

10 sierpnia 2026 | 5 stron

Citi Weekly

Odbicie cen żywności na horyzoncie

• Pomimo niesprzyjających warunków pogodowych – najpierw mroźnej zimy, a ostatnio również fal upałów – taniejąca żywność pomagała dotychczas obniżać inflację. W ciągu pierwszych siedmiu miesięcy roku szacowany przez GUS wzrost cen żywności oraz napojów bezalkoholowych był w sumie o 3,6% niższy niż sugerowałyby wzorce sezonowe z poprzednich lat. Biorąc pod uwagę, wysoki udział żywności w koszyku inflacyjnym, takie różnice mają istotny wpływ na kształtowanie się indeksu CPI. Gdyby nie one, inflacja w lipcu wyniosłaby nie 3%, lecz niemal 4%, a więc wykroczyłaby poza górną granicę przedziału wokół celu inflacyjnego RPP.

• Chociaż dotychczas żywność pomagała obniżać inflację, trudno polegać na tym czynniku również w dalszej części roku. Wysokie temperatury mogą odbić się na zbiorach w drugiej połowie roku, na co wskazują choćby najnowsze (lipcowe) szacunki publikowane przez GUS. Według Urzędu, tegoroczne zbiory owoców z drzew będą o blisko 19% niższe niż w ubiegłym roku, podczas gdy zbiory zbóż oraz warzyw mają obniżyć się o ponad 4,5%. Produkcja rolna ucierpiła nie tylko w Polsce – podobne problemy są identyfikowane w innych krajach UE, w tym w Niemczech, Austrii, Francji, na Węgrzech. Trudno więc liczyć na pomoc w postaci taniego importu.

• Historycznie zmiany w wielkości zbiorów przekładały się z opóźnieniem na ceny żywności, w tym przede wszystkim na ceny warzyw oraz owoców. Gdyby zależności z poprzednich lat miały się utrzymać, ceny warzyw i owoców w ciągu kolejnych dwunastu miesięcy mogłyby wzrosnąć o około 10% (wykres 1). Sytuację dodatkowo komplikuje wyjątkowo intensywny efekt El Niño, który co prawda nie ma bezpośredniego wpływu na sytuację w kraju, jednak może odbijać się na światowych cenach żywności, a przez to na cenach importu. Z tego względu dotychczasowe bardzo niskie odczyty inflacji nie powinny usypiać czujności, bo mogą okazać się tylko tymczasowym zjawiskiem.

• Dodatkowy impuls inflacyjny w ostatnich tygodniach pochodził z rynku paliw, gdzie efekty wojny na Bliskim Wschodzie (w mniejszym stopniu) oraz podwyżka VAT na paliwa (w większym stopniu) windowała ceny. Aby temu przeciwdziałać rząd rozważa przejściowe rozwiązania obniżające ceny paliw w ostatnich dwóch tygodniach sierpnia, a więc w okresie wzmożonych powrotów z wakacji. Jeżeli planowane działania miałyby w swojej skali dorównywać programowi CPN z marca bieżącego roku, inflacja mogłaby pozostać w okolicach 3% również w sierpniu. Gdyby jednak do takich działań nie doszło, wskaźnik CPI mógłby wzrosnąć o dodatkowe 0,3 pp. W sumie wiele wskazuje, że kształtowanie się inflacji może nie pozwolić Radzie Polityki Pieniężnej na obniżkę stóp na najbliższym posiedzeniu.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

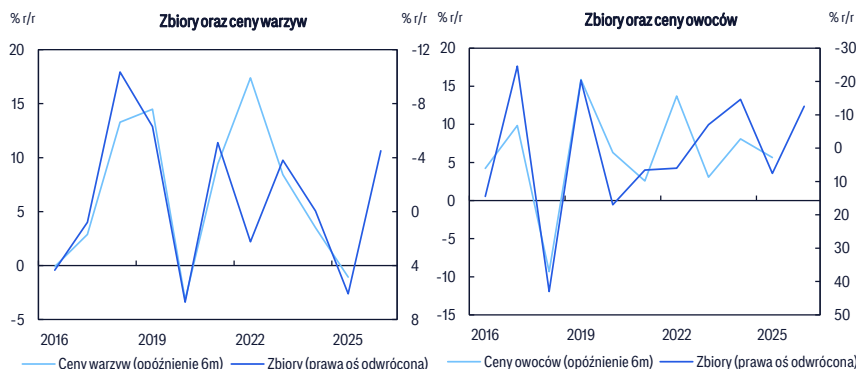
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

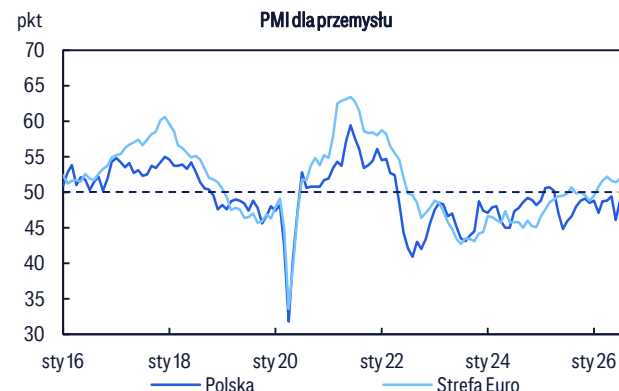
Wykres 1. Słabe prognozowane zbiory zapowiadają wzrosty cen żywności w dalszej części roku



Źródło: DANE GUS, szacunki Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

Wykres 2. PMI wciąż poniżej 50 pkt, perspektywy się poprawiają

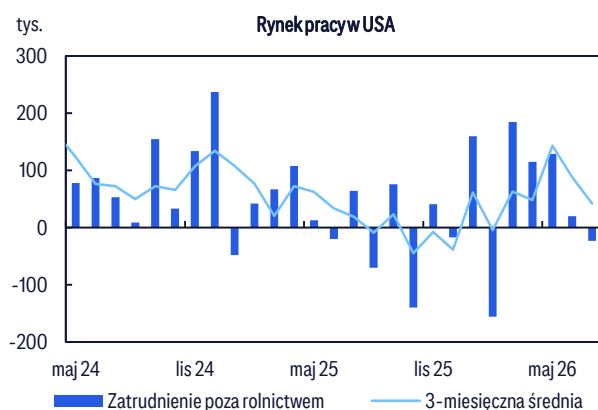


Źródło: S&P Global, Citi Handlowy

- Lipcowy odczyt PMI dla polskiego przemysłu odnotował wyraźny wzrost do 49,0 pkt z 46,1 pkt w czerwcu (konsensus: 47,5 pkt). Choć wskaźnik już piętnasty miesiąc z rzędu utrzymał się po stronie sygnalizującej pogorszenie warunków biznesowych, najnowsze badanie dostarczyło bardziej optymistycznych sygnałów. Tempo spadku produkcji i nowych zamówień wyraźnie wyhamowało, a zatrudnienie wzrosło po raz pierwszy od kwietnia 2025 r. Jednocześnie osłabła presja kosztowa i inflacyjna, a oczekiwania przedsiębiorstw dotyczące produkcji w horyzoncie 12 miesięcy uległy poprawie.

- Wyniki badania wpisują się w ostatnią poprawę danych o produkcji przemysłowej i wzmacniają scenariusz stopniowej poprawy koniunktury w sektorze. Jeżeli pozytywne tendencje utrzymają się, niewykluczone, że przemysł wróci do fazy ekspansji jeszcze w najbliższych miesiącach.

Wykres 3. Amerykański rynek pracy wyraźnie słabnie

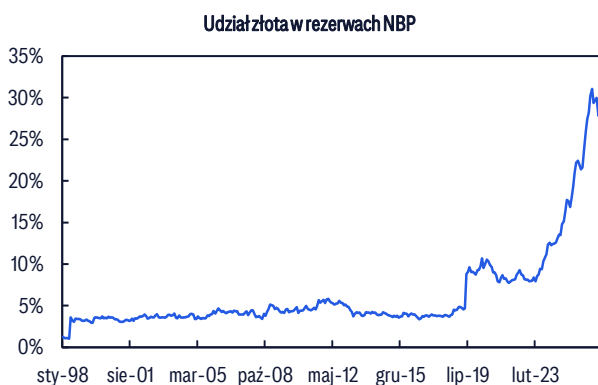


Źródło: S&P Global, Citi Handlowy

- Lipcowe dane z amerykańskiego rynku pracy okazały się rozczarowaniem. Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym obniżyło się o 23 tys. wobec konsensusu rynkowego zakładającego wzrost o 80 tys. Dodatkowo dane za maj i czerwiec zrewidowano łącznie o 103 tys. w dół. Lepsza od oczekiwań okazała się natomiast stopa bezrobocia, która zmniejszyła się z 4,2% do 4,1%, choć podobnie jak w poprzednim miesiącu wynikało to z obniżenia aktywności zawodowej.

- Najnowsza publikacja wzmacnia argumenty za bardziej wyczekującym podejściem FOMC przed wrześniowym posiedzeniem. O ile w ostatnim czasie uwaga Fed koncentrowała się przede wszystkim na inflacji, o tyle utrzymanie słabszych odczytów z rynku pracy również w kolejnych miesiącach mogłoby przesunąć część jego uwagi w kierunku drugiej części mandatu, ograniczając tym samym presję na podwyżki stóp procentowych.

Wykres 4. Rezerwy NBP nie na „SAFE 0”



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

- Rezerwy walutowe Polski w lipcu wzrosły do blisko 295 mld USD. Z tej kwoty ok. 28% stanowią rezerwy w złocie. W lipcu NBP podawał, że posiada 632 tony złota w rezerwach, a nowy cel zakłada zwiększenie tego poziomu do 700 ton.

- Idea wykorzystania aktywów rezerwowych, prawdopodobnie poprzez niezrealizowane zyski na złocie, do finansowania zbrojenia kraju zamiast unijnego programu SAFE była rozważana jeszcze na początku roku. Pomysł nie znalazł jednak akceptacji politycznej.

- W minionym tygodniu na temat legalności ewentualnego udziału NBP w finansowaniu zbrojenia wypowiedział się EBC, który uznał, że bank centralny nie powinien przejmować zadań związanych z finansowaniem wydatków obronnych. Zdaniem EBC, zysk NBP powinien być wpłacany do budżetu po pokryciu łącznych strat z lat ubiegłych.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
11 sie WTOREK							
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	VII	1,7	--	1,7
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	VII	4,180	4,050	4,090
12 sie ŚRODA							
08:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	VII	--	2,8	2,8
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	VII	0,2	0,2	0,0
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	VII	0,0	0,1	-0,4
13 sie CZWARTEK							
09:30	PL	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	VII	3,0	3,0	3,0
09:30	PL	PKB - odczyt wstępny	% r/r	Q2	3,5	3,7	3,5
14:00	PL	Rachunek bieżący	mln EUR	VI	2	-679	-1071
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	205	201	199
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	VII	0,1	0,2	-0,3
14:30	USA	Inflacja PPI bazowa	% m/m	VII	0,4	0,3	0,2
14 sie PIĄTEK							
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	VII	3,1	3,0	3,0
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VII	-0,1	0,1	0,2
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	VIII	51,0	54,5	55,2

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1038	1098	1162
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4145	4394
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27740	29360	31057
Populacja (mln)	38.1	37.9	37.8	37.6	37.5	37.4	37.4	37.4
Stopa bezrobocia (%)	6.8	5.8	5.2	5.1	5.1	5.7	5.8	5.7
Aktywność ekonomiczna	596	600	690	697	813	915	1060	1130
Realny wzrost PKB (% r/r)	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	3.5	2.9
Inwestycje (% r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	4.3	7.6	2.2
Spożycie ogółem (% r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	4.0	3.4	3.5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.7	2.9	3.5
Eksport (% r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	4.5	5.0	4.7
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	5.6	5.8	6.9
Ceny, pieniądz i kredyt	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	3.5	2.9
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	3.8	3.0
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	3.0	3.3
Płace nominalne (% r/r)	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.1	6.3	5.7
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4.7	5.3	1.2	-0.3	3.3	6.0	7.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	4.00	3.75	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	0.21	2.54	7.02	5.88	5.84	3.99	3.94	3.94
Rentowność obligacji 10-letnich	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	5.30	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.80	3.79
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.77	3.78
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.31	4.30
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.31	4.30
Bilans płatniczy (mld USD)	-1.6	14.4	-9.2	-15.7	14.6	-0.3	-13.6	-24.2
Rachunek bieżący	14.4	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-8.9	-17.0	-22.1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2.4	-1.3	-2.2	1.5	0.3	-0.9	-1.5	-1.9
Saldo handlu zagranicznego	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.7	-15.2	-24.8	-28.9
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	390.9	423.0	433.6
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	406.1	447.8	462.6
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	45.9	46.5
Saldo dochodów	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-37.6	-39.6	-39.4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-7.3	-6.9	-6.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.8	-4.1	-3.8
Dług publiczny (polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	38.9	44.1	49.1	52.9	56.7

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 jedyne 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.