

23 lutego 2026 | 5 stron

Citi Weekly

Powrót do normalności

- W ciągu ostatnich kilku kwartałów gospodarka stopniowo powraca do „normalności” po wcześniejszych latach dużej zmienności spowodowanej – między innymi – pandemią, wybuchem wojny i szokiem energetycznym.

- Ostatnie odczyty PKB, oscylujące w pobliżu czteroprocentowego wzrostu, potwierdzają silne odbicie gospodarcze, które można w pełni docenić zwłaszcza w porównaniu z innymi krajami regionu. Zarówno wskaźniki miękkie (badania koniunktury), jak i notowania z rynków finansowych (nachylenie krzywej dochodowości) sugerują, że ryzyko znacznego spowolnienia w najbliższym czasie jest niskie. Nasze modele wskazują, że prawdopodobieństwo recesji znajduje się obecnie na najniższym poziomie od ponad czterech lat. W ciągu ostatnich kilku miesięcy konsensus prognoz PKB na 2026 rok wzrósł z 3,3% oczekiwanym w listopadzie do obecnego poziomu 3,7%. Nawet te oczekiwania mogą okazać się zbyt ostrożne – podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą co najmniej 4-procentowy wzrost w bieżącym roku.

- W tym samym czasie stopniowej normalizacji uległa presja płacowa. O ile jeszcze w połowie 2024 roku wynagrodzenia w gospodarce narodowej rosły w tempie ~15%, o tyle ostatnie odczyty oscylują już w pobliżu 6%. Wzrost ten jest wprawdzie wciąż o około 2 punkty procentowe powyżej poziomu spójnego z celem inflacyjnym banku centralnego, jednak różnica ta jest już czterokrotnie mniejsza niż w 2024 roku. Napływające dane pokazują również, że proces hamowania dynamiki płac jeszcze się nie zakończył. Ponieważ spowolnieniu wynagrodzeń towarzyszy silny wzrost gospodarczy, trendy na rynku pracy nie budzą niepokoju. Wydaje się raczej, że gospodarka wraca do równowagi po okresie silnych szoków podażowych.

- Jedynym obszarem gospodarki, w którym na razie trudno dostrzec oznaki powrotu do równowagi, jest wysoki deficyt fiskalny. Z uwagi na konieczność utrzymania wysokich wydatków na obronność i jednoczesnego braku planu podwyżki podatków w krótkim okresie trudno oczekiwać normalizacji w budżecie. Jak na razie jednak perspektywa ta nie przełożyła się istotnie na postrzeganie Polski przez zagranicznych inwestorów. W tym kontekście interesująca będzie decyzja agencji Fitch, która w najbliższy piątek ma dokonać przeglądu ratingu Polski. Po tym, jak we wrześniu ubiegłego roku Fitch obniżył perspektywę polskiego ratingu do negatywnej, otwartym pytaniem pozostaje, czy dojdzie do zmiany samego ratingu. Chociaż takie ryzyko istnieje, naszym zdaniem agencje mogą chcieć wstrzymać się z podobnymi decyzjami do jesieni, aby zapoznać się z projektem budżetu na kolejny rok.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

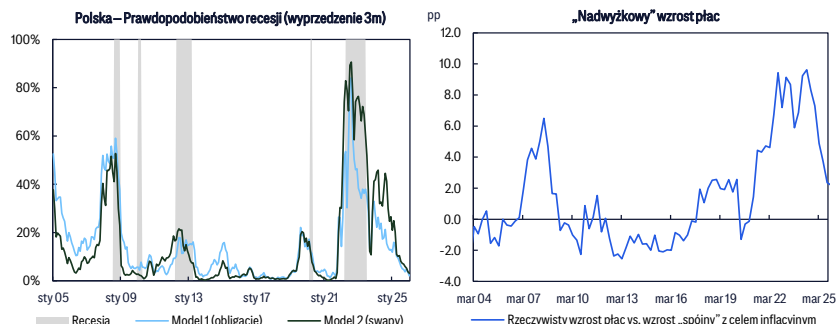
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

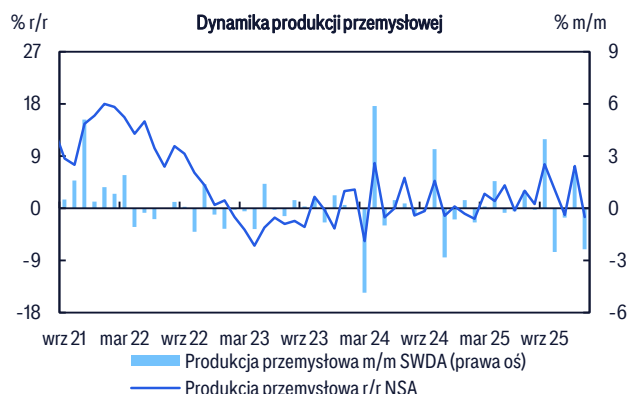
Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

Wykres 1. Ryzyka dla wzrostu gospodarczego wygasają, a presja płacowa ponownie normalizuje się

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Bloomberg, GUS

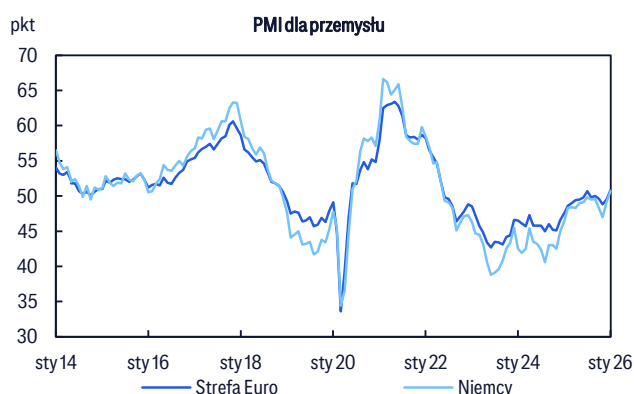
Tydzień w wykresach

Wykres 2. Słabszy start roku

Źródło: GUS, Citi Handlowy

• W styczniu produkcja przemysłowa spadła o 1,5% r/r, przy oczekiwaniach rynkowych i naszej prognozie zakładających wzrost o 1,7% r/r. Słabszy wynik może stanowić odreagowanie po wyjątkowo dobrym grudniu i według nas nie powinien przekreślać perspektyw poprawy w sektorze. Wciąż oczekujemy, że w bieżącym roku przemysł będzie radził sobie lepiej niż w 2025 roku, głównie za sprawą ożywienia w Niemczech i wzrostu inwestycji napędzanych napływem środków unijnych.

• Z kolei dane o wynagrodzeniach potwierdziły kontynuację wygaszania presji płacowej. Po jednorazowo wyższym grudniowym odczycie (8,6% r/r), dynamika płac obniżyła się w styczniu do 6,1% r/r, wracając do trendu spadkowego. Styczniowe dane utwierdzają nas w przekonaniu, że marcowa obniżka stóp jest bardzo prawdopodobna.

Wykres 3. Przemysł w strefie euro wchodzi w fazę ożywienia

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

• Wskaźnik PMI dla przemysłu w strefie euro wzrósł w lutym do 50,8 pkt z 49,5 pkt w styczniu, przełamując tym samym granicę oddzielającą recesję od ekspansji i osiągając najwyższy poziom od 44 miesięcy. Poprawie wskaźnika towarzyszyło przyspieszenie produkcji oraz wzrost napływu nowych zamówień. Podobne tendencje zaobserwowano w Niemczech, gdzie wskaźnik PMI wzrósł do 50,7 pkt z 49,1 pkt w styczniu. Niemieckie dane wskazują na odbicie produkcji, wspieranej wyraźnym wzrostem nowych zamówień.

• Łącznie odczyty sugerują, że przemysł w strefie euro może przechodzić przez punkt zwrotny. Choć obserwowane odbicie ma na razie wczesny charakter, może ono sygnalizować bardziej trwałe ożywienie, tworząc korzystne otoczenie również dla polskiego sektora przemysłowego.

Wykres 4.

Źródło:

• Zgodnie z oczekiwaniami w minionym tygodniu Sąd Najwyższy w Stanach Zjednoczonych uchylił cła nałożone wcześniej przez prezydenta D. Trumpa na mocy ustawy IEEPA. Administracja rozpoczęła już ponowne nakładanie ceł, korzystając z alternatywnych uprawnień.

• W sumie można spodziewać się, że nowa średnia efektywna stawka celna będzie zbliżona do dotychczasowej, a więc na poziomie makro niewiele się zmieni dla amerykańskiej gospodarki. Niemniej powrót tematu ceł odnawia niepewność dotyczącą kształtu i wysokości barier handlowych dla poszczególnych krajów. Ponadto, Sąd Najwyższy nie zajął stanowiska w sprawie tego, co dalej z już zebranymi 170 mld USD z uchylonych ceł. Teoretycznie oznacza to, że amerykańskie firmy mogą rozważać ubieganie się o zwrot pobranych kwot.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
23 lut	PONIEDZIAŁEK						
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	I	--	--	10,4
24 lut	WTOREK						
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	I	6	--	5,7
14:00	HU	Decyzja MNB	%	II	6,25	--	6,50
25 lut	ŚRODA						
11:00	EUR	Inflacja HICP – odczyt finalny	% r/r	I	1,7	1,7	2,0
11:00	EUR	Inflacja HICP bazowa – odczyt finalny	% r/r	I	2,2	2,2	2,3
26 lut	CZWARTEK						
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	218	--	206
27 lut	PIĄTEK						
14:00	DE	Inflacja HICP – odczyt wstępny	% r/r	II	2,1	2,1	2,1
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	I	0,1	0,3	0,5
14:30	USA	Inflacja PPI bazowa	% m/m	I	0,3	0,3	0,7

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	1042	1123	1173
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3908	4184	4421
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27858	30019	31347
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
Aktywność ekonomiczna								
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
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	2.7	2.8
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	2.1	2.8
Płace nominalne (% r/r)	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.1	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	3.78	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.73	3.77
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.20	4.24
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.20	4.23
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	14.4	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-7.1	-15.0	-19.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2.4	-1.3	-2.2	1.5	0.3	-0.7	-1.3	-1.7
Saldo handlu zagranicznego	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.7	-14.9	-23.8	-28.2
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	390.0	410.4	427.4
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	405.0	434.2	455.6
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	44.7	46.0
Saldo dochodów	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-36.1	-36.8	-37.1
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-6.7	-6.0	-5.8
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	48.6	51.4	54.4

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.