

## Komentarz ekonomiczny

### Inflacja nieco wyższa niż się wydawało

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

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

Finalne dane o CPI pokazały, że ceny wzrosły w listopadzie o 0,5% m/m i 4,7% r/r, czyli o +0,1 punkt procentowy wyżej niż we wstępnym odczycie. Szczegóły ujawniły zaskakująco silny wzrost cen łącznie (+1,8% m/m), odzieży i obuwia (0,5% m/m) oraz mniejszy od oczekiwań wzrost cen w rekreacji i kulturze (-0,3% m/m), alkoholu i tytoniu (-0,1% m/m) oraz w "pozostałych".

Szacujemy, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii mogła w listopadzie skoczyć do 4,3%-4,4% r/r (wobec wcześniejszych szacunków 4,2-4,3%). Nadal uważamy, że spadek inflacji CPI r/r w listopadzie (z 5,0% w październiku) był przejściowy i spowodowany efektem niskiej bazy, a w kolejnych miesiącach inflacja będzie nadal rosta, wróci powyżej 5% w grudniu i osiągnie szczyt w marcu 2025 r. powyżej 5,5% r/r. Zgodnie z naszymi prognozami inflacja bazowa powinna utrzymać się powyżej 4% r/r do końca lata 2025 r. Dzisiejsze dane utwierdzają nas w przekonaniu, że RPP utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie w pierwszej połowie 2025 r. i nadal utrzymujemy lipiec 2025 r. jako najbardziej prawdopodobny moment obniżki stóp procentowych.

Listopadowa inflacja wyniosła 4,7% r/r oraz 0,5% m/m, czyli 0,1 punktu procentowego więcej niż we wstępnym odczycie. Ceny towarów spowolniły do 3,8% r/r z 4,2% r/r w październiku, a usług przyspieszyły do 7,2% r/r z 6,7% r/r. Inflacja bazowa przyspieszyła naszym zdaniem do 4,3-4,4% r/r z 4,1% r/r październiku (wcześniej szacowaliśmy 4,2-4,3% r/r). Inflacja superbazowa (czyli bazowa bez cen administrowanych) wzrosła wg naszych szacunków do 3,9% r/r z 3,7% r/r).

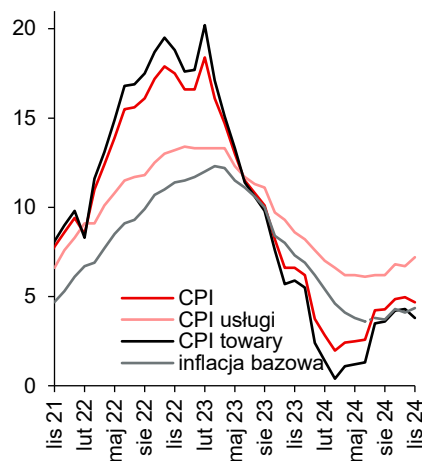
Żywność podrożała w listopadzie o 0,7% m/m (4,8% r/r), nieznacznie powyżej średniej dla tego miesiąca roku. Mocniejsze tendencje wzrostowe były widoczne w nabiale, który podrożał o 0,7% m/m (w tym jaja o 2,5%), olejach i tłuszczach, gdzie zaobserwowano wzrost o 1,4% m/m (w tym masło +2,2% m/m), owocach (+1,5% m/m, w tym w owocach jagodowych o 26,6% m/m), kakao (+2,5% m/m) oraz w sokach owocowych (+0,8% m/m). Mocniejsze wzrosty są zatem widoczne w kategoriach, w których doszło do negatywnych szoków podażyowych i naszym zdaniem mogą one być obserwowane także w najbliższych miesiącach.

W pozostałych kategoriach niebazowych dane były zgodne ze wstępnym odczytem – paliwa podrożały o 2,3% m/m (-6,0% r/r), a ceny energii pozostały stabilne w ujęciu miesięcznym (+11,7% r/r).

W kategoriach bazowych na plus wyróżniają się: łączność (1,8% m/m), w której w górę poszły ceny telefonii komórkowej (2,0% m/m), a także odzieży i obuwia, gdzie ceny wzrosły o 0,5% m/m – najmocniej w tym miesiącu od ponad 10 lat. W transporcie w oczy rzucają się ceny biletów lotniczych, które wzrosły o 2,6% m/m, podczas gdy zwykle w listopadzie spadają i to w dwucyfrowym tempie. W kategorii tej doszło do zaburzenia sezonowości, bo w październiku obserwowaliśmy spadki cen, podczas gdy zwykle w tym miesiącu one rosną.

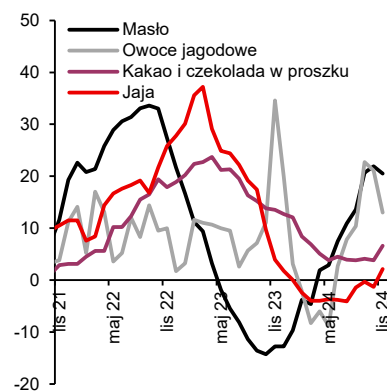
Niższe od naszych oczekiwań okazały się ceny w kategorii „inne towary i usługi”, gdzie o 10,7% m/m spadły ceny opieki nad dziećmi. Jest to skala spadku nietypowa dla tej kategorii. Nieco poniżej naszych oczekiwań plasował się także wzrost cen w alkoholu i tytoniu (-0,1% m/m) oraz rekreacji i kulturze (-0,3% m/m).

#### Inflacja CPI, główne wskaźniki, % r/r



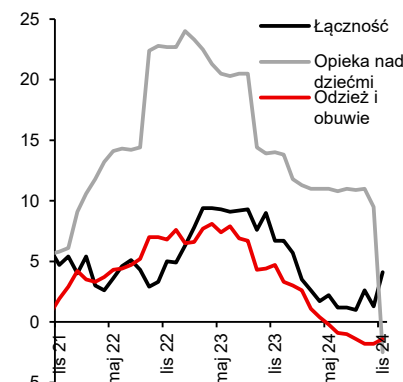
Źródło: GUS, Santander

#### Inflacja CPI, wybrane produkty żywnościowe, % r/r



Źródło: GUS, Santander

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



Źródło: GUS, Santander

#### Departament Analiz Ekonomicznych:

ał. 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 Białaś 517 881 807  
 Marcin Luzziński 510 027 662  
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

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