu realnym (REER) wobec walut głównych partnerów handlowych. Na takich ruch wpływ miał nie tylko kurs nominalny polskiej waluty, gdyż w latach 2022 oraz 2023 istotny (pozytywny) wpływ na indeks REER PLN miała podwyższona inflacja, która dodatkowo wpływała na pogorszenie konkurencyjności polskich producentów. Od tego czasu inflacja w Polsce zbliżyła się zdecydowanie do celu inflacyjnego NBP i poziom cen w relacji do głównych partnerów handlowych w mniejszym stopniu wpływa na zmiany kursu REER. Nasz bazowy scenariusz wskazuje, że w najbliższych latach inflacja powinna kształtować się na poziomach akceptowalnych dla banku centralnego, a ryzyka dla takiego obrotu wydarzeń w większym stopniu wynikają z czynników zewnętrznych niż nierównowag wewnętrznych.

- Istotnym pytaniem pozostaje, czy umocnienie złotego w ujęciu realnym jest trwałe, czy możliwy jest szybki powrót do zdecydowanie niższych notowań kursu REER. Kursy walutowe w ujęciu realnym cechują się tendencją do powrotu do średniej, jednak powrót do poziomów sprzed wybuchu pandemii COVID-19 może być albo długotrwały, albo wymagałby szerszej korekty na rynkach wschodzących.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

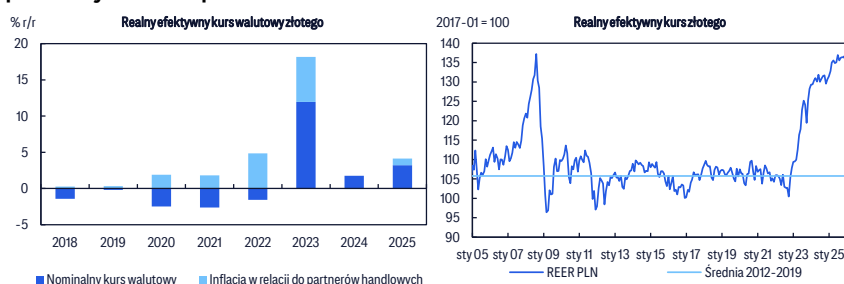
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

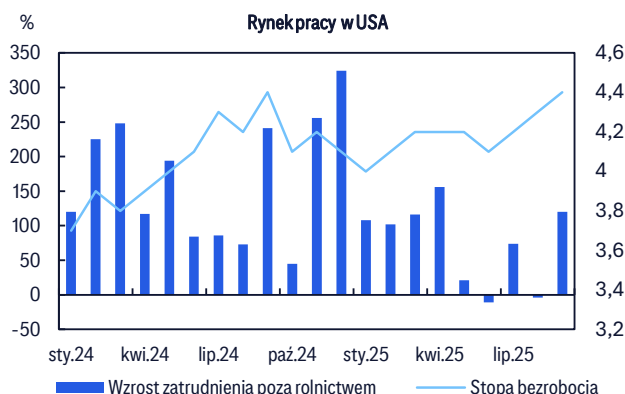
Wykres 1. Złoty umacnia się zarówno w ujęciu realnym jak i nominalnym, a w relacji do głównych partnerów handlowych jest zdecydowanie silniejszy niż przed wybuchem pandemii COVID-19



Źródło: Citi Handlowy, Citi Velocity

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Grudniowa obniżka niepewna

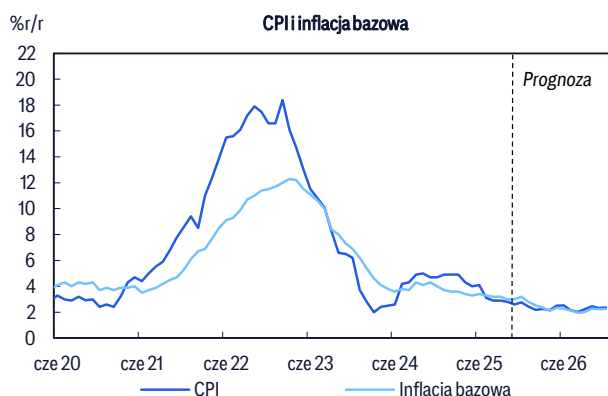


Źródło: BLS, Citi Research, Citi Handlowy

Po zakończeniu zawieszenia działalności administracji federalnej w USA (*shutdown*) poznaliśmy zaległe dane z rynku pracy za wrzesień. Wzrost zatrudnienia wyniósł 119 tys. i okazał się pozytywnym zaskoczeniem, wypadając nieco powyżej naszej prognozy (105 tys.) oraz istotnie powyżej konsensusu rynkowego (50 tys.). Jednocześnie dokonano rewizji danych za poprzednie dwa miesiące w dół, co częściowo osłabia wymowę wrześniowego odczytu. Stopa bezrobocia zwiększyła się natomiast z 4,32% do 4,44%, potwierdzając postępujące schładzanie rynku pracy.

W kontekście grudniowej decyzji Fed wrześniowe dane są w naszej ocenie na tyle słabe, że obniżka o 25 pb wydaje się uzasadniona. Rynek finansowy pozostaje jednak ostrożny i coraz bardziej skłania się ku scenariuszowi pozostawienia stóp bez zmian. W efekcie najbliższe posiedzenie FOMC to nadal „*close call*”, a wynik decyzji może łatwo przechylić się w obie strony.

Wykres 3. Inflacja coraz bliżej celu

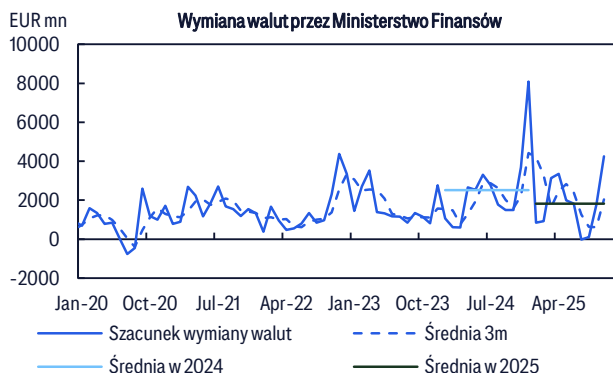


Źródło: GUS, NBP, Citi Research, Citi Handlowy

W piątek poznamy wstępny listopadowy odczyt inflacji CPI dla Polski. Spodziewamy się jej spadku do 2,6% wobec 2,8% w październiku. W ujęciu miesięcznym nasza prognoza wskazuje na wzrost cen paliw, żywności i energii odpowiednio o 1,2%, 0,4% i 0,2%. Tym samym inflacja już na początku roku może spaść nawet poniżej celu NBP i utrzymywać się przez dłuższy czas w jego pobliżu.

Podobny obraz wyłania się w przypadku inflacji bazowej. Choć październikowy odczyt na poziomie 3,0% r/r (wobec 3,2% we wrześniu) był nieco powyżej naszej prognozy (2,8%) i konsensusu rynkowego (2,9%), jest on najniższy od sześciu lat. Jednocześnie w październiku, odwrócił się trend lekkiego odbicia inflacji bazowej widocznego w okresie czerwiec-sierpień (w ujęciu odsezonowanym i annualizowanym), co potwierdza, że proces dezinflacyjny pozostaje na właściwej ścieżce.

Wykres 4. Aktywność walutowa MF wyraźnie przyspieszyła



Źródło: MF, NBP, Citi Handlowy

Po okresie niewielkiej aktywności Ministerstwo Finansów istotnie zwiększyło skalę konwersji środków walutowych w październiku. Według naszych szacunków w tym miesiącu wymieniono około 4,2 mld EUR, czyli istotnie powyżej średniej z pierwszych dziewięciu miesięcy roku (~1,5 mld EUR). Większość transakcji przeprowadzono bezpośrednio z NBP, co ograniczyło wpływ na rynek spot.

W kolejnych miesiącach aktywność na rynku walutowym może pozostać wyższa dzięki oczekiwany dużym transferom z UE, w tym z instrumentów RRF oraz SAFE. Nawet jeśli część finansowania SAFE ominie rachunek MF i trafi bezpośrednio do pozabudżetowego Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych, napływ euro do Polski pozostanie istotny.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
25 lis WTOREK							
08:00	DE	PKB - odczyt finalny	% kw/kw	Q3	--	0,0	0,0
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	X	3,5	3,7	6,4
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	X	--	--	11,1
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IX	0,2	0,4	0,6
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	IX	0,4	0,3	-0,1
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	XI	94,8	--	94,6
26 lis ŚRODA							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	X	--	--	5,6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	221	--	220
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	X	0,2	--	2,9
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	X	--	--	--
27 lis CZWARTEK							
08:00	DE	Zaufanie konsumentów	pkt	XII	--	-23,5	-24,1
11:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt finalny	pkt	XI	--	--	--
28 lis PIĄTEK							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	% m/m	X	--	0,0	2,7
08:30	HU	Inflacja PPI	% r/r	X	--	--	2,4
09:00	CZ	PKB - odczyt finalny	% r/r	Q3	2,7	--	2,6
10:00	PL	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	XI	2,6	--	2,8
14:00	DE	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	XI	--	--	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	915	1056	1078
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3892	4149
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	28224	28820
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	3.6
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	5.0	4.1
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	3.5	3.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	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	4.5	3.9	5.6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.6	2.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.7	2.2
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.2	5.7
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	4.25	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.26	3.88
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.30	4.70
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.65	3.88
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.69	3.85
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.26	4.29
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.29
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	14.6	-0.3	-13.6	-24.4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.4	-1.3	-2.2	1.8	0.0	-1.3	-2.3
Saldo handlu zagranicznego	-4.9	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.9	-19.2	-31.0
Eksport	246.6	251.3	311.7	341.9	363.0	360.0	390.5	388.4
Import	251.5	243.4	320.7	365.1	357.8	366.9	409.7	419.3
Saldo usług	26.8	26.0	31.2	37.9	42.7	43.5	47.3	49.2
Saldo dochodów	-24.9	-22.4	-30.3	-27.4	-31.0	-33.0	-37.4	-38.4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.7	-6.9	-1.7	-3.4	-5.3	-6.6	-6.9	-6.5
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-4.3	-3.6
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	48.9	53.8

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 jedyne 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.