

14 września 2026 | 5 stron

Citi Weekly

RPP zachowuje spokój

- Eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie i ubiegłotygodniowe wzrosty cen ropy naftowej powyżej 100 dolarów za baryłkę napędzają rynkowe oczekiwania na podwyżki stóp przez główne banki centralne. Narodowy Bank Polski wydaje się jednak daleki od podwyżek – na śródownym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian, zachowując przy tym bardzo wyważony komunikat.

- Sytuacja na świecie nie pozostała jednak bez wpływu na stanowisko RPP. W porównaniu z lipcowym posiedzeniem, tym razem prezes NBP nie tylko nie zapowiadał już cięć stóp procentowych, lecz wręcz uznał taki ruch za „nierealny”. W naszej ocenie zmiana retoryki jest wyraźna, jednak jak na razie mówimy raczej o przesunięciu się z pozycji „gołębich” w stronę stanowiska neutralnego, niż o rzeczywiście „jastrzębim” tonie. Bank centralny sygnalizuje po prostu, że przyszłe decyzje będą uzależnione od przyszłych trendów inflacyjnych.

- Presja na podwyżki może wkrótce ponownie wzrosnąć. Spodziewamy się, że w najbliższych miesiącach inflacja przekroczy górną granicę celu inflacyjnego, a na przełomie roku może nawet sięgnąć 4%. W rezultacie tempo wzrostu cen okaże się wyższe od bieżącej stopy procentowej (3,75%), co w przeszłości było wskazywane przez niektórych członków RPP jako przesłanka do podwyżek. RPP nie działa również w próżni i nie może zupełnie abstrahować od coraz bardziej jastrzębich postaw innych banków centralnych. Po dwóch podwyżkach stóp przez EBC (por. strona 2) oraz przy rosnących oczekiwaniach na podwyżki przez amerykański Fed, stabilne stopy w kraju mogłyby wręcz sprzyjać osłabieniu złotego, jeszcze bardziej podnosząc ścieżkę inflacyjną i obniżając stopy realne. Mimo, że rynki finansowe oczekują w perspektywie roku trzech podwyżek stóp, stopy realne w Polsce są niższe niż w innych krajach regionu.

- Biorąc to pod uwagę wydaje się prawdopodobne, że temat podwyżek z czasem zacznie się częściej pojawiać w wypowiedziach członków RPP. Nasz podstawowy scenariusz co prawda nie zakłada zmian stóp procentowych przez dłuższy czas, ale to założenie wydaje się obarczone coraz większym ryzykiem. Głównym argumentem przeciw podwyżkom jest perspektywa osłabienia wzrostu gospodarczego w 2027 roku oraz fakt, że dotychczas wzrost cen energii był klasycznym szokiem podaży, który NBP mógł ignorować. Jeżeli jednak inne banki centralne odpowiedzą wyraźnymi podwyżkami coraz trudniej będzie RPP używać tego argumentu.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

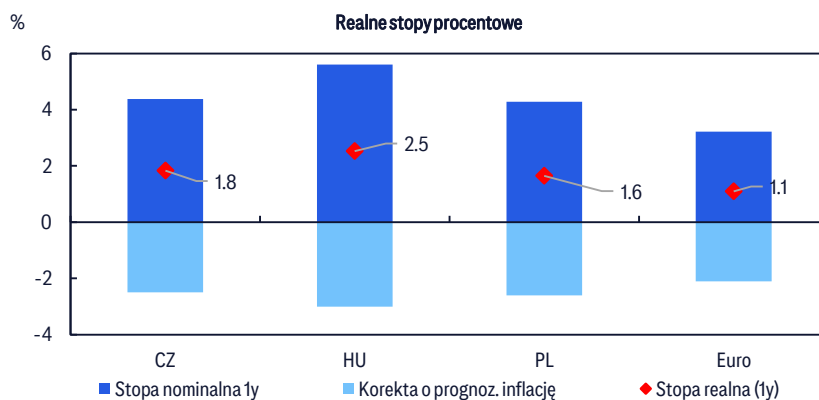
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

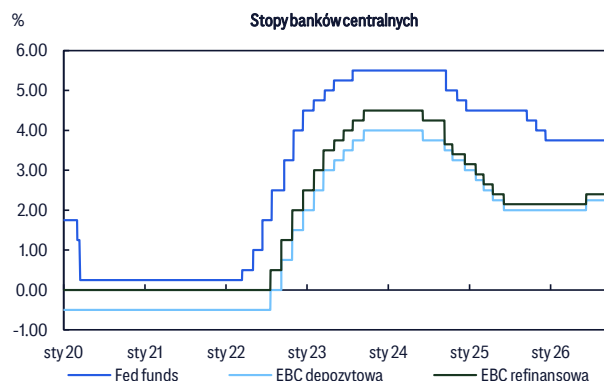
Wykres 1. Rynki finansowe oczekują w perspektywie roku trzech podwyżek stóp, a mimo to stopy realne w Polsce są niższe niż w Czechach i na Węgrzech



Źródło: szacunki Citi Handlowy, Bloomberg

Tydzień w wykresach

Wykres 2. EBC podnosi stopy w odpowiedzi na wysokie prognozy inflacyjne

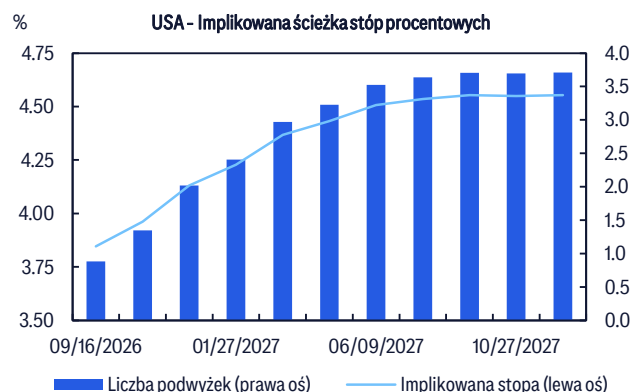


Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Zgodnie z oczekiwaniami w minionym tygodniu Europejski Bank Centralny podniósł stopę depozytową o 25pb do poziomu 2,5%. Była to już druga podwyżka stóp w tym roku i najprawdopodobniej nie ostatnia. Wysokie ceny energii i przedłużający się okres podwyższonej inflacji zapewne skłonią EBC do dalszych działań.

- Po ubiegłotygodniowej decyzji spodziewamy się jeszcze dwóch podwyżek o 25 pb w tym cyklu (w grudniu i marcu). Ceny energii wydają się obecnie głównym czynnikiem stojącym za podwyżkami, co przy ich zmienności automatycznie oznacza również, że przyszłe ścieżki stóp procentowych są obciążone bardzo dużą niepewnością. Znaczny spadek cen energii (np. w przypadku uspokojenia na Bliskim Wschodzie) lub dalszy ich wzrost (w przypadku eskalacji) wpłynęłyby na decyzje EBC.

Wykres 3. Inflacja pozwala Fed działać

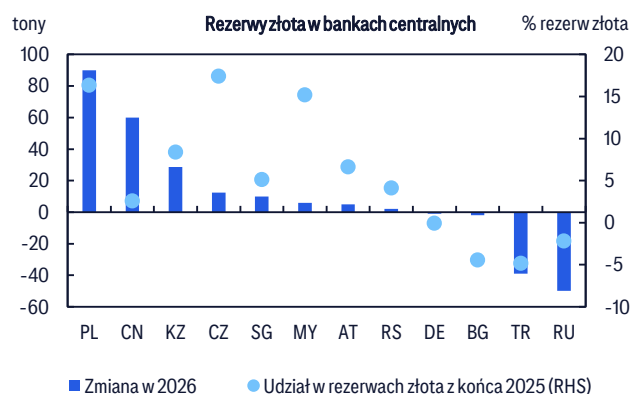


Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Najnowsze dane o inflacji bazowej w Stanach Zjednoczonych (0,29% m/m w sierpniu) wydają się przesądzać o tym, że na zaplanowanym na najbliższą środę posiedzeniu Fed zdecyduje się na podwyżkę stóp o 25pb. Po publikacji danych rynki finansowe zaczęły wyceniać prawdopodobieństwo tej podwyżki na 87% i oczekują łącznie niemal czterech podwyżek w horyzoncie najbliższego roku.

- Ciekawe będzie uzasadnienie środowej decyzji, a w szczególności to, na ile prezes Fed określi (spodziewaną) podwyżkę jako kalibrację polityki pieniężnej, a na ile zasugeruje, że to początek dłuższego cyklu. Dotychczas szef Fed zapowiadał, że będzie unikać wypowiedzi, które miałyby zostać uznane za „forward guidance”.

Wykres 4. Rosną polskie rezerwy złota



Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics, MFW

- Według informacji NBP, polskie rezerwy złota wzrosły w sierpniu do 648 ton z 640,2 ton miesiąc wcześniej. Towarzyszył temu wzrost cen złota o około 10% w porównaniu do końca lipca.

- Od początku 2026 roku NBP pozostaje aktywny na rynku złota, gdyż dokonał zakupów o wielkości blisko 90 ton złota (wzrost o ponad 16%), najwięcej ze wszystkich banków centralnych. Następne na liście Chiny zwiększyły w tym roku swoje zasoby złota o 60 ton (wzrost o niecałe 3%), natomiast najwięcej złota ubyło z zasobów Rosji (blisko 50 ton, zmiana o 2%) i Turcji (niecałe 40 ton, zmiana o blisko 5%). NBP zamierza zwiększać rezerwy w złocie do osiągnięcia poziomu 700 ton.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
14 wrz PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	VII	-2632	-2471	-2216
15 wrz WTOREK							
04:00	CN	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	4,8	4,8	4,5
04:00	CN	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VIII	1,0	0,8	0,6
09:30	PL	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	VIII	3,4	3,4	3,4
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	IX	40,0	40,2	34,2
16 wrz ŚRODA							
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	VIII	3,3	3,3	3,1
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VIII	0,7	0,9	-0,6
20:00	USA	Decyzja Fed	%	IX	3,75-4,00	3,75-4,00	3,50-3,75
17 wrz CZWARTEK							
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	VIII	3,3	3,3	3,3
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	217	208	206
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mln	VIII	1,413	1,413	1,433
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mln	VIII	1,336	1,318	1,239
14:30	CZ	Decyzja CNB	%	IX	3,75	3,75	3,75
18 wrz PIĄTEK							
08:00	DE	Inflacja PPI	% m/m	VIII	--	0,3	1,1
09:30	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	7,0	7,2	5,1
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII	0,8	0,3	0,2

	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.