26 października 2026 | 5 stron

Citi Weekly

Przemysł nadrabia słabszą sprzedaż

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

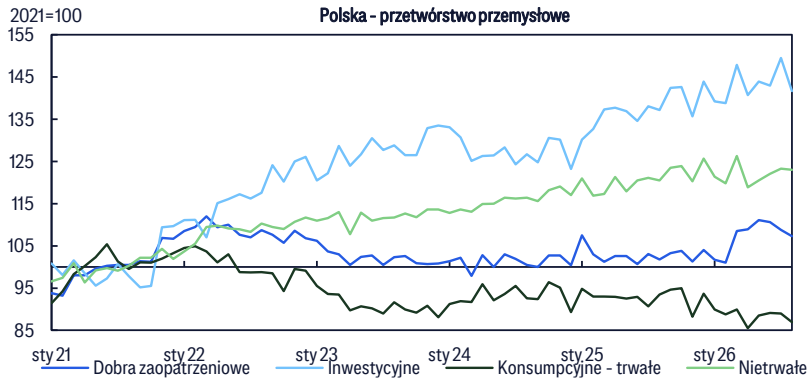
- Opublikowana w minionym tygodniu seria danych makroekonomicznych pokazała, że mimo mieszanych odczytów polska gospodarka wciąż ma się całkiem dobrze. We wrześniu pozytywną niespodzianką okazała się produkcja przemysłowa, która zwiększyła się o 4,6% r/r (nasza prognoza: 1,8%). Pomimo niesprzyjającego otoczenia zewnętrznego przemysł od kilku miesięcy radzi sobie zaskakująco dobrze. Co istotne, poprawa koniunktury zdaje się stopniowo nabierać szerszego charakteru - w III kwartale wzrost produkcji odnotowano średnio w 25 z 34 działów przemysłu wobec 19 w analogicznym okresie ubiegłego roku. Zdecydowanie słabiej prezentuje się natomiast produkcja budowlano-montażowa, która spadła we wrześniu o 9,0% r/r, wpisując się tym samym w przedłużającą się słabość sektora.

- Nieco słabiej wypadły dane o sprzedaży detalicznej, której wzrost spowolnił do 3,3% r/r z 3,8% w sierpniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (3,6%) oraz naszej prognozy (4,6%). Za niższym odczytem stała przede wszystkim sprzedaż paliw. Wkład tej kategorii obniżył łączny wynik aż o 1,4 pp., do czego najprawdopodobniej przyczyniły się wysokie ceny na stacjach benzynowych oraz oczekiwania na ponowne wprowadzenie pakietu CPN, które przyczyniało się do opóźniania zakupów. Pozostałe obszary sprzedaży utrzymały natomiast trendy obserwowane w ostatnich miesiącach, co sugeruje, że wrześniowy odczyt odzwierciedla raczej przejściowe zaburzenia niż trwalsze osłabienie popytu konsumpcyjnego.

- Bliskie oczekiwaniom okazały się dane dotyczące płac. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło we wrześniu o 5,9% r/r, kształtując się tylko nieznacznie poniżej oczekiwań analityków oraz naszej prognozy (6,1-6,2%). Od początku roku dynamika płac oscyluje wokół 6%, a podwyższona presja inflacyjna jak dotąd nie przełożyła się na jej przyspieszenie. Niemniej o ile jeszcze w styczniu nominalny wzrost wynagrodzeń o 6,1% r/r przekładał się na ich realny wzrost o 3,9% r/r, o tyle we wrześniu, przy niemal identycznej dynamice nominalnej, realne płace rosły już tylko o 1,7% r/r. Pojawia się więc pytanie, czy utrzymanie tak niewielkiego wzrostu siły nabywczej wynagrodzeń nie zwiększy z czasem oczekiwań płacowych. Wyraźnie słabsza niż w latach 2022–2023 pozycja przetargowa pracowników sugeruje jednak, że przestrzeń do wyraźnego przyspieszenia płac pozostaje ograniczona.

- Łącznie dane z ostatnich miesięcy wskazują, że wzrost gospodarczy w III kw. powinien być zbliżony do naszej prognozy wynoszącej 3,5% r/r (z ryzykiem przechylonym w górę). W przypadku całego roku podtrzymujemy cenę, że dynamika PKB może nieco przekroczyć zakładane dotychczas przez nas 3,6%.

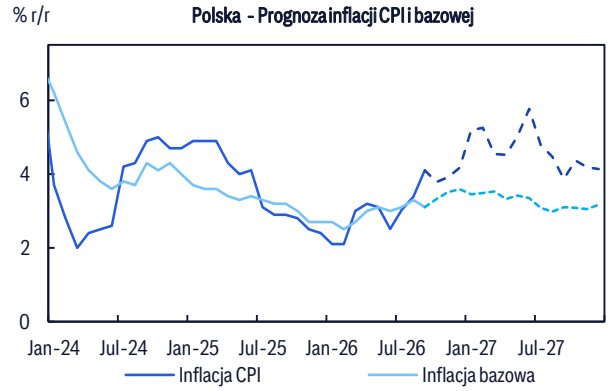
Wykres 1. Mimo szerokiej poprawy istotną rolę we wzroście produkcji może odgrywać impuls inwestycyjny związany z funduszami UE i obronnością



Źródło: Haver Analytics, Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Inflacja prawdopodobnie poniżej 4%

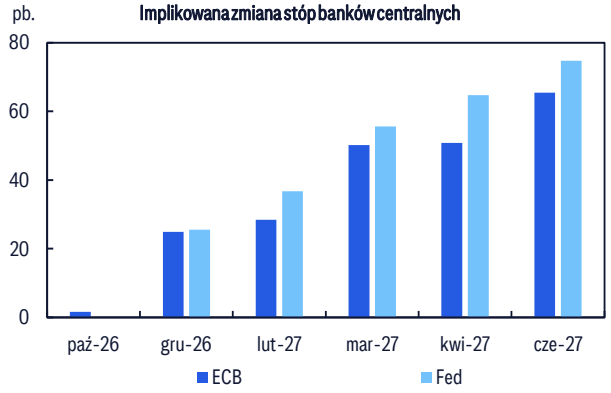


Źródło: Citi Handlowy, GUS

- Szacujemy, że inflacja spadła w październiku do 3,8% r/r z 4,1% we wrześniu. Działania rządu mające na celu obniżenie cen paliw są głównym czynnikiem spadku wskaźnika CPI, jako że nasz szacunek wskazuje na obniżenie cen paliw na stacjach o 10,7% m/m. Nasza prognoza zakłada wzrost cen żywności o 0,5% m/m oraz wzrost w kategorii energii o 0,9% m/m.

- Październikowe dane mogą dać podstawy dla RPP, aby nie podnosić stóp procentowych jeszcze w tym roku. Jednak spadek inflacji poniżej 4% może jednak okazać się krótkotrwały, gdyż nasze szacunki wskazują, że ten poziom może zostać przekroczony ponownie już w grudniu. W związku z tym zakładamy, że zacieśnienie polityki pieniężnej w Polsce pozostaje kwestią czasu.

Wykres 3. Podwyżki dopiero w grudniu

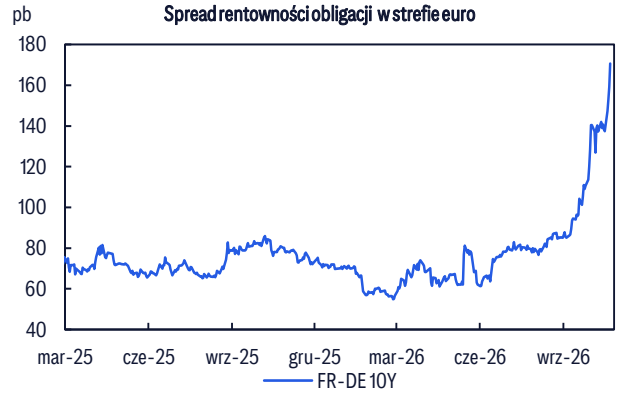


Źródło: Citi Handlowy, LSEG

- Na bieżący tydzień zaplanowano posiedzenia banków centralnych w USA oraz strefie euro. W obu przypadkach oczekiwania rynkowe nastawione są na brak zmian stóp procentowych. Jednocześnie notowania kontraktów pochodnych wskazują, że do podwyżek stóp powinno dojść jeszcze przed końcem tego roku. Nasze założenia wpisują się w ten scenariusz, gdyż widzimy pole do podwyżek stóp zarówno przez Fed jak i EBC o 25 pb. w grudniu.

- Publikowane w ostatnim czasie dane inflacyjne sugerowały, że presja inflacyjna nie ustępuje, a dane z gospodarki realnej nie wydają się stanowić przeszkody w zacieśnianiu polityki pieniężnej. Brak rozwiązania kwestii konfliktu Iranu z USA przyczynia się do podwyższonych cen ropy naftowej, które przebiły 110 USD za baryłkę Brent w ubiegłym tygodniu i rodzą obawy o rozlanie się inflacji na inne kategorie.

Wykres 4. Fiskalne problemy Francji



Źródło: Citi Handlowy, LSEG

- W ostatnich tygodniach doszło do silnego wzrostu rentowności francuskich obligacji skarbowych. O ile sam wzrostowy ruch rentowności obligacji nie jest zaskakujący, gdyż rosły również rentowności innych obligacji w strefie euro, to spread nad papierami niemieckimi (10Y) wzrósł z ok. 80pb do 170pb. Rentowność francuskich obligacji 10Y przebiła 5% i od pewnego czasu jest na wyższym poziomie niż w przypadku papierów włoskich.

- Za takim ruchem stoi w dużym stopniu sytuacja polityczna we Francji oraz brak porozumienia w kwestii sytuacji fiskalnej. Plan rządu mniejszościowego na redukcję deficytu w przyszłym roku (do 5% z zakładanego 5,4% w 2026 r.) może nie znaleźć poparcia w parlamencie podczas planowanego w tym tygodniu głosowania. Wzrost rentowności odzwierciedla obawy o dalsze pogorszenie sytuacji fiskalnej we Francji, zwłaszcza w kontekście zaplanowanych za pół roku wyborów prezydenckich.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
27 paź		**WTOREK**					
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	IX	1,0	1,5	-0,1
15:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	X	82,1	81,0	81,9
15:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	IX	654	652	684
28 paź		**ŚRODA**					
08:00	DE	Zaufanie konsumentów	pkt	XI	--	-31	-30,6
19:00	USA	Decyzja Fed	%	X	3,75-4,00	3,75-4,00	3,75-4,00
29 paź		**CZWARTEK**					
08:30	HU	Inflacja PPI	% r/r	IX	--	--	4,8
11:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt finalny	pkt	X	--	-17,9	-17,9
13:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	IX	0,2	0,3	0,2
13:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	IX	0,6	0,5	0,9
13:30	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	IX	0,3	0,3	0,2
13:30	USA	Deflator PCE	% m/m	IX	0,5	0,5	0,3
13:30	USA	PKB - odczyt wstępny	% kw/kw	Q3	3,1	3,2	2,2
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	191	200	194
14:15	EUR	Decyzja EBC (stopa depozytowa)	%	X	2,50	2,50	2,50
30 paź		**PIĄTEK**					
08:30	HU	PKB - odczyt wstępny	% r/r	Q3	1,9	--	1,7
09:00	CZ	PKB - odczyt wstępny	% r/r	Q3	--	1,7	1,8
09:30	**PL**	**Inflacja CPI - odczyt wstępny**	**% r/r**	**X**	**3,8**	**--**	**4,1**
10:00	DE	PKB - odczyt wstępny	% kw/kw	Q3	0,2	0,1	0,3
11:00	EUR	PKB - odczyt wstępny	% r/r	Q3	--	1,1	1,2
11:00	EUR	PKB - odczyt wstępny	% kw/kw	Q3	0,2	0,2	0,6
14:00	DE	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	X	2,9	3,0	3,3

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1038	1099	1169
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4155	4450
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27740	29380	31254
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								
Realny wzrost PKB (%, r/r)	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	3.6	3.1
Inwestycje (%, r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	4.3	7.6	1.1
Spożycie ogółem (%, r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	4.0	3.0	2.8
Konsumpcja indywidualna (%, r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.7	2.7	2.6
Eksport (%, r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	4.5	7.2	4.2
Import (%, r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	5.6	7.1	3.2
Ceny, pieniądz i kredyt	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	3.6	3.1
Inflacja CPI (%, r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	4.2	4.1
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	3.2	4.7
Płace nominalne (%, r/r)	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.1	5.9	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	4.25
WIBOR3M (%, koniec okresu)	0.21	2.54	7.02	5.88	5.84	3.99	3.95	4.44
Rentowność obligacji 10-letnich	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	6.10	5.20
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.81	3.81
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.78	3.81
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.32	4.30
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.32	4.30
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	14.4	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-8.9	-17.2	-22.1
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	-15.2	-24.5	-28.8
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	390.9	418.7	431.7
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	406.1	443.2	460.5
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	45.4	46.3
Saldo dochodów	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-37.6	-39.2	-39.2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-7.3	-7.1	-7.3
Saldo pierwotne sektora finansów publiczn,	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.8	-4.2	-4.2
Dług publiczny (polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	38.9	44.1	49.1	55.1	57.4

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 Trzciołek, CFA
Starszy Ekonomista
+48 (22) 657-7750
arkadiusz.trzciolek@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 r. 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 tożsamych 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 jakiejkolwiek 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.