

## Komentarz ekonomiczny

### Inflacja stopniowo w górę

Cezary Chrapek, CFA, tel. 887 842 480, [cezary.chrapek@santander.pl](mailto:cezary.chrapek@santander.pl)

GUS potwierdził wzrost inflacji w maju do 2,5% r/r z 2,4% w kwietniu. Złożył się na to marginalny wzrost inflacji towarów do 1,2% r/r z 1,1% oraz stabilizacja inflacji usług na poziomie 6,2%. Inflacja żywności spadła do 1,6% z 1,9% przy relatywnie niskim wzroście o 0,3% m/m sygnalizującym powolne przełożenie wyższego podatku VAT na żywność wprowadzonego ponownie w kwietniu. Kluczowe niespodzianki w dół dla naszych szacunków pochodziły z zagranicznych usług turystycznych, mebli i niektórych towarów o dużej ekspozycji na silnego złotego, a także usług ubezpieczeniowych. Zostało to częściowo skompensowane przez wyższe m/m ceny odzieży i obuwi oraz tytoniu i alkoholu, co można tłumaczyć opóźnionym wpływem nowej akcyzy w tym roku. Szacujemy, że inflacja bazowa za maj wyniosła 3,8% przy wzroście cen o 0,1% m/m. Nasze prognozy zakładają wzrost głównego wskaźnika inflacji do ok. 3,9% w lipcu, 5,3% na koniec roku i 4% na koniec 2025 roku. Oczekujemy średniej dynamiki inflacji bazowej na poziomie 0,3% m/m i 4% do końca przyszłego roku. Chociaż dane o CPI w ostatnich miesiącach zaskakiwały w dół, inflacja bazowa pozostaje na wysokim poziomie, co naszym zdaniem w obliczu ożywienia popytu konsumpcyjnego powstrzyma RPP przed obniżkami stóp przynajmniej do potowy 25 roku.

#### Inflacja stopniowo w górę do 2,5% r/r

GUS potwierdził wzrost inflacji w maju do 2,5% r/r z 2,4% w kwietniu. Złożył się na to marginalny wzrost inflacji towarów do 1,2% r/r (0,1% m/m) z 1,1% oraz stabilizacja inflacji usług na najniższym poziomie od lipca 2021 r. 6,2% przy niewielkim wzroście 0,1% m/m.

#### Powolny wzrost cen żywności

Inflacja żywności spadła do 1,6% z 1,9% przy relatywnie niskim wzroście o 0,3% m/m sygnalizującym powolne przełożenie wyższego podatku VAT na żywność wprowadzonego ponownie w kwietniu. Choć pierwsza reakcja CPI na przywrócenie wyższej stawki VAT była względnie wysoka to nie odzwierciedlała pełnego efektu i zakładaliśmy, że sprzedawcy będą podnosić ceny broniąc marż także w kolejnych miesiącach, ale takiej tendencji nie widać wyraźnie w danych majowych.

Szczegółowe dane póki co nie zawierają sygnałów przyspieszenia dynamiki cen żywności. Wciąż spadały ceny ryżu, mięsa wieprzowego, olejów i tłuszczów oraz cukru. Wzrost cen kakao i czekolady w proszku był dosyć niski ze spowalniającą roczną dynamiką (3,9% r/r z 5,4% w kwietniu), co stoi w kontraście z rekordowymi cenami kakao na światowych rynkach. Niska roczna dynamika cen mąki (-4,7% r/r) może przekładać się w kolejnych miesiącach na hamowanie wzrostu cen pszenicy (4,9% r/r w maju).

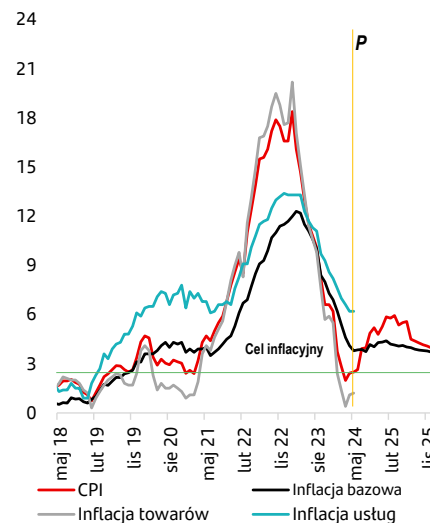
Dane FAO i pesymistyczne raporty suszowe sugerują jednak, że inflacja żywności wzrośnie w kolejnych miesiącach. W bazowym scenariuszu zakładamy inflację żywności na koniec roku na poziomie 4,8% r/r.

#### Nośniki energii wzrosną wyraźnie dopiero w lipcu

Ceny nośników energii obniżyły się w maju o 0,2% m/m, co przełożyło się na niewielkie przyspieszenie rocznej dynamiki do -1,9% r/r z -2,2%. Za spadkiem cen stały podobnie jak w poprzednich miesiącach głównie ceny opatu (-1,3% m/m). Ceny paliw spadły o 0,3% m/m przy wzroście rocznej dynamiki cen do 3,6% r/r z -1,2%.

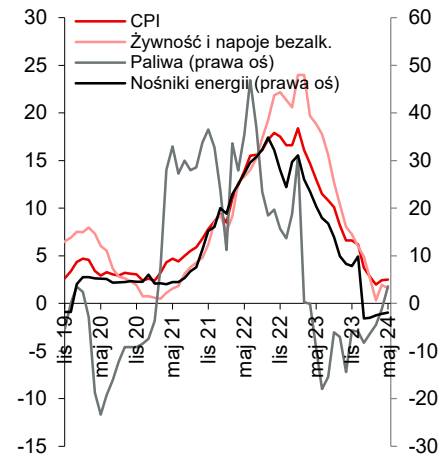
Zakładamy, że wskutek wprowadzenia nowych instrumentów rządu w zakresie cen energii, wzrost tej kategorii w lipcu na poziomie 9,8% m/m. W naszym scenariuszu zakładamy wzrost cen energii elektrycznej o 21% m/m, co uwzględni obniżenie opłaty mocowej. Ponadto przyjmujemy wzrost cen gazu o ok. 10% oraz wzrost cen za ciepło o ok. 5% rozłożony stopniowo na II połowę roku. Podwyżki cen nośników energii w lipcu dodadzą naszym zdaniem nieco ponad 1 pkt proc. do rocznej dynamiki inflacji.

#### Główne miary inflacji, % r/r



Źródło: GUS, NBP, Santander

#### Nośniki energii i żywność, % r/r



Źródło: GUS, NBP, Santander

#### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: [ekonomia@santander.pl](mailto:ekonomia@santander.pl)  
 www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://santander.pl/serwis-ekonomiczny)  
 Piotr Bielski 691 393 119  
 Bartosz Biaś 517 881 807  
 Cezary Chrapek, CFA 887 842 480  
 Marcin Luźniński 510 027 662  
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

## Inflacja bazowa obniża się, ale nie na długo

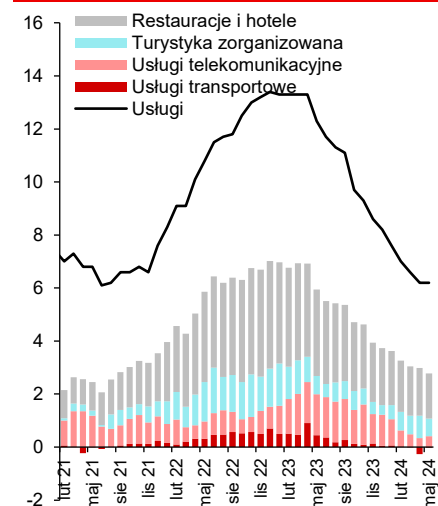
Szacujemy, że inflacja bazowa obniżyła się w maju do 3,8% r/r z 4,1% przy wzroście cen o 0,1% m/m, najniższym od listopada i poniżej odczytów majowych za lata 2021-2023. Kluczowe niespodzianki w dół wobec naszych szacunków pochodziły z zagranicznych usług turystycznych (ok. -10% m/m), mebli i niektórych towarów o dużej ekspozycji na silnego złotego, w tym ponownie samochodów osobowych i sprzętu RTV, a także usług ubezpieczeniowych. Zostało to częściowo skompensowane przez wyższe m/m ceny odzieży i obuwnia oraz tytoniu i alkoholu, co w przypadku tej ostatniej kategorii można tłumaczyć opóźnionym wpływem nowej akcyzy w tym roku.

Spodziewamy się stopniowego wzrostu inflacji bazowej w II połowie roku do ok. 4,3% na koniec roku i 3,7% na koniec 2025 r. Zakładamy, że na utrzymanie się podwyższonej inflacji bazowej będzie wpływał odbudowujący się popyt konsumpcyjny i ciasny rynek pracy z wciąż wysokim wzrostem jednostkowych kosztów pracy (13% w całym roku) i średnim wzrostem płac realnych za pierwsze miesiące roku na poziomie ok. 9% r/r. Ponadto w niektórych sektorach ze sporą ekspozycją na ceny ropy naftowej, tj. jak np. usługi transportowe (bilety lotnicze krajowe i zagraniczne miały wyraźnie ujemną dynamikę roczną w ostatnich miesiącach) może być widoczny efekt bazy, który podbije roczną dynamikę w tych kategoriach. Oczekujemy średniej dynamiki inflacji bazowej na poziomie 0,3% m/m i 4% r/r do końca przyszłego roku.

Nasze prognozy zakładają wzrost głównego wskaźnika inflacji do ok. 3,9% r/r w lipcu, 5,3% r/r na koniec roku i 4% na koniec 2025 roku.

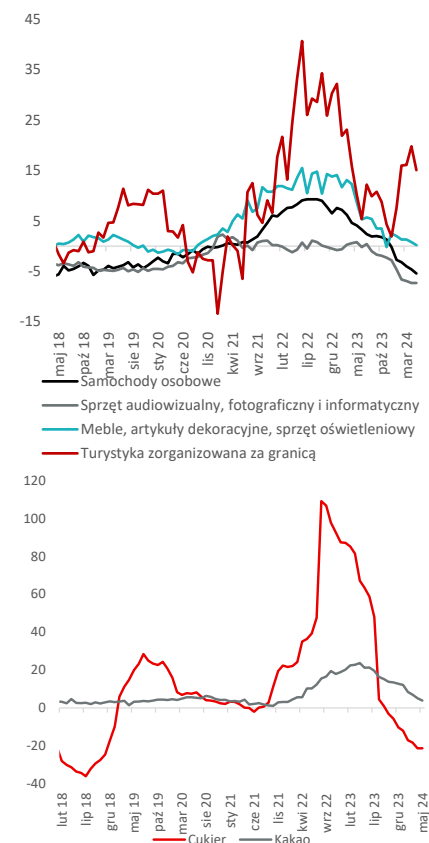
Chociaż dane o CPI w ostatnich miesiącach zaskakiwały w dół, to inflacja bazowa pozostaje na wysokim poziomie i naszym zdaniem w obliczu ożywienia popytu konsumpcyjnego powstrzyma to RPP przed obniżkami stóp w tym roku. Nasz bazowy scenariusz przewiduje pierwszy ruch stóp w dół dopiero w połowie 2025 roku.

## Dekompozycja inflacji cen usług, % r/r



Źródło: GUS, Santander

## Wybrane komponenty inflacji, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych. W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl