

### Inflacja coraz bliżej szczytu

- **Inflacja CPI w listopadzie** (wg szacunku flash) **wzrosła do 7,7% r/r** z 6,8% r/r we wrześniu (PKO: 7,6%; mediana prognoz: 7,4% przy przedziale 6,7-7,6%), osiągając najwyższy poziom od grudnia 2000. W grudniu br. inflacja CPI wzrośnie wg naszego szacunku do ok. 8% r/r i ten poziom powinien wyznaczyć szczyt.
- **Ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły aż o 1,3% m/m**, wyraźnie powyżej wzorca sezonowego dla listopada (0,2-0,3%), i to one są głównym „winowajcą” nieco silniejszego wzrostu inflacji niż szacowaliśmy. Naszym zdaniem to jeszcze nie koniec wzrostu cen żywności, w grudniu będą one dodatkowo stymulowane przez napływ drogich produktów szklarniowych z zachodniej Europy (m.in. efekt wzrostu cen gazu).
- **Ceny nośników energii wzrosły aż o 2,7% m/m**. To mniej niż w październiku, ale i tak wynik jest imponujący zważywszy, że w listopadzie nie było zmian taryfowych obejmujących większość tej części koszyka. Oznacza to, że ceny opału mogły wzrosnąć o blisko 20% m/m – to skutek niedawnych podwyżek cen węgla. Ich spadki na międzynarodowych rynkach sugerują, że w grudniu sytuacja powinna się ustabilizować.
- **Ceny paliw wzrosły o 2,2% m/m**, odzwierciedlając zarówno (nieznaczny) wzrost ceny ropy, jak i osłabienie złotego. Spodziewamy się, że obecny spadek cen ropy (o ile nie odwróci się w najbliższym czasie) przełoży się na spadek cen paliw, czemu sprzyjać będzie także obniżka (już od grudnia) akcyzy.
- **Szacujemy, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła w listopadzie do 4,6 % r/r z 4,5% w październiku**. Sprzyjał temu zarówno wzrost cen usług, jak i problemy po stronie podażowej, które już w październiku doprowadziły do widocznego wzrostu cen mebli i sprzętu RTV/AGD. Uważamy, że inflacja bazowa w najbliższym czasie nie osłabnie - na koniec roku zbliży się do poziomu 5,0% r/r, a w przyszłym roku prawdopodobnie jeszcze wzrośnie.
- **Przewidujemy, że w grudniu inflacja CPI osiągnie szczyt w okolicy 8% r/r**. Nie możemy wykluczyć przebicia tego poziomu (głównym źródłem niepewności są ceny żywności), ale ostatnie korekty w cenach surowców oraz działania rządu zmniejszają ryzyko przebicia tej psychologicznej bariery. Procesy inflacyjne i presja inflacyjna nie ustąpią, ale zostaną przytłumione przez „tarczę antyinflacyjną”, która już w grudniu może minimalnie obniżyć inflację, a w styczniu ma potencjał do jej redukcji nawet o 1,5pp. **Wciąż oczekujemy, że RPP podniesie stopy o 50pb w grudniu – obawy inflacyjne przeważą nad obawami o pandemię.**

Zespół Analiz Makroekonomicznych

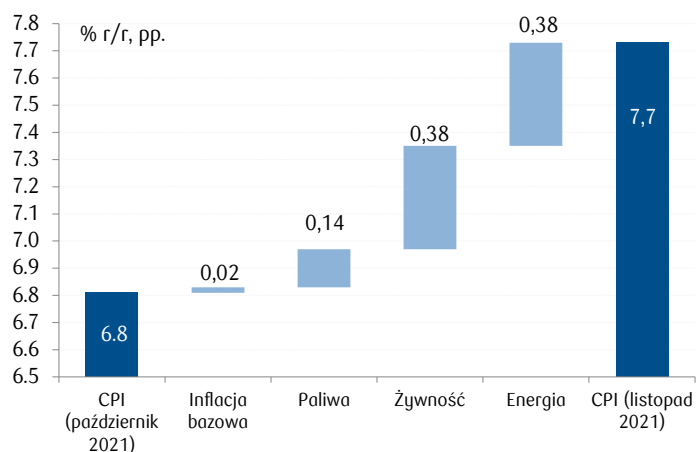
analizy.makro@pkobp.pl  
tel. 22 521 81 34

 @PKO\_Research

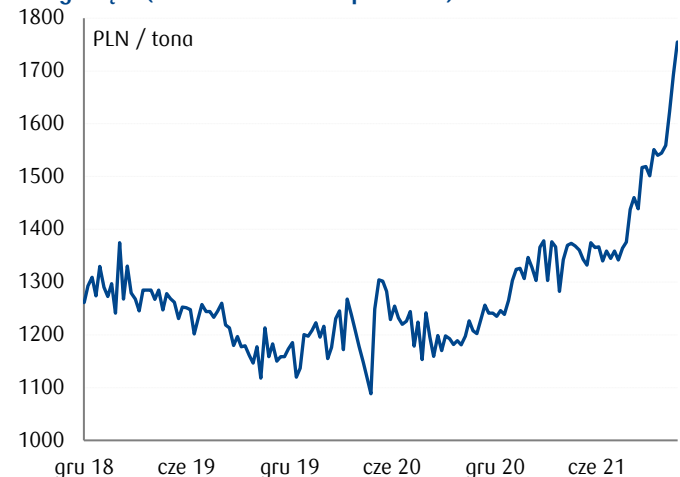
[www.pkobp.pl/centrum-analiz](http://www.pkobp.pl/centrum-analiz)

Marcin Czaplicki  
Ekonomista  
marcin.czaplicki@pkobp.pl  
tel. 22 521 54 50

#### Dekompozycja wzrostu inflacji CPI we wrześniu 2021

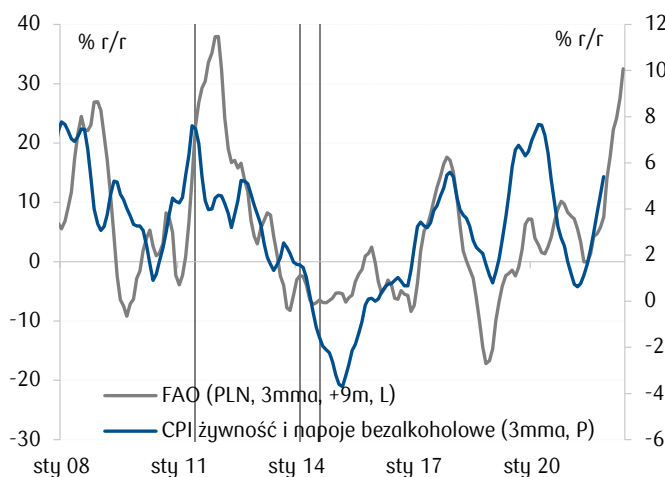


#### Ceny mąki (w workach – dla piekarni)

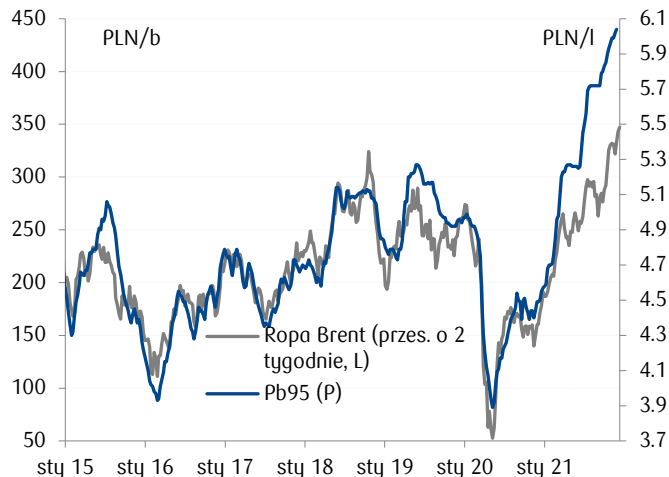


Źródło: GUS, MinRol, Macrobond, PKO Bank Polski.

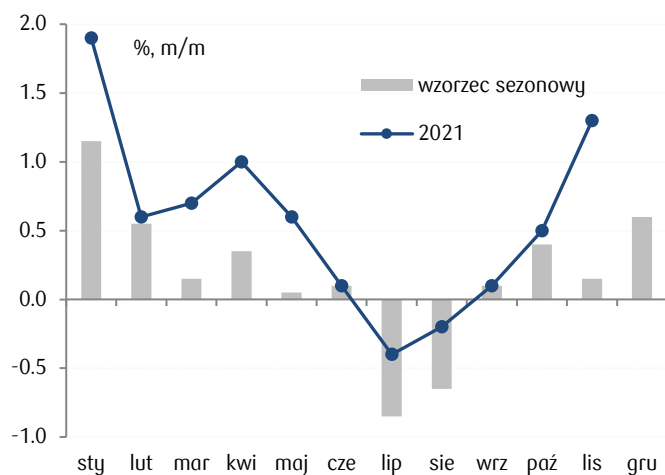
## Indeks FAO vs ceny żywności w Polsce\*



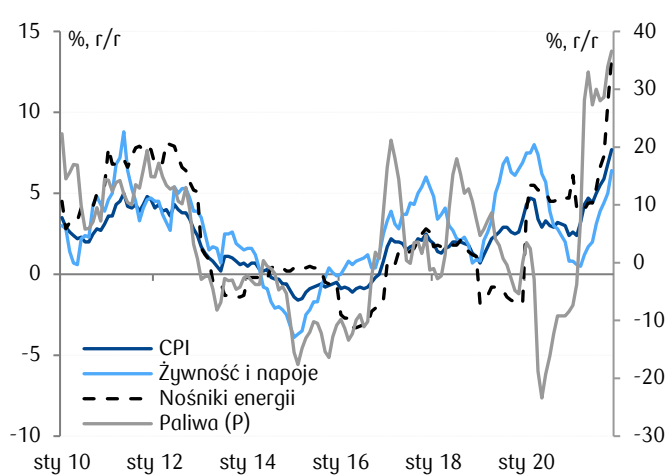
## Ceny paliw vs ceny ropy naftowej



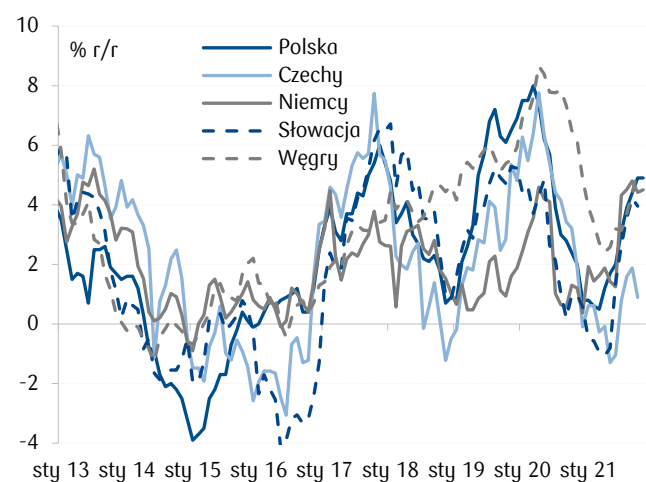
## Zmiana cen żywności na tle wzorca sezonowego\*\*



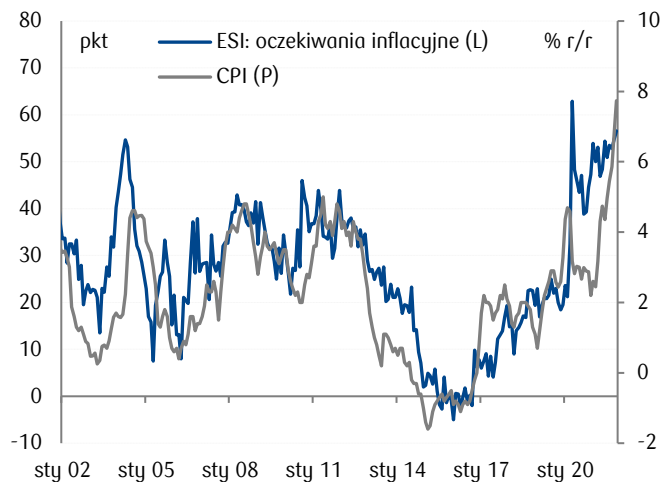
## Główne składowe inflacji CPI



## Dynamika cen żywności w regionie



## Oczekiwania inflacyjne według KE vs inflacja CPI



Źródło: NBP, GUS, Reuters Datastream, Macrobond, PKO Bank Polski; obliczenia własne. \*pionowe linie oznaczają moment wprowadzenia lub zawieszenia embarga na import polskiej żywności przez Rosję,\*\* mediana za ostatnie 5 lat.

## Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.  
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa  
tel: 22 521 80 84  
email: [DAE@pkobp.pl](mailto:DAE@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl) 22 521 80 84

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl) 22 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska (kierownik) [marta.petka-zagajewska@pkobp.pl](mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl) 22 521 67 97  
dr Marcin Czaplicki, CFA [marcin.czaplicki@pkobp.pl](mailto:marcin.czaplicki@pkobp.pl) 22 521 54 50  
Urszula Kryńska [urszula.krynska@pkobp.pl](mailto:urszula.krynska@pkobp.pl) 22 521 51 32  
Kamil Pastor [kamil.pastor@pkobp.pl](mailto:kamil.pastor@pkobp.pl) 22 521 81 08  
dr Michał Rot [michal.rot@pkobp.pl](mailto:michal.rot@pkobp.pl) 22 580 34 22

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas: [DAE@pkobp.pl](mailto:DAE@pkobp.pl)

Nasze analizy znajdziesz również na platformie Twitter oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:

 [@PKO\\_Research](https://twitter.com/PKO_Research)



Bank Polski

Centrum  
Analiz

**Materiał zatwierdził(a):** Piotr Bujak

### Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r, uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m, st, Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.