

Inflacja zmierza w dół

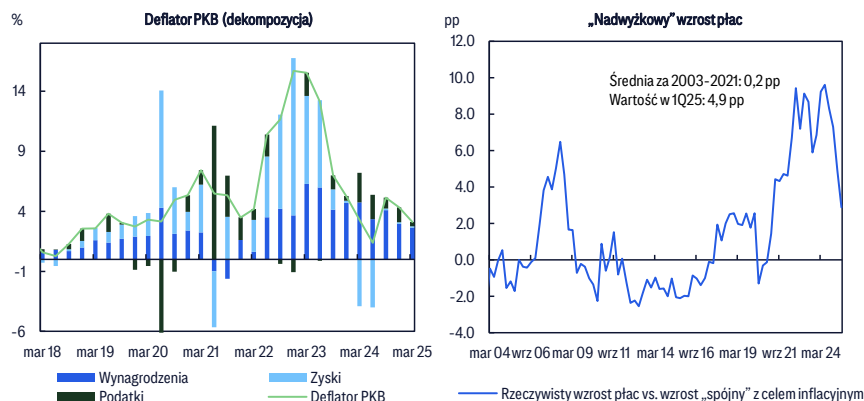
• Lipiec miał przynieść inflacyjny przełom i tak faktycznie się stało. Wskaźnik CPI, który w pierwszej połowie roku oscylował między 4% a 5%, spadł w minionym miesiącu do zaledwie 3,1% i chociaż spadek był nieco płytszy od zakładanego przez konsensus rynkowy, to poprawa wydaje się wyraźna. Jedyny niepokojący element w nowych danych to fakt, że miesięczna (odsezonowana) inflacja bazowa jest wyższa niż jeszcze dwa-trzy miesiące wcześniej. Średnioterminowy trend wskazuje jednak na stopniowe osłabienie presji cenowej.

• Spoglądając na dane o cenach w całej gospodarce (deflator PKB) wyraźnie widać, że w przeciwieństwie do sytuacji sprzed 2-3 lat, obecnie jedynym liczącym się motorem wzrostu cen są rosnące wynagrodzenia. Niemniej nawet ten czynnik stopniowo traci na znaczeniu. O ile jeszcze rok temu wzrost płac był aż o ~10 punktów procentowych wyższy niż poziom spójny z celem inflacyjnym NBP, w pierwszym kwartale bieżącego roku ta różnica zawężała się do 4,9 punktu. Co więcej, według naszych szacunków w II kwartale „nadwyżkowy” wzrost płac wyniósł około 2,9 pkt., a w kolejnych kwartałach spodziewamy się jego ponownego spadku. W sumie pozwala to oczekiwać stopniowego obniżania się inflacji bazowej, wspieranego dodatkowo wcześniejszym umocnieniem złotego (ten ostatni efekt obniża ceny importu).

• Otwarta pozostaje kwestia jak czynniki zewnętrzne będą wpływać na inflację. Formułowane przez amerykańską administrację zapowiedzi sankcji wobec krajów kupujących surowce od Rosji przyczyniły się do wzrostu cen ropy naftowej na światowych rynkach. W ciągu tygodnia cena baryłki ropy Brent wzrosła o 4%, a dopiero pod koniec tygodnia ten ruch został w znacznym stopniu odwrócony na skutek słabszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy.

• Gdyby mimo wszystko wcześniejszy trend miał się utrzymać, ścieżka inflacyjna zasługuje na rewizję w górę. Dotyczyłoby to jednak głównie inflacji CPI, podczas gdy w przypadku inflacji bazowej (a więc obliczanej po wyeliminowaniu wpływu cen żywności, paliw i energii) ryzyka wydają się skierowane wciąż w dół. W szczególności wprowadzone przez amerykańską administrację cła wydają się mimo wszystko wyższe niż oczekiwano jeszcze kilka tygodni temu. W praktyce powraca więc ryzyko słabszego globalnego wzrostu, większej konkurencji cenowej, a przez to również niższej inflacji towarów.

Wykres 1. Główne motory napędowe inflacji słabną



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane GUS

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

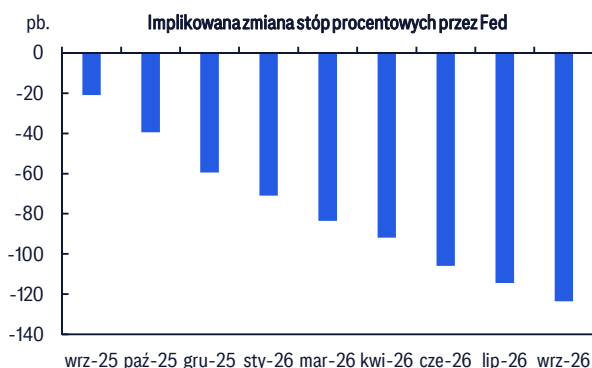
arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Fed pozostaje nieugięty

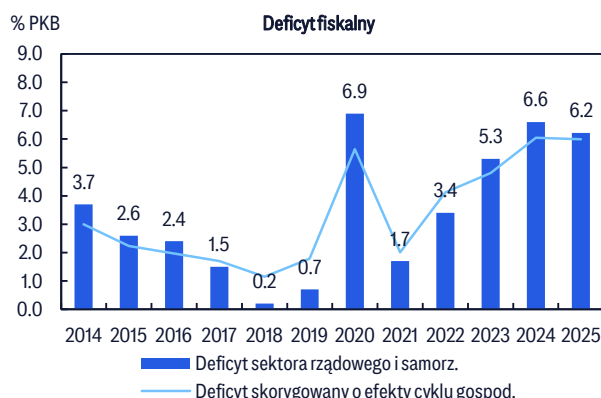


Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

• Zgodnie z oczekiwaniami, Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC) pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie w przedziale 4,25%-4,50%. Podczas konferencji prasowej z ubiegłego tygodnia prezes Fed starał się nie udzielać żadnych wskazówek na temat dalszego kierunku polityki monetarnej, utrzymując podejście oparte na obserwacji bieżących danych.

• Mimo wszystko widzimy przestrzeń do dalszych cięć stóp w Stanach. Słabsze dane z końca ubiegłego tygodnia dotyczące liczby nowych miejsc pracy w USA przechylają szalę na korzyść dalszych cięć. Dodatkowo planowane powołanie nowego członka FOMC w najbliższych dniach może wzmocnić pozycję zwolenników obniżek w Fed. W związku z tym podtrzymujemy nasz pogląd, że do wznowienia obniżek dojdzie we wrześniu (scenariusz bazowy to obniżka o 25pb, ale większego ruchu zupełnie nie można wykluczyć).

Wykres 3. Deficyt pozostaje wysoki, kwota wolna na razie nie wzrośnie

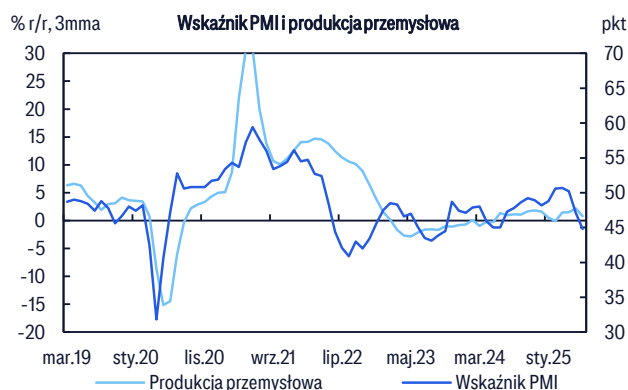


Źródło: Prognozy Citi Handlowy, dane Eurostat

• W czwartek (31.07) na konferencji prasowej minister finansów i gospodarki zadeklarował, że nie jest planowana nowelizacja budżetu na rok 2025. Według Ministra, rząd nie planuje również cięć w wydatkach socjalnych.

• Na konferencji rozwiane zostały także wątpliwości dotyczące ewentualnego podniesienia kwoty wolnej od podatku. Minister Domański przyznał, że jej podwyższenie do 60 tys. PLN nie nastąpi w 2026 r., natomiast w 2027 r. może być bardzo trudne. Potwierdzają to również słowa premiera Tuska, który przyznał w minionym tygodniu, że choć rząd pracuje obecnie nad ustawą dotyczącą kwoty wolnej od podatku, to z powodu przeznaczenia 5% PKB na zbrojenia, będzie to niemożliwe co najmniej do końca 2027 r.

Wykres 4. Polski przemysł nadal mierzy się ze słabością



Źródło: Citi Handlowy, S&P Global

• W lipcu wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu uległ nieznacznej poprawie do 45,9 pkt. wobec 44,8 pkt. w czerwcu. Pomimo wzrostu wskaźnika, spowolnienie w polskim przemyśle pozostaje nadal silne, dlatego naszym zdaniem na razie ciężko jest wysnuwać wnioski o polepszeniu się sytuacji w tym sektorze.

• Na wskaźnik PMI negatywnie wpłynął eksport, który spadł w największym stopniu od sierpnia 2023 r., co stanowi pokłosie osłabienia ogólnego popytu na rynkach międzynarodowych. Ponadto liczba nowych zamówień, wielkość produkcji oraz zatrudnienia w sektorze kontynuowały spadki utrzymujące się od kilku miesięcy, aczkolwiek ich tempo osłabło. Wskazywać to może, że polskie firmy z sektora przetwórczego mają najgorsze już za sobą, na co wskazuje również fakt, że przewidywania firm na najbliższe 12 miesięcy uległy poprawie w lipcu.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
5 sie WTOREK							
09:00	CZ	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	VII	2,8	2,7	2,9
09:55	DE	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	VII	--	50,1	50,1
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	VII	51,2	51,2	51,2
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	VI	-61,5	-75,0	-71,5
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	VII	51,8	51,3	50,8
6 sie SRODA							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	% r/r	VII	--	2,1	5,3
08:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VII	4,2	3,4	2,1
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	VI	-3,0	-3,0	-2,6
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% m/m	VI	4,1	2,9	2,2
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VI	--	0,3	-0,7
7 sie CZWARTEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	VI	--	-0,5	1,2
09:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VI	4,2	4,9	5,3
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	225	--	218
14:30	CZ	Decyzja CNB	%	7 sie	3,5	3,5	3,5
8 sie PIĄTEK							
08:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	VII	4,1	4,1	4,6
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	VII	2,8	2,8	2,9
9 sie SOBOTA							
03:30	CN	Inflacja CPI	% r/r	VII	-0,1	-0,1	0,1
03:30	CN	Inflacja PPI	% r/r	VII	-3,1	-3,3	-3,6

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	690	697	813	915	1065	1120
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3900	4162
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	28482	29947
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	5.1	5.3	5.1
Aktywność ekonomiczna	596	600	690	697	813	915	1060	1130
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.1	2.9	3.7	3.7
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.7	-2.2	5.0	4.1
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.3	3.5	3.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	3.1	3.6	3.5
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	3.8	5.8
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.2	3.9	5.6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.9	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.7	2.3
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	7.9	6.1
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	4.50	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.51	3.88
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.10	4.60
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	3.62	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.66	3.71
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.24	4.26
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.23	4.24
Bilans płatniczy (mld USD)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.9	2.3
Rachunek bieżący	-1.6	16.9	-10.1	-17.6	13.7	3.4	-2.7	-1.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.8	-1.5	-2.5	1.7	0.4	-0.2	-0.1
Saldo handlu zagranicznego	-5.5	9.2	-10.4	-26.9	7.3	1.7	-2.1	-1.4
Eksport	276.1	287.6	368.4	357.0	390.7	402.6	410.6	436.3
Import	281.6	278.4	378.8	383.9	383.5	400.9	412.7	437.7
Saldo usług	30.2	29.9	37.5	40.4	46.4	47.3	46.6	51.0
Saldo dochodów	-27.9	-26.0	-36.6	-28.7	-36.9	-42.0	-42.8	-46.2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.7	-6.9	-1.7	-3.4	-5.3	-6.6	-6.2	-5.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-3.6	-2.9
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	47.4	50.7

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.