

## Komentarz ekonomiczny

### Anemiczny wzrost cen usług

Grzegorz Ogonek, tel. +48 22 534 19 23  
grzegorz.ogonek@santander.pl

Inflacja spadła w listopadzie do 1,3% r/r a nie wstępnie szacowanych przez GUS 1,2%. Oznacza to, że inflacja bazowa spadła z 0,9% r/r do 0,8%. Inflacja cen usług spadła do 0,9% r/r z 1,5% w październiku i 2,8% w styczniu, choć ta część CPI wydawała się w tym roku podatna na presję ze strony kosztów pracy. Naszym zdaniem inflacja bazowa pozostanie na 0,8% r/r w grudniu a w 2019 przejdzie w wyraźny trend wzrostowy, który zaprowadzi ją do ok. 2,5% na koniec roku. Dynamika CPI może jeszcze w grudniu spaść a, przy założeniu niewielkiego przełożenia podwyżek cen energii na inflację wskutek rekompensaty, w przyszłym roku odbije w okolice 2% latem i rok zakończy ponad celem inflacyjnym 2,5%. Dane umacniają stanowisko RPP, że nie ma powodu do myślenia na razie o podwyżce stóp.

Finalny odczyt CPI za listopad pokazał 1,3% r/r wobec 1,8% r/r w październiku. Już drugi raz z rzędu zdarza się, że wstępny odczyt jest rewidowany w górę o 0,1pp. Wskutek rewizji podniósł się nasz szacunek inflacji bazowej za listopad, z 0,7% r/r do 0,8% (co i tak oznacza spadek względem października). Inflacja cen usług spadła do 0,9% r/r z 1,5% w październiku i 2,8% w styczniu. Zaskakujące jest, że tak duże wyhamowanie pojawiło się właśnie w tej części CPI, która wydawała się być bardzo narażona na transmisję presji płacowej na ceny konsumenckie. A jednak w listopadzie ceny usług transportowych spadły o 2% m/m, usług telekomunikacyjnych o 2,6% m/m a ceny usług turystycznych o 1,5%. Z drugiej strony pojawiło się odbicie (o 1,6% m/m) w cenach ubezpieczeń – jednej z kategorii, która na początku roku szarpnęła inflacją bazową w dół.

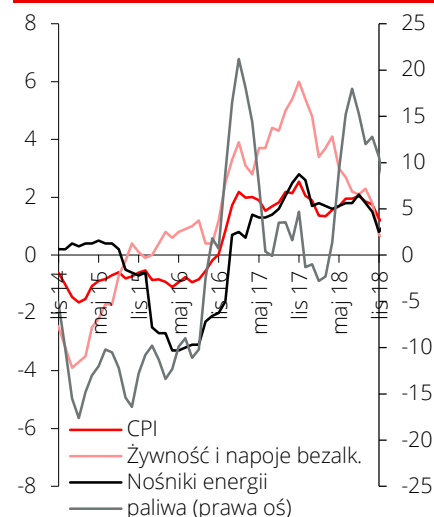
W kategorii żywność nadal drożało pieczywo (o 1,7% m/m, co daje już 8,8% w skali roku), mąka, makarony i warzywa, choć te ostatnie tylko o 2,3% m/m, co jest dość niskim wynikiem wobec strat wywołanych suszą – drugim najniższym dla listopada w ostatniej dekadzie. Z kolei ceny owoców spadły aż o 3,8% m/m, najmocniej dla tego miesiąca na przestrzeni ostatniej dekady.

Wkład do dynamiki CPI ze strony kategorii niebazowych (żywność, energia) spadł z 1,6pp w lipcu do 0,8pp w listopadzie. W dużym stopniu było to oczekiwane w II półroczu ze względu na efekt bazy. Jednak bezradność inflacji bazowej pomimo otoczenia ekonomicznego sprzyjającego jej wzrostom była zaskoczeniem.

Przed nami kolejna zagadka w postaci sposobu wliczenia do CPI przyszłorocznych podwyżek cen energii i obiecanej przez rząd rekompensaty. Zakładamy, że ich wpływ będzie znikomy. Naszym zdaniem jednak niezależnie od tego jak zostanie to potraktowane, RPP będzie się trzymać gołębiej retoryki i obecnego poziomu stóp procentowych przez zdecydowaną większość, jeśli nie cały 2019 rok.

Naszym zdaniem inflacja bazowa pozostanie na 0,8% r/r w grudniu a w 2019 przejdzie w wyraźny trend wzrostowy, który zaprowadzi ją do ok. 2,5% na koniec roku. Dynamika CPI może jeszcze w grudniu spaść a, przy założeniu niewielkiego przełożenia podwyżek cen energii, w przyszłym roku odbije w okolice 2% latem i rok zakończy ponad celem inflacyjnym 2,5%.

Wybrane składniki inflacji, % r/r



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

#### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
email: ekonomia@santander.pl  
Strona www: skarb.santander.pl  
Piotr Bielski 22 534 18 87  
Marcin Luźniński 22 534 18 85  
Grzegorz Ogonek 22 534 19 23  
Konrad Soszyński 22 534 18 86  
Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

*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*