

17 lutego 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Wyższa inflacja na początku roku

- Inflacja w Polsce wzrosła w styczniu do 5,3% r/r z 4,7% zanotowanych w grudniu. Wzrost inflacji był oczekiwany, jednak odczyt okazał się wyższy niż rynkowe prognozy (Citi: 5,1% r/r; konsensus: 5%).

- Zaskoczenie w górę w inflacji wpisuje się w trend, który obserwowany był w styczniu również w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Podobnie jak w Czechach i na Węgrzech, wkład w wyższą inflację miały ceny żywności, które w Polsce wzrosły o 1,6% m/m, co stanowi wyższy wynik od wzorca sezonowego. Na wyższy odczyt wskaźnika CPI wpływał również wzrost akcyzy na alkohol oraz wyroby tytoniowe, wzrost cen energii oraz wyższe ceny paliw na stacjach.

- Należy zaznaczyć, że dane za styczeń opublikowane przez GUS będą podlegały rewizji wraz z publikacją nowego koszyka wag w inflacji konsumenckiej (publikacja wraz z następnym odczytem CPI w połowie marca). Kierunek korekty styczniowych danych nie może być jeszcze przesądzony, jednak jak pokazują dane historyczne, odczyt CPI za pierwszy miesiąc roku w ostatnich pięciu latach był średnio rewidowany w dół o 0,14pp.

- Wciąż oczekujemy, że w dalszej części tego roku inflacja będzie się obniżać, zwłaszcza w drugiej połowie tego roku, kiedy zanikną efekty bazy na wyższych cenach energii. Na podstawie bieżących danych zakładamy jednak, że inflacja może utrzymywać się nieznacznie powyżej 3,5%, czyli górnego pasma wahań wokół celu inflacyjnego (2,5% +/-1 pp.).

- W naszej ocenie dane inflacyjne nie powinny istotnie zmieniać nastawienia Rady Polityki Pieniężnej. Na ostatnim posiedzeniu Rada sygnalizowała czynniki ryzyka dla wyższej inflacji w najbliższym czasie, czego styczniowe dane nie rozwiązały. Jednak dla perspektyw obniżek stóp procentowych większe znaczenie będzie miał rozwój procesów cenowych w dalszej części tego roku. Scenariusz prezentowany przez NBP zakłada istotny wzrost inflacji w ostatnim kwartale tego roku, na co głównie wpływają oczekiwania dotyczące cen energii. Naszym zdaniem wskaźnik CPI będzie kształtował się o ok. 1pp poniżej 4.8% r/r zakładanych przez bank centralny. Uważamy, że przestrzeń do obniżek stóp procentowych w Polsce pojawi się w drugiej połowie tego roku, a skala luzowania wyniesie 75 pb.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

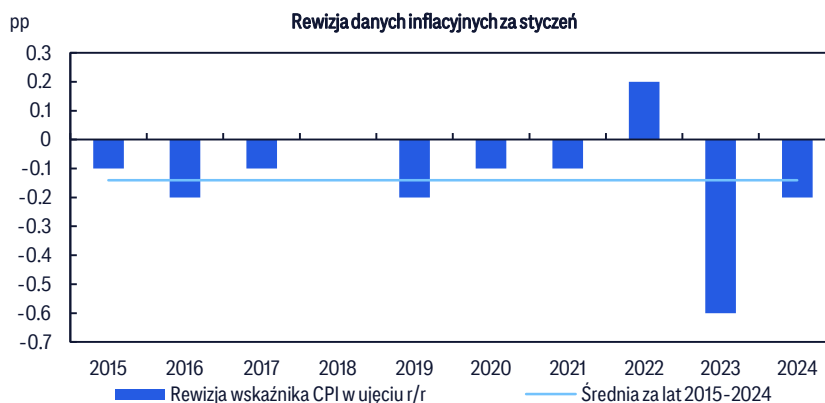
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

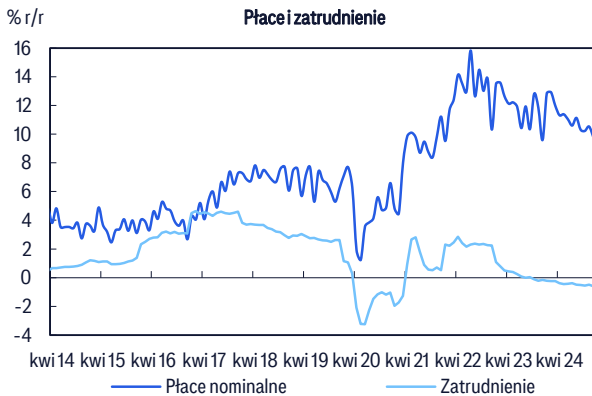
aleksandra.siuzdak@citi.com

Wykres 1. W ostatnich latach inflacja za styczeń była przeważnie rewidowana w dół



Tydzień w wykresach

Wykres 2. Hamowanie płac nabierze tempa?

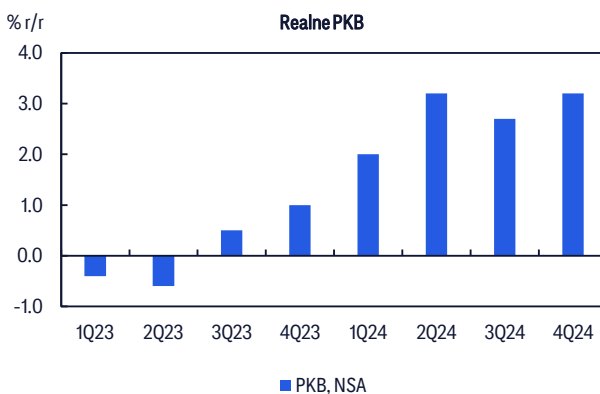


Źródło: Citi Handlowy, GUS

- Spodziewamy się spowolnienia tempa wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw do 7% r/r w styczniu wobec 9,8% r/r w grudniu. Na tempo wynagrodzeń wpłynął znacznie niższy wzrost płacy minimalnej na początku 2025 roku (8,5%) w porównaniu do wzrostu w styczniu 2024 roku (17,8%). Ponadto, spowolnienie dynamiki płac jest spójne z ustępującą presją inflacyjną w sektorze usługowym.

- Produkcja przemysłowa w styczniu prawdopodobnie spadła o 1,4% w ujęciu rocznym (wobec 0,2% r/r poprzednio), natomiast w ujęciu miesięcznym wzrosła o 2,1%. W kontekście produkcji budowlano-montażowej spodziewamy się spadku o 1,9% r/r, co byłoby jednak znaczną poprawą wobec wyniku na poziomie -8% r/r odnotowanego w grudniu.

Wykres 3. W IV kwartale PKB powyżej 3%

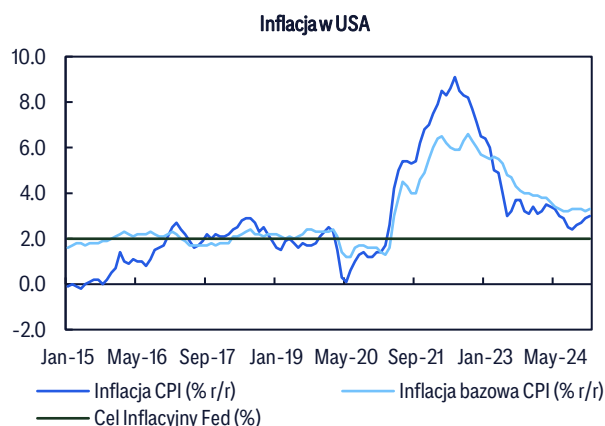


Źródło: Citi Handlowy, GUS

- Polski PKB w IV kw. 2024 roku zwiększył się o 3,2% r/r (vs. 2,7% w III kw.) i okazał się nieco niższy od naszych oraz rynkowych oczekiwań (odpowiednio 3,3% oraz 3,4% r/r). Niemniej, wynik pozostał zgodny z możliwymi szacunkami na podstawie całorocznego odczytu z początku miesiąca. Jeżeli chodzi o odsezonowane ujęcie, w IV kw. PKB zwiększył się o 3,7% r/r oraz o 1,3% kw/kw.

- Szczegółowe rozbięcie PKB zostanie opublikowane dopiero pod koniec miesiąca (27 lutego), natomiast siłą napędową wzrostu prawdopodobnie była konsumpcja prywatna oraz inwestycje w środki trwałe. Obiecujące dane za IV kwartał 2024 roku wzmacniają szansę na osiągnięcie 3,8% wzrostu PKB w całym 2025 roku.

Wykres 4. CPI powyżej oczekiwań, Fed bez zmian



Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics

- Inflacja bazowa CPI w Stanach Zjednoczonych zaskoczyła w górę i wyniosła 0,4% m/m wobec oczekiwań rynkowych na poziomie 0,3% m/m. Niemniej, szczegółowe rozbięcie wydaje się być bardziej obiecujące, gdyż presja inflacyjna była mniej rozległa niż przed rokiem, a niektóre składowe inflacji uległy osłabieniu. Biorąc pod uwagę dostępne dane, inflacja bazowa PCE prawdopodobnie wyniosła 2,5% r/r w styczniu wobec 2,8% r/r w grudniu.

- Wypowiedzi prezesa Fed w Kongresie nie różniły się zasadniczo od przekazu po styczniowym posiedzeniu FOMC – J. Powell powtórzył, że amerykański bank centralny nie musi się spieszyć z obniżkami stóp procentowych.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
18 lut WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	II	25	17,5	10,3
19 lut ŚRODA							
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mln	I	1,342	1,394	1,499
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mln	I	1,490	1,448	1,482
20 lut CZWARTEK							
08:00	DE	Inflacja PPI	% r/r	I	1,4	1,2	0,8
10:00	PL	Inflacja PPI	% r/r	I	--	-0,5	-2,6
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	-1,4	-1,4	0,2
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	I	-1,9	--	-8
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	I	0,5	-0,7	-0,6
10:00	PL	Płace	% r/r	I	7	9,3	9,8
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	216	215	213
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	II	--	25,4	44,3
21 lut PIĄTEK							
09:30	DE	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	II	46	45,4	45
09:30	DE	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	II	53	52,5	52,5
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	II	47	47	46,6
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	II	52	51,5	51,3
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	II	50,8	51	51,2
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	II	52,8	53	52,9
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	I	4,18	4,15	4,24
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	II	--	67,8	67,8

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

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	682	690	809	903	934	1010
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2631	3067	3396	3594	3870	4117
PKB per capita (USD)	15528	15761	17990	18268	21487	24075	24964	27004
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	2,9	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	4,7	4,0	2,7
Inflacja CPI (% średnia)	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	3,6	4,5	3,1
Płace nominalne (% r/r)	6,5	4,7	8,8	13,0	11,9	11,4	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	5,00	4,00
WIBOR3M (% koniec okresu)	1,71	0,21	2,51	7,02	5,88	5,82	5,01	4,13
Rentowność obligacji 10-letnich	2,07	1,25	3,71	6,88	5,25	5,89	5,20	4,80
USD/PLN (Koniec okresu)	3,79	3,77	4,04	4,39	3,94	4,10	4,12	4,05
USD/PLN (Średnia)	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	3,98	4,14	4,08
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,27	4,32	4,33
EUR/PLN (Średnia)	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,31	4,31	4,33
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,7	3,4	-2,3	-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 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,