9 listopada 2026 | 5 stron

Citi Weekly

Jastrzębia komunikacja, gołębie działanie

- Temat podwyżek stóp procentowych pozostaje wciąż otwarty, a na większą jasność co do intencji Rady Polityki Pieniężnej będzie chyba trzeba dłużej poczekać.

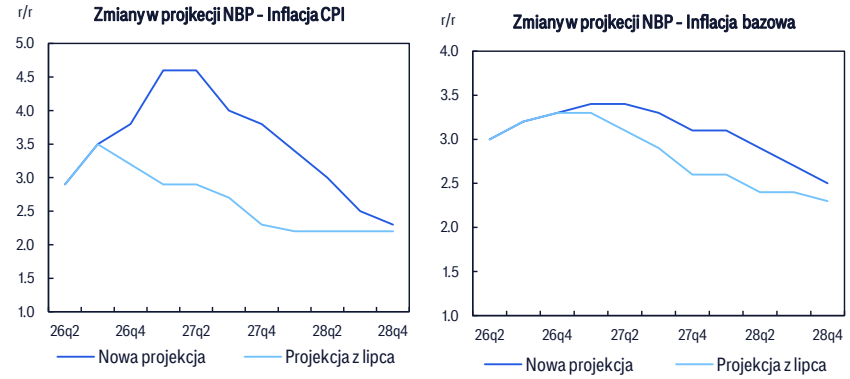
- Zgodnie z oczekiwaniami zdecydowanej większości analityków, RPP pozostawiła w minionym tygodniu stopy procentowe bez zmian. Gdyby wysłuchać tylko pierwszej części konferencji prasowej po posiedzeniu Rady, można byłoby odnieść wrażenie, że RPP jest wyjątkowo gołębia i nie widzi potrzeb jakiegokolwiek działania. Prezes Glapiński wymienił bowiem długą listę czynników które miały uzasadniać pozostawienie stóp bez zmian, począwszy od podażowego charakteru szoku inflacyjnego, przez brak widocznych efektów drugiej rundy, kończąc na spowolnieniu płac oraz PKB.

- Gdy jednak szef NBP przeszedł do opisywania przyszłych decyzji Rady, ton konferencji wyraźnie się zmienił. Przede wszystkim prezes Glapiński sam przyznał, że w ciągu ostatniego miesiąca Rada stała się bardziej jastrzębia i *„obawia się, że trzeba będzie podwyższać stopy”*. Naszym zdaniem trudno się dziwić takiej ocenie, szczególnie w świetle nowej projekcji inflacyjnej, której ścieżka została bardzo wyraźnie podniesiona i to nie tylko w 2027 roku, lecz również w 2028.

- Oczywiście ostateczny poziom inflacji w 2027 roku będzie uzależniony od tego, w jakim stopniu rząd będzie starał się ograniczać wpływ wzrostów cen paliw, gazu oraz prądu na gospodarstwa domowe. Wydaje się prawdopodobne, że okres obowiązywania niższych podatków na paliwa zostanie przedłużony, a ceny prądu i gazu nie wzrosną w pełnej skali. W tej sytuacji jednak znaczenia nabiera kształtowanie się inflacji bazowej, której przewidywana ścieżka również została zrewidowana w górę (wykres 1). Nowa projekcja NBP przewiduje, że inflacja bazowa pozostanie w pobliżu 3% przez zdecydowaną część horyzontu projekcji. Nie jest to może poziom, który wymaga agresywnego zacieśnienia polityki pieniężnej. Jest to jednak poziom, przy którym trudno uzasadnić zupełny brak reakcji ze strony banku centralnego.

- O tym, że RPP nie czuje się komfortowo z przewidywaną ścieżką inflacji świadczą choćby wypowiedzi jej niektórych członków. Marcin Zarzecki z RPP stwierdził w wywiadzie dla agencji Bloomberg, że *„rosną przesłanki za wyprzedzającym działaniem, zanim wyższa inflacja utrwali się w oczekiwaniach”*, a Henryk Wnorowski uznał prawdopodobieństwo podwyżek w styczniu za *„wysokie”*. Nasz bazowy scenariusz zakłada, że w pierwszej połowie roku stopy procentowe mogą wzrosnąć łącznie o 50 pb. Rynek FRA wycenia nawet nieco większą skalę zacieśnienia monetarnego.

Wykres 1. Prognozowana przez NBP ścieżka inflacji przesuwa się w górę



Źródło: NBP, 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. Wzrost zwalnia, rachunek nadal na minusie

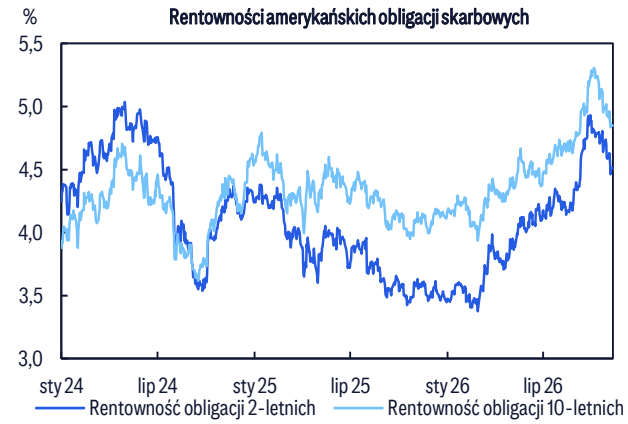


Źródło: GUS, Citi Handlowy

- Szacujemy, że wzrost PKB w III kw. spowolnił do 3,5% r/r z 4,1% w poprzednim kwartale, choć ostatnie dane o aktywności gospodarczej pozostawiają przestrzeń do pozytywnego zaskoczenia. W perspektywie całego roku wciąż zakładamy wzrost na poziomie 3,6%, za czym przemawiają solidne wyniki gospodarki w pierwszym półroczu.

- W przypadku rachunku obrotów bieżących oczekujemy, że we wrześniu deficyt obniżył się do 2,3 mld euro z 3,6 mld euro w sierpniu. Spodziewana poprawa miałaby jednak głównie charakter sezonowy i nie zmieniłaby niekorzystnego obrazu handlu towarowego, którego saldo prognozujemy na poziomie -1,6 mld euro. Podwyższone ceny na rynkach międzynarodowych powinny nadal podbijać wzrost eksportu i importu, według naszej prognozy odpowiednio o 9,5% r/r i 11,1% r/r.

Wykres 3. Powyborcza ulga na krótko

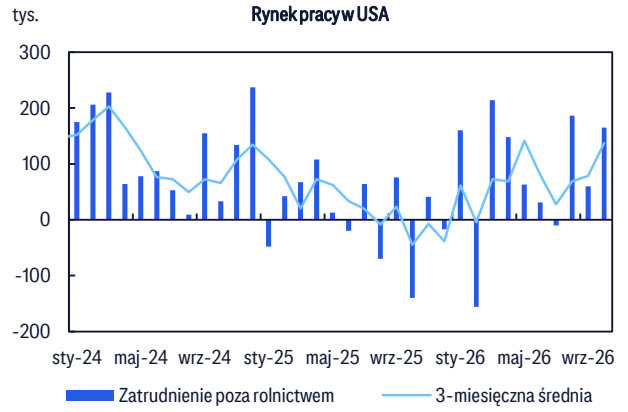


Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Przejęcie obu Izb Kongresu przez Demokratów przyczyniło się do poprawy globalnych nastrojów, jednak początkowy optymizm szybko ustąpił obawom o perspektywy sektora technologicznego. Ryzyko zaostrzenia regulacji dotyczących sztucznej inteligencji i ograniczeń w rozbudowie centrów danych nasiliło utrzymującą się od kilku tygodni niepewność wokół inwestycji w AI, prowadząc do silnej przeceny amerykańskich akcji. Pogorszeniu nastrojów towarzyszył spadek rentowności amerykańskich obligacji, które dla papierów 10-letnich zakończyły tydzień o 5,5 pb niżej. Jednocześnie nadzieje na zmniejsze ryzyka ponownej eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie sprowadziło cenę ropy Brent poniżej 100 $/bbl.

- Podział władzy między demokratyczny Kongres a republikańską administrację może oznaczać ograniczenie przestrzeni do nowych inicjatyw fiskalnych. Jednocześnie dalsza przecena akcji i wzrost spreadów kredytowych mogłyby zaostrzyć warunki finansowania, przemawiając za większą ostrożnością Fed w dalszym zacieśnianiu polityki pieniężnej.

Wykres 4. Zatrudnienie w USA ponownie odbija



Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics

- Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym w USA wzrosło w październiku mocniej od oczekiwań (165 tys. nowych stanowisk pracy, wobec konsensusu na poziomie 65 tys.). Ponadto, poprzedni odczyt został zrewidowany zauważalnie w górę. Niespodziewanie spadła również stopa bezrobocia do 4,1% (konsensus i poprzednio: 4,2%) i nie wynikało to ze spadku siły roboczej, gdyż partycypacja na rynku pracy wzrosła o 0,1 pp do 61,9%. Mocniej od oczekiwań rosły też wynagrodzenia, o 0,4% m/m (mediana: 0,3%), a wzrost płac z września zrewidowano do 0,3% m/m z 0,1% pierwotnie.

- Dane prawdopodobnie przybliżają perspektywę podwyżek stóp procentowych, która według wycen rynkowych i naszych oczekiwań mogłaby się wydarzyć już w grudniu. Silny rynek pracy przy wciąż podwyższonej inflacji prawdopodobnie przekonają większość w FOMC o konieczności podwyżki stóp procentowych.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
10 lis		**WTOREK**					
08:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	X	2,2	--	1,6
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	X	2,4	--	2,5
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	X	0,2	0,2	0,3
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	X	0,2	0,3	0,6
11 lis		**ŚRODA**					
08:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	X	2,8	2,8	2,8
12 lis		**CZWARTEK**					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	190	195	189
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	X	3,86	3,87	3,99
13 lis		**PIĄTEK**					
09:30	**PL**	**Inflacja CPI - odczyt finalny**	**% r/r**	**X**	**3,5**	**3,5**	**3,5**
09:30	**PL**	**PKB - odczyt wstępny**	**% r/r**	**Q3**	**3,5**	**3,6**	**3,9**
14:00	**PL**	**Rachunek bieżący**	**mln EUR**	**IX**	**-2338**	**-2470**	**-3567**
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	X	0,3	0,4	1,3
14:30	USA	Inflacja PPI bazowa	% m/m	X	0,3	0,3	0,7

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	607	690	697	813	922	1043	1092	1152
Nominalny PKB (mld PLN)	2363	2662	3101	3415	3670	3915	4178	4475
PKB per capita (USD)	15932	18196	18466	21607	24567	27893	29193	30806
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	14.5	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-9.0	-17.1	-21.8
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	-6.4	-7.2	-7.1	-7.3
Saldo pierwotne sektora finansów publiczn,	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.7	-4.2	-4.2
Dług publiczny (polska metodologia)	47.1	43.2	39.0	38.9	43.9	48.9	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.