

21 września 2026 | 5 stron

Citi Weekly

Ulga po podwyżce

- Wrześniowe posiedzenie Rezerwy Federalnej skończyło się pierwszą od 2023 r. podwyżką stóp procentowych, która przesunęła przedział stopy funduszy federalnych do 3,75-4,00%. Ponieważ sam ruch był szeroko oczekiwany, uwagę przyciągnęły sygnały dotyczące dalszych działań Fed.

- Choć prezes K. Warsh, zgodnie ze swoim dotychczasowym podejściem, nie przedstawił bezpośrednich wskazówek dotyczących przyszłej ścieżki stóp procentowych, przekaz płynący z konferencji wybrzmiał jastrzębio. Szczególną uwagę zwróciło stwierdzenie, że wrześniowa podwyżka ma podkreślać wagę, jaką Fed przywiązuje do obecnej sytuacji, pozostawiając otwartą przestrzeń do dalszego zacieśniania polityki pieniężnej. Jednocześnie w komunikacji zabrakło sygnałów, które pozwalałyby traktować wrześniowy ruch jako jednorazowe dostosowanie.

- Nieco łagodniejszy obraz wyłania się jednak z nowych projekcji FOMC. Mediana oczekiwań członków Komitetu zakłada jeszcze jedną podwyżkę do końca 2026 r., utrzymanie stóp bez zmian w 2027 r., a następnie ich stopniowy spadek. Oznacza to dość płytką ścieżkę dalszego zacieśniania, szczególnie na tle bardziej agresywnych oczekiwań rynkowych, zakładających jeszcze 3 podwyżki po 25 pb. Wrześniowe posiedzenie przyniosło więc dość nietypowe połączenie: bardziej zdecydowaną komunikację przy relatywnie ograniczonej skali dalszych podwyżek zapisanej w projekcjach.

- Tak zarysowana ścieżka stóp, w połączeniu z bardziej zdecydowanym podejściem Fed do walki z inflacją, znalazła odzwierciedlenie w późniejszym odegraniu na rynku długu. Rentowności amerykańskich 10-latek, które przed posiedzeniem przekroczyły 5%, po decyzji ponownie znalazły się poniżej tej granicy. Na tym tle szczególnie wyróżnił się polski rynek, gdzie między lokalnym maksimum dzień przed posiedzeniem a minimum dzień po decyzji rentowność 10-letnich obligacji obniżyła się o blisko 40 pb, do ok. 6,14%. Lepszy sentyment objął również rynek akcji, a całemu ruchowi dodatkowo sprzyjał spadek cen ropy.

- Według analityków Citi ostateczna ścieżka stóp może ukształtować się jeszcze łagodniej, niż wskazują obecne projekcje FOMC. W nadchodzących miesiącach inflacja bazowa może wyhamować, co wręcz mogłoby przemawiać za utrzymaniem stóp bez zmian w październiku i grudniu. Dodatkowo, jeśli ostatnie cofnięcie cen ropy okaże się trwalsze, wpływ cen energii na inflację powinien stopniowo słabnąć. W naszej ocenie taki układ mógłby z czasem stworzyć warunki do ponownego łagodzenia polityki pieniężnej, potencjalnie już w połowie 2027 r.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

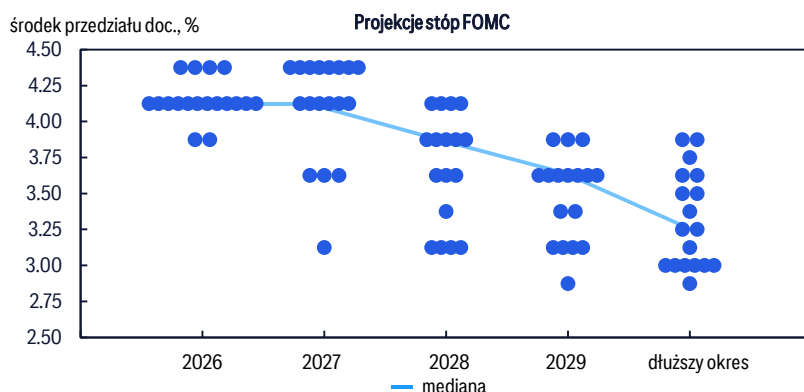
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

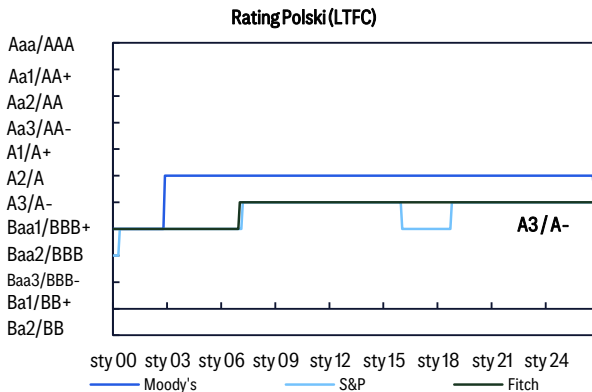
Wykres 1. Największa zgodność projekcji FOMC dotyczy najbliższego okresu



Źródło: Citi Handlowy, Federal Reserve

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Po obniżce wszystkie duże agencje oceniają rating Polski na A3/A-

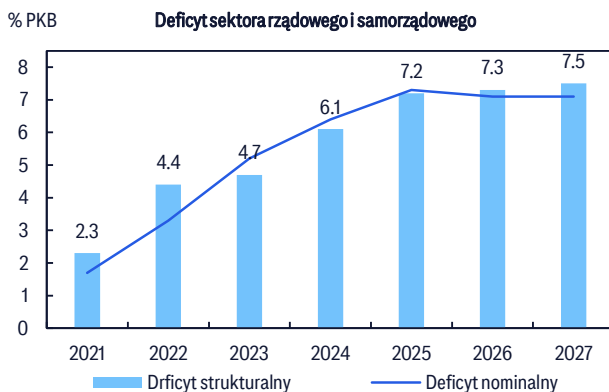


Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Agencja Moody's obniżyła rating długoterminowy Polski do poziomu A3 (z A2). Decyzja była zgodna z naszymi i najprawdopodobniej również rynkowymi oczekiwaniami, o czym świadczy fakt, że złoty praktycznie nie zareagował na te informacje. Po piątkowej decyzji wszystkie agencje oceniają rating Polski na tym samym poziomie (A-/A3).

- Obniżka ratingu była motywowana znacznym pogorszeniem się perspektyw fiskalnych. Naszym zdaniem chociaż decyzja Moody's może ożywić publiczną dyskusję na temat sytuacji budżetowej, trudno oczekiwać istotnych zmian w polityce fiskalnej przed wyborami. Kolejny przegląd ratingu jest zaplanowany na 6.11. – wówczas S&P może obniżyć perspektywę do negatywnej (zmiana ratingu wydaje się mniej prawdopodobna niż w przypadku Moody's, choć nie można jej wykluczyć).

Wykres 3. Deficyt strukturalny ma w przyszłym roku ponownie wzrosnąć

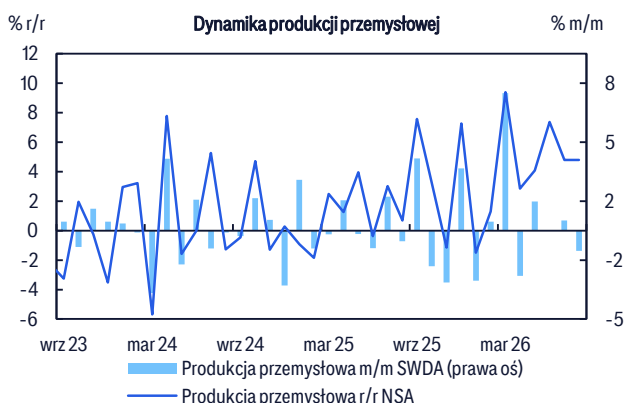


Źródło: Rada Fiskalna, Citi Handlowy

- Zaprezentowana w minionym tygodniu opinia Rady Fiskalnej do budżetu wskazuje na czynniki, które mogą przyczynić się do wyższego od planowanego deficytu w 2027 roku. Według Rady ryzyka legislacyjne, związane z „ubytkiem dochodów wskutek nieuchwalenia, zawetowania lub opóźnienia wejścia w życie rozwiązań uwzględnionych w projekcie budżetu” są szacowane na 15,2 mld zł. Dodatkowo wpływy z VAT mogą być przeszacowane, co kreuje ryzyko ubytku dodatkowych 6 mld zł.

- Materializacja powyższych dwóch czynników mogłaby dodać do przyszłorocznego deficytu sektora rządowego i samorządowego łącznie około 0,5% PKB (w stosunku do obecnego planu na poziomie 7,1% PKB). W sumie ocena Rady Fiskalnej wpisuje się w scenariusz szybko rosnącego długu, zarysowany również przez agencje ratingowe.

Wykres 4. Wzrost produkcji przemysłowej osłabł



Źródło: Citi Handlowy, GUS

- Produkcja przemysłowa wzrosła w sierpniu o 4,3% r/r, poniżej 4,8% odnotowanych w lipcu. Odczyt uplasował się wyraźnie poniżej naszych prognoz oraz konsensusu rynkowego (odpowiednio 7,0% r/r i 6,8% r/r). W ujęciu odsezonowanym produkcja spadła o 1,2% m/m, a niższa dynamika wzrostu została odnotowana w większości kategorii przetwórstwa przemysłowego. Pomimo negatywnego zaskoczenia w sierpniu, sektor przemysłowy pozostaje w trendzie wzrostowym, a od początku roku produkcja wzrosła o 3,5% r/r.

- Deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł 2419 mln EUR, co było zasadniczo zgodne z konsensem rynkowym (-2471 mln EUR) i nieco wyższe od naszej prognozy (-2632 mln EUR). Głębszy deficyt wynikał głównie z pogorszenia bilansu handlowego, a 12-miesięczny krocący deficyt na rachunku obrotów bieżących powiększył się z -1,0% PKB do -1,1% PKB.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
22 wrz WTOREK							
09:30	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VIII	4,3	6,3	3,9
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	VIII	--	--	11,3
14:00	HU	Decyzja MNB	%	IX	5,50	5,50	5,50
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt wstępny	pkt	IX	-17,0	-16,5	-15,5
23 wrz ŚRODA							
09:30	DE	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	IX	54,0	54,0	54,3
09:30	DE	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	IX	50,5	50,0	49,7
09:30	PL	Stopa bezrobocia	%	VIII	5,9	--	5,8
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	IX	53,0	52,7	52,7
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	IX	51,3	51,5	51,6
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	IX	54,4	53,5	53,9
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	IX	54,7	56,0	56,5
24 wrz CZWARTEK							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	IX	89,0	89,0	88,8
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	200	203	196
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	VIII	614	620	607
25 wrz PIĄTEK							
08:00	DE	Zaufanie konsumentów	pkt	X	--	-27,5	-26,6
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	VIII	0,1	-0,3	1,1
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	IX	--	47,5	47,8

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1038	1117	1174
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4156	4430
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27740	29857	31375
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	3.6	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, pieniądź 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	4.3	3.3
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	3.2	3.9
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	4.00	4.25
WIBOR3M (% koniec okresu)	0.21	2.54	7.02	5.88	5.84	3.99	4.19	4.44
Rentowność obligacji 10-letnich	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	5.95	5.00
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.72	3.79
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.72	3.77
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.32	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	-17.4	-22.3
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	-24.9	-29.0
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	390.9	424.3	435.2
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	406.1	449.2	464.2
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	46.0	46.7
Saldo dochodów	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-37.6	-39.8	-39.5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-7.3	-7.1	-7.2
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.8	-4.2	-4.2
Dług publiczny (polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	38.9	44.1	49.1	52.9	56.8

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 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 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.