

Cieszymy się inflacją w celu, w 2h26 może być wyżej

- Inflacja CPI w czerwcu spadła do 2,5% r/r z 3,1% r/r w maju, zgodnie z szybkim szacunkiem.** Za spadek inflacji odpowiadają głównie paliwa oraz żywność. Szacujemy, że inflacja bazowa w czerwcu spadła do 2,9-3,0% r/r z 3,1% r/r w maju. Inflacja usługowa wyhamowała do 5,4% r/r z 5,7% r/r.
- W czerwcu, po raz pierwszy od 2015, w Polsce odnotowano deflację cen żywności (-0,2% r/r wobec -0,3% r/r w szybkim szacunku).** Odpowiedzialne za ten spadek były przede wszystkim ceny mięsa (-2,3% r/r vs -1,7% r/r w maju), warzyw (-2,6% r/r vs -2,2% r/r) i owoców (-0,5% r/r vs +5,0% r/r, wyróżniały się silnie taniejące jabłka), wyraźnie wyhamował wzrost cen cukru i słodczy (1,9% r/r vs 3,8% r/r). Deflacja występowała również w przypadku olejów i tłuszczów (-16,8% r/r). Ceny czekolady w końcu spadły w ujęciu r/r, z wyraźnym opóźnieniem względem spadku rynkowych cen kakao. Oczekujemy, że w dalszej części roku inflacja żywnościowa zbliży się do 4,0% r/r, za sprawą negatywnych warunków meteorologicznych (susze i przymrozki) i wyczerpania obecnych znaczących zapasów (np. w przypadku jabłek).
- Ceny nośników energii wzrosły o 4,8% r/r wobec 4,9% r/r,** a głównym czynnikiem był spadek o 10,1% m/m cen paliw płynnych. Ze względu na regulowany charakter cen gazu i prądu, ceny w tej kategorii pozostają względnie stabilne.
- Ceny paliw w czerwcu wzrosły o 5,3% r/r, ale w ujęciu miesięcznym spadły o 7,4%,** mimo powrotu podwyższonej aktywności od połowy miesiąca. Zakończenie programu CPN z końcem czerwca skutkowało wzrostem cen o ok. 14% t/t. W lipcu ceny paliw mogą wzrosnąć o ok. 10% m/m, również za sprawą wzrostu cen ropy na rynkach światowych w związku z eskalacją konfliktu na Bliskim Wschodzie. Ceny paliw pozostają czynnikiem niepewności – rząd jednocześnie sygnalizował, że w razie ich znacznego wzrostu mógłby rozważyć interwencję – choć byłoby to trudne z perspektywy fiskalnej.
- Szacujemy, że inflacja bazowa w czerwcu obniżyła się do 2,9-3,0% r/r z 3,1% r/r w maju.** Jej szacowany impet również nieznacznie osłabł, co jasno sugeruje brak symptomów rozlewania się impulsu naftowego. W szczególności, w czerwcu obniżyły się ceny (wahiowego) transportu lotniczego (-23,3% r/r vs -13,1% r/r w maju) oraz w turystyce zorganizowanej (-1,2% r/r vs 7,7% r/r w maju), które od lutego w największym stopniu odpowiadały za wzrost inflacji bazowej.
- Mimo gołębiego przekazu ze strony Prezesa NBP A.Głapińskiego i sugestii złożenia wniosku o obniżki stóp uważamy, że w 2026 najbardziej prawdopodobnym scenariuszem pozostaje ich stabilizacja.** Rosnące napięcia na Bliskim Wschodzie, presja na osłabienie PLN i oczekiwany przez nas przejściowy wzrost inflacji powyżej 3,5% r/r sugerowałyby stabilizację stóp procentowych. W scenariuszu bazowym zakładamy obecnie dwie obniżki stóp w 2h27, kiedy inflacja trwale wróci do przedziału dopuszczalnych odchyśleń od celu. Sygnały ze strony Prezesa (choć nie znajdują potwierdzenia w wypowiedziach innych członków Rady) zwiększają ryzyko szybszych obniżek, choć wg nas raczej w 1h27.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO_Research](#)

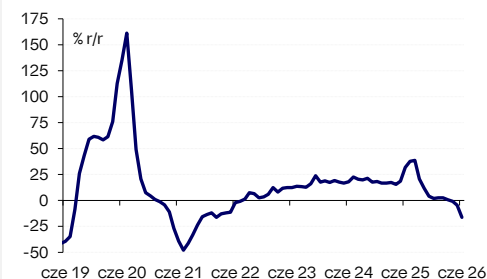
centrumanaliz.pkobp.pl

Kamil Pastor

kamil.pastor@pkobp.pl

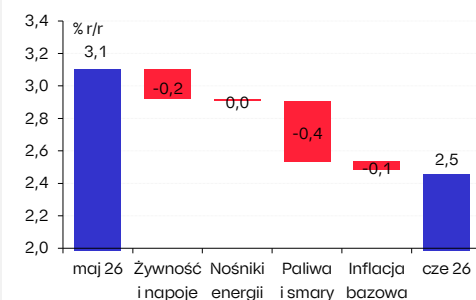
tel. 723 670 836

Zmiana cen jabłek



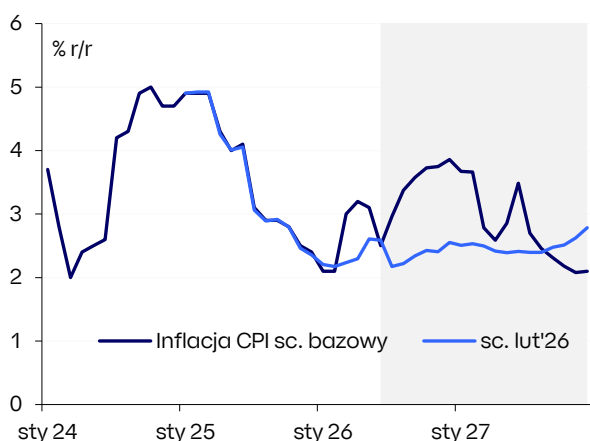
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Zmiana inflacji CPI między czerwcem a majem 2026

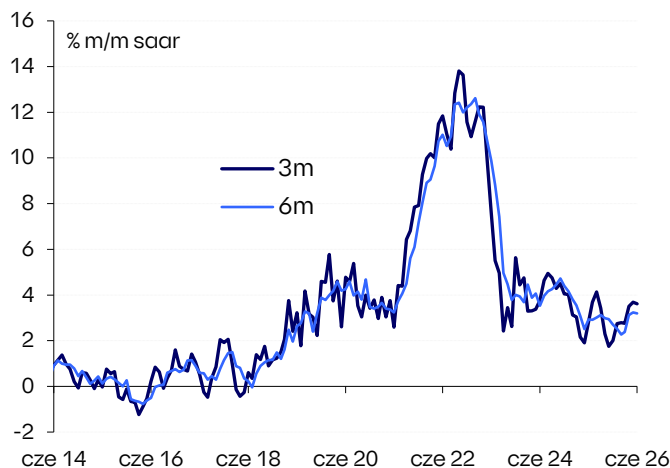


Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Inflacja CPI - obecny scenariusz oraz prognoza z lutego

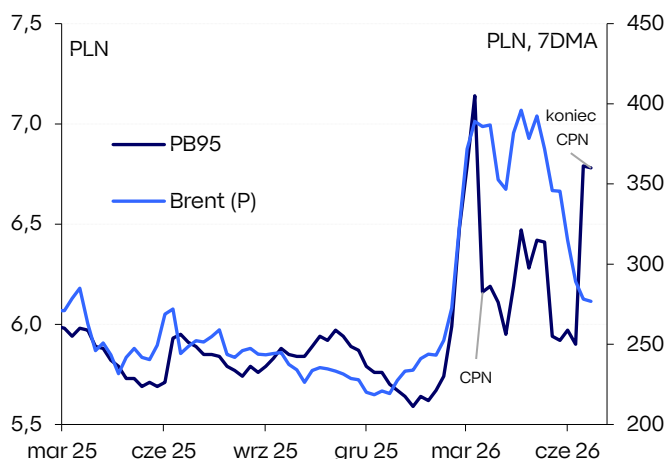


Zannualizowany impet inflacji bazowej w Polsce

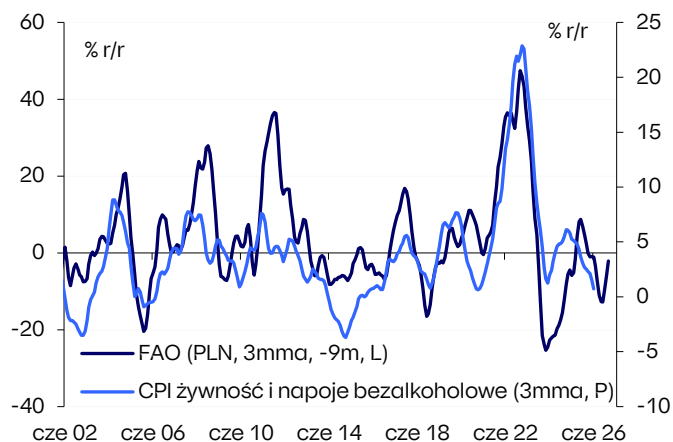


Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

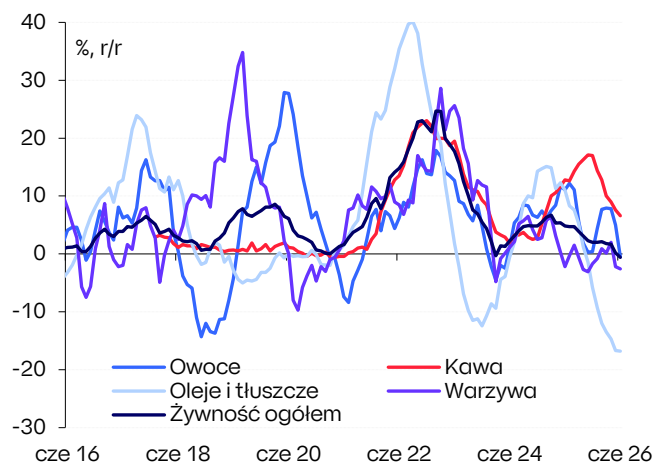
Ceny paliw na stacjach na tle cen ropy naftowej



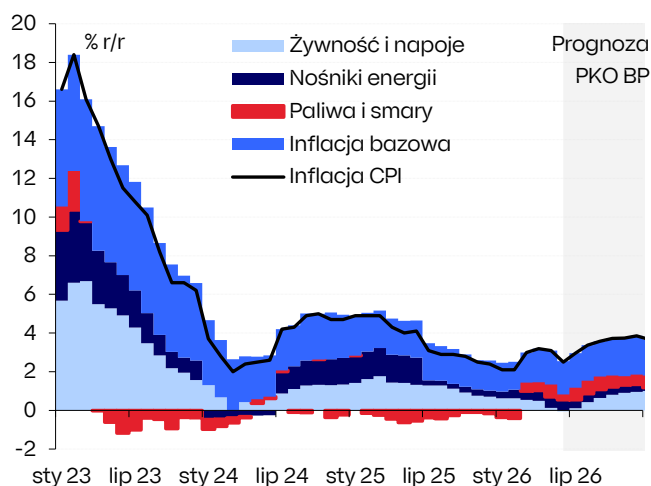
Światowe ceny żywności vs inflacja żywnościowa CPI w Polsce



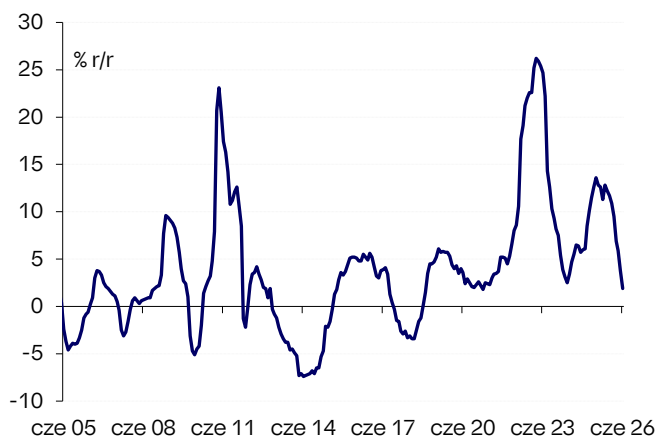
Ceny wybranych kategorii żywnościowych



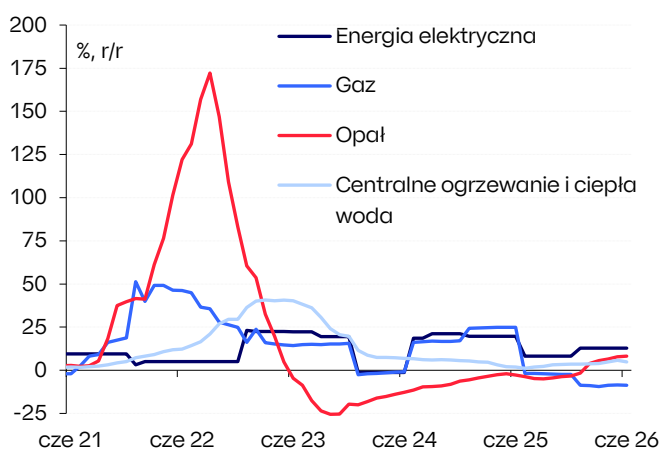
Dekompozycja inflacji CPI



Inflacja cen cukru, wyrobów cukierniczych i deserów



Ceny nośników energii



Źródło: GUS, NBP, Macrobond, PKO Bank Polski.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: pkoresearch@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektorka Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierowniczka)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
dr Anna Sznajderska	anna.sznajderska@pkobp.pl	722 050 645
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego?

Zapisz się: centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja

Nasze analizy znajdziesz również na [X/Twitterze](#) oraz na stronie internetowej [Centrum Analiz PKO Banku Polskiego](#)

[X](#) @PKO_Research



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dolozył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. 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. Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Świętokrzyskiej 36, 00-116 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla miasta stołecznego Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.