

Komentarz Ekonomiczny

Inflacja zakończyła rok poniżej celu

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

Grzegorz Ogonek, tel. 609 224 857, grzegorz.ogonek@santander.pl

Ostateczne dane za grudzień potwierdziły inflację CPI na poziomie 2,4% r/r oraz 0,0% m/m, wobec 2,5% r/r w listopadzie. Inflacja bazowa wyniosła wg nas 2,8% r/r, czyli odrobinę więcej niż w listopadzie. Inflacja cen usług obniżyła się do 5,2% r/r z 5,3% r/r, a towarów do 1,3% r/r z 1,4% r/r. Presja ze strony towarów importowych i stosunkowo mała podwyżka cen energii w 2026 r. mogą sprowadzić dynamikę CPI poniżej 2% r/r w styczniu. RPP naszym zdaniem pozostanie w trybie „wait-and-see” jeszcze przez luty, po czym rozważy dalsze dostosowanie stóp. W połowie roku główna stopa wynosić będzie wg nas 3,50%.

Ostateczne dane za grudzień potwierdziły inflację CPI na poziomie 2,4% r/r oraz 0,0% m/m, wobec 2,5% r/r w listopadzie. Odczyty dla żywności (2,4% r/r), paliw (-3,1% r/r) i energii (2,8% r/r) również nie różniły się od wstępnych szacunków GUS, więc pozostawiamy naszą grudniową prognozę inflacji bazowej na poziomie 2,8% r/r (wzrost z 2,7% w listopadzie). Inflacja superbazowa, dodatkowo wykluczająca ruchy cen regulowanych, wzrosła wg naszych wyliczeń z 2,1% do 2,2% r/r.

Tanie towary z importu (dzięki podaży z Chin, ale też mocnemu złotemu) powinny nadal utrzymywać krajową inflację pod presją w dół w kolejnych miesiącach, prawdopodobnie sprowadzając CPI poniżej 2% w styczniu i lutym oraz przywracając trend spadkowy w inflacji bazowej. Naszym zdaniem w 2026 r. wciąż jest przestrzeń do dalszego spowolnienia inflacji żywności, a styczniowy wzrost cen energii powinien być umiarkowany, rzędu 1% m/m. Uważamy, że dynamika CPI znajdzie się poniżej celu NBP w wielu miesiącach br., co może sprowadzić średnioroczny wynik poniżej 2,5% r/r.

Zakładamy, że Rada Polityki Pieniężnej nadal jest skoncentrowana na przebiegu inflacji i zejście głębiej poniżej celu w kolejnych miesiącach doprowadzi do kolejnych obniżek stóp procentowych. Staba widoczność danych na początku roku (brak wstępnych odczytów za styczeń i luty, efekt przeliczenia wg nowych wag wyników z tych miesięcy zobaczymy w połowie marca) i potrzeba rozeznania się w reakcji gospodarki na już dokonane obniżki (w czym pomoże kolejna projekcja NBP) sugerują, że RPP wstrzyma się z dalszymi cięciami stóp do co najmniej marca, ale przed końcem pierwszego półrocza sprowadzi główną stopę do 3,50%.

Inflacja bazowa mogła na chwilę wzrosnąć w grudniu

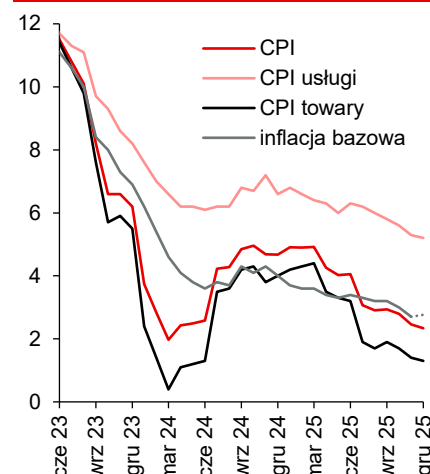
Szczegółowe dane CPI pokazały dalszą presję deflacyjną w przypadku sprzętu AGD (-1,2% m/m, -5,1% r/r), elektroniki (sprzęt telekomunikacyjny -2,2% m/m, -15,6% r/r; sprzęt audio-wideo, fotograficzny i informatyczny -1,6% m/m, -8,8% r/r), sprzętu sportowego (-5,4% m/m) oraz samochodów osobowych (27. spadek z rzędu, tym razem o 0,8% m/m, -7,0% r/r) – czyli głównie dóbr importowanych. Wyraźnie potaniało też oprogramowanie, o 7,3% m/m. Z drugiej strony wystąpiło odbicie w cenach mebli (+4,5% m/m).

Dynamika cen usług na poziomie 5,2% r/r w grudniu to najniższy odczyt od października 2019 r., jednak wciąż sygnalizujący uporczywość inflacji w tym kawałku koszyka CPI. W samym grudniu miały miejsce delikatne wzrosty cen usług medycznych i związanych z prowadzeniem domu i remontami. Naturalne odbicie cen usług transportowych w grudniu, wyniosło tym razem 7,6% m/m, nieco więcej niż przed rokiem (5,6%), ale mniej niż średnia za poprzednie 10 lat (11,9%). Podrożały również ubezpieczenia, średnio o 0,5% m/m, usługi w ramach rekreacji i sportu (1,1% m/m) i usługi z zakresu higieny osobistej (0,3% m/m). Tańsza m/m była za to turystyka zorganizowana (-0,9%).

Dalszy spadek inflacji cen żywności

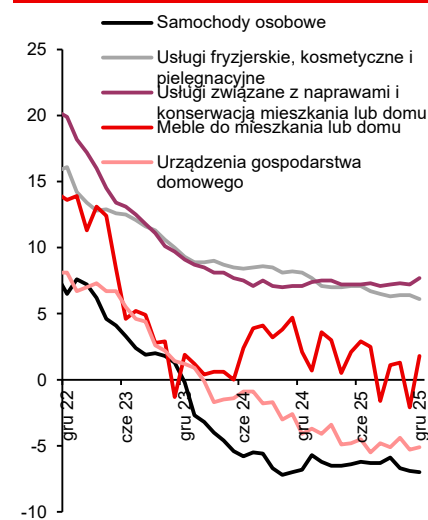
Inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych spadła z 2,7% r/r w listopadzie do 2,4% r/r w grudniu. Spowolnienie wzrostu cen żywności wynikało przede wszystkim ze spadku

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 Luzziński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

dynamik cen: masła z -4,4% do -11,6% r/r, jaj z 16,7% do 12,6% r/r, a także mięsa drobiowego z 4,4% do 2,4% r/r. Niższą dynamikę – choć o mniejszym wpływie na ogólną inflację żywności – odnotowano także w przypadku cen pieczywa, których wzrost spowolnił z 3,0% do 2,7% r/r, i w przypadku cen serów i twarogów, których inflacja obniżyła się z 3,3% do 2,6% r/r.

W przeciwnym kierunku na inflację cen żywności oddziaływały ceny warzyw, których dynamika po trzech miesiącach spadków odbiła z -3,1% do -1,7% r/r, głównie z powodu wzrostu inflacji cen pomidorów (z -7,0% do -2,8% r/r) i ogórków (z 19,0% do 35,9% r/r).

Spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach będziemy obserwowali dalszy spadek inflacji cen żywności, który na początku drugiego kwartału 2026 r. może sprowadzić ją poniżej poziomu 2,0% r/r. Spadkowi inflacji cen żywności sprzyjają m.in. mocne krajowe zbiory warzyw i owoców w ubiegłym roku, wzrost podaży mleka czy prognozy solidnych zbiorów zbóż w sezonie 2025/2026.

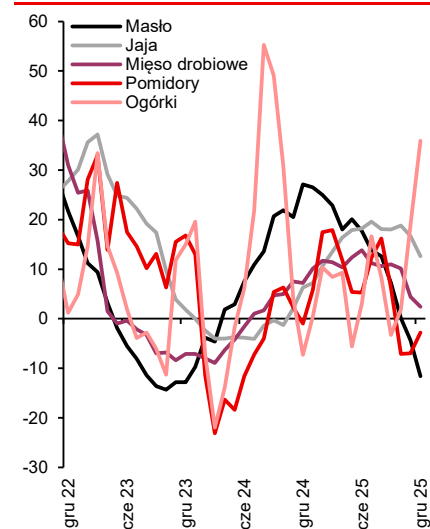
Inflacja cen energii minimalnie w górę, inflacja cen paliw lekko w dół

Inflacja cen nośników energii wzrosła w grudniu o 0,1 pkt proc. do 2,8% r/r, co wynikało głównie ze wzrostu dynamiki cen paliw statych z -3,6% do -3,2% r/r, a także dynamiki cen energii cieplnej z 3,4% do 3,5% r/r. Z drugiej strony inflacja cen gazu osunęła się z -2,3% do -2,4% r/r, a inflacja cen paliw płynnych spadła z -5,0% do -11,4% r/r.

Dynamika cen paliw do prywatnych środków transportu spadła z -1,9% do -3,1% r/r. Stanowiło to przede wszystkim wypadkową spadku inflacji cen oleju napędowego z 0,5% do 0,3% r/r i obniżenia inflacji cen benzyny z -1,9% do -3,9% r/r.

Prognozujemy, że w 2026 r. inflacja cen nośników energii powinna pozostać relatywnie stabilna. W odniesieniu do dynamiki cen paliw, jej mocne spadki w 2025 r. każą spodziewać się jej ponownego wzrostu w 2026 r., powyżej 5% r/r w drugiej połowie roku, wynikającego głównie z efektu bazy statystycznej.

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. i 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