

## Komentarz ekonomiczny

### Ostatni miesiąc inflacji w celu

**Bartosz Białas**, tel. 517 881 807, [bartosz.bialas@santander.pl](mailto:bartosz.bialas@santander.pl)

**Marcin Luziński**, tel. 510 027 662, [marcin.luzinski@santander.pl](mailto:marcin.luzinski@santander.pl)

GUS potwierdził wzrost inflacji CPI do 2,6% r/r w czerwcu z 2,5% r/r w maju. Jej nieznaczny wzrost wynikał głównie z wyraźnego odbicia inflacji cen żywności z 1,6% r/r do 2,5% r/r, przy wzroście cen w ujęciu miesięcznym o 0,7%. Przyspieszenie inflacji zostało zarejestrowane w większości głównych kategorii produktów spożywczych i mogło stanowić efekt trwającej w Polsce suszy, globalnych wzrostów cen, czy dalszego przekładania kwietniowej podwyżki podatku VAT na ceny żywności. Niezbyt istotne z punktu widzenia zmian we wskaźniku inflacji okazały się ceny nośników energii, które spadły w czerwcu o 0,1% m/m. Szacujemy, że ceny w kategoriach bazowych wzrosły o ok. 0,2% m/m, czyli relatywnie niewiele. Wskaźnik inflacji bazowej w ujęciu rocznym wyniósł według naszych szacunków 3,7% r/r. Naszym zdaniem inflacja bazowa utrzyma się w najbliższych miesiącach w okolicy 3,5-4,0% r/r, czemu sprzyjać będzie przede wszystkim wysoki wzrost kosztów pracy. W stosunku do ogólnej inflacji CPI, spodziewamy się mocnego odbicia w lipcu do nieco powyżej 4,0% r/r w związku ze wzrostem cen energii elektrycznej i gazu. W kolejnych miesiącach utrzyma się wzrostowa tendencja CPI i na koniec roku spodziewamy się 5,0-5,5% r/r. Szczyt inflacji zostanie naszym zdaniem zarejestrowany w marcu 2025 r. Z uwagi na odbicie inflacji CPI, a także utrzymującą się wysoko inflację bazową sądzimy, że RPP utrzyma jastrzębią postawę przez najbliższe miesiące i zdecyduje się na pierwsze obniżki stóp procentowych najwcześniej w połowie 2025 r.

#### Inflacja lekko w górę do 2,6% r/r

GUS potwierdził wzrost inflacji CPI do 2,6% r/r w czerwcu z 2,5% r/r w maju. Nieznaczny wzrost wskaźnika wynikał głównie z mocniejszego wzrostu cen żywności. W związku z tym ceny towarów przyspieszyły do 1,3% r/r z 1,2% r/r, podczas gdy ceny usług rosły nieznacznie wolniej, o 6,1% r/r po 6,2% r/r maju.

W lipcu spodziewamy się mocnego odbicia inflacji CPI do nieco powyżej 4,0% r/r w związku ze wzrostem cen energii elektrycznej i gazu, które naszym zdaniem dodadzą do wskaźnika inflacji 1,4 punktu procentowego. W kolejnych miesiącach utrzyma się wzrostowa tendencja CPI i na koniec roku spodziewamy się 5,0-5,5% r/r. Szczyt inflacji zostanie naszym zdaniem zarejestrowany w marcu 2025 r., kiedy CPI wzrośnie w okolicy 6,0% r/r. Taki przebieg inflacji sprawi naszym zdaniem, że RPP utrzyma jastrzębią postawę przez najbliższe miesiące i zacznie obniżać stopy najwcześniej w połowie 2025 r.

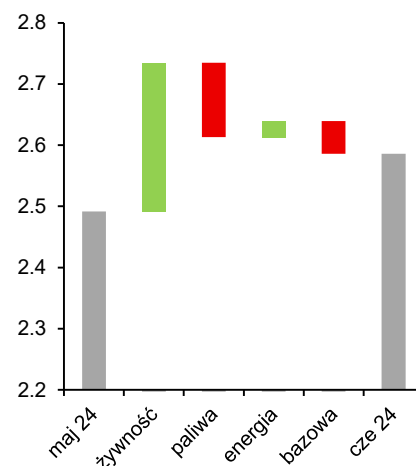
#### Inflacja cen żywności odbija

Inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych wzrosła z 1,6% r/r w maju do 2,5% r/r w czerwcu, co stanowiło efekt wzrostu ogólnego poziomu cen w tej kategorii o 0,7% w ujęciu miesięcznym, czyli w relatywnie dużym stopniu jak na czerwiec. W ostatnich dziesięciu latach wzrost cen na takim poziomie został odnotowany tylko w czerwcu 2022 r. W innych czerwcach ostatnich dziesięciu lat absolutna skala zmian cen nie przekraczała 0,3%.

Choć jeszcze w maju dane nie wskazywały na szeroko zakrojone przyspieszenie inflacji, to w czerwcu wzrost jej tempa został zarejestrowany w większości głównych kategorii produktów spożywczych. Inflacja przyspieszyła m.in. w kategorii pieczywa i produktów zbożowych (z 4,9% r/r w maju do 5,5% r/r w czerwcu), mięsa (z 1,2% r/r do 1,7% r/r), mleka, serów i jaj (z -0,1% r/r do +0,6% r/r), olejów i tłuszczów (z -3,9% r/r do -0,6% r/r), a także owoców (z -2,5% r/r do +1,2% r/r) i warzyw (z 0,1% r/r do 1,1% r/r).

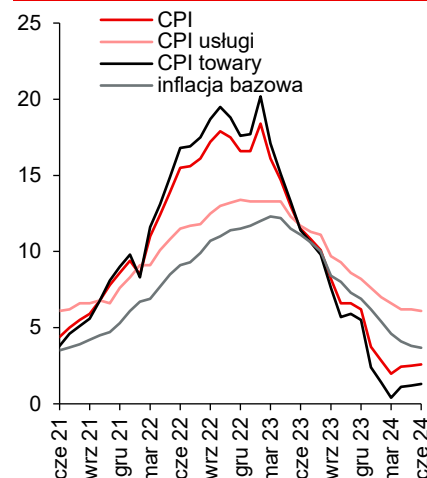
Rosnąca dynamika cen może stanowić efekt kilku nakładających się na siebie efektów, w tym trwającej w Polsce suszy, globalnych wzrostów cen (obrazowanych m.in. przez rosnące indeksy FAO), czy dalszego przekładania kwietniowej podwyżki podatku VAT na ceny żywności.

#### Dekompozycja zmiany rocznego wskaźnika inflacji



Źródło: GUS, NBP, Santander

#### Wskaźniki inflacji, % 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 Białas 517 881 807

Cezary Chrapek, CFA 887 842 480

Marcin Luziński 510 027 662

Grzegorz Ogonek 609 224 857

Spodziewamy się, że z wymienionych powodów w kolejnych miesiącach będziemy obserwować dalsze wzrosty inflacji cen żywności. W ostatnim kwartale roku jej stopa może przekroczyć poziom 5% r/r.

#### Nośniki energii wzrosną wyraźnie dopiero w lipcu

Ceny nośników energii spadły w czerwcu o 0,1% m/m, nie były zatem zbyt istotne z punktu widzenia zmian we wskaźniku inflacji. Energia ponownie zacznie grać pierwsze skrzypce we wskaźniku CPI w lipcu, kiedy zmiany cenników usług energetycznych popchną inflację powyżej 4% r/r. W szczegółowych danych o nośnikach energii naszą uwagę zwraca jednak wzrost cen opatu o 0,2% m/m (pierwszy dodatni odczyt od października 2022 r.), przy spadku cen energii ciepłej o 0,5% m/m (pierwszy spadek od czerwca 2023 r.)

#### Inflacja bazowa lekko w dół

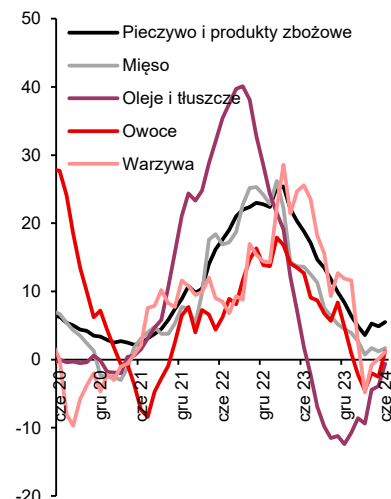
Szacujemy, że ceny w kategoriach bazowych wzrosły o ok. 0,2% m/m, a zatem relatywnie niewiele – średnia w czerwcu w latach 2018-2023 wyniosła 0,4% m/m. Wskaźnik inflacji bazowej w ujęciu rocznym wyniósł według naszych szacunków 3,7% r/r wobec 3,8% r/r w maju.

Wśród kategorii bazowych uwagę zwraca niski przebieg cen odzieży, które obniżyły się w czerwcu o 1,9% m/m – wyraźnie mocniej niż zwykle w czerwcu. Letnie wyprzedaże były natomiast słabe w przypadku obuwia, które potaniało o 0,9% m/m, a zatem mniej niż zwykle. Ceny obniżyły się też wyraźnie w łączności (-0,9% m/m), co wynikało głównie z obniżki w usługach internetowych (-8,9% m/m) i zapewne jest związane z tymczasową promocją u któregoś z operatorów. Dość nisko wyglądała też kategoria transport, w której uwagę zwraca dalszy cen spadek samochodów osobowych (-0,8% m/m), oraz tańsze rowery (-0,7% m/m). Widoczne jest też zaburzenie wzorca sezonowego w usługach lotniczych. Zwykle po spadkach cen w maju następowało wybicie w czerwcu. Tym razem w maju ceny spadły mniej niż zwykle, natomiast w czerwcu jeszcze nieznacznie się obniżyły (-3,8% m/m).

Wzrost mocniejszy od wzorca sezonowanego były natomiast widoczny w rekreacji i kulturze (1,4% m/m), na co złożyły się mocniejsze niż zwykle wzrosty w kilku składowych, np. w nośnikach nagranych (8,1% m/m), koniach i kucykach (6,2% m/m), książkach i sprzęcie fotograficznym (1,0% m/m). Relatywnie mocno podniosły się też ceny w innych kategoriach i usługach (0,5% m/m), głównie za sprawą drożejących ubezpieczeń (1,8% m/m).

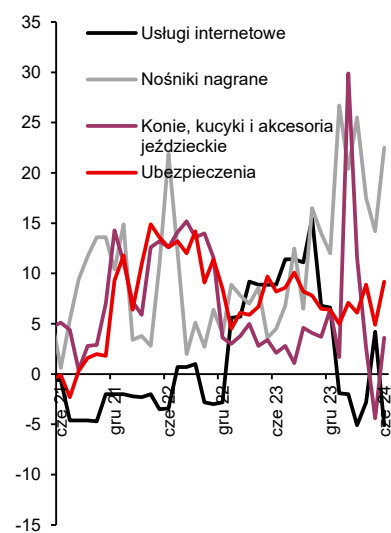
Naszym zdaniem inflacja bazowa utrzyma się w najbliższych miesiącach w okolicy 3,5-4,0% r/r, czemu sprzyjać będzie przede wszystkim wysoki wzrost kosztów pracy.

#### Wybrane komponenty inflacji żywności, % 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 do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek 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