

7 stycznia 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Inflacja nie taka znowu straszna

- Wraz z rozpoczęciem się nowego roku poznaliśmy odczyt inflacji za ostatni miesiąc 2024 r. Dane pokazały, że co prawda inflacja wzrosła w grudniu do 4,8% r/r, jednak wzrost ten okazał się mniejszy niż zakładały nasze oraz rynkowe prognozy (5%). Pozytywna niespodzianka wynikała przede wszystkim z zaskakująco niewielkich podwyżek cen żywności oraz paliw.

- Główne pytanie sprowadza się jednak nie do tego na jakim poziomie była grudniowa inflacja, lecz czy presja cenowa w tym momencie narasta czy słabnie. Jak już wielokrotnie sygnalizowaliśmy w przeszłości, roczne wskaźniki inflacji są często zaburzone przez efekty statystyczne sprzed roku. Bardziej miarodajnym i użytecznym wskaźnikiem są dane o inflacji bazowej pokazujące zmiany cen w ujęciu miesięcznym, po oczyszczeniu z wahań sezonowych. W tym przypadku wskaźniki inflacji bazowej pozwalają na umiarkowany optymizm.

- W sumie NBP wylicza cztery wskaźniki inflacji bazowej. Ten na który najczęściej spoglądają uczestnicy rynku to wskaźnik powstały po wyeliminowaniu cen żywności, energii oraz paliw. W ostatnich trzech miesiącach oscylował on nieco poniżej 0,4% m/m, co sugerowałoby roczną inflację bazową na poziomie 4,7%. Trzy inne miary inflacji bazowej są jednak wyraźnie niższe i kształtują się pomiędzy 2% a 4% w ujęciu rocznym. W sumie dane te raczej pokazują na stopniowe słabnięcie presji cenowej, pozwalając na lekki optymizm co do jej kształtowania się w kolejnych kwartałach.

- W sumie w najbliższych trzech miesiącach wskaźnik CPI może pozostawać podwyższony, ale począwszy od kwietnia będzie on stopniowo spadał. Z punktu widzenia Rady Polityki Pieniężnej sytuacja inflacyjna nie jest może w pełni komfortowa, jednak różni się dramatycznie od sytuacji z lat 2022 i 2023. Ryzyko wymknięcia się inflacji spod kontroli i szerszego rozlania się na gospodarkę nie wydaje się już poważnym zagrożeniem. W 2025 roku mniejsza skala podwyżek płacy minimalnej oraz wynagrodzeń w sektorze publicznym pomoże dodatkowo zepchnąć inflację bazową do niższych poziomów. Na to nakładają się deflacyjne trendy w Chinach, które zapowiadają niskie ceny towarów również w Europie.

- Jeżeli nasze oczekiwania stopniowego hamowania presji cenowej znajdą potwierdzenie w danych, powinno to ostatecznie otworzyć drogę do obniżek stóp procentowych w Polsce. Najwcześniejszym momentem kiedy taki ruch mógłby zostać rozważony jest marcowe posiedzenie RPP, choć ryzyko widzimy po stronie jeszcze późniejszego początku cięć stóp procentowych.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

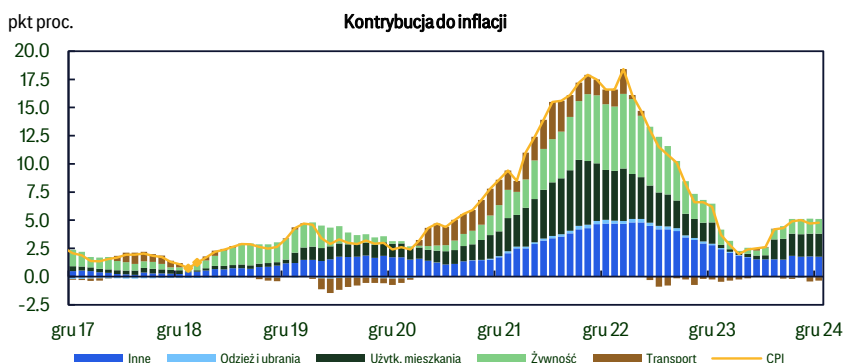
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

aleksandra.siuzdak@citi.com

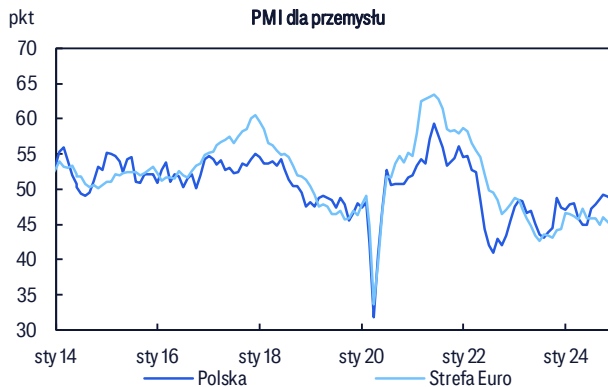
Wykres 1. Inflacja oscyluje w pobliżu 5%



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Przemysłowe indeksy PMI niezmiennie poniżej 50 pkt

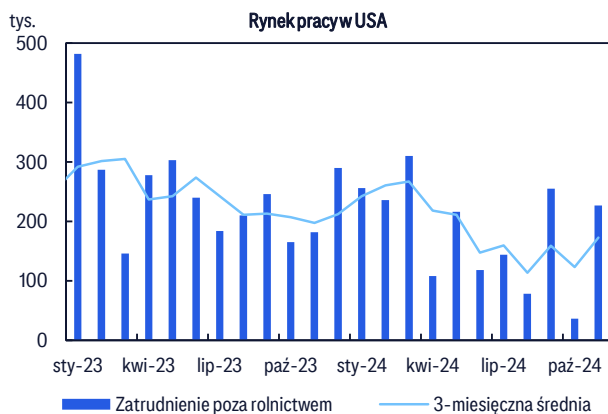


Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

- W grudniu wskaźnik PMI dla polskiego sektora przemysłowego ukształtował się na poziomie 48,2 pkt wobec 48,9 pkt w listopadzie. Do obniżenia wskaźnika przyczynił się zwiększony spadek produkcji oraz zapasów środków produkcji. Niemniej, tempo spadku nowych zamówień obniżyło się w porównaniu z poprzednimi badaniami.

- Jeżeli chodzi o strefę euro, przemysłowy PMI obniżył się nieznacznie o 0,1 pkt do 45,1 pkt. Na obniżenie wskaźnika ponownie wpłynęły trudności w największych gospodarkach strefy euro, takich jak Niemcy czy Francja, gdzie indeksy obniżyły się odpowiednio do 42,5 pkt oraz 41,9 pkt (wobec 43 i 43,1 pkt w listopadzie).

Wykres 3. Dalsza normalizacja na rynku pracy w USA?

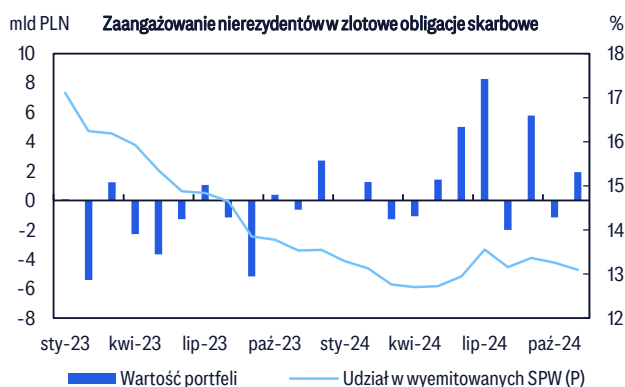


Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics

- W piątek zostaną opublikowane dane z amerykańskiego rynku pracy za grudzień. Dotychczasowe dane, które mogłyby być wskazówką co końcowych odczytów, podlegały ostatnio znacznym wahaniom, utrudniając wyłonienie konkretnego trendu. Niemniej, naszym zdaniem zatrudnienie w sektorze pozarolniczym prawdopodobnie obniży się do 120 tys. (konsensus: 153 tys.) z 227 tys. poprzednio.

- Jeżeli chodzi o stopę bezrobocia, w listopadzie wyniosła ona 4,2%, jednak o wyniku w dużej mierze zdecydowała kwestia zaokrągleń. Na grudniowy odczyt duży wpływ mogą mieć zmiany aktywności zawodowej, z czym wiążemy ryzyko wzrostu stopy bezrobocia nawet do 4,4%.

Wykres 4. Umiarkowane zainteresowanie polskimi obligacjami



Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

- Zgodnie z danymi za listopad, inwestorzy zagraniczni zwiększyli wartość swoich portfeli obligacji denominowanych w złotym o 1,9 mld PLN. Niemniej jednocześnie udział nierezydentów w wyemitowanych skarbowych papierach wartościowych zmniejszył się do 13,1% z 13,3% w październiku.

- W danych Ministerstwa Finansów nie widać na razie zwiększonego zainteresowania długiem denominowanym w złotym ze strony nierezydentów. Po istotnym spadku udziału inwestorów zagranicznych w SPW w 2023 roku z ponad 17% styczniu do blisko 13,5% w grudniu, w minionym roku wskaźnik oscylował w okolicach 13%.

- Jak pokazywały zeszłoroczne operacje, inwestorzy zagraniczni wciąż wykazują większe zainteresowanie polskimi obligacjami emitowanymi w tzw. „twardej walucie” (dolar czy euro).

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
07 sty WTOREK							
16:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	mln	XI	7,780	7,700	7,744
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	XII	54,3	53,2	52,1
08 sty ŚRODA							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	% m/m	XI	0	0	-1,5
11:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt finalny	pkt	XII	--	--	-14,5
09 sty CZWARTEK							
02:30	CN	Inflacja PPI	% r/r	XII	--	-2,4	-2,5
02:30	CN	Inflacja CPI	% r/r	XII	--	0,2	0,2
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	XI	0,9	0,4	-1
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	XI	-0,5	--	-2,1
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XI	--	--	1,9
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	209	--	211
10 sty PIĄTEK							
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	XII	0,2	0,3	0,4
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	XII	120	153	227
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	XII	4,4	4,2	4,2
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	I	70,8	74,5	74

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

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	682	690	809	899	936	1013
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2631	3067	3396	3594	3872	4120
PKB per capita (USD)	15528	15761	17990	18268	21487	23953	25024	27073
Populacja (mln)	38,4	38,1	37,9	37,8	37,6	37,5	37,4	37,4
Stopa bezrobocia (%)	5,2	6,8	5,8	5,2	5,1	4,9	5,0	5,1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	4,4	-2,0	6,9	5,3	0,1	2,5	3,8	3,4
Inwestycje (% r/r)	6,2	-2,3	1,5	1,7	12,6	0,8	7,9	6,3
Spożycie ogółem (% r/r)	4,1	-1,5	5,9	4,0	0,7	4,0	3,4	2,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,5	-3,6	6,2	5,0	-0,3	3,0	3,5	2,9
Eksport (% r/r)	5,3	-1,1	12,3	7,4	3,7	1,2	4,3	5,8
Import (% r/r)	3,2	-2,4	16,3	6,8	-1,5	3,5	5,1	5,4
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	4,8	3,6	2,7
Inflacja CPI (% średnia)	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	3,7	4,3	3,1
Płace nominalne (% r/r)	6,5	4,7	8,8	13,0	11,9	11,0	8,4	6,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4,7	4,7	5,3	1,2	-0,3	3,3	6,0	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,75	3,75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1,71	0,21	2,51	7,02	5,88	5,87	4,76	3,88
Rentowność obligacji 10-letnich	2,07	1,25	3,71	6,88	5,25	5,80	4,90	4,80
USD/PLN (Koniec okresu)	3,79	3,77	4,04	4,39	3,94	4,16	4,11	4,04
USD/PLN (Średnia)	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	4,00	4,14	4,07
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,30	4,32	4,33
EUR/PLN (Średnia)	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,30	4,32	4,33
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,7	3,4	-2,4	-1,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,3	2,8	-1,5	-2,6	1,7	0,4	-0,3	-0,1
Saldo handlu zagranicznego	-5,5	9,2	-10,4	-26,9	7,3	1,7	-2,2	-1,5
Eksport	276,1	287,6	368,4	357,0	390,7	402,3	427,1	464,5
Import	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	400,6	429,3	466,0
Saldo usług	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	47,3	48,5	54,3
Saldo dochodów	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-42,0	-44,5	-49,2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0,7	-6,9	-1,8	-3,5	-5,3	-5,8	-6,1	-4,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0,6	-5,6	-0,7	-1,9	-3,0	-3,4	-3,4	-2,2
Dług publiczny (polska metodologia)	43,3	47,6	43,7	39,4	38,9	43,3	47,6	50,6

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

Aleksandra Siuzdak

Stażystka
aleksandra.siuzdak@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 tożsamy 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,