

19 stycznia 2026 | 5 stron

Citi Weekly

Dwugłos w banku centralnym

- Bez większych zaskoczeń w minionym tygodniu Rada Polityki Pieniężnej postanowiła pozostawić stopy procentowe bez zmian, utrzymując tym samym stopę referencyjną na poziomie 4%. Oficjalny komunikat opublikowany przez RPP nie przyniósł nowych sygnałów, a wypowiedzi samego prezesa NBP były utrzymane w wyważonym tonie. Szef banku centralnego powtórzył swoje dotychczasowe stanowisko, podkreślając, że stopy procentowe są bliskie docelowego poziomu, który w ocenie A. Głapińskiego może kształtować się w okolicach 3,5%.

- Choć ton prezesa NBP nie uległ znacznej zmianie w stosunku do grudnia, warto odnotować, że sami członkowie RPP w swoich wypowiedziach wydają się mimo wszystko bardziej „gołębi”. Po pierwsze, Henryk Wnorowski zasygnalizował, że do kolejnej obniżki może dojść w marcu, a docelowo stopy mogą spaść poniżej 3,5% (Biznes24 TV, 16/01). Po drugie, Ludwik Kotecki dopuścił możliwość obniżki już w lutym i przyznał, że „perspektywy inflacji są coraz bardziej optymistyczne” (Bloomberg, 16/01). W sumie wypowiedzi przedstawicieli RPP nie różnią się fundamentalnie od tego, co sygnalizował szef NBP, jednak wydają się zdecydowanie inaczej rozkładać akcenty, podkreślając większą przestrzeń do obniżek.

- Jak już kilkakrotnie sygnalizowaliśmy w naszych raportach, pierwsze połowa roku zapewne minie pod znakiem znacznie niższej inflacji niż NBP zakładał w swoich projekcjach. Nie wykluczamy spadku CPI nawet poniżej 2% w trakcie pierwszej połowy roku. Mniej jasne dla nas jest jednak to, na ile trend spadkowy utrzyma się w nieco dłuższym horyzoncie. Obecny niski poziom inflacji to konsekwencja stóp procentowych sprzed ponad roku, kiedy utrzymywane były one na poziomie zbliżonym do 6%. Przyszła sytuacja wygląda jednak już mniej korzystnie z punktu widzenia inflacji. Przy stopach procentowych już wkrótce poniżej 4%, trwającym silnym ożywieniu gospodarczym oraz braku zacieśnienia fiskalnego, spadkowy trend CPI może zostać odwrócony w drugiej połowie roku. Na razie jednak ta perspektywa wydaje się nie być wystarczająco klarowna, aby wpływać na decyzje RPP.

- W sumie wydaje się więc, że przez najbliższej miesiące inflacja będzie kształtować się na tyle nisko, że temat obniżek zapewne będzie wielokrotnie dyskutowany. Nasz scenariusz zakłada, że do kolejnego cięcia dojdzie dopiero w marcu, gdy RPP otrzyma nową projekcję inflacyjną i będzie miała więcej szczegółów na temat struktury inflacji (na lutowym posiedzeniu Rada nie będzie jeszcze znała styczniowego CPI). Niemniej ton wypowiedzi członków RPP ewoluuje w takim kierunku, że cięcia w lutym nie można zupełnie wykluczyć.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

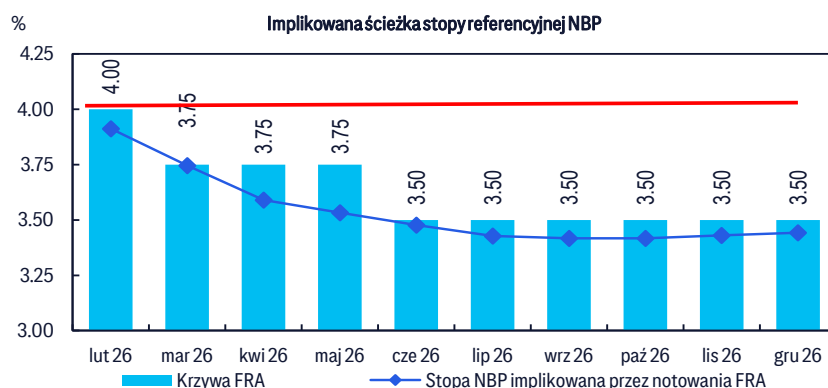
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

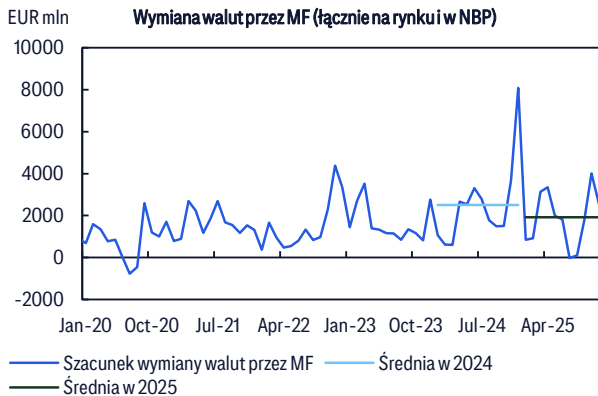
Wykres 1. RPP jeszcze nie zakończyła obniżek stóp procentowych



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

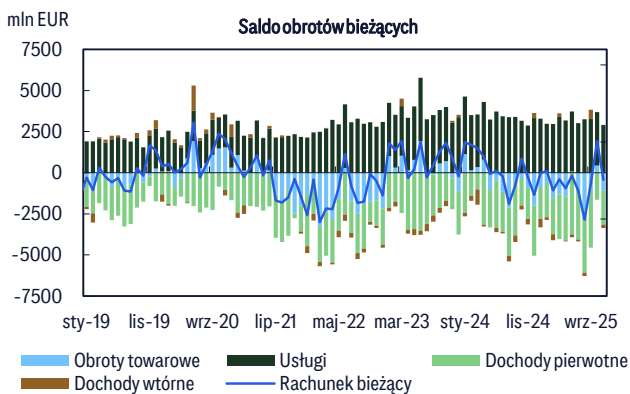
Wykres 2. Skala wymiany walut przez MF przyspieszyła pod koniec roku



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

- W grudniu stan środków pieniężnych w walutach obcych na rachunku Ministerstwa Finansów wzrósł do 9,3 mld EUR wobec 4,9 mld EUR a październiku. Za tym wzrostem stał przede wszystkim napływ środków z unijnych z tytułu KPO w kwocie 6,2 mld EUR.
- Nasz szacunek wskazuje, że w grudniu MF wymieniło blisko 2,6 mld EUR z całości posiadanych środków w walutach obcych. W całym 2025 roku wymiana środków w walutach obcych wyniosła (na podstawie naszych obliczeń) 23,1 mld EUR wobec 30,2 mld EUR w 2024 roku. Warto zaznaczyć, że wymiana walut wzrosła pod koniec ubiegłego roku, gdyż średnia wymiana w IV kw. była blisko dwa razy wyższa niż w okresie od I kw. do III kw. (średnio 3 mld EUR wobec 1,5 mld EUR). Oczekujemy, że wymiana walut w bieżącym roku może utrzymać się na podwyższonym poziomie w związku z dużym planowanym napływem środków z UE.

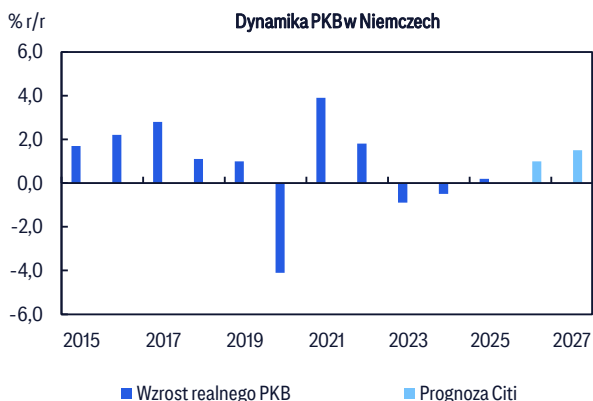
Wykres 3. Rachunek bieżący ponownie na minusie



Źródło: NBP, Citi Handlowy

- W listopadzie saldo rachunku bieżącego wróciło do deficytu i wyniosło -460 mln euro wobec nadwyżki w wysokości 2053 mln euro w październiku. Deficyt odnotowano także w przypadku salda obrotów towarowych, który wyniósł 1087 mln euro. Choć eksport nadal rósł (2,7% r/r), jego dynamika w porównaniu z dwoma poprzednimi miesiącami osłabła. Z kolei import wzrósł o 3,1% r/r.
- Według komentarza NBP w większości głównych kategorii nastąpiło wyhamowanie wzrostu eksportu lub pogłębienie spadków. Szczególnie zwiększyła się tendencja spadkowa w eksporcie środków transportu oraz ich części, co potwierdziło utrzymującą się słabość europejskiego sektora motoryzacyjnego. Jednocześnie spadki objęły także większość kategorii importu. Listopadowe dane uwiarydliły rosnącą presję konkurencyjną ze strony Chin, co najprawdopodobniej przyczyniło się do odnotowanego spadku cen importowanych dóbr konsumpcyjnych.

Wykres 4. Na granicy wzrostu



Źródło: Statistisches Bundesamt, Citi Handlowy

- Po dwóch latach recesji, w 2025 r. niemiecka gospodarka odnotowała wzrost PKB na poziomie 0,2%.
- Struktura PKB Niemiec nie napawa jednak optymizmem. Choć popyt krajowy wspierał wzrost, w dużej mierze był on napędzany wydatkami publicznymi związanymi z ochroną zdrowia, a nie inwestycjami zwiększającymi potencjał gospodarki. Przy dalszym kurczeniu się eksportu i produkcji przemysłowej ogranicza to perspektywę trwałego ożywienia.
- Z drugiej strony planowane inwestycje państwa w infrastrukturę powinny poprawić koniunkturę w bieżącym roku, co w naszej ocenie może przełożyć się na wzrost PKB na poziomie 1,0%. Pozostaje jednak pytanie czy sam impuls fiskalny wystarczy do rozwiązania problemów strukturalnych kraju.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
20 sty WTOREK							
08:00	DE	Inflacja PPI	% m/m	I	--	-0,1	0,0
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	I	48,8	49,0	45,8
22 sty CZWARTEK							
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	XII	-0,7	-0,7	-0,8
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	XII	3,4	2,8	-1,1
10:00	PL	Inflacja PPI	% r/r	XII	--	-2,2	-2,4
10:00	PL	Płace	% r/r	XII	7,2	6,9	7,1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	206	--	198
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	XI	0,5	0,4	--
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	XI	0,5	0,5	--
14:30	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	XI	0,2	--	0,2
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	XI	0,2	--	0,3
14:30	USA	PKB - odczyt finalny	% kw/kw	Q3	--	--	--
23 sty PIĄTEK							
09:30	DE	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	I	47,5	47,7	47,0
09:30	DE	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	I	52,7	52,5	52,7
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	I	49,5	49,2	48,8
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	I	53,1	52,6	52,4
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	I	51,8	--	51,8
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	I	52,6	--	52,5
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	I	--	--	--

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

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1041	1116	1170
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3904	4179	4416
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27826	29830	31275
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	5.8	5.4	5.3
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	3.5	4.0	3.1
Inwestycje (% r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	3.0	7.8	0.6
Spożycie ogółem (% r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	3.8	3.6	3.0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	4.1	3.6	2.9
Eksport (% r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	3.2	6.0	5.8
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	4.7	5.9	5.5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	2.5	2.8
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	2.0	2.7
Płace nominalne (% r/r)	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.2	5.7	5.5
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	2.51	7.02	5.88	5.82	4.04	3.88	3.88
Rentowność obligacji 10-letnich	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	4.65	4.85
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.80	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.74	3.77
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.21	4.25
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.20	4.23
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	-9.8	-17.6	-22.5
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	-17.5	-26.0	-30.7
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	394.7	406.6	424.7
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	412.2	432.6	455.3
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.6	43.9	45.3
Saldo dochodów	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-36.4	-36.2	-36.5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-6.8	-6.1	-5.9
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.2	-3.3	-2.9
Dług publiczny (polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	48.7	51.5	54.6

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 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.