

25 sierpnia 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Inflacja pod wpływem podatków

- Okres tarcz inflacyjnych dawno minął, ale decyzje administracyjne wciąż mają bardzo silny wpływ na to, jak kształtuje się inflacja. W minionym tygodniu Prezydent zdecydował się zawetować tzw. ustawę wiatrakową, co w praktyce może oznaczać, że wbrew dotychczasowym planom ceny energii wzrosną w październiku. Jednocześnie rząd zapowiedział większą niż wcześniej planowano podwyżkę akcyzy na alkohol (o 15%) oraz wzrost opłaty cukrowej od początku 2026 r. Nasza obecna prognoza zakłada brak zmian cen prądu przynajmniej do połowy przyszłego roku oraz zaledwie 5% podwyżkę akcyzy na produkty alkoholowe. Z tego względu warto zastanowić się jak planowane zmiany mogą zmienić ścieżkę CPI.

- Według naszych szacunków odmrożenie cen prądu (o ile do niego dojdzie) mogłoby przyczynić się do lekkiego wzrostu cen energii od października br., dodając do inflacji ~0,2 pp. To co jest jednak kluczowe to fakt, że prawdopodobnie od stycznia i tak będą obowiązywać nowe, niższe taryfy na prąd. Oznaczałoby to, że po wzroście w IV kw., od stycznia ceny prądu ponownie spadłyby. Zmiany, których można spodziewać się w styczniu odjęłyby z inflacji zapewne około 0,4-0,6 pp, z nawiązką kompensując wcześniejsze podwyżki.

- Jeżeli chodzi o podwyżkę akcyzy na alkohole, to decyzja ta mogłaby podnieść ścieżkę inflacji o około 0,2 punktu procentowego, a zmiany opłaty cukrowej dodałyby kolejne 0,05 pkt. Bazując na doświadczeniach z poprzednich lat można przypuszczać, że efekt ten ujawniałby się stopniowo i byłby rozłożony na przynajmniej trzy pierwsze miesiące roku.

- W sumie zmiany cen prądu oraz akcyzy oznaczałyby pewne wahania inflacji w stosunku do dotychczasowych oczekiwań, ale nie zmieniałyby istotnie ogólnej ścieżki. W ostatnim kwartale br. wskaźnik CPI może być lekko wyższy, ale aktualizacja taryf na prąd w 2026 roku zapewne odwróciłaby ten efekt i skompensowała wpływ droższego alkoholu (akcyza) i napojów słodzonych (opłata cukrowa). Co prawda tego typu wahania wydają się neutralne z punktu widzenia prowadzenia polityki pieniężnej, ale wcale nie jest jasne czy opinię tę będzie podzielać większość w RPP. W przeszłości Rada Polityki Pieniężnej wielokrotnie odwoływała się do zmian cen administracyjnych jako czynników ograniczających przestrzeń do cięć stóp i nie można zupełnie wykluczyć, że tym razem też tak zrobi. Mimo wszystko nasz podstawowy scenariusz zakłada, że we wrześniu RPP zdecyduje się na obniżkę stóp o 25pb.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

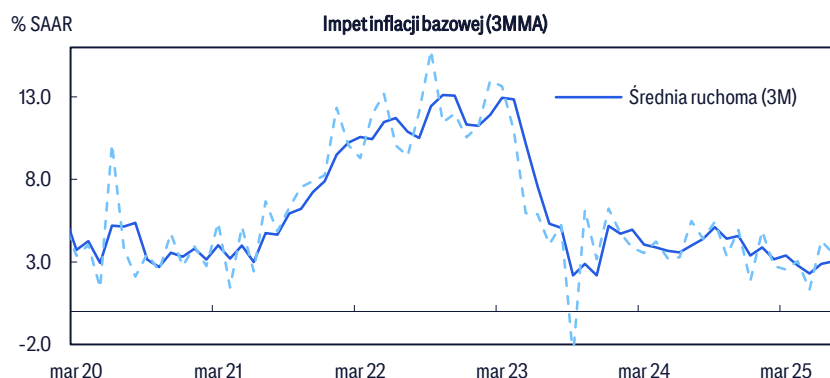
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

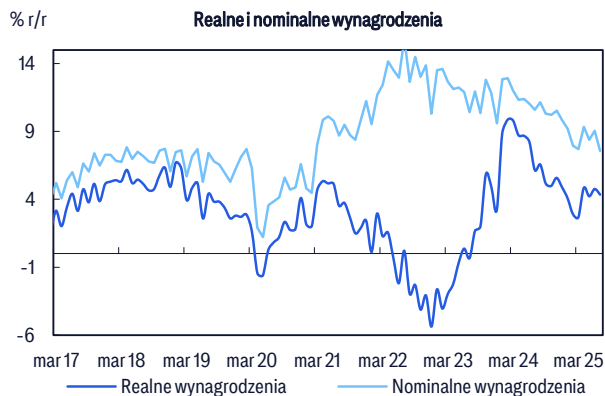
anastazja.nagorka@citi.com

Wykres 1. Niezależnie od zmian cen kontrolowanych, impet inflacji bazowej daje przestrzeń do obniżek stóp

Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych NBP

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Tempo wzrostu płac najsłabsze od 4,5 roku



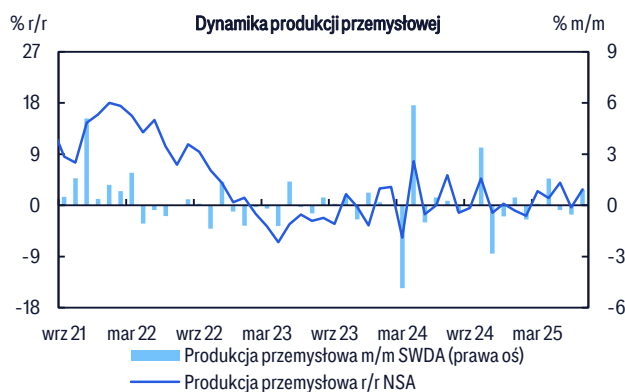
Źródło: Citi Handlowy, GUS

- W lipcu tempo wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wyhamowało do 7,6% r/r, wobec 9,0% w czerwcu. Odczyt ten okazał się słabszy od oczekiwań rynkowych (8,6% r/r) i był najniższym odnotowanym wynikiem od lutego 2021 roku. W ujęciu miesięcznym i odsezonowanym wzrost płac wyniósł 0,2%, co wskazuje na dalsze wygasanie presji płacowej.

- Z kolei zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw obniżyło się o 0,9% r/r, wobec spadku o 0,8% r/r w czerwcu, co wpisuje się w utrzymującą się od dłuższego czasu spadkową dynamikę zatrudnienia. W ujęciu miesięcznym liczba etatów spadła o 0,1%.

- Łączne dane o płacach i zatrudnieniu potwierdzają dalsze schładzanie rynku pracy, co nie tylko ogranicza presję płacową, ale także osłabia potencjał dalszego wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych.

Wykres 3. Czy polski przemysł przyspiesza?

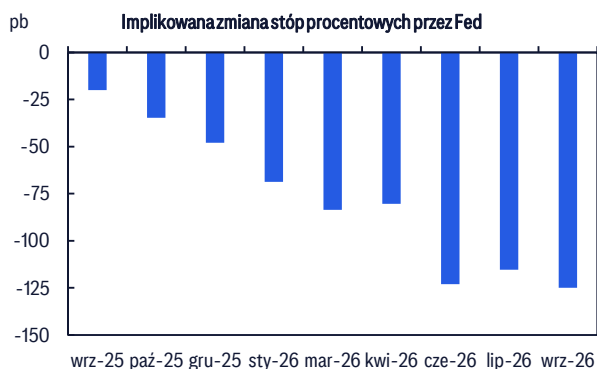


Źródło: Citi Handlowy, GUS

- Produkcja przemysłowa w lipcu zaskoczyła wzrostem o 2,9% r/r, wobec -0,4% w czerwcu. Wynik ten przekroczył zarówno oczekiwania rynkowe jak i naszą prognozę (odpowiednio 1,6 i 2,2% r/r). W miesięcznym i odsezonowanym ujęciu produkcja przemysłowa odnotowała natomiast wzrost w wysokości 0,9%.

- Choć odczyt wskazuje na przyspieszenie względem czerwca, poprawa między poszczególnymi branżami przemysłowymi wciąż nie jest równomierna. Na lipcowy wynik istotnie wpłynęła produkcja pojazdów samochodowych (11,6% r/r) oraz naprawa, konserwacja i instalacja maszyn i urządzeń (47% r/r), która mimo stosunkowo niewielkiego udziału w całości miała zauważalny wkład w ogólny wzrost. Z kolei dokładnie połowa spośród 34 branż pozostawała w recesji. W szerszym kontekście wyższe od oczekiwań wskaźniki PMI w strefie euro za lipiec mogą sygnalizować początek ożywienia popytu zewnętrznego, co stanowi pozytywny sygnał dla polskiego PKB w III kwartale.

Wykres 4. Obniżka stóp w USA we wrześniu?



Źródło: Citi Handlowy, LSEG

- Coroczne sympozjum bankierów centralnych w Jackson Hole przyciągało uwagę uczestników rynków finansowych w oczekiwaniu na wskazówki co do przyszłych działań w amerykańskiej polityce pieniężnej. Głównym wydarzeniem było wystąpienie prezesa Fed. Wypowiedź Jeroma Powella była nacechowana gołębion, gdyż podkreślony został wzrost ryzyka do dalszego pogorszenia sytuacji na rynku pracy. Inflacja wciąż pozostaje podwyższona, ale zdaniem szefa Fed obniżyła się istotnie od post pandemicznego szczytu.

- Reakcja rynków finansowych wskazuje, że obniżka stóp procentowych w USA we wrześniu jest scenariuszem bazowym, a obecne notowania instrumentów pochodnych wskazują na przestrzeń do dwóch obniżek stóp po 25 pb każda do końca tego roku.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
25 sie PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	VII	--	--	10,5
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	VII	0.649	0.630	0.627
26 sie WTOREK							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	VII	--	--	5,2
14:00	HU	Decyzja MNB	%	VIII	6,50	6,50	6,50
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	VII	-3,0	-4,0	-9,4
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	VIII	95,3	96,8	97,2
27 sie ŚRODA							
08:00	DE	Zaufanie konsumentów	pkt	IX	--	-21,2	-21,5
28 sie CZWARTEK							
11:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt finalny	pkt	VIII	--	--	-15,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	233	--	235
14:30	USA	PKB - drugi odczyt	% kw/kw	Q2	--	3	3
29 sie PIĄTEK							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VII	--	0	1
09:00	CZ	PKB - odczyt finalny	% r/r	Q2	--	--	2,4
10:00	PL	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	VIII	2,8	--	3,1
14:00	DE	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	VIII	2,1	2,2	2,0
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	VII	0,5	0,4	0,3
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	VII	0,5	0,5	0,3
14:30	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	VII	0,3	0,3	0,3
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	VII	0,2	0,2	0,3
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	VIII	--	--	58,6

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	1067	1118
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3899	4160
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	28528	29889
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	2.8	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.7	2.2
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	3.61	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.65	3.72
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.25	4.27
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.23	4.26
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	-2.6	-1.5
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	-2.3	-1.5
Eksport	276.1	287.6	368.4	357.0	390.7	402.6	453.0	480.4
Import	281.6	278.4	378.8	383.9	383.5	400.9	455.3	481.9
Saldo usług	30.2	29.9	37.5	40.4	46.4	47.3	51.4	56.1
Saldo dochodów	-27.9	-26.0	-36.6	-28.7	-36.9	-42.0	-47.2	-50.9
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.