

## Komentarz ekonomiczny

### CPI dalej w dół

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

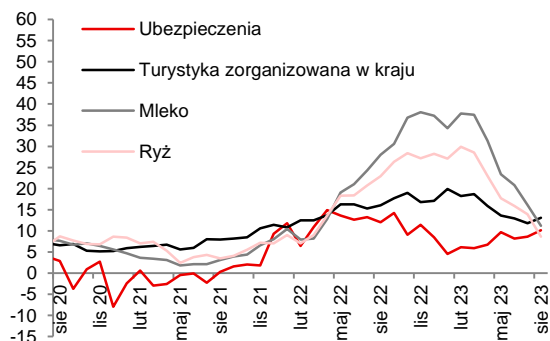
**Grzegorz Ogonek**, tel. 609 224 857, [grzegorz.ogonek@santander.pl](mailto:grzegorz.ogonek@santander.pl)

Inflacja w sierpniu spadła do 10,1% r/r przy cenach towarów hamujących do 9,8% r/r a cenach usług do 11,1% r/r. Inflacja bazowa najwyraźniej spadła do 10,0% r/r z 10,6%. W danych widać niską presję na wzrost cen w wielu kategoriach żywnościowych, ale też odbicie cen w dobrach trwałego użytku (meble, AGD). Wg nas we wrześniu inflacja niemal na pewno zejdzie poniżej 9% r/r. Spadek inflacji może potrwać do końca roku i dotrzeć poniżej 7% r/r. Jednak w 2024 r. zakładamy, że trend spadkowy nie będzie już postępował a w II poł. roku może wystąpić pewne odbicie.

GUS potwierdził w finalnych danych spadek inflacji w sierpniu do 10,1% r/r i wynik 0,0% m/m. Dane publikowane są z precyzją jednego miejsca po przecinku, ale po przyjrzeniu się szczegółom publikacji odnosimy wrażenie, że to było „mocne” 10,1%, bliskie zaokrągleniu do 10,2%. Ceny towarów rosły w tempie 9,8% r/r (poprzednio 10,6% r/r), w usługach wygasanie rocznej dynamiki było wolniejsze: 11,1% r/r w sierpniu po 11,3% w lipcu.

Ceny żywności obniżyły się o 0,9% m/m i był to jeden z niższych odczytów dla sierpnia w ostatnich latach. Od głównego wskaźnika inflacji ceny żywności odjęty aż 0,8 punktu procentowego (w porównaniu do odczytu lipcowego). Niska presja na wzrost cen, a nawet spadki cen były widoczne w wielu kategoriach, np. w pieczywie, rybach, przetworach mlecznych, olejach i tłuszczach. W znacznej mierze jest to efekt spadku kosztów produkcji rolnej oraz zwiększenia podaży po pandemii oraz w reakcji na zakłócenia w ukraińskim rolnictwie. Naszym zdaniem w kolejnych miesiącach ceny żywności będą wpływały na obniżenie wskaźnika CPI, a ich dynamika obniży się z 12,7% r/r w sierpniu do ok. 6% r/r na koniec roku. Z tego wzorca naszym zdaniem wyłamią się owoce oraz w mniejszym stopniu warzywa, ze względu na straty spowodowane suszą (wg wstępnego szacunku GUS spadek podaży krajowych owoców o ok. 9%, warzyw o ok. 3%). Nie zmieni to jednak ogólnych trendów na rynku żywności.

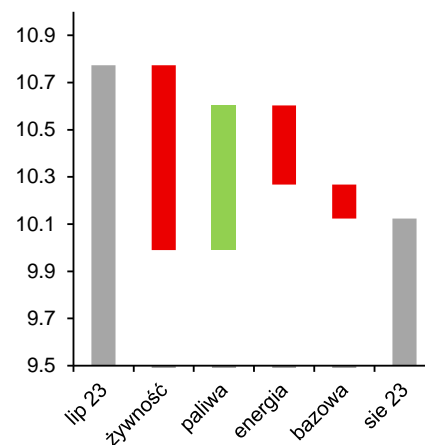
#### CPI, wybrane składniki, %/r



Źródło: GUS, Santander

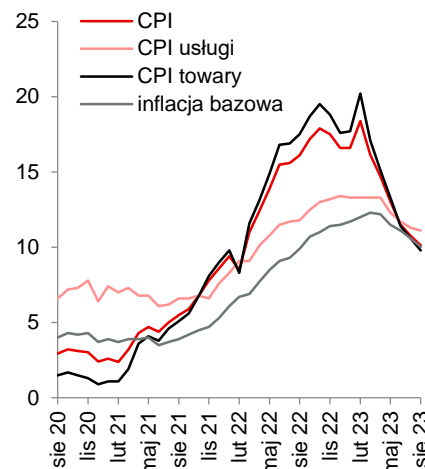
Inflacja cen nośników energii spadła w sierpniu do 13,9% r/r z 16,8% w lipcu i ok. 30% r/r na początku 2023 r. Zamrożone ceny prądu oczywiście pozostały w miejscu, przy czym już wkrótce może się to zmienić. GUS poinformował, że uwzględni w CPI wszelkie zmiany prawne dotyczące cen konsumenckich gdy tylko przepisy wejdą w życie. Oznacza to, że podwyższenie limitu prądowego (wg nas odejmiemy ok. 0,1 pkt proc. od wskaźnika inflacji) zapewne zostanie uwzględnione już we wrześniu. Nie jesteśmy pewni co do wprowadzonej rozporządzeniem zmiany powodującej jednorazowy zwrot konsumentom ok. 5% wartości rachunków za prąd w tym roku – gdyby GUS zdecydował się to uwzględnić w CPI (czego wg nas nie zrobi, bo to raczej świadczenie pieniężne niż obniżka ceny) to skutkiem byłoby obniżenie wrześniowej rocznej dynamiki o dalsze ok. 0,2 pkt. proc. Gaz potaniał o 0,3% m/m (siódmy spadek z rzędu), opat o 0,5% m/m (10. spadek z rzędu, roczna dynamika spadająca

#### Zmiana inflacji CPI, dekompozycja, % r/r



Źródło: GUS, Santander

#### Inflacja, główne składniki, % r/r



Źródło: GUS, Santander

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

do -17,5%), za to energia cieplna podrożała o 0,5% m/m po wzroście ceny o 0,4% m/m w lipcu.

Wg naszych wyliczeń inflacja bazowa spadła w sierpniu 10,0% r/r po 10,6% w lipcu. Naszą uwagę zwróciło zachowanie cen mebli, artykułów dekoracyjnych, sprzętu oświetleniowego (odbicie o 0,6% m/m) oraz urządzeń AGD (odbicie o 0,4% m/m). Może to być sygnał faktycznej (albo spodziewanej w nieodległej przyszłości) poprawy popytu na artykuły wyposażenia mieszkań. Wg nas wstrzymywane przez ostatnie kwartały wydatki na dobra trwałe mogą teraz zacząć odbijać wobec konsekwentnej poprawy nastrojów konsumentów i fali ożywienia popytu na kredyty mieszkaniowe.

Wg nas we wrześniu inflacja niemal na pewno zejdzie poniżej 9% r/r. Czy będzie to 8,9% czy mniej to zależy m.in. od zachowania cen paliw i żywności przez resztę miesiąca i tego, czy GUS uwzględni zwrotu 5% wartości rachunków za prąd (naszym zdaniem nie). Spadek inflacji może potrwać do końca roku i dotrzeć poniżej 7% r/r. Jednak w 2024 r. zakładamy, że trend spadkowy nie będzie już postępował a w II poł. roku może wystąpić pewne odbicie. Poziomą jaką inflacja przejdzie w ten płaski odcinek w dużym stopniu zależy od wyborów politycznych co do cen energii i podatku VAT na żywność.

*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*