

## Komentarz ekonomiczny

### CPI stabilnie wobec października

**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)

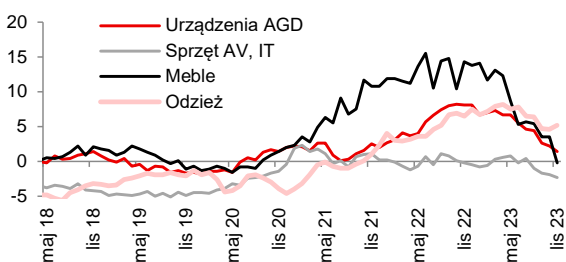
Finalny listopadowy odczyt inflacji CPI został zrewidowany w górę do 6,6% r/r z 6,5% wobec 6,6% r/r w październiku. Wpływ na CPI wyraźnego odbicia cen paliw został zniwelowany pozostałymi kategoriami, w tym spadającą dalej inflacją bazową – wg nas do 7,2% r/r z 8,0% poprzednio. Spodziewamy się, że inflacja pozostanie z grubsza stabilna w grudniu, a następnie spadnie w I kw. 2024 r. w związku z decyzjami rządu dotyczącymi zamrożenia cen energii i zerowego podatku VAT na żywność, do 3% r/r w marcu, a następnie odbije do 7% r/r w II poł. 2024 r. W przypadku inflacji bazowej spodziewamy się stopniowego spadku do 5% r/r w 2024 r.

Finalny listopadowy odczyt inflacji CPI został zrewidowany w górę do 6,6% r/r z 6,5% wobec 6,6% r/r w październiku. Wzrost cen usług zwolnił do 8,6% r/r z 9,3%, a towarów przyspieszył do 5,9% r/r z 5,7% r/r – po raz pierwszy w tym roku od lutego.

Spośród głównych kategorii na listopadowy wynik najsilniej wpłynęło odbicie cen paliw o 8,8% m/m (ich roczna dynamika przesunęła się na -5,7% z -14,4% w październiku). Pozostałe składniki, w tym dalej spadająca inflacja bazowa, zniwelowały ten wzrost inflacji CPI wywołany paliwami.

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych poszły w listopadzie w górę o 0,9% m/m (wstępny szacunek mówił o 0,8% m/m) – to o 0,3pp silniejszy wzrost niż zwykle obserwowany w tym miesiącu. Nietypowo duże miesięczne wzrosty cen wystąpiły w przypadku owoców i warzyw (odpowiednio 3,0% m/m i 5,2% m/m, ujawnianie się efektu tegorocznej suszy), kolejny stosunkowo silny wzrost pokazały też pozycje z kategorii oleje i tłuszcze (łącznie o 1,6% m/m wobec +0,8% m/m poprzednio), cukier przerwał 6-miesięczną serię spadków cen. Nadal w dół od wzorca sezonowego odstawało mleko i jaja (spadki po 0,9% m/m), mąka i produkty mączne oraz mięso. Stawka VAT na żywność ulegnie normalizacji dopiero w kwietniu. Naszym zdaniem w kolejnych miesiącach roczna dynamika cen żywności może jeszcze spadać z 7,3% osiągniętych w listopadzie do ok. 3% w marcu, po czym wyraźnie odbije i w rezultacie średnia za cały 2024 r. może wynieść ok. 7%.

#### Inflacja CPI, wybrane kategorie, % r/r

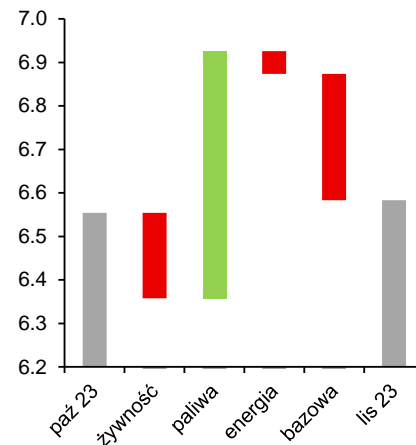


Źródło: GUS, Santander

Nośniki energii potaniały w listopadzie o 0,2% m/m (wstępny szacunek mówił o -0,1% m/m). Ceny prądu i gazu były stabilne. Opat był tańszy o 1,2% m/m a ciepło systemowe podrożało o 0,2% m/m – w obu przypadkach to dość niskie dynamiki cen, zwłaszcza, że wystąpiły w dość chłodnym listopadzie, po nietypowo ciepłym wrześniu i październiku. Roczna zmiana cen nośników energii wyniosła 7,9% a w grudniu może podejść do ok. 10%, za to wobec decyzji o mrożeniu cen prądu i gazu w I poł. 2024 r. może opaść poniżej zera. Średni przyszłoroczny wzrost cen w tej kategorii widzimy na ok. 7%.

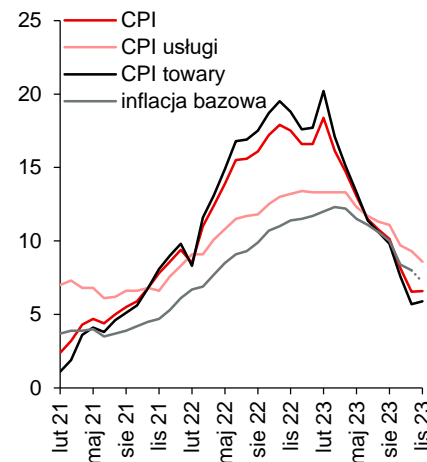
Szacujemy, że inflacja bazowa spadła do 7,2% r/r z 8,0% r/r, a miesięczny przyrost cen w kategoriach bazowych był raczej słabszy niż przeciętnie w listopadzie (po dość mocnym październiku). Dość mocny był wzrost cen odzieży i obuwi (0,3% m/m) oraz zdrowia (0,7% m/m). Natomiast dość słaby został zarejestrowany w wyposażeniu mieszkania (-0,3% m/m).

#### Dekompozycja zmiany rocznego wskaźnika inflacji CPI, % r/r



Źródło: GUS, Santander

#### Inflacja CPI w Polsce i 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 Biatas** 517 881 807  
**Cezary Chrapek, CFA** 887 842 480  
**Marcin Luziński** 510 027 662  
**Grzegorz Ogonek** 609 224 857

– ze względu na spadek cen mebli i artykułów AGD), łączności (-0,9% m/m: tańszy sprzęt i usługi telekomunikacyjne), rekreacji i kulturze (-0,7% m/m – tańszy sprzęt audiowizualny, gazety i czasopisma, turystyka zagraniczne). Szczegółowe dane odnośnie do typów produktów na przecenach w listopadzie sugerują, że może to być efekt przecen z okazji tzw. „Black Friday”, co oznaczałoby ryzyko odwrócenia efektu spadku cen w grudniu. Kolejne dane pokażą, czy faktycznie tak było.

Spodziewamy się, że inflacja pozostanie z grubsza stabilna w grudniu, a następnie spadnie w I kw. 2024 r. w związku z decyzjami rządu dotyczącymi zamrożenia cen energii i zerowego podatku VAT na żywność, do 3% r/r w marcu, a następnie odbije do 7% r/r w II poł. 2024 r. W przypadku inflacji bazowej spodziewamy się stopniowego spadku do 5% r/r w 2024 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*