

5 stycznia 2026 | 6 stron

Citi Weekly

Dobry rok

- Rozpoczynający się rok zapowiada się dobrze pod względem gospodarczym. Opublikowane w styczniu wyniki ankiety makroekonomicznej NBP wskazują, że ekonomiści spodziewają się, że w całym 2026 roku wzrost gospodarczy wyniesie około 3,6%, a więc będzie nieco wyższy niż w roku minionym. Jest to co prawda relatywnie wysoki wynik, jednak widzimy szansę na jeszcze silniejszy wzrost, prawdopodobnie sięgający około 4%.
- Ożywienie, które zarysowało się w trakcie 2025 roku najprawdopodobniej nabierze tempa w najbliższych kwartałach dzięki zarówno silniejszym inwestycjom, jak i poprawie w eksporcie. O ile ten pierwszy czynnik (krajowe inwestycje) jest powszechnie oczekiwany, naszym zdaniem istnieje pewna przestrzeń do pozytywnych niespodzianek w przypadku popytu zewnętrznego. Od października dane napływające ze strefy euro pozytywnie zaskakują, co uwidacznia się w pozytywnych odczytach indeksu niespodzianek ekonomicznych Citi (wykres 1). Do tego dochodzi perspektywa pozytywnego impulsu związanego z mniej restrykcyjną polityką budżetową w Niemczech. Nie liczymy z tego tytułu na silny impuls, jednak trudno przecenić fakt, że po raz pierwszy od lat *policy mix* w największej europejskiej gospodarce będzie bardziej pro-wzrostowe.
- Z punktu widzenia gospodarstw domowych pozytywnym sygnałem jest również to, że inflacja spadła już do niskich poziomów. Wstępne dane za grudzień pokazały, że pod koniec roku ceny wrosły o 2,4% w porównaniu z analogicznym okresem 2024 r., a więc nawet nieznacznie wolniej niż zakładali ekonomiści (2,5%). Pozytywna niespodzianka to głównie zasługa cen żywności, podczas gdy ceny w pozostałych kategoriach rosły nieco szybciej od prognoz. Inflacja bazowa (inflacja po wyeliminowaniu cen żywności, energii i paliw), która wytracała impet przez większą część drugiej połowy roku, teraz lekko „odżyła”, ale wciąż pozostaje pod kontrolą.
- Prezydenckie weto dla części ustaw podatkowych rządu oznacza, że podwyżki cen żywności oraz alkoholu na początku roku będą mniejsze niż wcześniej zakładano. W związku z tym inflacja może w najbliższym czasie oscylować w okolicach 2% lub nawet nieznacznie poniżej tego poziomu. W drugiej połowie roku spodziewamy się odbicia inflacji (między innymi na skutek dotychczasowych obniżek stóp procentowych), jednak nawet wówczas powinna ona pozostać poniżej górnej granicy celu inflacyjnego (tj. poniżej 3,5%). Powinno to pozwolić konsumentom na utrzymanie relatywnie silnego wzrostu wydatków w ujęciu realnym nawet pomimo spodziewanego wyhamowania płac.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

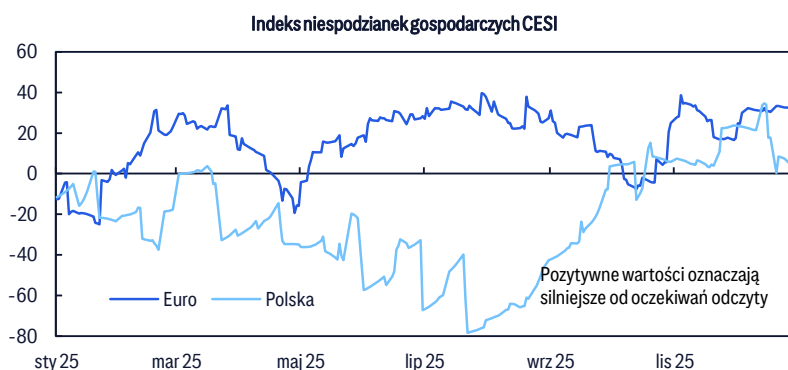
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

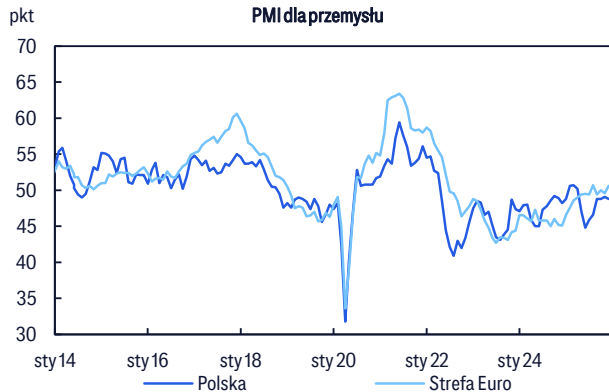
Wykres 1. Dane z Europy zaskakują pozytywnie



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

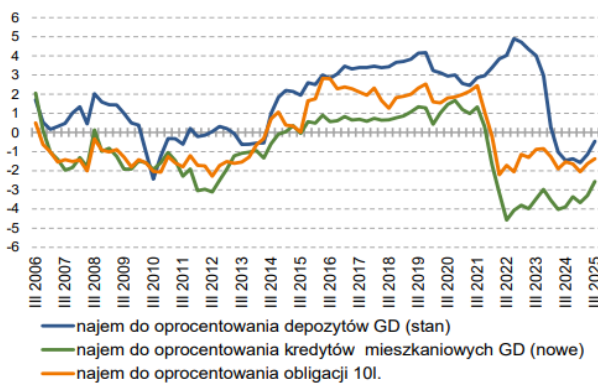
Wykres 2. PMI w polskim przemyśle wciąż poniżej kluczowego poziomu 50 pkt.



Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

- Najnowsze dane o indeksie PMI w polskim przemyśle wydają się potwierdzać nasze pozytywne oczekiwania na 2026 rok. Co prawda wskaźnik PMI w grudniu 2025 spadł do 48,5, sygnalizując spadki bieżącej produkcji i nowych zamówień, jednak oczekiwania firm wyraźnie się poprawiły.
- Polskie firmy w sektorze przetwórczym deklarują większy optymizm dotyczący przyszłej produkcji w horyzoncie najbliższych 12 miesięcy. Wskaźnik przyszłej produkcji odnotował drugi co do wielkości wzrost w ciągu ostatnich pięciu lat. Jednocześnie badanie PMI sugeruje, że pomimo wzrostów surowców, presja inflacyjna pozostaje słaba, a ceny towarów gotowych trzeci spadek w ciągu czterech miesięcy..

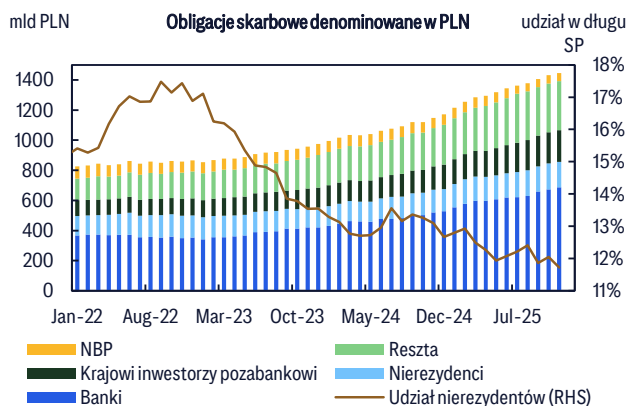
Wykres 3. Relacja zysku z wynajmu mieszkania wobec alternatywnych inwestycji



Źródło: NBP

- Na rynku nieruchomości mieszkaniowych na razie bez przełomu. Według informacji opublikowanych przez NBP, III kwartał ub.r. przyniósł lekkie spadki cen mieszkań na rynku wtórnym w sześciu największych miastach Polski (-0,7% r/r). Tym samym ceny spadały zarówno w ujęciu realnym, jak i w porównaniu z wynagrodzeniami (-7,3%).
- Coraz mniej transakcji było dokonywane ze środków własnych (46%, wobec 56% w III kw. 2024 r.).
- Pomimo spadku stóp procentowych stopa zwrotu z wynajmu mieszkania była w III kwartale niższa niż oprocentowanie długoterminowych obligacji skarbowych oraz nieznacznie niższa niż oprocentowanie depozytów gospodarstw domowych.

Wykres 4. Spadek udziału nierezydentów w długi SP



Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

- W listopadzie portfele obligacji złotych wyemitowanych przez polski Skarb Państwa w posiadaniu nierezydentów zmniejszyły się o 2,8 mld PLN. Udział inwestorów zagranicznych w złotowym długi SP spadł do 11,7% z 12% w październiku. Od końca 2024 roku udział nierezydentów w złotych obligacjach skarbowych obniżył się o 1 pp.
- Wśród głównych posiadaczy obligacji złotych SP wciąż największą grupę stanowi sektor bankowy, który posiada 47,5%. W posiadaniu pozabankowych instytucji finansowych pozostaje 14,5% papierów. Portfel NBP, który był budowany w odpowiedzi na wybuch pandemii COVID-19 w formie strukturalnych operacji otwartego rynku, stanowi obecnie 3,7% wyemitowanego długu wobec szczytu na poziomie 10,1% w końcówce 2021 roku.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
5 sty PONIEDZIAŁEK							
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	XII	48,4	48.4	48.2
6 sty WTOREK							
09:55	DE	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	XII	--	52.6	52.6
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	XII	52,6	52.6	52.6
14:00	DE	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	XII	2	2	2.3
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	XII	--	--	52.9
7 sty ŚRODA							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	% m/m	XI	--	0.2	-0.3
09:00	CZ	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	XII	--	--	2.1
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt wstępny	% r/r	XII	--	2	2.1
16:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	X	--	-1.2	0.2
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	XII	51,7	52.3	52.6
16:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	mln	XI	7,785	7,763	7,67
8 sty CZWARTEK							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	% m/m	XI	0,5	-0.9	1.5
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	XI	--	2.2	1.1
11:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt finalny	pkt	XII	--	-14.6	-14.6
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	X	-54,6	-58,4	-52,8
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	208	216	199
5 gru PIĄTEK							
02:30	CN	Inflacja PPI	% r/r	XII	--	-2	-2.2
02:30	CN	Inflacja CPI	% r/r	XII	--	0.9	0.7
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	XI	0,5	-0.4	1.8
08:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XI	--	--	3.1
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XI	--	1.6	1.5
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	XII	75	55	64
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	XII	4,7	4.5	4.6
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	XII	0,1	0.3	0.1
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mln	X	1,35	1.349	--
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mln	X	1,25	1.325	--
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	I	53,4	53.2	52.9

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	1061	1110	1170
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3904	4179	4417
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	28370	29665	31263
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	4.13	3.88	3.88
Rentowność obligacji 10-letnich	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.30	4.70	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.62	3.80	3.77
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.68	3.77	3.78
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.25	4.21	4.25
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.22	4.24
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	-10.0	-17.5	-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.