

22 września 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Drugie ostrzeżenie

- Agencje ratingowe z coraz większą uwagą przyglądają się sytuacji budżetowej w kraju. Po decyzji Fitch sprzed kilku tygodni, w ostatni piątek również agencja Moody's postanowiła obniżyć perspektywę ratingu Polski ze stabilnej na negatywną. Sam rating pozostał na razie bez zmian (A2 dla zadłużenia w walucie obcej), jednak agencja Moody's podkreśliła, że rating może zostać obniżony, „jeśli wzrośnie obciążenie długiem publicznym”, co stanie się „jeśli rząd nie będzie w stanie powstrzymać lub zrównoważyć presji wydatkowej w ciągu najbliższych kilku lat” (PAP, 19.09).

- Agencje ratingowe oceniają poszczególne kraje pod względem wiarygodności kredytowej, w tym zdolności do spłaty i obsługi zadłużenia. Oceny te zazwyczaj są przyznawane na skali literowej gdzie potrójne A oznacza najwyższy wynik, a Baa3 w przypadku Moody's (oraz BBB- w przypadku Fitch/S&P) oznaczają najniższy wynik uznawany wciąż za rating inwestycyjny. Ocena wiarygodności Polski znajduje się w połowie tego przedziału, 4-5 stopni powyżej poziomu nie-inwestycyjnego, co nawet w przypadku obniżki ratingi daje relatywnie duży bufor bezpieczeństwa.

- Spośród trzech największych agencji ratingowych na 7 listopada swój przegląd planuje S&P i również w tym przypadku prawdopodobnie może dojść do obniżenia perspektywy. Jeżeli chodzi o zmiany ratingu, to jak pokazuje historia ostatnich lat agencje zbyttno się z nimi nie spieszyły. Na przykład Moody's utrzymuje swój rating od końca 2002, a S&P od 2018 roku. Ta relatywna stabilność była związana z dobrą kondycją finansów publicznych, a w szczególności z niskim poziomem długu. Wydarzenia ostatnich czterech lat spowodowały jednak, że obecnie krajowe perspektywy fiskalne są obiektywnie gorsze i obniżka ratingu staje się prawdopodobnym scenariuszem. Wiosenny przegląd ratingu może być pierwszą okazją do takich działań, ale naszym zdaniem agencje mogą chcieć poczekać na projekt budżetu na 2027 rok. Oznaczałoby to, że w przypadku braku zauważalnych działań fiskalnych (redukcja wydatków lub podwyżka podatków) obniżki ratingu mogłyby nastąpić pod koniec przyszłego roku.

- Z punktu widzenia rynkowego decyzje agencji ratingowych nie są szczególnym zaskoczeniem, ponieważ stanowią reakcję na już znane dane. Niemniej faktem stało się znaczne pogorszenie ścieżki fiskalnej, które z czasem będzie zmniejszać przestrzeń do działania polityki gospodarczej, ograniczając możliwość odpowiedzi fiskalnej na szoki (vide przykład Węgier). Ten fakt może z czasem zaważyć na apetycie zagranicznych inwestorów na polski dług.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

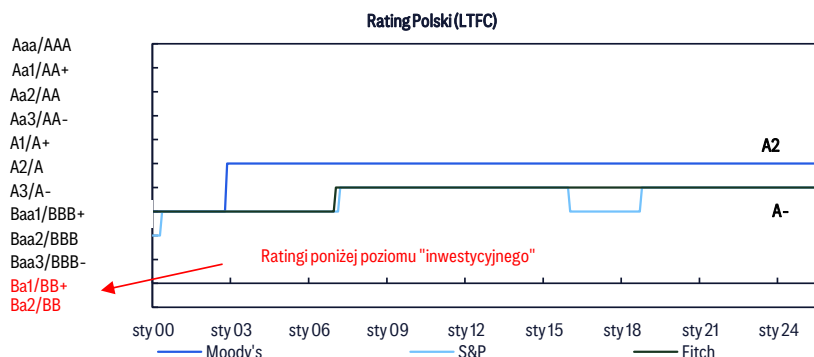
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

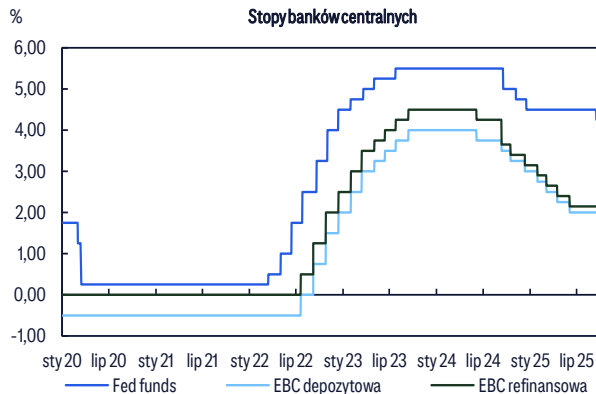
anastazja.nagorka@citi.com

Wykres 1. Rating polski pozostaje bezpieczne 4-5 stopni powyżej ratingu nie-inwestycyjnego

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Fed z długo wyczekiwaną obniżką

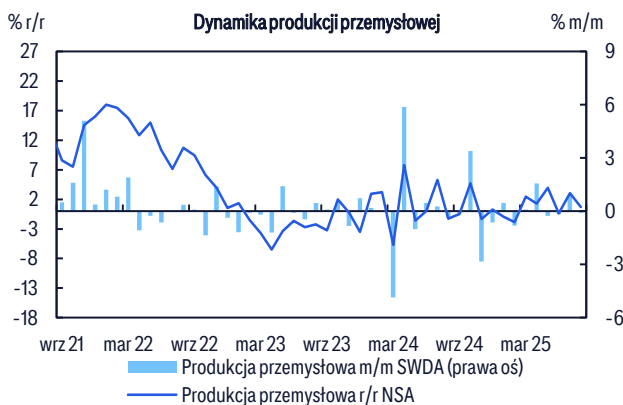


Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Zgodnie z oczekiwaniami Fed obniżył stopy procentowe o 25 pb do przedziału 4,00-4,25%, co stanowi pierwszą obniżkę od grudnia 2024 r. Podczas konferencji Prezes Fedu zwrócił szczególną uwagę na rosnące ryzyka dla zatrudnienia, zaznaczając, że osłabienie rynku pracy wynika nie tylko z podaży, ale także słabszego popytu, czego odzwierciedleniem jest ponowny wzrost stopy bezrobocia. Pomimo większego skupienia Fedu na rynku pracy, inflacja wciąż pozostaje podwyższona. Powell podkreślił jednak, że ostatnie wyższe odczyty wynikały głównie ze wzrostu cen dóbr, a nie usług, natomiast wpływ cen na ceny okazał się słabszy niż zakładano.

- Zaktualizowany „dot plot” wskazuje na dalsze cięcia o 25 pb w październiku i grudniu. W połączeniu z komentarzami Powella wzmacnia to nasze oczekiwania na obniżki po 25 pb na czterech kolejnych spotkaniach, co sprowadziłoby docelowy przedział stóp do poziomu 3,00-3,25%.

Wykres 3. Wzrost przemysłu powyżej oczekiwań, ale bez rewelacji

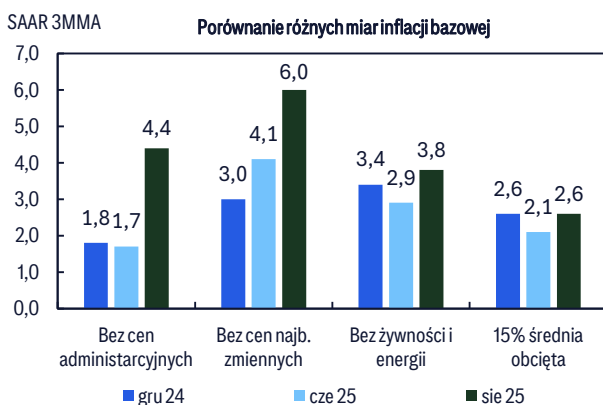


Źródło: GUS, Citi Handlowy

- Produkcja przemysłowa w sierpniu zwiększyła się o 0,7% r/r wobec 2,9% r/r w lipcu, przewyższając oczekiwania rynkowe i naszą prognozę na poziomie odpowiednio 0,2% i 0,1% r/r. W miesięcznym i odsezonowanym ujęciu produkcja zmniejszyła się o 0,1%. Kluczowym wsparciem dla przemysłu pozostawały dobra inwestycyjne, podczas gdy pozostałe segmenty charakteryzowały się bardziej zróżnicowaną dynamiką.

- Pomimo lepszego od oczekiwań wyniku za lipiec, dane nie sygnalizują wyraźnej poprawy kondycji polskiego przemysłu. Potwierdza to również odczyt wskaźnika PMI za sierpień, który pomimo wzrostu względem lipca nadal pozostaje poniżej granicy 50 pkt (46,6 pkt). Całościowy obraz sugeruje, że aktywność w przemyśle pozostaje ograniczona, a perspektywy wyraźniejszego odbicia pozostają niepewne.

Wykres 4. Inflacja bazowa pod znakiem zapytania dla dalszych cięć



Źródło: NBP, Citi Handlowy

- W sierpniu inflacja bazowa ukształtowała się na poziomie 3,2% r/r wobec 3,3% r/r w lipcu. Odczyt okazał się wyższy od oczekiwań rynkowych i naszej prognozy. Co więcej, impet inflacji bazowej w ostatnich miesiącach wyraźnie przyspieszył, a wszystkie cztery miary inflacji bazowej monitorowane przez NBP znajdują się obecnie wyżej niż w momencie rozpoczęcia cyklu obniżek stóp w maju 2025 r. (dane anualizowane).

- Naszym zdaniem zmienność danych o inflacji bazowej skłania do ostrożnej interpretacji, jednak mogą być one traktowane jako sygnał sprzyjający wolniejszemu tempu luzowania polityki pieniężnej. Scenariusz ten byłby również spójny z ostatnią jastrzębią komunikacją ze strony RPP, która w naszej ocenie może wstrzymać się z kolejnymi cięciami do listopada.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
22 wrz PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	VIII	--	11,1	10,8
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt wstępny	pkt	IX	-16,0	-15,0	-15,5
23 wrz WTOREK							
09:30	DE	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	IX	50,0	50,0	49,8
09:30	DE	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	IX	49,7	49,5	49,3
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	IX	50,4	50,8	50,7
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	IX	50,1	50,5	50,5
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	VIII	--	5,5	5,4
14:00	HU	Decyzja MNB	%	IX	6,50	6,50	6,50
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	IX	52,4	--	53,0
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	IX	53,7	--	54,5
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	VIII	3.960	3.980	4.010
24 wrz ŚRODA							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	IX	89,2	89,4	89,0
14:30	CZ	Decyzja CNB	%	IX	3,50	3,50	3,50
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	VIII	6.590	6.550	6.520
25 wrz CZWARTEK							
08:00	DE	Zaufanie konsumentów	pkt	X	--	-23	-23,6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	231	--	231
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	VIII	1,9	-0,5	-2,8
26 wrz PIĄTEK							
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	VIII	0,4	0,3	0,4
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	VIII	0,6	0,4	0,5
14:30	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	VIII	0,2	0,2	0,3
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	VIII	0,2	0,3	0,2
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	IX	--	55,4	55,4

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

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	690	697	813	915	1067	1118
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3899	4160
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	28528	29889
Populacja (mln)	38.4	38.1	37.9	37.8	37.6	37.5	37.4	37.4
Stopa bezrobocia (%)	5.2	6.8	5.8	5.2	5.1	5.1	5.3	5.1
Aktywność ekonomiczna	596	600	690	697	813	915	1060	1130
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.1	2.9	3.7	3.7
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.7	-2.2	5.0	4.1
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.3	3.5	3.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	3.1	3.6	3.5
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	3.8	5.8
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.2	3.9	5.6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.8	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.7	2.3
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	7.9	6.1
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4.7	4.7	5.3	1.2	-0.3	3.3	6.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1.50	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	4.50	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.51	3.88
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.10	4.60
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	3.61	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.65	3.72
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.25	4.27
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.23	4.26
Bilans płatniczy (mld USD)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.9	2.3
Rachunek bieżący	-1.6	16.9	-10.1	-17.6	13.7	3.4	-2.6	-1.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.8	-1.5	-2.5	1.7	0.4	-0.2	-0.1
Saldo handlu zagranicznego	-5.5	9.2	-10.4	-26.9	7.3	1.7	-2.3	-1.5
Eksport	276.1	287.6	368.4	357.0	390.7	402.6	453.0	480.4
Import	281.6	278.4	378.8	383.9	383.5	400.9	455.3	481.9
Saldo usług	30.2	29.9	37.5	40.4	46.4	47.3	51.4	56.1
Saldo dochodów	-27.9	-26.0	-36.6	-28.7	-36.9	-42.0	-47.2	-50.9
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.7	-6.9	-1.7	-3.4	-5.3	-6.6	-6.2	-5.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-3.6	-2.9
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	47.4	50.7

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.