

## Komentarz ekonomiczny

### Złagodzenie presji cenowej w grudniu

Piotr Bielski, tel. 691 393 119, [piotr.bielski@santander.pl](mailto:piotr.bielski@santander.pl)

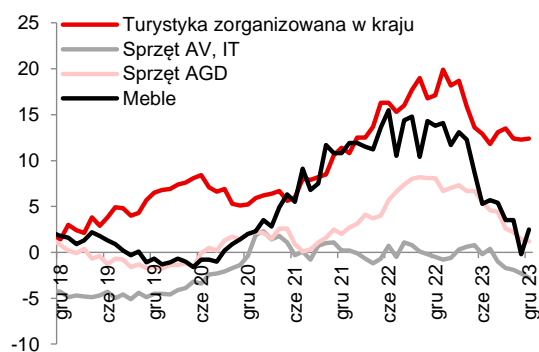
Grzegorz Ogonek, tel. 609 224 857, [grzegorz.ogonek@santander.pl](mailto:grzegorz.ogonek@santander.pl)

Inflacja CPI w grudniu wyniosła 6,2% r/r, po lekkiej rewizji w górę wstępnego odczytu z poziomu 6,1% r/r, przy wzroście cen w ujęciu miesięcznym o 0,1%. Nasze szacunki inflacji bazowej są nadal na granicy 6,8% i 6,9% r/r, czyli na najniższym poziomie od marca 2022 roku. Ogólnie rzecz biorąc, niewielka rewizja danych w górę nie zmienia faktu, że w grudniu nastąpiło zaskakująco silne złagodzenie presji cenowej. Nasza prognoza na kolejne miesiące zakłada spadek CPI poniżej 3% r/r w marcu, a następnie odbicie w kierunku 7% r/r na koniec roku, przy czym inflacja bazowa spadnie do ok. 5% r/r w I kw. i następnie utrzyma się blisko tego poziomu. Mniej więcej taka trajektoria jest obecnie antycypowana przez bank centralny i - jak sugerują wypowiedzi prezesa NBP z ostatniej konferencji - nie będzie bodźcem do złagodzenia polityki, chyba że zobaczymy znaczącą poprawę perspektyw inflacji.

Inflacja CPI w grudniu wyniosła 6,2% r/r, po lekkiej rewizji w górę wstępnego odczytu z poziomu 6,1% r/r, przy wzroście cen w ujęciu miesięcznym o 0,1%. Rewizja dotknęła głównie komponentów inflacji bazowej, podczas gdy zmianę ceny żywności potwierdzono na 0,2% m/m, cen paliwa na -1,8% m/m, a ceny energii nieznacznie zrewidowano w górę z -0,3% do -0,2% m/m. Niemniej, nasze szacunki inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii są nadal na granicy 6,8% i 6,9% r/r, czyli na najniższym poziomie od marca 2022 roku.

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły w grudniu o 0,2% m/m. Tym razem wstępny szacunek GUS nie uległ rewizji w górę o 0,1 pkt. proc. jak miało miejsce w dwóch poprzednich miesiącach. To zdecydowanie niższy wzrost niż historyczna średnia dla grudnia rządu prawie +1 pkt. proc. Szczególnie duże odchylenia w dół od naturalnego zachowania cen żywności w grudniu wystąpiły w przypadku ryb (-1,2% m/m), tłuszczu roślinnych (-3,0% m/m), cukru (-4,7% m/m). Relatywnie niskie wzrosty cen wystąpiły w przypadku owoców i warzyw (po stosunkowo mocnych wzrostach w listopadzie) oraz mięsa (szczególnie wieprzowego i wotowego). Właściwie w żadnej kategorii nie było wyraźnego odchylenia w górę od normalnego wzorca sezonowego ruchu cen, inaczej niż w listopadzie. Skoro stawka VAT na żywność ma ulec normalizacji dopiero w kwietniu (wydaje nam się to bardziej prawdopodobne niż przedłużenie przez rząd obowiązywania zerowej stawki) to kolejne miesiące powinny być wciąż pod znakiem cofania się rocznej dynamiki cen żywności, z 6,0% w grudniu do ok. 2% w marcu. Jej odbicie w dalszej części roku wyciągnie jednak wg nas średnią za cały 2024 r. w okolice 6%.

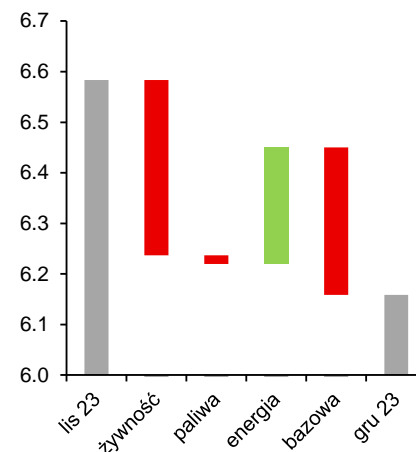
#### Inflacja CPI, wybrane kategorie, % r/r



Źródło: GUS, Santander

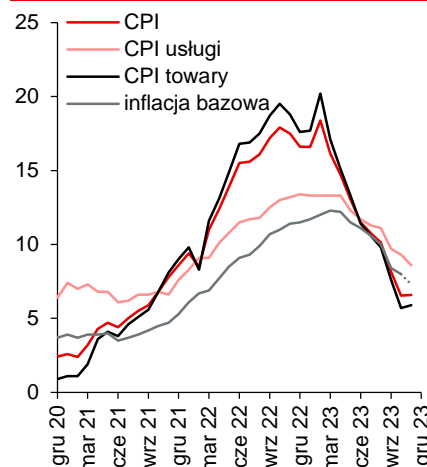
Nośniki energii potaniały w grudniu o 0,2% m/m (wobec wstępnego szacunku -0,3% m/m). Ceny prądu i gazu pozostały stabilne. Opał nadal taniał i to szybciej niż w poprzednich miesiącach (-2,0% m/m). Ciepło systemowe podrożało o 0,4% m/m co jest jednak dość typowe dla grudnia. Roczna dynamika cen nośników energii wyniosła podeszła z niecałych

#### 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 Biały 517 881 807

Cezary Chrapek, CFA 887 842 480

Marcin Luźniński 510 027 662

Grzegorz Ogonek 609 224 857

8% do 9,8% w grudniu, ale wskutek przedłużenia zamrożenia cen prądu i gazu na I pot. br. teraz powinna wystąpić trwająca do czerwca seria rocznych spadków cen w tej kategorii. Ceny paliw były w grudniu niższe o 1,8% niż miesiąc wcześniej i o 6,0% niż rok wcześniej. Przy naszych założeniach dotyczących cen ropy i kursu walutowego na ten rok roczna dynamika cen paliw powinna jeszcze przez kilka miesięcy pozostawać ujemna, delikatnie ujemna może też być średnia za cały 2024 r.

Szacujemy, że inflacja bazowa spadła do 6,8-6,9% r/r z 7,3% r/r. Miesięczny ruch cen w ramach inflacji bazowej mógł wynieść 0,2% czyli nieco więcej niż historyczna średnia dla grudnia. W ramach inflacji bazowej stosunkowo duże wzrosty cen miały miejsce w usługach transportowych(+21,6% m/m), usługach turystycznych krajowych (+2,6% m/m) oraz w kategorii obejmującej restauracje i hotele (+0,5% m/m). Nietypowo silnie odbity też w grudniu ceny niektórych innych usług (dentystryczne, finansowe) oraz mebli (+2,6% m/m, przez co ceny w wyposażeniu mieszkania odbity o 0,4% m/m po spadku o 0,3%. Spadki cen sprzętu audiowizualnego i sprzętu AGD z listopada, które kojarzyliśmy z efektem „Black Friday”, nie uległy odwróceniu w grudniu.

Ogólnie rzecz biorąc, niewielka rewizja danych w górę nie zmienia faktu, że w grudniu nastąpiło zaskakująco silne złagodzenie presji cenowej. Zarówno towary, jak i usługi odnotowały spowolnienie cen: odpowiednio do 5,5% i 8,2% r/r. W danych znalazło się zaledwie kilka zaskoczeń „w górę”.

Nasza prognoza na kolejne miesiące zakłada spadek CPI poniżej 3% r/r w marcu, a następnie odbicie w kierunku 7% r/r na koniec roku, przy czym inflacja bazowa spadnie do ok. 5% r/r w I kw. i następnie utrzyma się blisko tego poziomu. Mniej więcej taka trajektoria jest obecnie antycypowana przez bank centralny i - jak sugerują wypowiedzi prezesa NBP z ostatniej konferencji - nie będzie bodźcem do złagodzenia polityki, chyba że zobaczymy znaczącą poprawę perspektyw inflacji.

*Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wtyczny 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*