

9 lutego 2026 | 5 stron

## Citi Weekly

## Inflacja z jedyneką z przodu?

- Najbliższa publikacja danych o inflacji zapowiada się ciekawie. Jeszcze rok temu w styczniu inflacja wynosiła niemal 5% i była znacznie wyższa od celu NBP, jednak już w grudniu obniżyła się lekko poniżej 2,5% celu. Dane za styczeń, które poznamy w czwartek, mogą pokazać jej ponowny znaczny spadek. Tym razem odczyt inflacji może zaczynać się od „jedynek” (nasza prognoza 1,8% r/r), co byłoby symbolicznym zakończeniem okresu podwyższonej inflacji, który zaczął się w trakcie pandemii COVID.

- Jak zwykle styczniowe odczyty są obciążone dużą niepewnością, ponieważ początek roku tradycyjnie bywa okresem, gdy część firm rewiduje swoje cenniki. Tę niepewność w pewnym sensie odzwierciedla rozstrzał prognoz analityków. Chociaż średnia z tych prognoz, czyli tak zwany „konsensus” rynkowy, kształtuje się na poziomie 1,9%, najniższa prognoza w ankiecie agencji Bloomberg wynosi 1,7%, a najwyższa wynosi 2,4%. Co ciekawe, prognozy od dwóch procent w górę najczęściej pochodzą od analityków zagranicznych, podczas gdy krajowi ekonomiści w większości utrzymują prognozy poniżej tej granicy.

- Pomimo perspektyw spadku inflacji w minionym tygodniu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy bez zmian. Prognozy rynkowe były podzielone między oczekiwaniami stabilnych stóp i niewielkiej obniżki, więc decyzja sama w sobie nie była szczególnie zaskakująca. Wiele wskazuje jednak, że brak obniżki w lutym (a wcześniej również w styczniu) nie oznacza jeszcze końca cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Na podstawie wypowiedzi prezesa NBP można raczej przypuszczać, że Rada postanowiła poczekać na nowsze dane i dopiero wtedy podjąć decyzję. W marcu RPP będzie dysponować nie tylko styczniowymi danymi o inflacji, lecz również najnowszą projekcją makroekonomiczną, która pozwoli decydentom lepiej ocenić przyszłe trendy w gospodarce. Biorąc to pod uwagę, wydaje się, że obniżka stóp procentowych o 25 pb w marcu jest – przynajmniej na tym etapie – bardzo prawdopodobna.

- Cykl obniżek zbliża się do końca i raczej nie należy spodziewać się dalszego bardzo istotnego luzowania polityki pieniężnej. Nie wykluczalibyśmy jednak, że po marcu będzie jeszcze przestrzeń na jeszcze jedną obniżkę, co ostatecznie sprowadziłoby stopę referencyjną do około 3,5%. Sprzyjać temu powinien relatywnie niski poziom inflacji, który będzie utrzymywał się przynajmniej przez kilka kolejnych miesięcy. Jeżeli jednocześnie zmiana koszyka inflacyjnego przyczyni się do rewizji styczniowej inflacji w dół, argumentów do tej dodatkowej obniżki po marcu nie powinno zabraknąć.

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Arkadiusz Trzciolek, CFA**

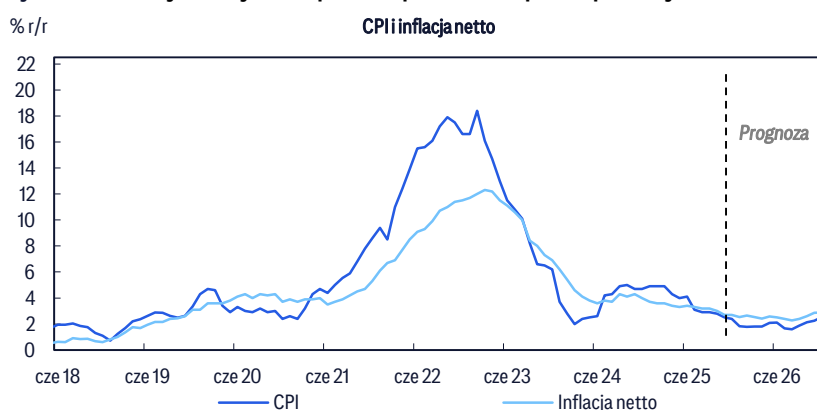
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

**Anastazja Nagórka**

anastazja.nagorka@citi.com

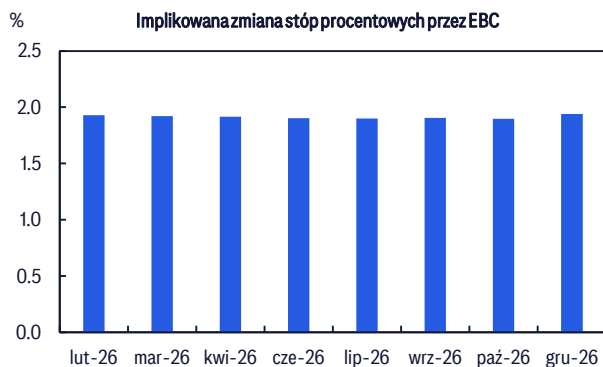
Wykres 1. Inflacja w styczniu prawdopodobnie spadła poniżej 2%



Źródło: Prognozy Citi Handlowy, GUS

## Tydzień w wykresach

### Wykres 2. Na razie bez zmian



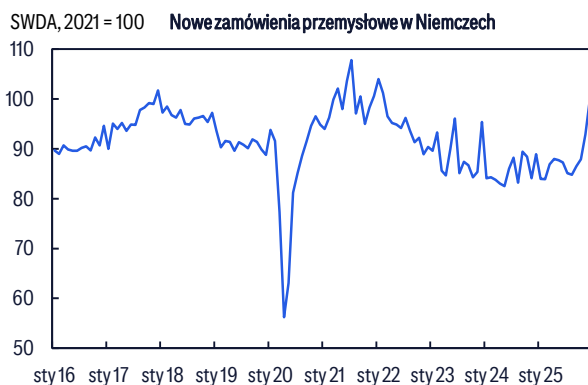
Źródło: Citi Handlowy, LSEG

- W czwartek Europejski Bank Centralny po raz piąty z rzędu pozostawił stopy procentowe bez zmian, utrzymując stopę depozytową na poziomie 2,00%.

- Podczas konferencji prasowej prezes Lagarde podkreśliła stabilną sytuację gospodarczą, wskazując na niskie bezrobocie, dobrą kondycję finansową sektora prywatnego oraz planowane zwiększenie wydatków na infrastrukturę i obronność. Jednocześnie styczniowa inflacja spadła do 1,7% r/r, a zaktualizowana projekcja zakłada utrzymanie się dynamiki cen poniżej celu w średnim terminie.

- Choć EBC nie zobowiązuje się do realizacji konkretnej ścieżki polityki pieniężnej, niestabilne otoczenie geopolityczne, generujące dwustronne ryzyka dla gospodarki, utwierdza nas w przekonaniu, że stopy procentowe zostaną utrzymane na obecnym poziomie przez dłuższy okres.

### Wykres 3. Długo oczekiwane ożywienie nadchodzi?

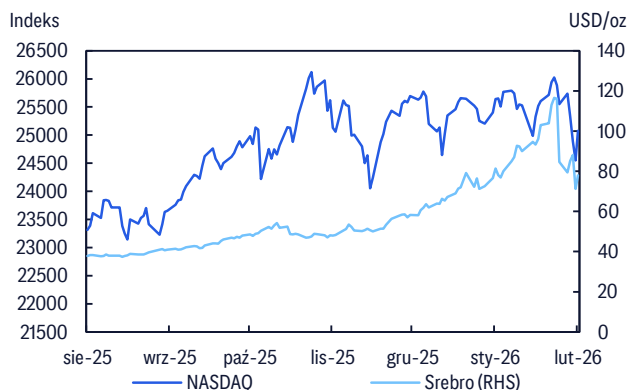


Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics

- W grudniu nowe zamówienia przemysłowe w Niemczech wzrosły o 7,8% m/m (dane odsezonowane i skorygowane kalendarzowo), wyraźnie przewyższając oczekiwania rynkowe na poziomie -2,4% m/m. Był to także czwarty miesiąc z rzędu z dodatnią dynamiką, następujący po przedłużającym się okresie wahań. Jednocześnie produkcja przemysłowa rozczarowała, spadając o 1,9% m/m wobec konsensusu na poziomie -0,4%.

- Wśród wskaźników sentymentu indeks ZEW osiągnął w styczniu najwyższy poziom od 4,5 roku (59,6 pkt). Z kolei wskaźnik PMI wzrósł do 49,1 pkt wobec 47,0 pkt w grudniu, wciąż kształtując się jednak poniżej neutralnej granicy. Łącznie dane sugerują możliwość wejścia niemieckiego przemysłu w fazę trwałej poprawy, choć utrzymująca się słabość produkcji przemysłowej skłania do ostrożnej interpretacji sygnałów ożywienia.

### Wykres 4. Rynki finansowe w trybie niepewności



Źródło: Citi Handlowy, LSEG

- Ostatnie tygodnie przyniosły spore spadki notowań na niektórych popularnych klasach aktywów. Po serii dynamicznych wzrostów na metalach szlachetnych, przełom stycznia i lutego przyniósł częściowo odwrócenie tego ruchu. Szczególnie uwagę przyciągała sytuacja na rynku srebra, które po wzroście o ponad 200% od połowy 2024 roku, zanotowało spadek o blisko 40% (od szczytu z końca stycznia). Dynamiczne wzrosty metali szlachetnych były pokłosiem popytu spekulacyjnego, a nagła wyprzedaż zbiegła się z nominacją K. Warsha na prezesa Fed.

- Zeszły tydzień przyniósł z kolei silną korektę notowań spółek technologicznych (indeks NASDAQ spadł o ~5%), na co wpływało przedstawienie przez firmę Anthropic nowej wersji modelu sztucznej inteligencji, która miałyby pozwolić na zwiększenie wykorzystania tego rozwiązania w firmach przy mniejszym udziale spółek produkujących tradycyjne oprogramowania.

## Kalendarz ekonomiczny

| Godz. Publikacji       | Kraj | Informacja                      | Jednostka | Okres | Prognoza Citi | Konsensus rynkowy | Poprzednia wartość |
|------------------------|------|---------------------------------|-----------|-------|---------------|-------------------|--------------------|
| <b>10 lut WTOREK</b>   |      |                                 |           |       |               |                   |                    |
| 10:30                  | EUR  | Indeks Sentix                   | pkt       | II    | --            | 0                 | -1,8               |
| <b>11 lut ŚRODA</b>    |      |                                 |           |       |               |                   |                    |
| 02:30                  | CN   | Inflacja PPI                    | % r/r     | I     | --            | -1,5              | -1,9               |
| 02:30                  | CN   | Inflacja CPI                    | % r/r     | I     | --            | 0,3               | 0,8                |
| 14:30                  | USA  | Zatrudnienie poza rolnictwem    | tys.      | I     | 135           | 70                | 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                |
| <b>12 lut CZWARTEK</b> |      |                                 |           |       |               |                   |                    |
| 08:30                  | HU   | Inflacja CPI                    | % r/r     | I     | 2,4           | 2,4               | 3,3                |
| 10:00                  | PL   | PKB - odczyt wstępny            | % r/r     | Q4    | 4,0           | --                | 3,8                |
| 14:30                  | USA  | Liczba nowych bezrobotnych      | tys.      | tyg   | 222           | --                | 231                |
| 16:00                  | USA  | Sprzedaż domów na rynku wtórnym | mln       | I     | 4,110         | 4,250             | 4,350              |
| <b>13 lut PIĄTEK</b>   |      |                                 |           |       |               |                   |                    |
| 09:00                  | CZ   | Inflacja CPI                    | % r/r     | I     | --            | --                | 1,6                |
| 10:00                  | PL   | Inflacja CPI - odczyt wstępny   | % r/r     | I     | 1,8           | --                | 2,4                |
| 14:00                  | PL   | Rachunek bieżący                | mln EUR   | XII   | -1394         | --                | -460               |
| 14:30                  | USA  | Inflacja bazowa                 | % m/m     | I     | 0,3           | 0,3               | 0,2                |
| 14:30                  | USA  | Inflacja CPI                    | % m/m     | I     | 0,2           | 0,3               | 0,3                |

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

|                                              | 2020        | 2021        | 2022        | 2023         | 2024        | 2025E       | 2026P        | 2027P        |
|----------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>Najważniejsze wskaźniki</b>               |             |             |             |              |             |             |              |              |
| 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         | 5.7         | 5.4          | 5.3          |
| <b>Aktywność ekonomiczna</b>                 | <b>596</b>  | <b>600</b>  | <b>690</b>  | <b>697</b>   | <b>813</b>  | <b>915</b>  | <b>1060</b>  | <b>1130</b>  |
| Realny wzrost PKB (% r/r)                    | -2.0        | 6.9         | 5.3         | 0.2          | 3.0         | 3.6         | 4.0          | 3.1          |
| Inwestycje (% r/r)                           | -2.3        | 1.5         | 1.7         | 12.7         | -0.9        | 4.2         | 7.8          | 0.6          |
| Spożycie ogółem (% r/r)                      | -1.5        | 5.9         | 4.0         | 0.9          | 4.4         | 3.9         | 3.6          | 3.0          |
| Konsumpcja indywidualna (% r/r)              | -3.6        | 6.2         | 5.0         | -0.3         | 2.9         | 3.7         | 3.6          | 2.9          |
| Eksport (% r/r)                              | -1.1        | 12.3        | 7.4         | 3.7          | 2.0         | 4.6         | 6.0          | 5.8          |
| Import (% r/r)                               | -2.4        | 16.3        | 6.8         | -1.5         | 4.5         | 4.2         | 5.9          | 5.5          |
| <b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>               |             |             |             |              |             |             |              |              |
| 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          | 2.8          |
| 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         |
| <b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>            | <b>-1.6</b> | <b>14.4</b> | <b>-9.2</b> | <b>-15.7</b> | <b>14.6</b> | <b>-0.3</b> | <b>-13.6</b> | <b>-24.2</b> |
| 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        |
| <b>Finanse publiczne (% PKB)</b>             |             |             |             |              |             |             |              |              |
| 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](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

### Arkadiusz Trzciółek, CFA

Starszy Ekonomista  
+48 (22) 657-7750  
[arkadiusz.trzciolok@citi.com](mailto:arkadiusz.trzciolok@citi.com)

### Anastazja Nagórka

Stażystka  
[anastazja.nagorka@citi.com](mailto:anastazja.nagorka@citi.com)

## Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska  
Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:  
[poland.research@citi.com](mailto: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.