16 listopada 2026 | 5 stron

Citi Weekly

Inflacja pod wpływem czynników regulacyjnych

- Inflacja w październiku wyniosła 3,5% r/r, co było zgodne ze wstępnym szacunkiem GUS. Spadek CPI z 4,1% odnotowanych we wrześniu to w dużej mierze zasługa spadku cen paliw z tytułu programu CPN, które obniżyły się o 9,7% r/r.

- Według naszych szacunków do spadku inflacji w październiku przyczyniały się też czynniki bazowe. Szacujemy, że wskaźnik po wykluczeniu paliw, żywności i nośników energii obniżył się do około 2,8% r/r z 3,1% miesiąc wcześniej. Do spadku inflacji bazowej w dużym stopniu przyczyniła się kategoria rekreacja, sport i kultura (spadek o 2,6% m/m), a wewnątrz niej w szczególności turystyka zorganizowana, gdzie ceny spadały o 7% m/m.

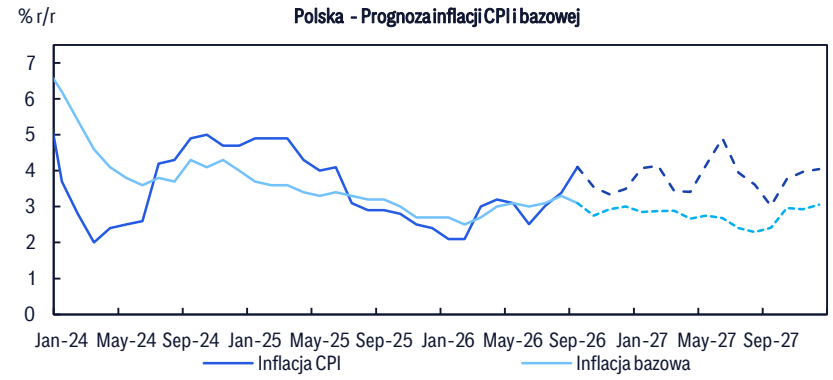
- W październiku inflacja wróciła do pasma dopuszczalnych wahań wokół 2,5% celu i widzimy szansę, że pozostanie w tym zakresie do końca tego roku. Od początku 2027 roku trajektoria inflacji będzie w dużym stopniu uzależniona od decyzji na temat cen administrowanych. Przyszłość pakietu CPN nie jest jasna, jednak zakładamy, że co najmniej w pewnej formie osłona dotycząca cen paliw zostanie utrzymana. Widzimy możliwość, że od stycznia zostanie przywrócona wyższa stawka VAT na paliwa, a akcyza wzrośnie dopiero po Wielkanocy. Na takie decyzje może pozwalać obserwowany niedawno ruch spadkowy na cenach ropy naftowej (o ok. 18% w dół od szczytu z października), co powinno znaleźć również swoje odzwierciedlenie w cenach paliw na stacjach.

- Drugim czynnikiem niepewności pozostają ceny gazu oraz energii elektrycznej w przyszłym roku. Rząd przygotował już projekt ustawy, którego celem jest zamrożenie cen gazu w 2027 roku na poziomie tegorocznych. Projekt sam w sobie nie ogranicza wzrostu niektórych stałych opłat, co oznacza, że rachunki za gaz i tak mogą nieco wzrosnąć. Podobnych rozwiązań spodziewamy się w odniesieniu do cen elektryczności, gdzie również część zmienna może być utrzymana, a wzrosną koszty dystrybucji.

- Nasz scenariusz zakłada wzrost inflacji powyżej 4% na początku roku, a ścieżka w kolejnych miesiącach będzie w dużym stopniu obciążona bazą statystyczną wynikającą z okresów obowiązywania programu CPN. Zakładamy, że średniorocznie inflacja w 2027 roku wyniesie nieznacznie poniżej 4%, ze szczytem w czerwcu w pobliżu 5%.

- Ostatnie wypowiedzi członków RPP wskazują, że w grudniu Rada nie zamierza podnosić stóp procentowych, a późniejsze kroki będą uzależnione od decyzji na temat cen administrowanych. W związku z dużą niepewnością co do ostatecznego kształtu działań osłonowych, Rada może wstrzymać się z podwyżkami stóp, nawet do czasu nowej projekcji NBP w marcu 2027 r.

Wykres 1. Inflacja w 2027 będzie pod wpływem efektów bazy z tytułu CPN



Źródło: prognozy Citi Handlowy, NBP, GUS

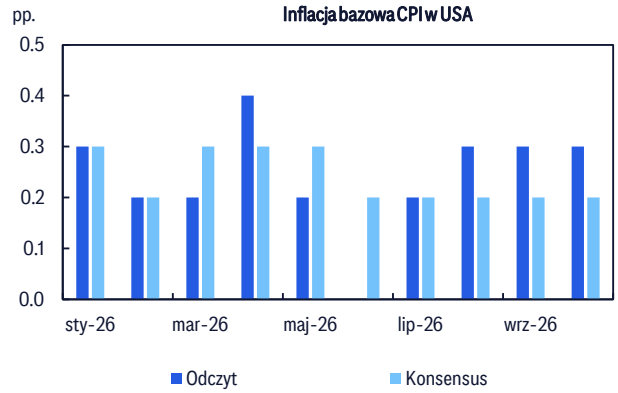
Piotr Kalisz, CFA
+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

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

Anastazja Nagórka
anastazja.nagorka@citi.com

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Fed: 25 czy 50?

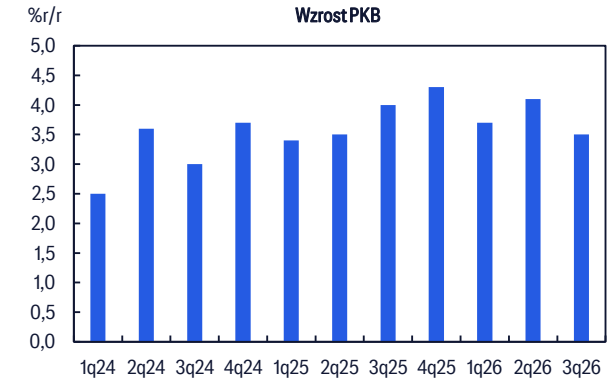


Źródło: LSEG, Citi Handlowy

- Październikowe dane o inflacji CPI w USA po raz kolejny zaskoczyły w górę. Inflacja ogółem zwiększyła się o 0,4% m/m (konsensus: 0,3%), a inflacja po wyłączeniu żywności i energii wzrosła o 0,3% m/m (konsensus: 0,2%). O ile wcześniej wpływ droższej energii na pozostałe kategorie był widoczny głównie w cenach biletów lotniczych, o tyle obecnie wyższe ceny wyposażenia mieszkań, usług restauracyjnych i transportu miejskiego mogą wskazywać na szersze przenoszenie się podwyższonych kosztów energii na konsumentów.

- W świetle ostatnich danych grudniowa podwyżka stóp przez Fed wydaje się niemal przesądzona. Nadal zakładamy ruch o 25 pb, jednak za większą skalą zacieśniania może przemawiać wyższa od oczekiwań inflacja bazowa, na co wskazał członek Rady Gubernatorów Fed C. Waller.

Wykres 3. Początek hamowania

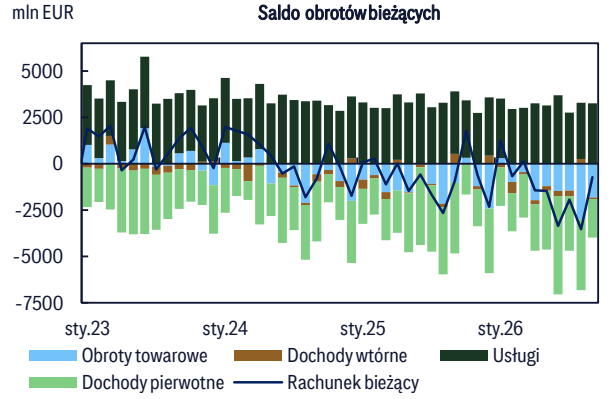


Źródło: GUS, Citi Handlowy

- Według szybkiego szacunku GUS wzrost w III kw. 2026 r. spowolnił od 3,5% r/r z 3,9% w poprzednim kwartale. Wynik okazał się zgodny z naszą prognozą i nieco niższy od konsensusu rynkowego (3,6%).

- Opublikowane dane nie zawierają rozbicia na poszczególne komponenty, co utrudnia ocenę źródeł wzrostu (pełna publikacja planowana jest na 30 listopada), niemniej spodziewamy się, że najnowszy odczyt zapoczątkuje okres stopniowego spowolnienia aktywności gospodarczej. W 2027 r. oczekujemy wygasania impulsu inwestycyjnego, a tym samym mniejszego wkładu nakładów na środki trwałe do PKB. Perspektywę słabszej aktywności wzmacnia również przewidywane osłabienie konsumpcji. Dane za III kw. pozostają spójne z naszą prognozą wzrostu w całym 2026 r. na poziomie 3,6%, a ryzyka widzimy skierowane w stronę wyższego wzrostu niż nasza prognoza.

Wykres 4. Unijne transfery wspierają saldo



Źródło: NBP, Citi Handlowy

- We wrześniu deficyt na rachunku bieżącym zmniejszył się do 718 mln euro. Tym samym wynik okazał się istotnie lepszy od konsensusu rynkowego (-2470 mln euro) oraz od naszej prognozy (-2338 mln euro). Poprawie nie towarzyszyło jednak zrównoważenie wymiany towarowej, której deficyt pozostał wysoki i sięgnął 1810 mln euro.

- Za pozytywną niespodzianką stał przede wszystkim mniejszy deficyt dochodów pierwotnych, który wyniósł 2091 mln euro i był o połowę niższy niż miesiąc wcześniej. Jego ograniczeniu sprzyjały wcześniejsze niż zwykle wypłaty zaliczek na unijne płatności bezpośrednie. Poprawa wynikała więc częściowo z przesunięcia terminów wypłat i nie musi mieć trwałego charakteru.

- W rezultacie skumulowane saldo rachunku bieżącego za ostatnie 12 miesięcy poprawiło się z -1,3% do -1,2% PKB. Od 2027 r. spodziewamy się jednak pogłębienia deficytu.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
16 lis		**PONIEDZIAŁEK**					
14:00	**PL**	**Inflacja bazowa**	**% r/r**	**X**	**2,8**	**2,9**	**3,1**
17 lis		**WTOREK**					
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	XI	--	28,3	28,1
14:00	HU	Decyzja MNB	%	XI	5,50	--	5,50
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	X	0,0	0,1	0,8
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	X	-0,7	0,1	0,7
18 lis		**ŚRODA**					
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	X	4,0	4,0	3,8
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mln	X	1,395	1,378	1,398
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mln	X	1,277	1,228	1,221
19 lis		**CZWARTEK**					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	198	--	200
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	XI	--	18	20,9
20 lis		**PIĄTEK**					
08:00	DE	Inflacja PPI	% m/m	X	--	0,6	1,9
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt wstępny	pkt	XI	-17,5	-18,1	-17,9
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	XI	--	--	51

	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.