

7 września 2026 | 5 stron

Citi Weekly

Obligacje związane z cenami surowców

- Ostatnie tygodnie przyniosły zauważalny wzrost rentowności obligacji, który dotknął zarówno rynku rozwinięte, jaki rozwijające się. W przeciągu ostatniego miesiąca rentowność polskich obligacji skarbowych z 10-letnim terminem zapadalności wzrosła o ponad 40 pb., co prowadziło również do rozszerzenia różnicy wobec obligacji z tym samym terminem zapadalności z USA oraz Niemiec, odpowiednio o ponad 30 pb i blisko 25 pb. Jednocześnie stopy procentowe w Polsce od marcowej obniżki nie uległy zmianie, co doprowadziło do spread rentowności obligacji 10-letniej nad stawką referencyjną w okolice 240 pb (najwyżej od stycznia 2017 roku).

- Rentowności obligacji w większym lub mniejszym stopniu odzwierciedlają oczekiwania wobec przyszłych działań w polityce pieniężnej. Takie wnioski potwierdza korelacja zmian rentowności obligacji 10-letnich oraz kontraktów FRA 12x15, (czyli rynkowej wyceny WIBOR 3M za 12 miesięcy) gdzie współczynnik korelacji dla tygodniowych zmian za ostatnie pół roku wynosi obecnie blisko 90%. Przesunięcie w górę polskiej krzywej dochodowości obligacji oraz wzrost oczekiwań na podwyżki stóp procentowych jest w dużym stopniu odzwierciedleniem obaw o wzrost inflacji.

- W ostatnich miesiącach na oczekiwania inflacyjne wpływa przede wszystkim sytuacja na rynku surowcowym, w tym wzrost cen surowców energetycznych, takich jak ropa czy gaz. Licząc korelację (analogicznie jak powyżej) zmian rentowności polskich obligacji z notowaniami ropy oraz gazu, można zauważyć, że wskaźniki te wzrosły odpowiednio powyżej 90% oraz 70%. Historycznie związek między polskimi obligacjami a cenami surowców przeważnie również był dodatni, jednak zauważalnie słabszy wynosząc niecałe 30% dla ropy oraz 10% dla gazu (licząc średnią od 2020 roku).

- Trudna sytuacja fiskalna, w której znajduje się obecnie Polska prawdopodobnie również jest czynnikiem, który zwiększa presję na wyższe rentowności polskich papierów skarbowych. Jednak z tymi problemami rząd mierzy się już od dłuższego czasu, czego wynikiem jest unijna procedura nadmiernego deficytu oraz obawy o możliwość obniżki oceny ze strony agencji ratingowych. Nasza prognoza stóp NBP zakłada brak zmian w horyzoncie najbliższych 12-miesięcy (choćby ryzyka są skierowane zdecydowanie w górę). W związku z tym oczekujemy, że rentowności polskich obligacji skarbowych będą się obniżać, jednak proces prawdopodobnie będzie powolny, a nasza prognoza zakłada zejście rentowności obligacji 10-letnich nieznacznie poniżej 6% na koniec tego roku.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

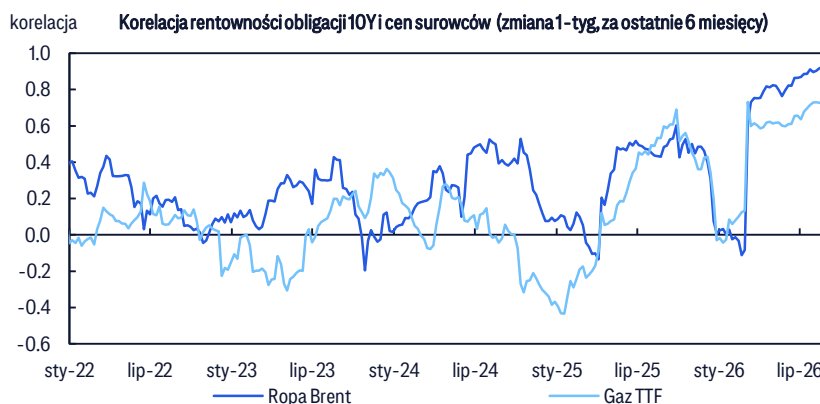
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

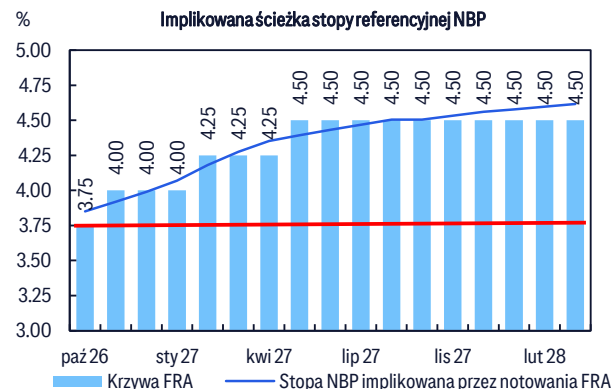
anastazja.nagorka@citi.com

Wykres 1. Wyższe rentowności obligacji skarbowych mogły być pokłosiem wzrostu oczekiwań inflacyjnych wobec sytuacji na rynku surowcowym

Źródło: szacunki Citi Handlowy, LSEG

Tydzień w wykresach

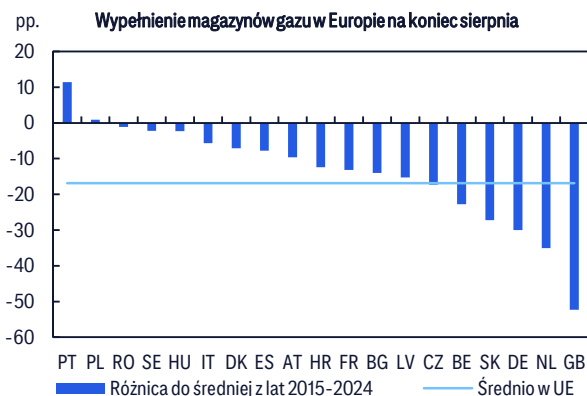
Wykres 2. RPP ma powody żeby czekać



Źródło: LSEG, Citi Handlowy

- Wydarzeniem tygodnia będzie posiedzenie RPP. Wydzwięk konferencji prasowej po lipcowym posiedzeniu Rady był mocno gołębi, a prezes Glapiński sugerował nawet możliwość złożenia wniosku o obniżkę stóp procentowych po wakacjach. Wydaje się, że od tego czasu sytuacja zdecydowanie się zmieniła i o obniżkach stóp procentowych ciężko dyskutować w obliczu presji inflacyjnej ze strony surowców i wzrostu wskaźnika CPI.
- Naszym zdaniem we wrześniu RPP pozostawi stopy procentowe na niezmiennym poziomie, jednak ewidentnie rośnie presja na potencjalne zacieśnienie warunków monetarnych. Notowania kontraktów FRA wskazują na pole do podwyżki stóp procentowych jeszcze w tym roku, a w przyszłym roku stawka referencyjna mogłaby dojść co najmniej do 4,5% (wobec 3,75% obecnie).

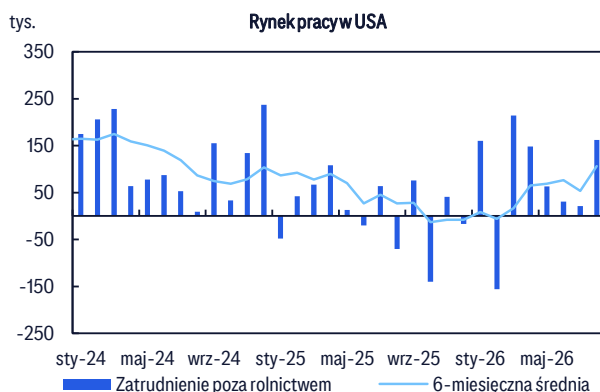
Wykres 3. Puste magazyny gazu w Europie



Źródło: Citi Handlowy, LSEG

- Od początku bieżącego roku ceny gazu (TTF w Europie) wzrosły o ponad 150% co w dużym stopniu związane jest z eskalacją działań zbrojnych na Bliskim Wschodzie i utrudnieniem transportu surowców. Wysokie ceny gazu rodzą obawy o dostępność surowca, który zimą jest wykorzystywany m.in. jako źródło ogrzewania. Podobne obawy pojawiały się już zimą tego roku oraz w 2022 (po ataku Rosji na Ukrainę). Analizując stan wypełnienia magazynów gazu widzimy, że obecnie w Unii Europejskiej poziom ten średnio wynosi nieco ponad 65% i jest blisko o 17pp poniżej średniej z lat 2010-2024.
- Stan magazynów gazu w poszczególnych krajach jest jednak zróżnicowany. W Polsce magazyny są pełne w blisko 95% (blisko średniej wieloletniej). Zauważalnie gorzej sytuacja wygląda w krajach Europy Zachodniej, gdzie w Niemczech magazyny zapełnione są w zaledwie 53% (30pp poniżej średniej).

Wykres 4. Rynek pracy pokazuje siłę



Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics

- Sierpniowe dane z amerykańskiego rynku pracy okazały się sporym pozytywnym zaskoczeniem, gdyż zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło o 162 tys. wobec oczekiwań rynkowych na poziomie 55 tys. Podobnie poprzedni odczyt został zrewidowany w górę z -23 tys. do +21 tys. Takie dane przyczyniały się do wzrostu oczekiwań na podwyżkę stóp procentowych na wrześniowym posiedzeniu (która obecnie wyceniana jest na około 60%). Do posiedzenia 15-16 września najistotniejsza może okazać się publikacja inflacji CPI (w piątek). Zdaniem Ch. Wallera (zarząd Fed) postęp w stronę 2% celu wspierałby brak konieczności podwyżki stóp procentowych.
- W najbliższych dniach poznamy również decyzje EBC na temat stóp procentowych, gdzie prawdopodobnie dojdzie do podwyżki stopy depozytowej do 2,5% na co wskazywały ostatnie wypowiedzi członków EBC.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
7 wrz PONIEDZIAŁEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	VII	--	0.3	0.2
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	VII	3	--	4.1
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	VII	3.2	--	4
10:30	EUR	Indeks Sentix	pkt	IX	--	--	0.9
11:00	EUR	Rewizja PKB	% kw/kw	Q2	--	0.4	0.4
8 wrz WTOREK							
08:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	VIII	1.4	--	1.2
9 wrz ŚRODA							
03:30	CN	Inflacja PPI	% r/r	VIII	--	3.7	3.5
03:30	CN	Inflacja CPI	% r/r	VIII	--	0.8	0.5
	PL	Decyzja RPP	%	IX	3.75	3.75	3.75
10 wrz CZWARTEK							
08:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	VIII	--	--	2.9
14:15	EUR	Decyzja EBC (stopa depozytowa)	%	IX	2.5	2.5	2.25
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	--	--	206
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	VIII	--	0.3	0
14:30	USA	Inflacja PPI bazowa	% m/m	VIII	--	0.3	0.2
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	VIII	--	4.03	4.06
11 wrz PIĄTEK							
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	VIII	--	0.2	0.2
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	VIII	--	0.4	0.1
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	IX	--	--	51.7

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1038	1099	1165
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4150	4405
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27740	29391	31138
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	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	3.5	2.9
Inwestycje (% r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	4.3	7.6	2.2
Spożycie ogółem (% r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	4.0	3.4	3.5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.7	2.9	3.5
Eksport (% r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	4.5	5.0	4.7
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	5.6	5.8	6.9
Ceny, pieniądz i kredyt	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	3.5	2.9
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	4.2	3.0
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	3.1	3.6
Płace nominalne (% r/r)	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.1	6.3	5.7
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	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	0.21	2.54	7.02	5.88	5.84	3.99	3.94	3.94
Rentowność obligacji 10-letnich	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	5.90	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.80	3.79
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.77	3.78
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.31	4.30
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.31	4.30
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	-8.9	-17.0	-22.1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2.4	-1.3	-2.2	1.5	0.3	-0.9	-1.5	-1.9
Saldo handlu zagranicznego	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.7	-15.2	-24.8	-28.9
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	390.9	423.0	433.6
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	406.1	447.8	462.6
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	45.9	46.5
Saldo dochodów	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-37.6	-39.6	-39.4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-7.3	-6.9	-6.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.8	-4.1	-3.8
Dług publiczny (polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	38.9	44.1	49.1	52.8	56.6

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 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 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.