

Komentarz Ekonomiczny

CPI jednak w celu

Bartosz Białas, tel. 517 881 807, bartosz.bialas@santander.pl

Marcin Łuziński, tel. 510 027 662, marcin.luzinski@santander.pl

Listopadowa inflacja CPI została zrewidowana w górę do 2,5% r/r z 2,4% r/r. Naszym zdaniem zmiana ta wynikała z lekkiego podniesienia szacunków inflacji bazowej, przy czym była to zmiana kosmetyczna i według naszych wyliczeń już wstępny odczyt był na granicy 2,4% oraz 2,5%. Inflację bazową szacujemy na 2,7% r/r. Inflacja cen usług obniżyła się do 5,3% r/r z 5,6% r/r a towarów do 1,4% r/r z 1,7% r/r.

Naszym zdaniem inflacja CPI może minimalnie wzrosnąć w grudniu, co wesprze RPP w decyzji o pozostaniu w trybie „wait-and-see”, po czym spadnie w kierunku 2% w pierwszej połowie 2026 r., co da Radzie impuls do obniżenia stóp do 3,50%.

Inflacja bazowa wyraźnie w dół

Inflacja bazowa obniżyła się według naszych szacunków do 2,7% r/r z 3,0% r/r i była najniższą od 2019 r. W ujęciu miesięcznym ceny w tej kategorii obniżyły się o 0,1% m/m i był to pierwszy przypadek spadku w tej kategorii w listopadzie od 2018 r. W dół inflację bazową pociągnęła przede wszystkim odzież (co jednak częściowo wynikało z wysokiej bazy listopada 2024), wyposażenie mieszkania, łączność oraz rekreacja i kultura.

W wyposażeniu mieszkania ceny obniżyły się o 0,6% m/m i był to najniższy odczyt od lat. Potaniały m.in. meble, o 3,2% m/m oraz urządzenia gospodarstwa domowego o 1,1% m/m, w tym kuchenki o 2,2% m/m, żelazka o 1,7% m/m, pralki o 1,5% m/m. W przypadku łączności ceny wzrosły o 0,1% m/m, a wpływ na roczną stopę inflacji bazowej wynikał głównie z wysokiej bazy listopada 2024 r., kiedy podróżowały usługi internetowe i telefonii komórkowej. Ceny w rekreacji i kulturze spadły o 0,6% m/m, w tym ceny przyrządów optycznych o 2,9% m/m, muzeów o 2,8% m/m, usług związanych z rekreacją i sportem o 2,8% m/m. W transporcie nadal widoczne były przeceny samochodów, a ich ceny spadły o 0,6% m/m – 26. miesiąc z rzędu. Naszym zdaniem w inflacji bazowej nadal widać wpływ importu dezinflacji z Chin, szczególnie w przypadku dóbr trwałych. Nie wszystko jednak tanieje, a przykładem jest chociażby biżuteria, która zdrożała o 2,2% m/m. Jest to pokłosie wzrostu cen złota na rynkach globalnych.

Naszym zdaniem inflacja bazowa może lekko odbić w grudniu, nim ponownie obniży się na początku 2026 r. Uważamy, że w przyszłym roku inflacja bazowa będzie oscylowała nieco poniżej 2,5% r/r. Sprzyjać temu będzie dalszy stopniowy spadek tempa cen usług, przy prawdopodobnym wyhamowaniu tendencji spadkowej w towarach.

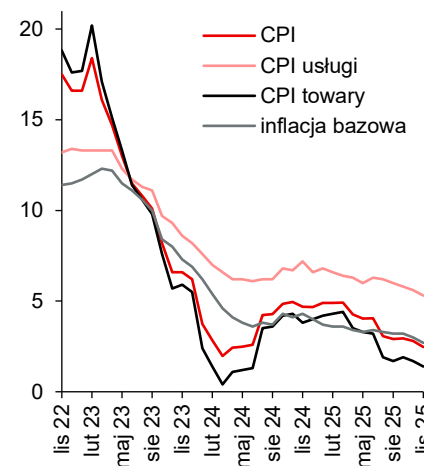
Inflacja cen żywności kontynuuje spadek

Inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych spadła z 3,4% r/r w październiku do 2,7% r/r w listopadzie, zgodnie z szybkim szacunkiem GUS z końca ubiegłego miesiąca.

Podobnie jak w październiku, zmiana poziomu cen w listopadzie była nietypowo niska jak na ten miesiąc. W porównaniu miesiąc do miesiąca ceny wzrosły o jedynie 0,1%, podczas gdy w poprzednich 10 latach ich średnia stopa wzrostu wynosiła 0,6%. Nietypowo niski wzrost cen produktów spożywczych wynikał między innymi ze spadku cen mięsa o 1,0% m/m – w ubiegłych latach wzrastały one w listopadzie o średnio 0,1% m/m. Odnotowany spadek cen mięsa przełożył się na spowolnienie ich rocznej dynamiki z 3,0% r/r do 1,5% r/r, a tym samym odpowiadał za około połowę całkowitego spadku inflacji cen żywności i napojów bezalkoholowych. Spadek cen mięsa w listopadzie br. dotyczył przede wszystkim mięsa drobiowego, którego ceny obniżyły się o 4,1% m/m, a w drugiej kolejności także mięsa wieprzowego, które potaniało o 1,5% m/m. Z drugiej strony, mocnym wzrostom ulegały dalej ceny mięsa wołowego, które zwiększyły się o 1,5% m/m, przez co są już o 22,2% większe niż w ubiegłym roku.

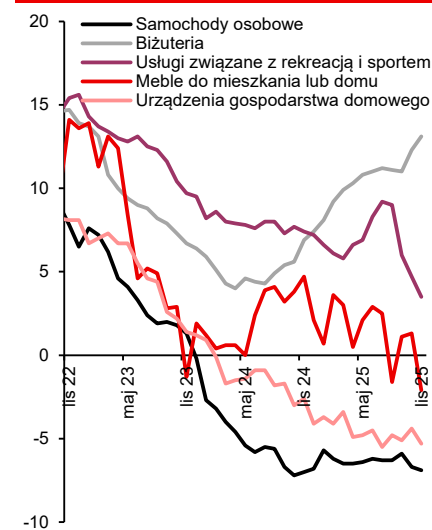
Poza cenami mięsa do spowolnienia inflacji cen żywności i napojów bezalkoholowych przyczyniły się także ceny olejów i tłuszczów, których dynamika spadła z 1,3% r/r w październiku do -1,4% r/r w listopadzie, przede wszystkim za sprawą spadku cen masła o

CPI, % r/r, główne kategorie



Źródło: GUS, Santander

CPI, wybrane kategorie, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
email: ekonomia@santander.pl
www.santander.pl/serwis-ekonomiczny
Piotr Bielski 691 393 119
Bartosz Białas 517 881 807
Adrian Domitrz 571 664 004
Marcin Łuziński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

2,5% m/m. Ceny masła po raz pierwszy od marca 2024 r. stały się niższe niż przed rokiem, o 4,4%.

Istotnemu spadkowi uległa także inflacja cen owoców, z 1,9% r/r do 0,3% r/r, przede wszystkim dzięki relatywnie niewielkiemu, jak na listopad, wzrostowi cen owoców jagodowych (o 10,4% m/m). Jego wpływ na inflację cen owoców był jednak ograniczony relatywnie słabym spadkiem cen cytrusów, jedynie o 3,1% m/m. Dla porównania, w ubiegłych latach ceny cytrusów spadały w listopadzie o średnio 10,2% m/m.

W kontekście zbliżających się Świąt Bożego Narodzenia warto dodać, że stosunkowo wysokim wzrostowi uległy ceny ryb, o 1,5% m/m, co popchnęło ich inflację w górę z 2,6% do 3,2% r/r.

Spodziewamy się, że w przyszłym roku inflacja cen żywności będzie kontynuowała spadek, dzięki czemu wyniesie średnio 2,3% r/r. Naszym oczekiwaniom sprzyjają między innymi solidne prognozy zbiorów zbóż w sezonie 2025/2026, a także zachowanie niektórych wskaźników wyprzedzających, w tym np. indeksów globalnych cen żywności FAO.

Inflacja cen paliw i nośników energii bez zaskoczeń

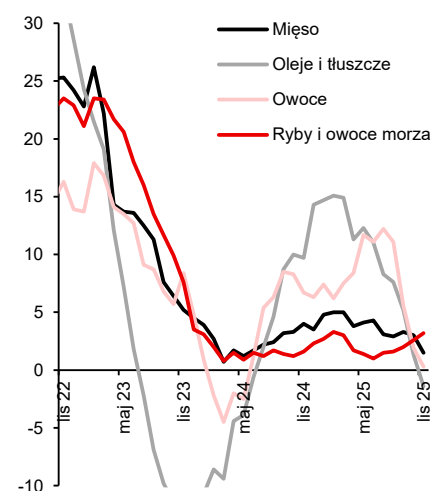
Inflacja cen nośników energii wzrosła z 2,6% do 2,7% r/r, przy wzroście cen w porównaniu miesiąc do miesiąca o 0,1%, zgodnie z szybkim szacunkiem GUS. Wzrostom w tej kategorii uległy przede wszystkim ceny paliw płynnych, o 5,3% m/m, a także niektórych paliw stałych. Ceny energii cieplnej zwiększyły się o jedynie 0,1% m/m, co wskazuje, że proces dostosowania taryf po wycofaniu tarczy antyinflacyjnej już się zakończył.

Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach inflacja cen energii powinna pozostać stabilna, a w skali całego 2026 r. wynieść średnio 2,9% r/r, co będzie wynikało przede wszystkim ze stabilizacji taryf, przy niewielkich podwyżkach niektórych innych opłat.

Inflacja cen paliw i smarów do prywatnych środków transportu osunęła się z -1,8% r/r do -1,9% r/r, przy wzroście o 2,1% m/m. Lekkie spowolnienie inflacji w tej kategorii nastąpiło między innymi w warunkach wzrostu inflacji cen oleju napędowego z -0,6% do 0,5% r/r i spadku inflacji cen benzyny z -1,5% do -1,9% r/r.

Spodziewamy się, że w 2026 r. będziemy obserwować odbicie inflacji cen paliw z jej bieżącego, niskiego poziomu.

CPI, wybrane kategorie, % r/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