

27 lipca 2026 | 5 stron

Citi Weekly

Wciąż na zielono

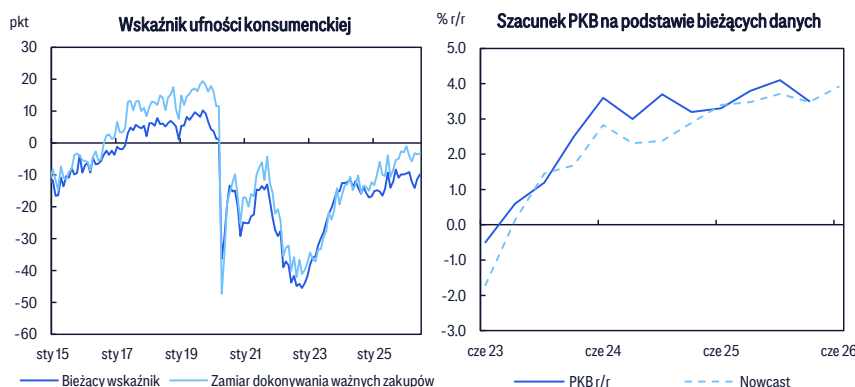
- Wybuch wojny na Bliskim Wschodzie oraz wzrost cen ropy naftowej nie wystarczyły aby zachwiać kondycją polskiej gospodarki. Opublikowana w minionym tygodniu seria głównych danych za czerwiec okazała się lepsza od prognoz rynkowych, wskazując na podtrzymanie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w kraju.

- Pomimo problemów z jakimi boryka się europejski sektor przetwórczy, produkcja przemysłowa w Polsce wzrosła w czerwcu o 7,6% r/r, a więc ponad 3 punkty procentowe mocniej niż w maju. Co prawda poprawa była w dużym stopniu odzwierciedleniem większej liczby dni roboczych, jednak wynik i tak wydaje się bardzo dobry. W sytuacji rosnącej konkurencji ze strony chińskiego eksportu brak pogorszenia jest sam w sobie osiągnięciem. Bardziej widoczną niespodzianką okazał się wzrost sprzedaży detalicznej o 6,2% r/r, który dotyczył szerokiej grupy towarów i który wskazuje, że wyższe ceny paliw nie podkopały skłonności konsumentów do zakupów. Okazuje się, że pomimo szoków zewnętrznych zmniejszających realną dynamikę płac, popyt konsumpcyjny ma szansę pozostać istotnym motorem wzrostu polskiej gospodarki w 2026 roku.

- Dane miesięczne często wykazują dużą zmienność i na ich podstawie trudno wyciągać daleko idące wnioski. Tym razem jednak spojrzenie na całość danych za trzy miesiące drugiego kwartału sugeruje, że gospodarka podtrzymała przyzwoite tempo wzrostu. Obliczany przez nas tracker wskazuje, że odczyty danych miesięcznych są spójne z wzrostem PKB na poziomie nawet silniejszym niż w I kwartale. Na razie nie znamy wyników handlu zagranicznego w czerwcu i tutaj ewentualnie może doszukiwać się źródeł ewentualnej niespodzianki. Gdyby import w ujęciu realnym okazał się silniejszy niż dotychczas, mogłoby to obniżyć dynamikę PKB.

- Na razie trzymamy się naszej prognozy zakładającej 3,5% wzrost gospodarczy w II kw., jednak ryzyko widzimy po stronie jeszcze lepszego odczytu. Z punktu widzenia dyskusji o obniżkach stóp procentowych, jedno wydaje się jasne – gospodarka trzyma się na tyle dobrze, że nie wymaga dodatkowego wsparcia ze strony polityki pieniężnej. Tym bardziej, że w najbliższym czasie nie zapowiada się żadne istotne zacieśnienie polityki budżetowej, a wręcz uzasadnione są pytania, czy nie dojdzie do jej poluzowania. Biorąc pod uwagę pojawiające się ryzyka inflacyjne i spodziewany wzrost wskaźnika CPI powyżej ścieżki z projekcji NBP, skłonność członków Rady Polityki Pieniężnej do wznowienia obniżek stóp procentowych może wkrótce wyraźnie słabnąć.

Wykres 1. Gospodarka pozostaje w dobrej kondycji, między innymi dzięki konsumentom



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

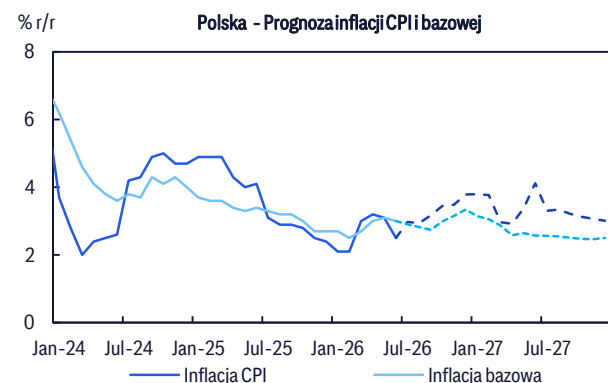
arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Inflacja ponownie przyspiesza

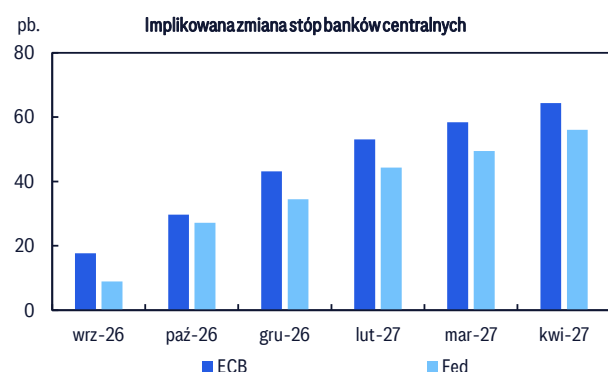


Źródło: szacunki Citi Handlowy, GUS

• W piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji CPI za lipiec. Szacujemy, że inflacja wzrosła do 3,0% r/r wobec 2,5% r/r w czerwcu. Odpowiada to miesięcznemu wzrostowi cen o 0,7%, napędzanemu przede wszystkim wyższymi cenami paliw (wzrost o 16% m/m) w związku z wygaśnięciem z końcem czerwca pakietu CPN i ruchami na rynku surowców. Oczekujemy, że ceny energii pozostaną bez zmian, podczas gdy ceny żywności obniżą się o 0,9% m/m. Jednocześnie spodziewamy się spadku inflacji bazowej nieznacznie poniżej 3,0% r/r.

• W kolejnych miesiącach nasze szacunki wskazują na dalszy wzrost inflacji w okolice 3,8% r/r pod koniec roku. W naszej ocenie podwyższona presja inflacyjna w najbliższych miesiącach może skłonić RPP do stonowania ostatnio prezentowanej bardziej gołębiej retoryki, wspierając dalsze utrzymywanie stóp na niezmiennym poziomie.

Wykres 3. Banki centralne w trybie wyczekiwania

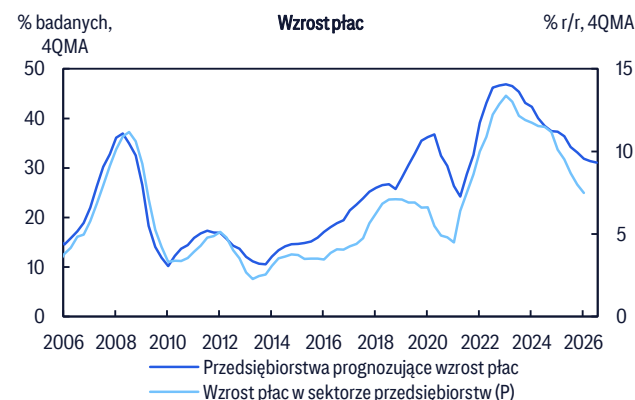


Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

• Zgodnie z oczekiwaniami Europejski Bank Centralny utrzymał w zeszłym tygodniu stopy procentowe bez zmian, pozostawiając stopę depozytową na poziomie 2,25%. Jednocześnie przekaz po posiedzeniu miał wyraźnie jastrzębi wydźwięk, sugerując, że wrześniowa podwyżka pozostaje scenariuszem bazowym. W praktyce uwaga EBC wydaje się koncentrować przede wszystkim na cencach ropy, których dalszy przebieg może przesądzić o dalszej skali zacieśniania polityki pieniężnej.

• W tym tygodniu uwaga rynków skupi się na posiedzeniu Fed. Oczekujemy, że na śródownym posiedzeniu stopy procentowe pozostaną bez zmian. Rynki nadal wyceniają jednak około 30% prawdopodobieństwa podwyżki, odzwierciedlając utrzymującą się niepewność wokół ograniczonej komunikacji Fed.

Wykres 4. Maleje presja płacowa



Źródło: Citi Handlowy, NBP, GUS

• Wzrost płac w czerwcu na poziomie 5,9% r/r okazał się wyższy zarówno od wyniku za maj (5,8%) jak i rynkowych oczekiwań (Citi: 5,8%; konsensus: 5,6%). Dane potwierdziły jednak, że trend wzrostu płac utrzymuje się poniżej 6% r/r, a annualizowana średnia za ostatnie sześć miesięcy wynosi niewiele ponad 5%.

• Dane z szybkiego monitoringu NBP potwierdzają, że presja płacowa wyraźnie osłabła w ostatnich miesiącach. Maleje odsetek firm planujących podwyżki płac (wynosi nieznacznie powyżej 30% w ujęciu roku płynnego). Również coraz mniej firm zgłasza presję płacową czy czuje jej nasilenie.

• Naszym zdaniem dane i badania ankietowe wpisują się w normalizację sytuacji na rynku pracy. Wzrost nominalnego wynagrodzenia zbiega do poziomu, który historycznie był spójny z osiągnięciem celu inflacyjnego NBP.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
27 lip PONIEDZIAŁEK							
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	VI	1,5	1,8	-4,5
28 lip WTOREK							
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	VII	95,4	92,0	91,2
29 lip ŚRODA							
20:00	USA	Decyzja Fed	%	VII	3,50-3,75	3,50-3,75	3,50-3,75
30 lip CZWARTEK							
08:00	DE	PKB - odczyt wstępny	% kw/kw	Q2	0,0	0,1	0,3
09:00	CZ	PKB - odczyt wstępny	% r/r	Q2	2,0	--	2,2
09:30	HU	PKB - odczyt wstępny	% r/r	Q2	1,8	--	1,7
11:00	EUR	PKB - odczyt wstępny	% r/r	Q2	--	--	0,3
11:00	EUR	PKB - odczyt wstępny	% kw/kw	Q2	0,2	0,2	0,0
11:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt finalny	pkt	VII	96,5	96,0	95,0
14:00	DE	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	VII	2,6	2,7	2,3
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	199	--	187
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	VI	0,4	0,3	0,7
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	VI	0,5	0,3	0,7
14:30	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	VI	0,2	0,1	0,3
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	VI	-0,1	-0,1	0,4
14:30	USA	PKB - odczyt wstępny	% kw/kw	Q2	1,9	1,9	2,1
1 sie PIĄTEK							
08:30	HU	Inflacja PPI	% r/r	VI	--	--	-0,7
09:30	PL	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	VII	3,0	3,0	2,5
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt wstępny	% r/r	VII	2,9	2,9	2,8
11:00	EUR	Inflacja HICP bazowa - odczyt wstępny	% r/r	VII	2,5	2,4	2,4
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	VII	--	--	54,4

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1038	1106	1173
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4145	4394
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27740	29566	31350
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	5.8	5.7
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	3.6	3.5	2.9
Inwestycje (% r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	4.3	7.6	2.2
Spożycie ogółem (% r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	4.0	3.4	3.5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.7	2.9	3.5
Eksport (% r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	4.5	5.0	4.7
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	5.6	5.8	6.9
Ceny, pieniądź i kredyt	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	3.5	2.9
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	3.8	3.0
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	3.0	3.3
Płace nominalne (% r/r)	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.1	6.3	5.7
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	2.54	7.02	5.88	5.84	3.99	3.94	3.94
Rentowność obligacji 10-letnich	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	5.30	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.74	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.75	3.75
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.25	4.27
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.27	4.26
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	-8.9	-17.1	-22.3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2.4	-1.3	-2.2	1.5	0.3	-0.9	-1.5	-1.9
Saldo handlu zagranicznego	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.7	-15.2	-24.8	-28.9
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	390.9	423.0	433.6
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	406.1	447.8	462.6
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	45.9	46.5
Saldo dochodów	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-37.6	-39.6	-39.4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-7.3	-6.9	-6.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.8	-4.1	-3.8
Dług publiczny (polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	38.9	44.1	49.1	52.9	56.7

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.