

16 marca 2026 | 5 stron

Citi Weekly

Wysokie ceny ropy pchają rentowności w górę

- Wybuch wojny w Zatoce Perskiej bardzo mocno wpłynął na rynki finansowe. W ciągu tygodnia ceny ropy naftowej oscylowały w okolicach 100 dolarów za baryłkę, miejscami jednak przekraczając poziom 115 dolarów. Rentowności polskich obligacji wyraźnie wzrosły, a dotychczasowe oczekiwania na obniżki stóp procentowych w Polsce i krajach naszego regionu szybko „wyparowały”. Sytuacja jest bardzo zmienna, ale w momencie pisania niniejszego raportu rynek kontraktów terminowych wskazuje wręcz na możliwość podwyżek w Polsce, Czechach i na Węgrzech.

- W praktyce bardzo wyraźny wzrost rentowności oraz wzrost wyceny przyszłych stóp procentowych nie musi oznaczać, że inwestorzy obawiają się o wypłacalność Polski lub spodziewają się znacznych podwyżek stóp procentowych. Jest to raczej efekt nagłego zamykania pozycji przez uczestników rynku – odpływ kapitału przez „wąskie drzwi” przełożył się na gwałtowne wahania cen. Z rozmów z inwestorami wynika, że część z nich ze względów ostrożnościowych/zarządzania ryzykiem musiała w ostatnich dniach likwidować pozycje niezależnie od warunków rynkowych i niezależnie od tego, czego spodziewają się od banków centralnych.

- Skala wzrostu cen ropy naftowej i perspektywa zaburzeń dostaw przez cieśninę Ormuz oznaczają, że konsekwencje inflacyjne będą najprawdopodobniej relatywnie poważne. Niemniej w przeciwieństwie do 2022 roku, tym razem podstawy do efektów drugiej rundy (czyli na przykład podwyżek cen usług ze względu na droższą energię) są znacznie słabsze. Przyczynia się do tego wyższy poziom stóp procentowych, inna faza cyklu gospodarczego, mniejsza reakcja kursu PLN i brak pozytywnego szoku popytowego w postaci napływu uchodźców. Na ten moment w naszych prognozach uwzględniamy głównie efekty pierwszej rundy i obawiamy się o efekty recesyjne w gospodarce światowej. W tych warunkach naturalną odpowiedzią banków centralnych będzie wstrzymanie się z dalszymi obniżkami stóp oraz przejście do bardziej ostrożnej/jastrzębiej komunikacji.

- Gdyby jednak któryś z banków w regionie zaczął podnosić stopy, mogłoby to zostać odebrane jako zapowiedź podobnych działań w innych gospodarkach. W tym kontekście spodziewamy się, że inwestorzy będą ze szczególną uwagą obserwować decyzje czeskiego banku centralnego. W poprzednich latach CNB był jednym z pierwszych banków na drodze do podwyżek, a następnie do łagodzenia polityki pieniężnej. Również i tym razem inwestorzy mogą traktować decyzje czeskich władz monetarnych jako wyznacznik trendu w regionie, w tym w Polsce.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

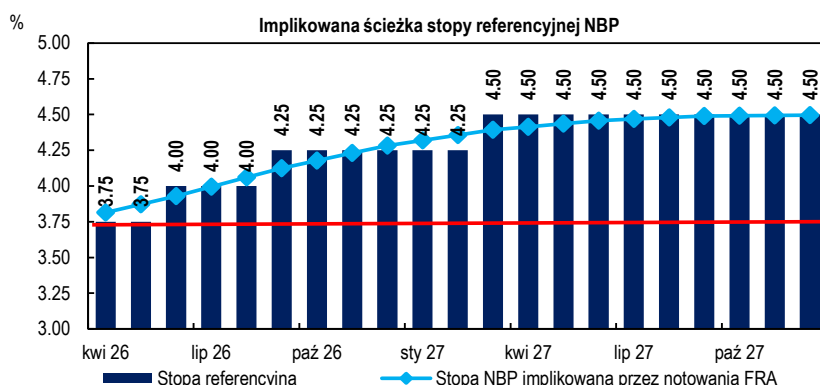
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

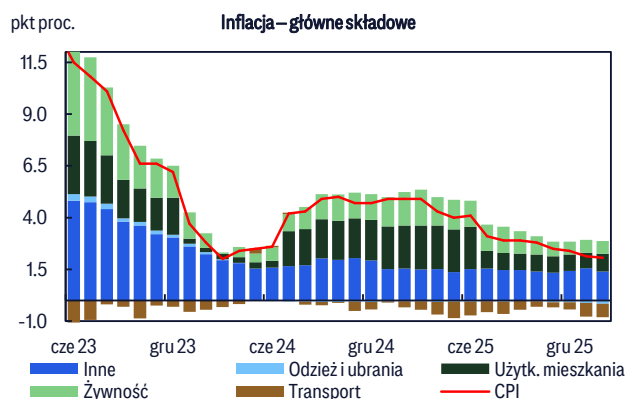
Wykres 1. Notowania z rynku FRA wskazują na możliwość podwyżek stóp



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Koniec dezinflacji?

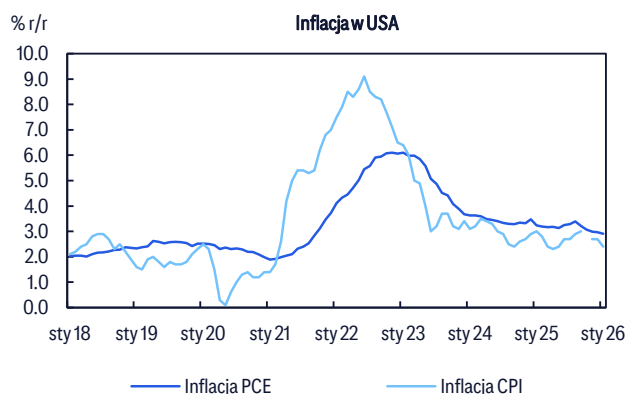


Źródło: GUS, Citi Handlowy

W lutym inflacja CPI ukształtowała się zgodnie z naszą prognozą oraz konsensusem rynkowym i wyniosła 2,1% r/r. W rozbiciu na główne kategorie największym zaskoczeniem okazały się ceny energii, rosnąc o 0,8% m/m. Ceny żywności wzrosły umiarkowanie o 0,3%, natomiast ceny paliw na stacjach obniżyły się o 0,1% m/m. Jednocześnie wstępny odczyt inflacji za styczeń został zrewidowany w dół z 2,2% do 2,1% r/r w związku z coroczną aktualizacją wag w koszyku inflacyjnym oraz przejściem na klasyfikację COICOP.

Patrząc w przyszłość, ze względu na utrzymującą się napiętą sytuację na Bliskim Wschodzie spodziewamy się znaczącego wzrostu inflacji już w marcu, głównie za sprawą silnego wzrostu cen paliw. Nasze szacunki wskazują, że ceny paliw mogą wzrosnąć o kilkanaście procent, co może pchnąć inflację w okolice 3,0% r/r. W konsekwencji inflacja może utrzymywać się powyżej środka celu w horyzoncie całego roku.

Wykres 3. Lutowe dane bez większego znaczenia dla Fed

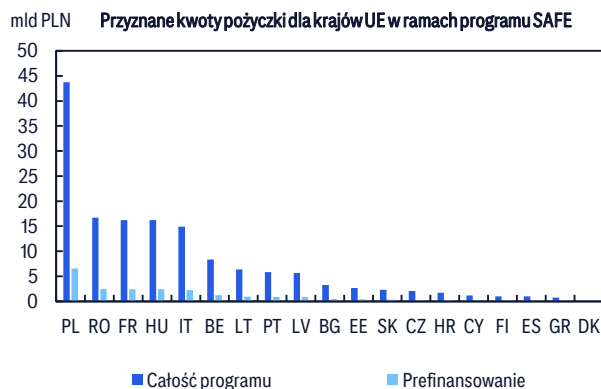


Źródło: Haver Analytics, Citi Handlowy

Lutowe dane o inflacji w USA wskazały na stopniowe wygaszanie presji cenowej. Wskaźnik CPI wzrósł o 0,3% m/m, natomiast inflacja bazowa zwiększyła się o 0,2% m/m. Jednocześnie różnice w strukturze wag między CPI i PCE sugerują, że presja inflacyjna w ujęciu preferowanej przez Fed miary inflacji pozostaje nieco wyższa. Na podstawie szczegółów lutowego CPI szacujemy wzrost bazowej inflacji PCE o około 0,4% m/m.

Oczekujemy, że jeśli napięcia geopolityczne w najbliższych miesiącach osłabną, a ceny ropy ustabilizują się na bardziej umiarkowanych poziomach, Fed będzie mógł wznowić cykl obniżek jeszcze w tym roku. Jeśli jednak ceny ropy pozostaną podwyższone, próg dla rozpoczęcia luzowania będzie wyższy. W scenariuszu bazowym nadal oczekujemy 75 pb obniżek stóp w tym roku, z możliwym oddaleniem ich w czasie.

Wykres 4. Weto i plan B



Źródło: Citi Handlowy, Komisja Europejska

Prezydent Karol Nawrocki zapowiedział w ubiegłym tygodniu weto do ustawy o Finansowym Instrumencie Zwiększenia Bezpieczeństwa, która miała służyć realizacji pożyczki w ramach unijnego programu SAFE. Jednocześnie Prezydent przedstawił projekt ustawy o Polskim Funduszu Inwestycji Obronnych, które miałyby wykorzystywać finansowanie z zysku NBP.

Rząd zapowiedział, że pracuje nad rozwiązaniami, które pozwolą na skorzystanie z unijnej pożyczki w ramach SAFE, na co pozwalać ma m.in. uchwała Rady Ministrów dotycząca Programu Polska Zbrojna. Część środków z przyznanych Polsce 43,7 mld EUR może być trudna do uzyskania lub dostęp do nich może się opóźnić. Doniesienia prasowe wskazują jednak, że Komisja Europejska zamierza już w kwietniu udostępnić Polsce prefinansowanie w wysokości ok. 6,6 mld EUR.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
16 mar PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	I	-44	-295	-1698
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	II	--	2,6	2,7
14:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	II	-0,2	0,1	0,7
17 mar WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	III	35,0	39,2	58,3
18 mar ŚRODA							
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	II	1,9	1,9	1,7
13:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	II	0,3	0,2	0,5
13:30	USA	Inflacja PPI bazowa	% m/m	II	0,2	0,3	0,8
15:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	I	--	--	-0,7
19:00	USA	Decyzja Fed	%	III	3,50-3,75	3,50-3,75	3,50-3,75
19 mar CZWARTEK							
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	II	-0,8	-0,8	-0,8
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	II	1,1	1,5	-1,5
10:00	PL	Inflacja PPI	% r/r	II	--	-2,4	-2,6
10:00	PL	Płace	% r/r	II	5,9	6,6	6,1
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	214	--	213
13:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	III	--	--	163
14:15	EUR	Decyzja EBC (stopa depozytowa)	%	III	2,00	2,00	2,00
14:30	CZ	Decyzja CNB	%	III	3,50	--	3,50
15:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	I	715	725	745
20 mar PIĄTEK							
08:00	DE	Inflacja PPI	% m/m	II	--	0,3	-0,6

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1042	1123	1173
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3908	4184	4421
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27858	30019	31347
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	5.4	5.3
Aktywność ekonomiczna	596	600	690	697	813	915	1060	1130
Realny wzrost PKB (% r/r)	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	4.0	3.1
Inwestycje (% r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	4.2	7.8	0.6
Spożycie ogółem (% r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	3.9	3.6	3.0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.7	3.6	2.9
Eksport (% r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	4.0	6.0	5.8
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	4.7	5.9	5.5
Ceny, pieniądź i kredyt	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	4.0	3.1
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	3.3	2.8
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	2.8	2.7
Płace nominalne (% r/r)	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.1	5.7	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	3.50	3.50
WIBOR3M (% koniec okresu)	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.04	3.63	3.63
Rentowność obligacji 10-letnich	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	4.65	4.85
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.78	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.73	3.77
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.20	4.24
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.20	4.23
Bilans płatniczy (mld USD)	-1.6	14.4	-9.2	-15.7	14.6	-0.3	-13.6	-24.2
Rachunek bieżący	14.4	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-7.1	-15.0	-19.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2.4	-1.3	-2.2	1.5	0.3	-0.7	-1.3	-1.7
Saldo handlu zagranicznego	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.7	-14.9	-23.8	-28.2
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	390.0	410.4	427.4
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	405.0	434.2	455.6
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	44.7	46.0
Saldo dochodów	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-36.1	-36.8	-37.1
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-6.7	-6.0	-5.8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.2	-3.3	-2.9
Dług publiczny (polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	48.6	51.4	54.4

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 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 tożsamy 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.