2 listopada 2026 | 5 stron

Citi Weekly

EBC i Fed robią przerwę

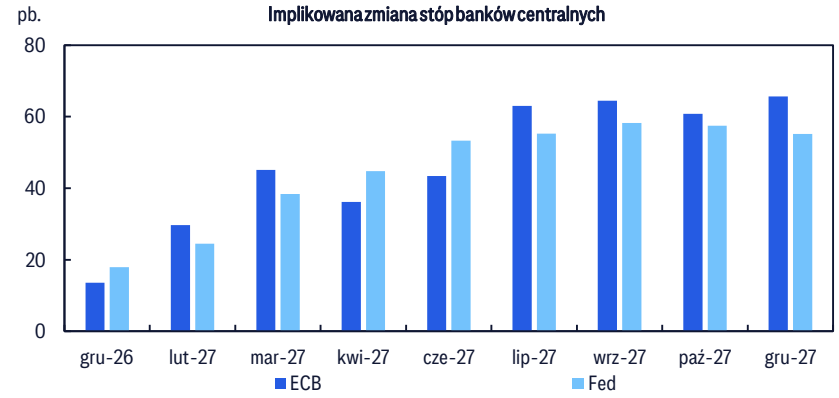
- W minionym tygodniu zarówno Europejski Bank Centralny, jak i amerykański Komitet Otwartego Rynku postanowiły utrzymać stopy procentowe bez zmian. Decyzje te były powszechnie oczekiwane i jako takie nie wywołały większych emocji wśród uczestników rynku. Nowością było jednak to, że oba banki centralne zaczęły przywiązywać większą wagę już nie tylko do bieżącego poziomu inflacji, lecz również do warunków finansowania, a więc do ogólnej łatwości lub trudności, z jaką firmy, konsumenci oraz rządy mogą finansować swoje wydatki. Na warunki finansowania wpływają nie tylko stopy banku centralnego, lecz również poziom rentowności długoterminowych, ceny akcji czy spready kredytowe.

- To przesunięcie uwagi nieco w stronę innych czynników niż bieżąca inflacja sugeruje, że banki centralne stają się mniej jastrzębie. Wzrost rentowności rządowych oraz korporacyjnych obligacji automatycznie oznacza bowiem, że koszt finansowania w gospodarce idzie w górę. W praktyce oznacza to, że skoro rynki finansowe same sprawiają, iż finansowanie staje się droższe, banki centralne nie muszą tak szybko podnosić stóp procentowych. Jak zasugerował w minionym tygodniu prezes Fed Kevin Warsh, aplikowane przez banki centralne lekarstwo najwidoczniej zaczyna działać.

- Nie oznacza to jednak, że banki centralne rezygnują z dalszych podwyżek. Naszym zdaniem zarówno Fed, jak i EBC najprawdopodobniej już w grudniu podniosą stopy procentowe o 25 pb. Wydaje się jednak, że perspektywa podwyżek po grudniu jest mniej oczywista niż dotychczas oczekiwano. Notowania rynkowe wskazują na przykład, że do września przyszłego roku stopy w Stanach mogą wzrosnąć o 59 pb (wobec 82 pb wycenianych na początku października), a w strefie euro o 64 pb (wobec 70 pb).

- W przypadku Europy za zmniejszeniem oczekiwań na podwyżki przemawia również planowana zmiana we władzach EBC. W minionym tygodniu szefowa Europejskiego Banku Centralnego Christine Lagarde zapowiedziała, że ustąpi ze stanowiska już 7 lutego 2027, a więc przed końcem swojej kadencji. Wśród potencjalnych następców wymienia się między innymi Pabla Hernández de Cos, byłego prezesa banku centralnego Hiszpanii, uznawanego za „gołębia", a także byłego prezesa holenderskiego banku centralnego Klaasa Knota, uznawanego z kolei za „jastrzębia". Ostateczna decyzja w sprawie tego, kto przejmie pałeczkę w EBC, ma zapaść w grudniu. Nowy szef Europejskiego Banku Centralnego będzie musiał zmierzyć się między innymi z konsekwencjami obaw fiskalnych w jednym z największych krajów strefy euro – Francji.

Wykres 1. Rynek wycenia umiarkowaną skalę podwyżek stóp procentowych



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

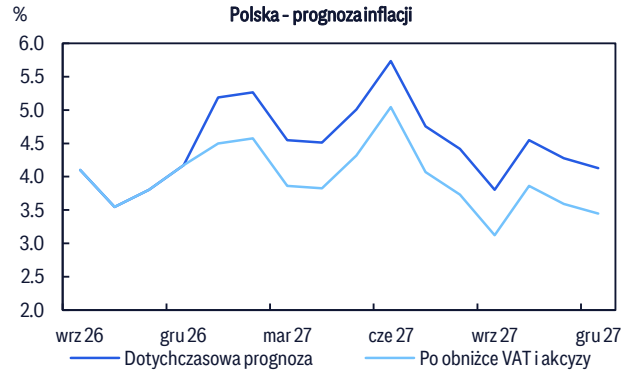
Piotr Kalisz, CFA
+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

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

Anastazja Nagórka
anastazja.nagorka@citi.com

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Bazowe zaskoczenie w inflacji

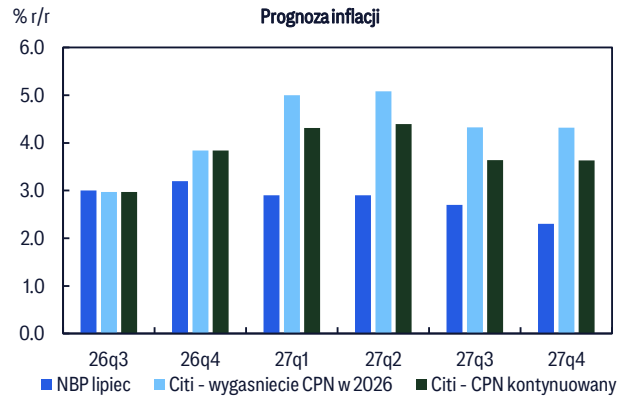


Źródło: prognozy Citi Handlowy, GUS

- Inflacja w październiku spadła zdecydowanie mocniej niż zakładały prognozy (Citi: 3,8% r/r; konsensus: 3,7%) wynosząc 3,5% r/r, wobec 4,1% z września. GUS na razie przedstawił cząstkowe dane, jednak analizując składowe zakładamy, że za zaskoczeniem stały przede wszystkim kategorie bazowe. Ceny paliw spadły o 9,7% m/m (Citi: -10,7%), żywności o -0,3% (zakładaliśmy -0,5% m/m), natomiast ceny energii rosły o 1,6% (wobec naszego szacunku 0,9% mm). Oznacza to, że inflacja bazowa zamiast zakładanego przez nas wzrostu do 3,3% (z 3,1% we wrześniu) mogła zanotować spadek do około 2,7%-2,8%.

- Wynik październikowej inflacji przesuwa ścieżkę CPI o ok. 0,3pp w dół, jednak wzrosty cen ropy naftowej rodzą ryzyka w górę wobec naszych wcześniejszych oczekiwań. Trajektoria inflacji będzie uzależniona od decyzji o kontynuowaniu programu CPN oraz nowych taryf na energię i gaz.

Wykres 3. Rada zyskała spokój

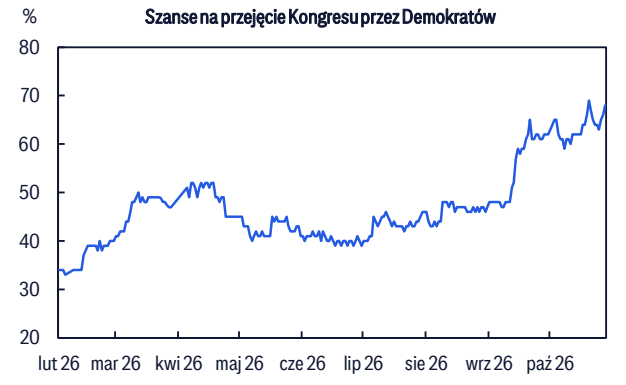


Źródło: NBP, prognozy Citi Handlowy

- Zakładamy, że w listopadzie RPP pozostawi stopy procentowe bez zmian. Biorąc pod uwagę opisane powyżej dane inflacyjne prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych przed końcem 2026 roku spadło. Uwzględniając ścieżkę inflacyjną, widzimy pole do podwyżek stóp procentowych na początku przyszłego roku, których skala mogłaby wynieść 50-75 pb. w całym 2027 roku.

- W listopadzie NBP przedstawi również swoje nowe projekcje makroekonomiczne. Naszym zdaniem ścieżka zaprezentowana w lipcu jest już mocno nieaktualna, gdyż zakładała zejście CPI w IV kwartale przyszłego roku do 2,3% r/r. Z kolei nasz szacunki przyjmujące skrajne warunki funkcjonowania programu CPN są zdecydowanie wyższe i nawet w „optymistycznym" wariancie nie zakładają zejścia w do przedziału dopuszczalnym wahań wokół celu (którego górna granica wynosi 3,5%).

Wykres 4. Trump przed wyborczym testem



Źródło: Bloomberg. Kalshi, Citi Handlowy

- We wtorek w USA odbędą się wybory połówkowe, w których Amerykanie wybiorą nowy skład Izby Reprezentantów oraz część Senatu. Sondaże wskazują na przewagę Demokratów, a rynki predykcyjne wyceniają prawdopodobieństwo przejęcia przez nich obu izb na 68%. Jednak nawet uzyskanie przez Demokratów większości w tylko jednej z izb mogłoby utrudnić prezydentowi Trumpowi realizację programu gospodarczego, przede wszystkim poprzez blokowanie zmian legislacyjnych oraz w ograniczenie swobody w polityce fiskalnej.

- W tle wyborów pozostaje pytanie o dalsze działania USA wobec Iranu, szczególnie w obliczu doniesień o operacjach militarnych rozważanych przez administrację Trumpa po głosowaniu. Demokratyczna większość w Konkresie mogłaby wprawdzie ograniczyć swobodę działania Białego Domu, m.in. w kwestii finansowania działań wojskowych, jednak prezydent nadal zachowałby szerokie uprawnienia w polityce zagranicznej. Tym samym ryzyko dalszej eskalacji konfliktu pozostaje istotne, co mogłoby przełożyć się na kolejne wzrosty cen ropy i umocnienia dolara.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
2 lis		**PONIEDZIAŁEK**					
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	X	--	--	56
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	X	54,3	54,7	54,5
3 lis		**WTOREK**					
16:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	IX	--	--	0,1
16:00	USA	Liczba otwartch stanowisk pracy JOLTS	mln	IX	7,185	7,100	7,079
4 lis		**ŚRODA**					
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	IX	6,2	--	8,7
09:00	CZ	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	X	2,5	2,5	2,5
09:55	DE	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	X	--	51,7	51,7
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	X	51,7	51,7	51,7
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt wstępny	% r/r	X	4,0	3,9	3,8
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	IX	-109,3	-107,9	-105,6
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	X	--	--	57,9
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	X	55,2	54,7	54,9
--	**PL**	**Decyzja RPP**	**%**	**XI**	**3,75**	**3,75**	**3,75**
5 lis		**CZWARTEK**					
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	% m/m	IX	--	4,8	-10,6
09:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IX	4,8	4,7	4,3
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	200	--	194
14:30	CZ	Decyzja CNB	%	5 Nov	4,00	--	3,75
6 lis		**PIĄTEK**					
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	IX	--	0,5	2
08:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IX	3,5	--	2,4
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	IX	2,0	2,5	2,6
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IX	-0,2	-0,1	0,1
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	X	65	55	29
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	X	4,2	4,2	4,2
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	X	,3	0,3	0,1
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	XI	48,2	47,3	48

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1038	1086	1146
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4155	4450
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27740	29033	30638
Populacja (mln)	38.1	37.9	37.8	37.6	37.5	37.4	37.4	37.4
Stopa bezrobocia (%)	6.8	5.8	5.2	5.1	5.1	5.7	5.8	5.7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (%, r/r)	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	3.6	3.1
Inwestycje (%, r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	4.3	7.6	1.1
Spożycie ogółem (%, r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	4.0	3.0	2.8
Konsumpcja indywidualna (%, r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.7	2.7	2.6
Eksport (%, r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	4.5	7.2	4.2
Import (%, r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	5.6	7.1	3.2
Ceny, pieniądz i kredyt	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	3.6	3.1
Inflacja CPI (%, r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	4.2	4.1
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	3.2	4.7
Płace nominalne (%, r/r)	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.1	5.9	5.5
Kredyty dla sektora prywatnego (%, r/r)	4.7	5.3	1.2	-0.3	3.3	6.0	7.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (%, koniec okresu)	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	4.00	3.75	4.25
WIBOR3M (%, koniec okresu)	0.21	2.54	7.02	5.88	5.84	3.99	3.95	4.44
Rentowność obligacji 10-letnich	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	6.10	5.40
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.98	3.86
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.83	3.88
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.41	4.36
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.34	4.37
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	14.4	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-8.9	-17.0	-21.7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2.4	-1.3	-2.2	1.5	0.3	-0.9	-1.6	-1.9
Saldo handlu zagranicznego	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.7	-15.2	-24.5	-28.8
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	390.9	418.7	431.7
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	406.1	443.2	460.5
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	45.4	46.3
Saldo dochodów	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-37.6	-39.2	-39.2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-7.3	-7.1	-7.3
Saldo pierwotne sektora finansów publiczn,	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.8	-4.2	-4.2
Dług publiczny (polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	38.9	44.1	49.1	55.1	57.4

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 Trzciołek, CFA
Starszy Ekonomista
+48 (22) 657-7750
arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka
Młodsza Ekonomistka
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 r. 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 tożsamych 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 jakiejkolwiek 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.