

Inflacja znowu na 3

- **Inflacja CPI w lipcu wzrosła do 3,0% r/r z 2,5% r/r w czerwcu.** Po czterech miesiącach pokaźnych zaskoczeń w odczytach inflacji, tym razem dane były zgodne z konsensem. Szacujemy, że inflacja bazowa także nieznacznie wzrosła, do 3,1% r/r z 3,0% r/r.
- **Głównym impulsem pchającym w lipcu inflację w górę były ceny paliw i smarów do prywatnych środków transportu.** Ich wzrost o 13,9% m/m odzwierciedlił zarówno czynniki globalne – ponowny wzrost cen ropy, jak i krajowe – osłabienie złotego i zakończenie programu CPN. W ujęciu r/r w lipcu paliwa były droższe o 15,8% wobec zaledwie 5,3% w czerwcu, co podbiło inflację w stosunku do poprzedniego miesiąca o 0,6pp. Zaraportowana przez GUS skala wzrostu cen paliw jest spójna z danymi napływającymi ze stacji paliw.
- **W przeciwną stronę niż paliwa od kilku miesięcy oddziałują ceny żywności. W lipcu spadły o 0,8% m/m, co jest zgodne z sezonowością.** Warto przypomnieć, że w maju i czerwcu ceny żywności także spadały, plasując się istotnie poniżej sezonowego wzorca. Dzięki temu w ujęciu r/r żywność tanieje, a w lipcu skala deflacji pogłębiła się do 0,4% z 0,2%. Dalsza trajektoria cen żywności, obok cen paliw, może przesądzić o tym, czy w kolejnych miesiącach inflacja wzrośnie powyżej progu 3,5% r/r. Niekorzystne warunki pogodowe w 1h26 (przymrozki, susza) sugerują, że bieżące korzystne tendencje zaczną się wkrótce odwracać. Czynnikiem przedłużającym okres niskich cen żywności może się jednak okazać rosnący import, zwłaszcza warzyw i owoców. Nie bez znaczenia jest także silna konkurencja cenowa w sieciach detalicznych.
- **Ceny energii w lipcu wzrosły minimalnie, o 0,1% m/m.** W ubiegłym roku w lipcu powróciła opłata mocowa, co wtedy podbiło ceny nośników energii. To dało efekt bazy, dzięki któremu roczna dynamika cen energii wyhamowała do 4,0% z 4,8%, obniżając inflację CPI o ok. 0,1pp. Zakładamy, że w kolejnych miesiącach roczna dynamika cen nośników energii będzie się dalej stopniowo obniżać.
- **Szacujemy, że inflacja bazowa w lipcu nieznacznie wzrosła, do 3,1% r/r z 3,0% r/r.** To oznaczałoby, że krótkoterminowy impet tej miary spadł i utrzymuje się nieznacznie powyżej 3% w ujęciu zannualizowanym. Według nas w kolejnych miesiącach inflacja bazowa będzie się wahać w przedziale 3,1-3,5% r/r.
- **Wzrost inflacji może zniechęcać RPP do szybkiego wznowienia obniżek stóp, ale nie zamyka do nich drogi.** Chociaż zakładamy, że w kolejnych miesiącach inflacja CPI będzie się kierować w stronę 4% r/r, to wg nas jej wzrost powyżej progu 3,5% r/r będzie krótkotrwały. W konsekwencji nie zmieni to istotnie nastawienia RPP, której wciąż będzie bliżej do obniżek niż podwyżek stóp. O ile inflacja w kolejnych miesiącach nie będzie znowu zaskakiwać w dół, wznowienia obniżek stóp procentowych spodziewalibyśmy się dopiero w połowie 2027.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

pkoresearch@pkobp.pl

[@PKO_Research](https://twitter.com/PKO_Research)

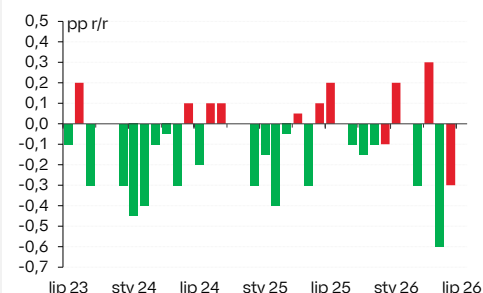
centrumanaliz.pkobp.pl

Marta Petka-Zagajewska

marta.petka-zagajewska@pkobp.pl

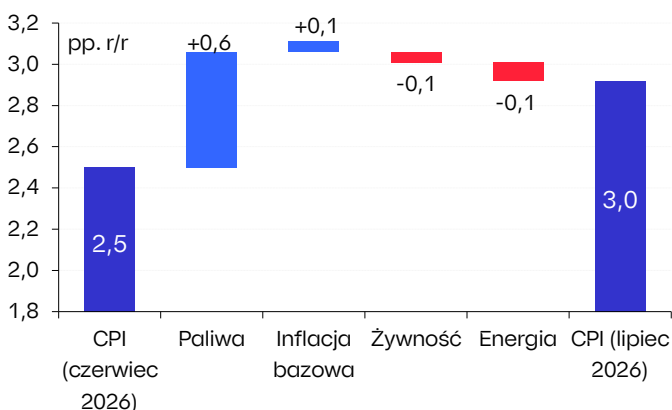
tel. 691 335 426

Zaskoczenie publikacją danych inflacyjnych względem konsensusu Parkietu

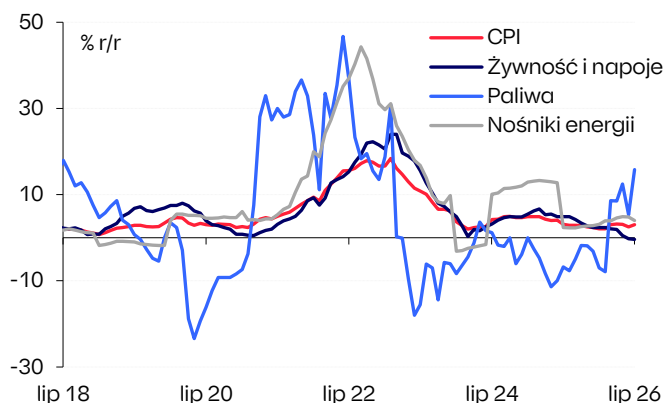


Źródło: Parkiet, GUS, PKO Bank Polski.

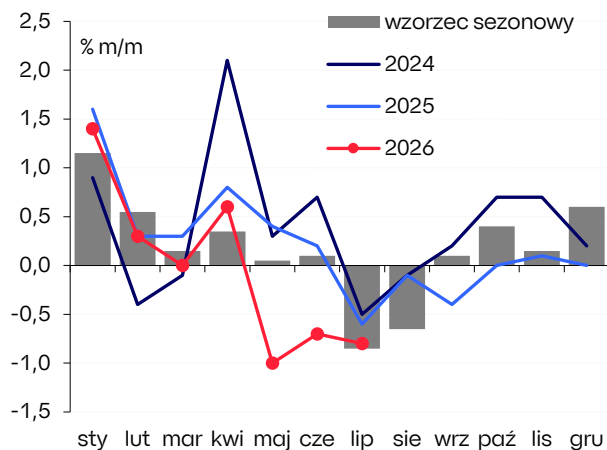
Dekompozycja zmiany inflacji CPI



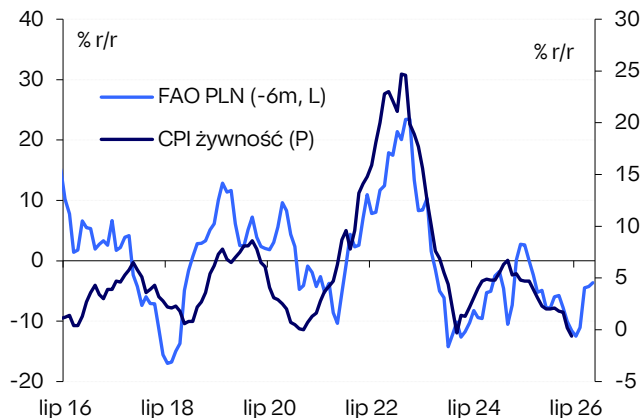
Główne składowe CPI



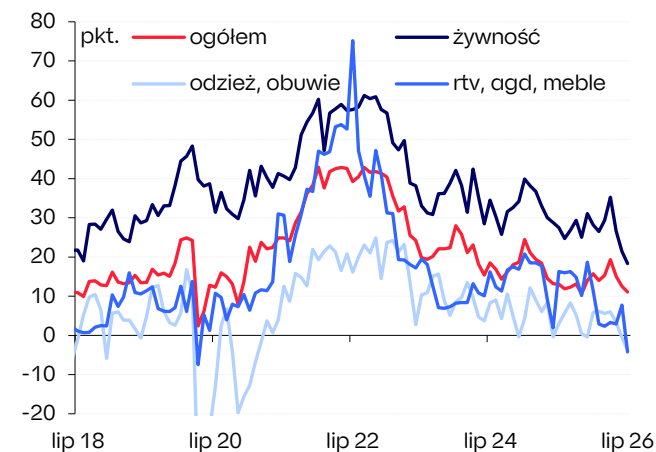
Zmiany cen żywności na tle wzorca sezonowego



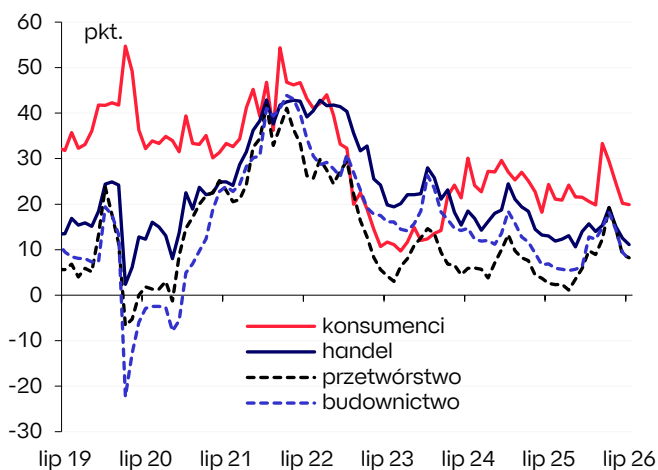
Światowe ceny żywności vs inflacja żywnościowa CPI w Polsce



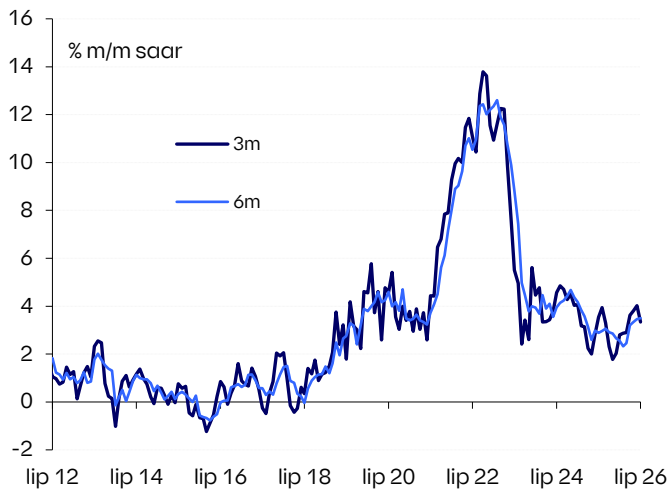
Oczekiwania cenowe w handlu detalicznym



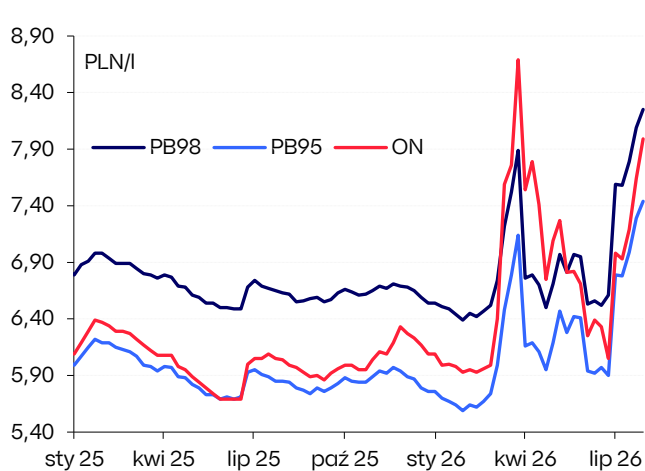
Oczekiwania cenowe na najbliższe 12 miesięcy



Szacowany impet inflacji bazowej



Ceny paliw na stacjach



Źródło: GUS, NBP, e-petrol, 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): Szymon Fabiański

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.