



# Inflacja w centrum uwagi

2024-07-08

W piątek głównym punktem zainteresowania krajowych inwestorów była prezentacja nowego raportu o inflacji. Nasze przemyślenia w tym temacie skondensowaliśmy w poniższym tekście. W tym tygodniu z kolei uwaga rynku także skierowana będzie na inflację, tyle że tą ze Stanów Zjednoczonych. Kolejne lepsze dane, w połączeniu ze słabszym rynkiem pracy, mogą zachęcać do obniżki stóp we wrześniu.

## Kalendarz najważniejszych publikacji i wydarzeń makroekonomicznych

### **Poniedziałek 08.07.2024**

W kalendarzu hula wiatr. Dzień umilą nam z pewnością setki analiz dot. francuskich wyborów parlamentarnych.

### **Wtorek 09.07.2024**

O poranku węgierska inflacja (oczekiwana stabilizacja na poziomie 4%). W dalszej części dnia Powell przedstawi Komisji Bankowej Senatu półroczny raport z działalności Fed.

### **Środa 10.07.2024**

Nowozelandzki bank centralny utrzyma stopy procentowe bez zmian (5,5%). O poranku poznamy czeską inflację (oczekiwany lekki spadek z 2,6% do 2,5%). Powtórka z Powella, ale przed inną komisją.

### **Czwartek 11.07.2024**

W nocy spłyną dane monetarne z Chin. Później zobaczymy finalną inflację z Niemiec (oczekiwany spadek z 2,4% do 2,2% w metryce CPI). Dużo ważniejsza będzie jednak inflacja CPI z USA (oczekiwany spadek do 3,1% oraz stabilizacja bazowej na 3,4%) oraz tygodniowe dane o zasiłkach dla bezrobotnych. W dalszej części dnia wystąpienia bankierów centralnych z Fed: Bostic, Musalem.

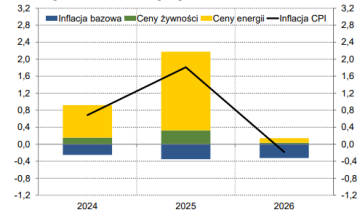
### **Piątek 12.07.2024**

Inflacja producencka z USA (oczekiwany lekki wzrost z 2,3% do 2,5%) będzie mniej ważna po tym, co już dzień wcześniej zobaczymy w CPI. Pod koniec dnia zobaczymy wstępne dane o optymizmie konsumentów (Uniwersytet Michigan).

## **Dwugłós w RPP w obliczu nowej projekcji inflacyjnej**

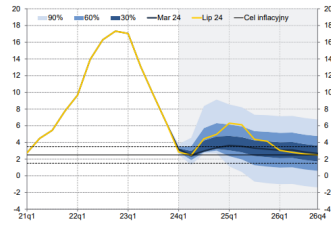
W piątek opublikowane zostały szczegóły lipcowej projekcji inflacyjnej. Tak jak przypuszczaliśmy, za podbicie inflacji w 2025 roku odpowiadają głównie ceny energii, zaś wkład inflacji bazowej w całym horyzoncie projekcji jest mniejszy niż przewidywano w marcu. Na prezentacji wspomniano, iż szok inflacji bazowej będzie wygasnął głównie przez towary, a usługi pozostają bardziej odporne. Swoją drogą nie jest to coś zaskakującego, gdyż podobny schemat widzimy także w strefie euro, która rozpoczęła w minionym miesiącu obniżki stóp. Nowa projekcja zakłada, że inflacja znajdzie się w przedziale celu na początku 2026 roku, a sam cel ma zostać osiągnięty w końcu owego roku. Jeśli w polityce pieniężnej dalej obowiązują pewne opóźnienia to wydaje się, że obniżki stóp procentowych mogą być implementowane już niebawem. Przypomnijmy tutaj także wypowiedź prezes Lagarde, która stwierdziła, iż nie będzie czekać aż wszystkie komponenty koszyka inflacyjnego będą zgodne z celem.

Wykres 4.27 Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą lipcową a marcową (pkt proc.)



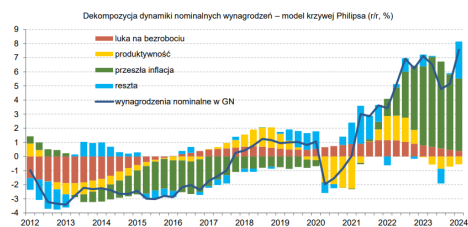
Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.26 Projekcja lipcowa na tle marcowej: inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

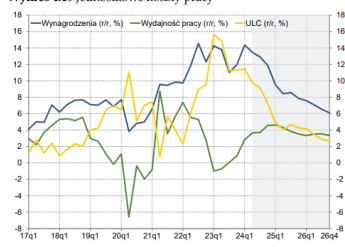
Warto zauważyć, że podobnie jak w marcu tak samo w lipcu NBP zakłada utrzymanie się ujemnej luki popytowej w całym horyzoncie projekcji. Zachodzi pytanie skąd więc inflacja bazowa wyraźnie powyżej 3% na koniec 2026 roku? Naturalnie poszlaki prowadzą w stronę wynagrodzeń, których dynamika do końca roku ma pozostać dwucyfrowa. Dalej jednak obraz zmienia się dość zauważalnie, a w 2026 roku wzrost ten balansować ma w okolicy 7%. Nie wydaje się, że są to już poziomy niezgodne z celem NBP. W tym miejscu chcemy też odnieść się do wykresu analityków NBP, który przedstawia dekompozycję nominalnych płac. Jak widać poniżej, obecnie płace napędzane są niemalże wyłącznie przez przeszłą inflację (podobne wnioski miał EBC). Jej obniżenie samo w sobie będzie więc ciężać na wzroście płac. Ciasny rynek pracy (luka na bezrobociu) nie odgrywa aż tak ważnej roli. Z kolei niebieski słupek w Q1 2024 wynika głównie ze wzrostu płac w sektorze publicznym, którego model nie uwzględnia.



Uwagi: Wykres prezentuje dekompozycję rocznej dynamiki nominalnych wynagrodzeń (w odchyleniach od średniej dynamiki) wyznaczoną na podstawie równania regresji:  $\Delta \ln W_t = \alpha + \beta \Delta \ln P_{t-1} + \gamma \Delta \ln Y_{t-1} + \delta \Delta \ln U_{t-1} + \epsilon_t$ , w której  $\Delta \ln W_t$  oznacza roczną dynamikę nominalnych wynagrodzeń w GN,  $\Delta \ln P_{t-1}$  - roczną dynamikę produktywności mierzoną relacją realnego PKB i liczbą pracujących wg BALEL,  $\Delta \ln U_{t-1}$  - luka na bezrobociu z modelu NEOMOD oraz  $\epsilon_t$  - opóźnioną roczną dynamikę indeksu CPI.

Dodajmy także, iż nowa projekcja zakłada wciąż względnie niskie jednostkowe koszty pracy (ULC) już od początku 2025 roku (choć jest to pewien wzrost w relacji do marcowych liczb). Tak czy inaczej, taka dynamika ULC jest już w zasadzie zgodna z poziomem widocznym na początku 2019 roku. W całym horyzoncie projekcji ULC obniżają się do wartości widzianych w latach 2017-2018. Znowu, jeśli polityka monetarna ma działać z wyprzedzeniem, wówczas informacja ta powinna być istotna z punktu widzenia polityki stóp procentowych już dzisiaj.

Wykres 4.19 Jednostkowe koszty pracy

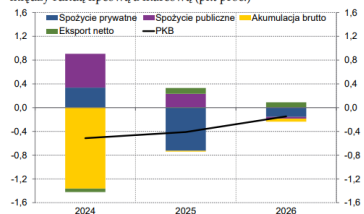


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dostrzegamy w tym wszystkim ryzyko niższej inflacji bazowej w horyzoncie projekcji zwłaszcza, że nowa projekcja zakłada wykorzystanie wszystkich środków z KPO do końca 2026 roku. Jak stwierdzono na samej prezentacji, jest to duży czynnik ryzyka. Jeśli tempo to będzie niższe, presja na inflację bazową z tego tytułu także może być niższa.

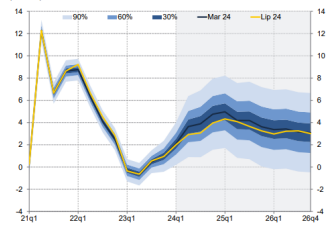
Jeśli już jesteśmy przy wzroście PKB to ścieżka w porównaniu do marca została zrewidowana w dół. W tym roku odpowiadają za to głównie inwestycje, a w przyszłym roku spożycie prywatne. W naszym odczuciu spożycie prywatne w przyszłym roku może okazać się mocniejsze. Jednocześnie dodajmy, że według NBP wpływ wydatków zbrojeniowych na PKB czy CPI będzie umiarkowany (znaczna ich część będzie realizowana za granicą). Tymczasem prezes Glapiński podkreślał wciąż wysoką niepewność ze strony polityki fiskalnej. Oczywiście można spierać się czy mowa tylko o już zaimplementowanych aktach prawnych czy przypuszczeniach. Naszym zdaniem, po objęciu Polski procedurą nadmiernego deficytu, przestrzeni do bardziej ekspansywnej polityki rządowej w przyszłym roku po prostu nie ma. Inna sprawa, że konsolidacja fiskalna powinna przebiegać stopniowo (wysokie naszym zdaniem prawdopodobieństwo umożliwienia Polsce konsolidacji w ramach 7-, a nie 4-letniego okresu w ramach nowych reguł fiskalnych).

Wykres 4.25 Dekompozycja zmiany projekcji dynamiki PKB między rundą lipcową a marcową (pkt proc.)



Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.24 Projekcja lipcowa na tle marcowej: dynamika PKB (t/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Być może jednak nasza opinia nie jest trafna, być może nie ma takiego znaczenia jak opinie samego NBP czy RPP. W tym miejscu warto więc przytoczyć raz jeszcze stwierdzenie prezesa z czwartkowej konferencji prasowej, iż czas obniżek stóp procentowych może nadejść dopiero w 2026 roku, kiedy inflacja będzie w celu. Pomijamy już, że niespecjalnie jest to spójne w wyprzedzającą funkcją reakcji. Co jest ciekawsze? Mianowicie fakt, że bardziej jastrzębi (przynajmniej do tej pory) członkowie RPP zaczynają myśleć co innego.

Najświeższym przykładem jest tutaj Ludwik Kotecki, którego zdaniem "przestrzeń do dyskusji o nieco luźniejszej polityce monetarnej może pojawić się na początku 2025 roku". Co ciekawe, takie wnioski wyciąga on właśnie z lipcowej projekcji, która w jego opinii wygląda bardziej optymistycznie niż wariant marcowy. Dodaje też, że RPP musi poczekać do końca roku, aby zdobyć większe przekonanie, iż inflacja będzie na akceptowalnym poziomie.

Zgadzamy się z takim podejściem (poczekania jeszcze kilku miesięcy), podobnie zresztą myślą największe banki centralne na czele z Fed i EBC (tutaj na stole jest już nie początek obniżek, a termin kolejnego ruchu). RPP może po prostu obawiać się, że wyższe ceny energii będą filtrować się ponownie do cen finalnych dóbr i usług. Tego jednak w projekcji nie ma i jeśli nie wystąpi to chyba nie ma się czego obawiać? Według nas tak raczej nie będzie, a siła cenotwórcza przedsiębiorstw obniżyła się. Innymi słowy, przedsiębiorstwom już nie jest tak łatwo przerzucać wyższych kosztów na ceny detaliczne. Do tematu postaramy się wrócić jeszcze za jakiś czas. Co więcej, do końca roku RPP powinna w większym stopniu przekonać się, iż polityka fiskalna w kolejnych dwóch latach (horyzont projekcji) nie będzie bardziej ekspansywna. Konkludując, wciąż bliżej nam do przekonania, iż obniżki stóp zobaczymy w przyszłym roku, a nie jeszcze kolejnym.

## **Garść newsów makroekonomicznych**

- Polska: Do wykupu w 2024 r., wg stanu na koniec czerwca, pozostaje dług o wartości nominalnej 70,0 mld zł, w tym obligacje hurtowe o wartości 41,4 mld zł, obligacje detaliczne o wartości 12,3 mld zł i obligacje oraz kredyty na rynkach zagranicznych o wartości 16,3 mld zł. Na koniec czerwca 2024 r. na rachunkach budżetowych zgromadzono równowartość 156,7 mld zł wobec 163 mld zł na koniec poprzedniego miesiąca - poinformowało Ministerstwo Finansów w informacji miesięcznej. (PAP)

- Polska: Transfery z Polski od pracujących imigrantów w I kw. 2024 roku wyniosły 5,9 mld zł wobec 4,8 mld zł, o 1,7 mld zł mniej rdr. Transfery do Polski od emigrantów w I kw. 2024 r. wyniosły 4,6 mld zł wobec 4,8 mld zł w I kwartale 2023 roku - podał NBP w pełnym bilansie płatniczym za I kwartał. (PAP)

- USA: Czerwcowe dane z rynku pracy potwierdziły, że chłodzenie trwa. Najlepszym tego odzwierciedleniem jest wzrost stopy bezrobocia do 4,1% (choć faktycznie dopiero po zaokrągleniu), czyli powyżej poziomu jaki Fed "widzi" na koniec roku. Naszym zdaniem w kolejnych miesiącach jest tutaj potencjał do dalszego, umiarkowanego wzrostu. Jeśli kolejne dane o inflacji okażą się optymistyczne (tak samo jak majowy raport), wówczas Fed powinien stopniowo zyskiwać przekonanie o słuszności rozpoczęcia obniżek stóp.



[https://x.com/mbank\\_research/status/1809204377900491242](https://x.com/mbank_research/status/1809204377900491242)

- Francja: Zgromadzenie Narodowe Le Pen nieoczekiwanie nie zdołało zwyciężyć w drugiej turze wyborów parlamentarnych. Jej ugrupowanie zdobyło tylko 142 mandaty i zajęło trzecie miejsce. Tymczasem badania sondażowe wskazywały na zwycięstwo skrajnej prawicy. Drugie miejsce zajął blok Ensemble prezydenta Macrona z 161 mandatami, a triumfował Nowy Front Ludowy ze 188 mandatami. Oznacza to, że żadna partia nie zdołała zdobyć większości bezwzględnej w 577-mandatowej niższej izbie parlamentu. W najbliższym czasie czeka nas prawdopodobnie polityczny chaos, do którego Francja nie było przyzwyczajona w ostatnim czasie. Implementacja cięć budżetowych może być trudnym zadaniem, co potencjalnie może zwiększać ryzyka fiskalne (lekko negatywna informacja z punktu widzenia euro czy tamtejszych obligacji). W najbliższym czasie kluczowa może być kandydatura na nowego premiera, po tym jak obecny premier Attal zapowiedział rezygnację.