

Na Świątokrzeskiej bez zmian

- Comiesięczne posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej nie przyniosło istotnych zmian zarówno jeżeli chodzi o poziom stóp procentowych, jak i ogólne przesłanie konferencji prezesa NBP. Stopa referencyjna została utrzymana na poziomie 5,75%, a decyzja ta była zgodna z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami. Szef banku centralnego podczas konferencji prasowej podtrzymał swój jastrzębi ton, akcentując ryzyka inflacyjne i podkreślając brak przestrzeni do obniżek. Warto jednak odnotować, że z ust prezesa NBP nie padły już deklaracje wstrzymywania się z obniżkami do 2026 roku, co samo w sobie można traktować jako protezę złagodzenia retoryki.

- Naszą uwagę zwraca rozdźwięk między prognozami inflacyjnymi przedstawianymi na konferencji prasowej RPP, a oczekiwaniami rynkowymi. Prezes Głapiński podkreślił, że inflacja wytraciła swój trend spadkowy i pod koniec 2025 roku może pozostawać na poziomie zbliżonym do obecnego. Prognoza ta jest jednak oparta na założeniu znacznego wzrostu cen rachunków za energię po wygaśnięciu tarcz. Nie jesteśmy jednak przekonani czy do tego wzrostu ostatecznie dojdzie. Po pierwsze obecne poziomy cen energii na rynku są na tyle niskie, że likwidacja tarcz może wręcz doprowadzić do dalszego spadku rachunków, a nie ich istotnego wzrostu. Po drugie, gdyby miało dojść do tego wzrostu bardzo prawdopodobne byłoby po prostu wydłużenie obowiązywania tarcz na kolejne miesiące. Biorąc to pod uwagę, zarówno nasze jak i rynkowe oczekiwania sugerują, że pod koniec 2025 roku inflacja może oscylować w pobliżu 3,5%, a nie 5%.

- Ostatnie dane inflacyjne dają zresztą pewne podstawy do optymizmu. Po pierwsze sam wskaźnik CPI w grudniu okazał się niższy od wstępnych prognoz i wyniósł 4,7%. Po drugie, wskaźniki inflacji bazowej – wbrew wcześniejszym obawom – okazały się niskie. Według naszych szacunków w ostatnich trzech miesiącach w ujęciu zannualizowanym kształtowały się one w przedziale 1.8-3.6% (SAAR, 3MMA), a więc nawet najwyższy z nich pozostawał na akceptowalnych poziomach,

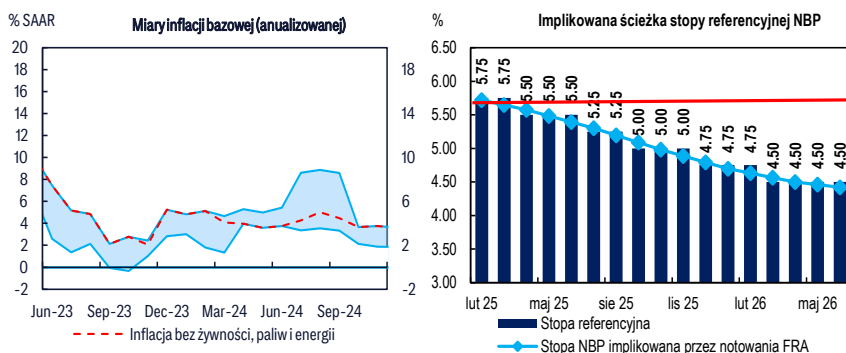
- W sumie ton wypowiedzi prezesa NBP sugeruje, że moment pierwszej obniżki może się odsuwać w czasie, ale zapewne nie na 2026 r. Do zmiany retoryki RPP może dojść gdy będzie można z większą pewnością ocenić perspektywy cen energii w Polsce. Biorąc to pod uwagę wciąż spodziewamy się, że w całym bieżącym roku stopy procentowe mogą spaść o 75-100 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

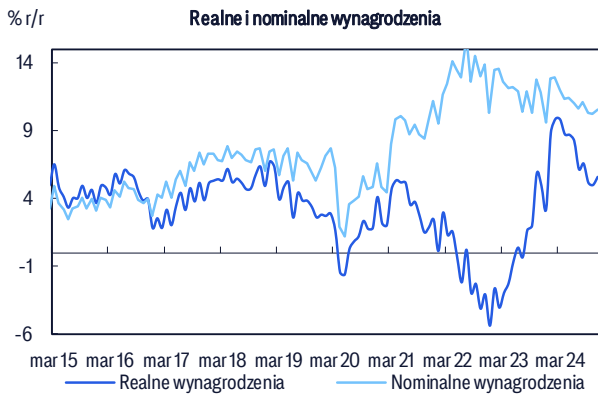
Wykres 1. Inflacja bazowa pozostaje pod kontrolą; rynki finansowe spodziewają się istotnych obniżek stóp w Polsce



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych GUS, NBP, Bloomberg

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Dane z polskiej gospodarki na horyzoncie

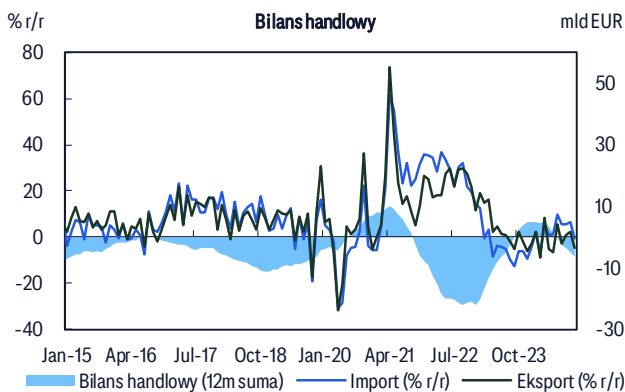


Źródło: Citi Handlowy, GUS

- Według naszych szacunków płace w sektorze przedsiębiorstw wzrosły w grudniu o około 13% r/r wobec 10,5% r/r w listopadzie. Wzrost dynamiki płac był rezultatem efektu bazy statystycznej (w grudniu 2023 roku dynamika płac była wyjątkowo niska). W kolejnych miesiącach wynagrodzenia będą prawdopodobnie rosnąć w coraz wolniejszym tempie, zważywszy na mniejszą niż w 2024 roku podwyżkę płacy minimalnej oraz stopniowe osłabianie presji płacowej w wyniku niższej inflacji.

- Jeżeli chodzi o produkcję przemysłową, spodziewamy się wzrostu o 2% r/r wobec -1,5% r/r w listopadzie. Naszym zdaniem wzrost produkcji był przede wszystkim pochodną efektów kalendarzowych, podczas gdy niski popyt zagraniczny oraz rosnąca konkurencja eksporterów spoza UE wciąż negatywnie wpływają na sektor przemysłowy.

Wykres 3. C/A z defycytem w listopadzie



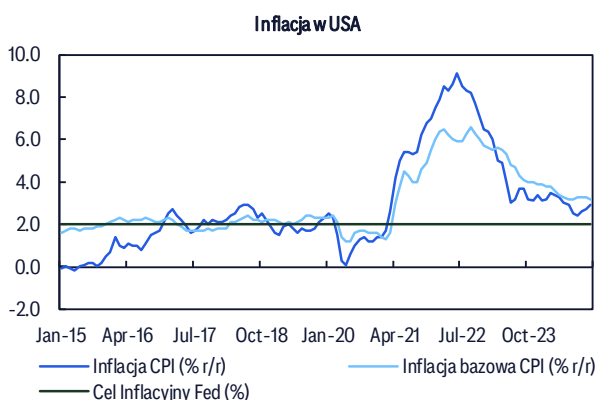
Źródło: Citi Handlowy, NBP

- W listopadzie saldo na rachunku bieżącym wyniosło -0,521 mld EUR wobec dodatniego wyniku 1,220 mld EUR w październiku (rewizja w górę z 1,064 mld EUR). Odczyt okazał się niższy od konsensusu rynkowego, który zakładał nadwyżkę na poziomie 0,062 mld EUR.

- Saldo obrotów towarowych kolejny miesiąc z rzędu było ujemne i wyniosło -1,646 mld EUR. Deficyt wynikał ze spadku wartości eksportu (-4,7% r/r wobec 2,1% r/r poprzednio) w zestawieniu z wyższą, choć również ujemną dynamiką wartości importu (-0,4% r/r wobec 6,6% r/r).

- Według NBP, na pogorszenie salda obrotów towarowych duży wpływ miała mniejsza liczba dni roboczych w listopadzie, zarówno w porównaniu do poprzedniego miesiąca jak i analogicznego miesiąca 2023 roku.

Wykres 4. W USA inflacja lekko spowolniła



Źródło: szacunki Citi Handlowy, Refinitiv

- W grudniu inflacja bazowa CPI w Stanach Zjednoczonych wyniosła 0,2% m/m, nieco poniżej oczekiwań rynkowych na poziomie 0,3% m/m. W ujęciu rocznym wskaźnik wyniósł 3,2% wobec 3,3% w listopadzie.

- Zarówno zbiorczy wynik, jak i szczegółowe rozbięcie wskazuje na spadek inflacji w USA, co może również nieco załagodzić retorykę Rezerwy Federalnej, która ostatnio przechyliła się w jastrzębią stronę. Niższa dynamika inflacji w dalszej części roku mogłaby oznaczać obniżkę stóp procentowych nawet w obliczu silnego rynku pracy. Na podstawie tego odczytu przewidujemy, że bazowa inflacja PCE (miara zmian cen preferowana przez Fed) w ujęciu rocznym wyniesie - podobnie jak w listopadzie - 2,8% r/r.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
21 sty WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	I	20	15,1	15,7
22 sty ŚRODA							
10:00	PL	Inflacja PPI	% r/r	XII	--	-2,4	-3,7
10:00	PL	Płace	% r/r	XII	13	11,3	10,5
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	XII	2	1,8	-1,5
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	XII	-0,4	-0,5	-0,5
23 sty CZWARTEK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XII	3,3	3,8	3,1
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	XII	-9,7	--	-9,3
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	226	215	217
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt wstępny	pkt	I	-14,8	-14,2	-14,5
24 sty PIĄTEK							
09:30	DE	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	I	42,5	42,7	42,5
09:30	DE	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	I	51,2	51	51,2
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	I	45,2	45,3	45,1
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	I	52	51,5	51,6
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	XII	--	8,6	8,7
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	I	49,4	--	49,4
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	I	57,2	--	56,8
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	XII	4,01	4,2	4,15
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	I	--	73,5	73,2

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	1012
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2631	3067	3396	3594	3870	4117
PKB per capita (USD)	15528	15761	17990	18268	21487	23953	25009	27056
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	4,7	3,6	2,7
Inflacja CPI (% średnia)	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	3,6	4,1	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	4,75	3,75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1,71	0,21	2,51	7,02	5,88	5,82	4,76	3,88
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	4,11	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	4,27	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 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 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,