

26 stycznia 2026 | 5 stron

Citi Weekly

Mocne dane z końcówki roku

- 2025 rok zakończył się solidnymi wynikami ze strefy realnej, przynosząc jednocześnie kilka niespodzianek w grudniowych odczytach.

- Dużym zaskoczeniem okazała się produkcja przemysłowa, która wzrosła w grudniu o 7,3% r/r wobec spadku o 1,1% r/r w listopadzie, znacznie przewyższając zarówno oczekiwania rynkowe (2,9% r/r) oraz naszą prognozę (3,4% r/r). W całym 2025 roku produkcja sprzedana przemysłu była o 3,0 % wyższa niż rok wcześniej, co stanowi pozytywny sygnał dla sektora, który w ostatnich latach pozostawał pod presją. Nadzieje na dalszą poprawę koniunktury wspiera planowany wzrost inwestycji związany z napływem środków z KPO, a także oczekiwane ożywienie w niemieckim przemyśle. Jednocześnie pozostaje pytanie o trwałość obserwowanej poprawy, gdyż sam grudniowy wynik mógł mieć charakter jednorazowy, wynikający z przyspieszonego wykorzystania środków unijnych.

- Zaskoczeniem okazał się także wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, który w grudniu przyspieszył do 8,6% r/r wobec 7,1% r/r w listopadzie, przewyższając oczekiwania (konsensus: 6,9%, Citi: 7,2%). Choć na pierwszy rzut oka tak wysoki odczyt może sugerować powrót presji płacowej, w naszej ocenie nie powinien być on interpretowany jako sygnał trwałej zmiany trendu. Grudniowe dane są tradycyjnie obciążone podwyższoną zmiennością. W sześciu ostatnich grudniowych danych skala zaskoczenia była wyraźnie podwyższona, a w pięciu przypadkach przekroczyła 1,5 pp., co na tle pozostałych miesięcy stanowi duże odchylenie. Według nas w dużej mierze wynika to z nieregularnych wypłat premii i bonusów rocznych, które wynikają z bieżących decyzji firm, a nie wpływają na poziom płac w dłuższym terminie.

- Sprzedaż detaliczna również zaliczyła mocny koniec roku rosnąc o 5,3% r/r wobec 3,1% w listopadzie. Skala zaskoczenia była w tym wypadku zdecydowanie mniejsza (konsensus: 5,2%, Citi: 4,7%), jednak biorąc pod uwagę te odczyty, nasz szacunek oparty o bieżące publikacje daje podstawy do oczekiwań, że PKB w IV kw. rośnie o okolicach 4%. Zakładamy, że publikowany w tym tygodniu szacunek wzrostu PKB w całym 2025 roku wyniósł 3,5%, jednak biorąc pod uwagę ostatnie publikacje, ryzyka skierowane są w górę.

- Uważamy, że pomimo solidnych odczytów świadczących o wysokiej aktywności gospodarczej, otrzymane dane nie przeważają nad obserwowanym spowolnieniem inflacji w perspektywie decyzji RPP. W naszej ocenie w bieżącym roku RPP zdecyduje się na co najmniej dwie obniżki stóp procentowych, a kolejna będzie miała miejsce już w lutym.

Wykres 1. Wzrost PKB przyspieszył pod koniec ubiegłego roku



Źródło: Citi Handlowy, GUS

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

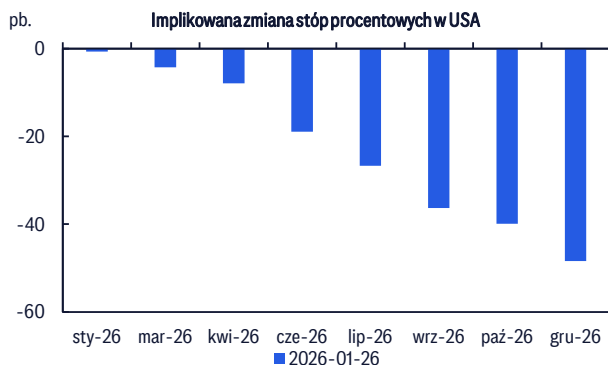
arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Styczeń z pauzą Fed



Źródło: Citi Handlowy, LSEG

- Spodziewamy się, że podczas śródnego posiedzenia FOMC utrzyma stopę funduszy federalnych w obecnym przedziale 3,50–3,75%.
- Ostatnie dane z rynku pracy pozostają relatywnie solidne. Stopa bezrobocia w grudniu obniżyła się względem listopada, liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych spadła, a wydatki konsumentów utrzymują się powyżej oczekiwań. Jednocześnie inflacja bazowa wykazuje oznaki dalszego hamowania, choć członkowie Fed zachowują najprawdopodobniej ostrożność w interpretacji danych zaburzonych przez shutdown administracji federalnej.
- W naszej ocenie presja inflacyjna powinna nadal słabnąć przy dalszym schładzaniu na rynku pracy, prowadząc do wznowienia obniżek w dalszej części roku. Jednocześnie oczekujemy, że Fed utrzyma podejście uzależnione od napływających danych, podejmując decyzje z posiedzenia na posiedzenie.

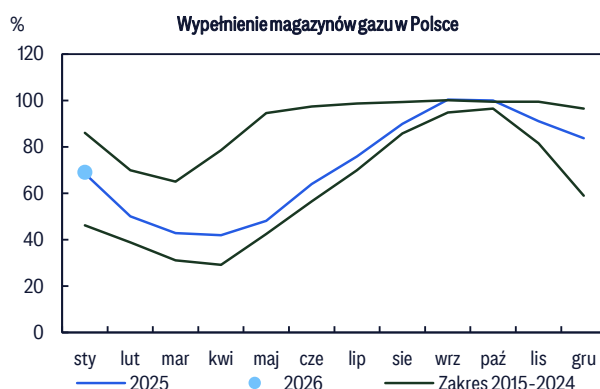
Wykres 3. Kolejny tydzień geopolitycznych zwrotów



Źródło: Haver Analytics, Citi Handlowy

- Miniony tydzień upłynął pod znakiem zwiększonej niepewności wokół relacji handlowych między Stanami Zjednoczonymi a Unią Europejską. Na początku tygodnia media obiegała informacja o planowanym nałożeniu dodatkowych 10% ceł na wybrane kraje europejskie przez administrację USA, na co Unia zareagowała wstrzymaniem prac nad kluczową umową handlową. Niemniej już w środę groźby celne zostały odwołane, a prezydent Trump przedstawił propozycję porozumienia w sprawie Grenlandii, co doprowadziło do częściowego, choć tymczasowego wygaszenia napięć.
- Rynki finansowe pozostają jednak wrażliwe na tego typu sygnały. Wypowiedzi prezydenta Trumpa dotyczące dodatkowych ceł przełożyły się na wahania na rynku stopy procentowej. Niemieckie obligacje uważane za bezpieczną przystań, podlegały krótkoterminowym zmianom, odzwierciedlając nastawienie inwestorów. Impulsy geopolityczne w ostatnim czasie zwiększają zmienność rynkową, jednak wobec braku konkretnych decyzji politycznych, ruchy te są szybko korygowane.

Wykres 4. Stan magazynów gazu w Polsce nie budzi obaw



Źródło: Citi Handlowy, LSEG

- Niskie temperatury notowane na początku tego roku mogą rodzić obawy o stan napełnienia magazynów gazu, zwłaszcza biorąc pod uwagę prognozy wskazujące na utrzymanie się mroźnej zimy. Dane pokazują jednak, że pod koniec zeszłego roku jak i na początku bieżącego, magazyny gazu w Polsce wypełnione są (prawie 70%) zdecydowanie powyżej wartości minimalnych z ostatnich dziesięciu lat i znajdują się nawet nieco powyżej średnich poziomów historycznych.
- Gorzej sytuacja prezentuje się w głównych gospodarkach UE, gdyż w Niemczech magazyny wypełnione są w zaledwie 37% (ponad 20pp niżej niż średnio), a we Francji w 36% (10pp poniżej średniej). Utrzymanie się niskich temperatur wywiera wpływ na ceny gazu, które od końca ubiegłego roku wzrosły o blisko 40%.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
26 sty PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	XII	--	--	10,6
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	XI	5,4	3,0	-2,2
27 sty WTOREK							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	XII	--	--	5,6
14:00	HU	Decyzja MNB	%	I	6,50	--	6,50
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	I	91,9	90,1	89,1
28 sty ŚRODA							
08:00	DE	Zaufanie konsumentów	pkt	II	--	-26,0	-26,9
20:00	USA	Decyzja Fed	%	28 sty	3,50-3,75	--	3,50-3,75
29 sty CZWARTEK							
08:30	HU	Inflacja PPI	% r/r	XII	--	--	-2,7
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	212	--	200
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	XI	-35,6	-44,6	-29,4
16:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	XI	--	--	-1,3
30 sty PIĄTEK							
08:30	HU	PKB - odczyt wstępny	% r/r	Q4	1,1	0,8	0,6
09:00	CZ	PKB - odczyt wstępny	% r/r	Q4	2,3	--	2,8
10:00	DE	PKB - odczyt wstępny	% kw/kw	Q4	0,3	0,2	0,0
10:00	PL	PKB w ujęciu rocznym	% r/r	2025	3,5	--	2,9
11:00	EUR	PKB - odczyt wstępny	% kw/kw	Q4	0,4	0,2	0,3
14:00	DE	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	I	1,8	2,0	2,0
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	XII	0,2	0,2	0,2
14:30	USA	Inflacja PPI bazowa	% m/m	XII	0,3	0,2	0,0

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	3.50	3.50
WIBOR3M (% koniec okresu)	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.04	3.63	3.63
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 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.