

28 września 2026 | 5 stron

Citi Weekly

Szok paliwowy nie słabnie

• Choć trend wzrostowy cen ropy nieco wyhamował, obawy dotyczące przyszłych cen paliw nie słabną. W minionym tygodniu jednym z tematów, który wpływał na rynki FX oraz długu były informacje o możliwym wprowadzeniu przez Stany Zjednoczone ograniczeń na eksport diesla. Ruch ten miałby pomóc w ograniczeniu wzrostów cen na amerykańskim rynku, ale zwiększyłby presję na wzrosty cen w Europie. Naszym zdaniem jest to jeden z ważnych czynników ryzyka dla polskiej gospodarki.

• Na tle innych krajów UE, polska gospodarka wydaje się wyjątkowo dieslo-chłonna. Według naszych szacunków zużycie oleju napędowego w Polsce jest o ponad 70% wyższe niż średnio w UE oraz o niemal 30% wyższe niż w Czechach (w przeliczeniu na mln euro PKB). W praktyce oznacza to, że wzrost kosztów zakupu paliw może mieć w Polsce relatywnie dalej idące konsekwencje, prowadząc do obniżenia wyników firm transportowych i przeniesienia kosztów transportu na ceny innych usług i towarów.

• Wysokie ceny paliw mają silny wpływ na bieżące odczyty inflacji, tym bardziej, że niemal jedna trzecia paliw zużywanych przez gospodarstwa domowe to drożący wyjątkowo szybko olej napędowy. Według naszych szacunków już wrześniowy odczyt inflacji (publikowany 30.09) zapewne pokaże wzrost inflacji do około 4%. W IV kwartale inflacja prawdopodobnie przekroczy 4%, a w 2027 roku poziom 5% bynajmniej nie jest nieosiągalny. Oczywiście taki scenariusz wymagałby utrzymania cen paliw na bardzo wysokim poziomie, ale na razie nie widać przekonujących sygnałów zmiany trendu.

• Odpowiedź polityki gospodarczej na szok paliwowy nie jest łatwa. Z jednej strony rząd może próbować łagodzić ten szok poprzez obniżkę podatków na paliwa, ale przestrzeń fiskalna do podejmowania takich działań jest mniejsza niż w przeszłości i niższa niż w innych krajach regionu. Dlatego można przyjąć, że nawet w przypadku obniżenia VAT lub akcyzy na paliwa, inflacja pozostanie podwyższona. Jednocześnie realne stopy procentowe w Polsce należą do najniższych w regionie i wraz z wrześniowym odczytem CPI zapewne staną się ujemne.

• Utwierdza to nas w przekonaniu, że z czasem przybędzie argumentów za podwyżkami stóp procentowych. Trudno bowiem będzie RPP zignorować wiele miesięcy utrzymywania się inflacji w przedziale 4-5% przy jednocześnie ujemnych stopach realnych, a to wszystko w sytuacji gdy inne banki centralne podnoszą stopy. Nasz bazowy scenariusz zakłada 2-3 podwyżki w ciągu najbliższych sześciu miesięcy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

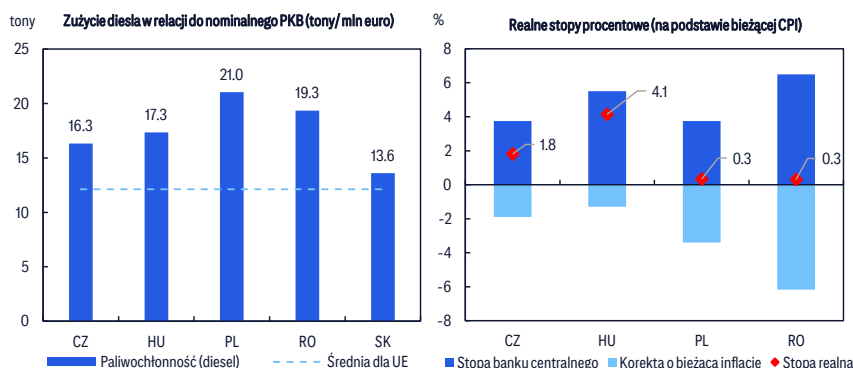
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

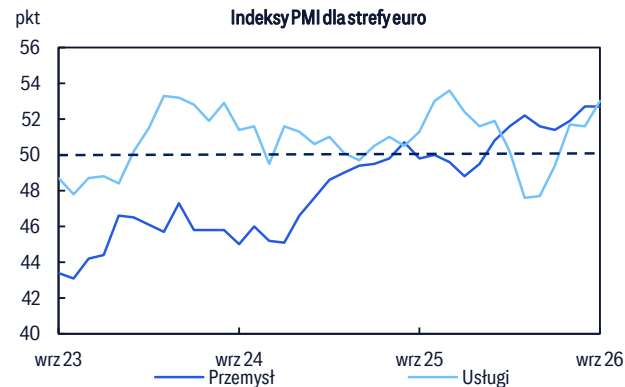
Wykres 1. Polska gospodarka pozostaje wystawiona na szok na rynku diesla, a bank centralny może ostatecznie podnieść stopy



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Eurostat, Bloomberg

Tydzień w wykresach

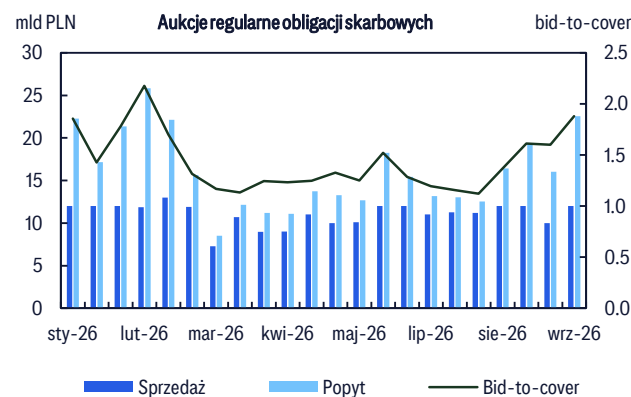
Wykres 2. Wrześniowe PMI z jastrzębim wydźwiękiem



Źródło: S&P Global, Citi Handlowy

- Najnowsze dane ze strefy euro potwierdzają utrzymującą się odporność gospodarki pomimo narastających czynników ryzyka. Wstępny PMI dla przemysłu pozostał we wrześniu bez zmian na poziomie 52,7 pkt (konsensus: 52,6 pkt), wskazując na dalszą ekspansję sektora. Jednocześnie PMI dla usług wzrósł wyraźnie do 53,0 pkt z 51,6 pkt w sierpniu, znacząco przebijając oczekiwania analityków (51,5 pkt). Pozytywny obraz koniunktury uzupełnił niemiecki indeks Ifo, który wzrósł do 89,9 pkt, osiągając najwyższy poziom od 2023 r.
- Wrześniowe dane potwierdzają poprawę aktywności w strefie euro, obejmującą zarówno przemysł, jak i usługi. W połączeniu z utrzymującą się presją cenową, taki zestaw odczytów wspiera bardziej restrykcyjne nastawienie EBC.

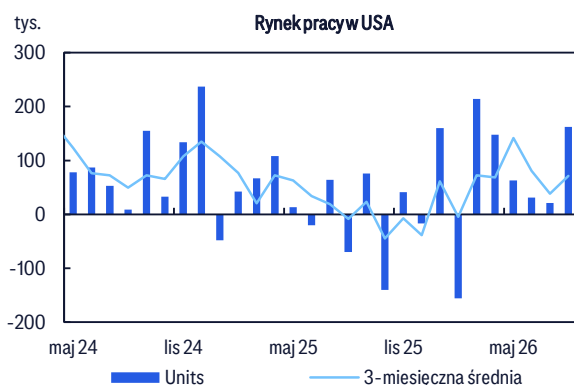
Wykres 3. Obniżka ratingu nie wystraszyła inwestorów



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

- Obniżka ratingu polskiego długu przez agencję Moody's rodziła obawy o spadek popytu na polskie obligacje skarbowe oraz wzrost rentowności polskich obligacji. O ile ze wzrostem rentowności obligacji skarbowych mieliśmy do czynienia, to naszym zdaniem wynika on głównie z oczekiwań wobec kształtu stóp procentowych w przyszłości oraz bieżących notowań surowców energetycznych, gdzie w ostatnim czasie zależność zmian na rynku długu jest szczególnie silna.
- Z kolei patrząc na wynik ostatniej aukcji obligacji skarbowych, ciężko mówić o braku zainteresowania polskim długiem. Na aukcji Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za blisko 12 mld PLN, przy popycie 22,5 mld PLN co przekłada się na wskaźnik *bid-to-cover* na poziomie 1,88, co stanowi drugi najwyższy wynik na tegorocznych aukcjach i jest zdecydowanie wyższy od średniej z całego roku wynoszącej 1,45.

Wykres 4. Czy wrześniowe dane przybliżą październikową podwyżkę?



Źródło: Haver Analytics, Citi Handlowy

- W piątek poznamy dane z amerykańskiego rynku pracy. Prognozujemy, że we wrześniu wzrost zatrudnienia poza rolnictwem spowolnił do 85 tys. (konsensus: 100 tys.), po zaskakująco silnym odczycie z sierpnia (162 tys.). Ostatni wynik mógł być jednak efektem wyjątkowo korzystnego dostosowania sezonowego, dlatego spodziewamy się pewnego odreagowania, które może znaleźć odzwierciedlenie w rewizji poprzedniego odczytu lub słabszych danych w kolejnych miesiącach. Jednocześnie prognozujemy wzrost stopy bezrobocia do 4,2% (konsensus: 4,1%) z 4,1% miesiąc wcześniej.
- Dopełnieniem obrazu będą środowe dane o sierpniowej inflacji PCE. Oczekujemy spadku bazowego wskaźnika z 3,3% r/r do 3,1% r/r, w dużej mierze za sprawą rewizji danych historycznych. Jednocześnie miesięczna dynamika cen powinna pozostać wysoka (0,3%). W takim otoczeniu ewentualna pozytywna niespodzianka z rynku pracy ograniczałaby argumenty za odłożeniem kolejnego ruchu, przybliżając perspektywę podwyżki już na październikowym posiedzeniu.

Kalendarz ekonomiczny

Godz, Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
29 wrz WTOREK							
11:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt finalny	pkt	IX	-16,5	-16,2	-16,5
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	IX	87,7	90,0	89,4
16:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	mln	VIII	7,380	7,225	7,271
30 wrz ŚRODA							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VIII	--	--	-3,4
08:30	HU	Inflacja PPI	% r/r	VIII	--	--	1
09:00	CZ	Rewizja PKB	% r/r	Q2	1,9	--	2,2
09:30	PL	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	IX	4,0	4,1	3,4
14:00	DE	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	IX	3,1	3,1	2,9
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	VIII	0,5	0,4	0,4
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	VIII	0,7	0,9	0,2
14:30	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	VIII	0,3	0,3	0,2
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	VIII	0,3	0,4	0,2
14:30	USA	PKB - odczyt finalny	% kw/kw	Q2	--	1,6	1,5
1 paź CZWARTEK							
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	IX	--	--	48,3
09:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	IX	--	--	51,3
09:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	IX	--	53,9	54,1
09:55	DE	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	IX	--	53,8	53,8
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	IX	--	52,7	52,7
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	203	--	197
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	IX	--	--	57,0
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	IX	55,2	55,0	54,6
2 paź PIĄTEK							
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt wstępny	% r/r	IX	3,7	3,6	3,2
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	IX	85	100	162
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	IX	4,2	4,1	4,1
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	IX	0,2	0,3	0,3
16:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	VIII	--	--	0,9

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1038	1099	1164
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4156	4430
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27740	29388	31111
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, pieniądź i kredyt								
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	3.81	3.81
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.78	3.81
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	4.32	4.30
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	14.4	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-8.9	-17.1	-22.1
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 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 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.