

2 lutego 2026 | 5 stron

Citi Weekly

Firmy ograniczają plany podwyżek płac

- Dane za grudzień o wzroście wynagrodzeń okazały się zaskoczeniem, gdyż wzrost płac na poziomie 8,6% r/r okazał się zdecydowanie wyższy niż rynkowe oczekiwania oraz wyłamał się z trendu normalizacji napiętej sytuacji na rynku pracy.
- Dane za grudzień charakteryzują się sporą zmiennością, gdyż średnie odchylenie jest o około 0,8pp wyższe niż w pozostałych miesiącach roku. Taki proces związany jest w dużym stopniu z nieregularnymi wypłatami premii.
- Nasze obliczenia wskazują, że impet płac bazujący na odsezonowanych danych oscyluje obecnie w okolicach 6% w ujęciu zannualizowanym, co stanowi zauważalny spadek wobec blisko 10% pod koniec 2024 roku.
- Naszym zdaniem w ocenie perspektyw na rynku pracy istotna jest analiza planów przedsiębiorstw w zakresie polityki płacowej. Najnowsze dane z Szybkiego Monitoringu NBP wskazują, że na podstawie średniej za ostatnie cztery kwartały około 31% przedsiębiorstw planuje podwyżki płac, co stanowi spadek o ponad 5pp. w przekroju ostatniego roku. Spadł również odsetek firm widzących presję płacową do 65% (o ponad 3pp w przez ostatnie dwanaście miesięcy) oraz tych, które widzą nasilenie presji płacowej do 12% (o ponad 4pp. niż rok wcześniej).
- Normalizacja tempa wzrostu płac obserwowana jest nie tylko w Polsce, ale również w pozostałych krajach z regionu Europy Środkowo-Wschodniej (CEE). Warto zaznaczyć jednak, że wraz ze spadkiem inflacji, w ujęciu realnym płace wciąż notują dodatnie tempo wzrostu. W krajach CEE płace realne rosną obecnie w tempie od 4% do 5% w skali roku. Nasze szacunki zakładają, że wzrost płac (w ujęciu nominalnym), który byłby zbliżony z osiągnięciem celu inflacyjnego NBP wynosi ok 5% r/r, co wskazywałoby, że wciąż istnieje przestrzeń do dalszej normalizacji na rynku pracy. Oczekujemy, że w bieżącym roku wzrost płac wyniesie 5,7% r/r
- Naszym zdaniem dalszy spadek tempa wzrostu płac będzie sprzyjał zejściu inflacji bazowej bliżej celu NBP. Inflacja po wykluczeniu żywności, energii oraz paliw wyniosła w 2025 roku 3,3%, natomiast nasze założenia na rok bieżący zakładają, że średnio inflacja netto wyniesie 2,6%. Biorąc pod uwagę takie perspektywy inflacyjne widzimy podstawy do kontynuacji cyklu obniżek stóp procentowych przez RPP.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

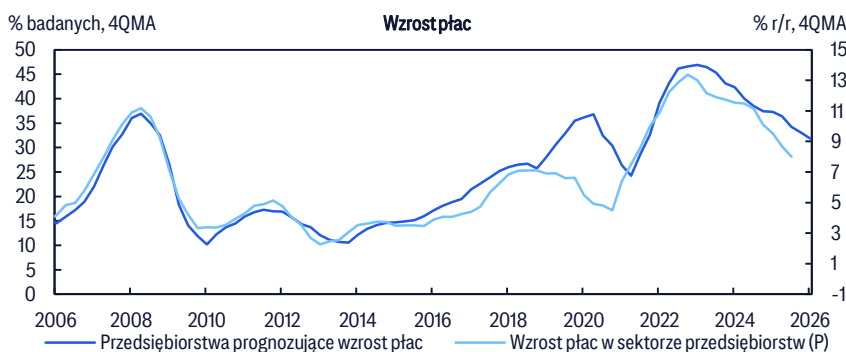
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

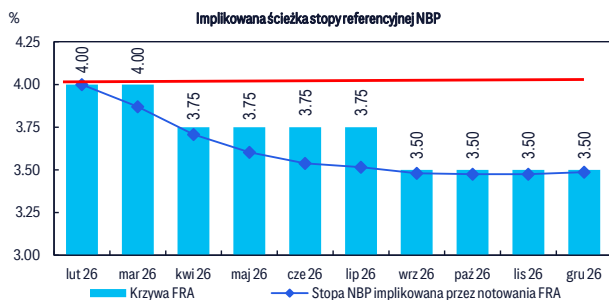
Wykres 1. Wzrost PKB przyspieszył pod koniec ubiegłego roku



Źródło: Citi Handlowy, NBP

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Obniżki na horyzoncie



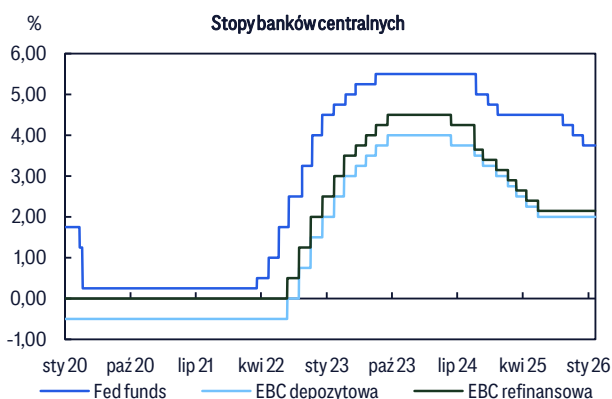
Źródło: Citi Handlowy,

- W środę poznamy decyzję Rady Polityki Pieniężnej w sprawie stóp procentowych. Oczekujemy, że Rada zdecyduje się na obniżkę stóp o 25 pb, co sprowadzi stopę referencyjną do poziomu 3,75%.

- Choć RPP pozna nową projekcję inflacyjną dopiero w marcu, część jej członków sygnalizuje gotowość do szybszych obniżek, zwracając uwagę na sprzyjające perspektywy dezinflacyjne. Do możliwości szybszych cięć odniósł się sam prezes Głapiński, wskazując na brak konieczności oczekiwania na marcową projekcję oraz działanie oparte na ocenie bieżącej sytuacji makroekonomicznej.

- Nasz scenariusz bazowy zakłada łącznie przestrzeń na dwie obniżki po 25 pb, przy czym nie wykluczamy ryzyka jeszcze jednego ruchu. Oczekujemy, że po lutowej obniżce kolejna może nastąpić już w marcu.

Wykres 3. Cięcia jeszcze nadejdą



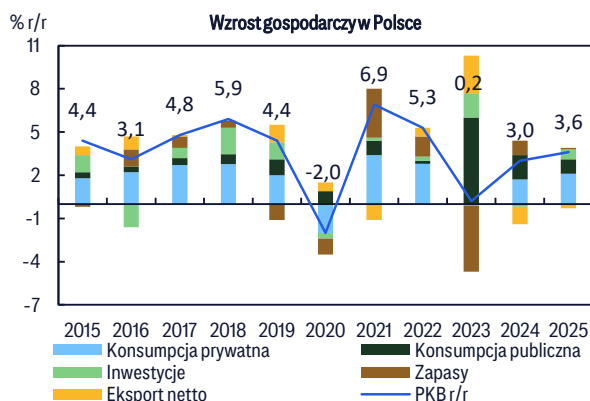
Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

- Zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi, FOMC zdecydował się na utrzymanie stopy funduszy federalnych w przedziale 3,50-3,75%.

- Podczas konferencji prasowej J. Powell wskazał na oznaki stabilizacji na rynku pracy, jednocześnie przestrzegając przed nadmierną interpretacją. Zaznaczył, że proces dezinflacji postępuje stopniowo, a presja cenowa w sektorze usług powinna nadal słabnąć, wspierając trwały powrót inflacji do celu w dalszej części roku. W jego ocenie obecne nastawienie do polityki pieniężnej można określić jako „lekko neutralne” lub „umiarkowanie restrykcyjne”, przy stopach bliskich górnej granicy przedziału neutralności.

- Tym samym próg do wznowienia cyklu obniżek pozostaje niski i mógłby zostać osiągnięty w przypadku trwałego spadku inflacji lub wzrostu stopy bezrobocia. Łącznie widzimy jeszcze przestrzeń na trzy obniżki po 75pb, rozłożone na marzec, lipiec i wrzesień.

Wykres 4. Wzrost nabiera tempa



Źródło: Citi Handlowy, GUS

- Według wstępnego szacunku GUS polski PKB w 2025 r. przyspieszył do 3,6% r/r wobec 3,0% r/r rok wcześniej, nieznacznie przewyższając naszą prognozę na poziomie 3,5%.

- Choć dane za IV kwartał zostaną opublikowane w połowie lutego, silne odczyty z gospodarki realnej z końca roku sugerują, że wzrost PKB w tym okresie mógł sięgnąć 4,0% r/r.

- Wzrost gospodarczy w 2025 r. był w dużej mierze napędzany przez konsumpcję prywatną, która dodała do wyniku 2,1 pkt proc. W 2026 r. konsumpcja powinna pozostać istotnym wsparciem wzrostu, jednak kluczowy powinien okazać się także wzrost inwestycji. W połączeniu z efektem przeniesienia silnych danych z końcówki 2025 r. wspiera to naszą prognozę wzrostu PKB w 2026 r. na poziomie 4,0%, przy ryzykach przesuniętych w stronę jeszcze wyższego odczytu.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
2 lut PONIEDZIAŁEK							
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	I	--	--	51,9
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	I	48,0	48,3	47,9
3 lut WTOREK							
15:00	USA	Zamówienia fabryczne Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	% m/m	XII	--	--	2,7
16:00	USA		mln	XII	7,250	--	7,146
4 lut ŚRODA							
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	I	51,5	51,5	51,5
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt wstępny	% r/r	I	1,7	1,7	1,9
14:00	PL	Decyzja RPP	%	II	3,75	--	4,00
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	I	--	--	--
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	I	53,2	52,9	53,8
5 lut CZWARTEK							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	% m/m	XII	-3,5	-2,4	5,6
08:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XII	4,5	--	2,5
09:00	CZ	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	I	1,4	1,7	2,1
09:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XII	4,0	3,5	4,6
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	XII	-0,4	-0,1	0,2
14:15	EUR	Decyzja EBC (stopa depozytowa)	%	II	2,00	2,00	2,00
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	211	--	209
14:30	CZ	Decyzja CNB	%	II	3,50	3,50	3,50
6 lut PIĄTEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	XII	0,1	-0,4	0,8
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	XII	-1,0	--	-5,4
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	XII	4,2	3,2	5,7
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	I	135	80	50
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	I	4,4	4,4	4,4
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	I	0,3	0,3	0,3
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	II	55,5	55,8	56,4

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 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 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.