

# Komentarz ekonomiczny

## Inflacja się nie poddaje

Grzegorz Ogonek, +48 609 224 857, [grzegorz.ogonek@santander.pl](mailto:grzegorz.ogonek@santander.pl)

Nasza prognoza styczniowej inflacji CPI (2,7% r/r) jest wyraźnie wyższa niż oczekuje rynek (konsensus wg Parkietu i wg serwisu Bloomberg to 2,4% r/r). Podejrzewamy, że większość analityków nie doszacowała wpływu podatków i opłat, w tym ich przełożenia na ceny żywności. Przyjęliśmy też, że inflacja bazowa podniosła się nieco po grudniowym spadku wywołanym głównie przez ceny usług transportowych. Styczniowe odczyty napływające z innych krajów Europy w większości silnie zaskakiwały w górę. W dalszej części roku nadal spodziewamy się stabilizacji inflacji w pobliżu celu inflacyjnego, do czego przyczyni się m.in. wysoka „baza” z roku 2020. Ryzyka dla ścieżki CPI wydają się jednak asymetryczne „w górę”, m.in. za sprawą możliwych zaburzeń na rynku żywności oraz możliwych ograniczeń podaży w początkowej fazie ożywienia popytu wraz z łagodzeniem ograniczeń pandemicznych.

W poniedziałek 15 lutego ukaże się styczniowy CPI dla Polski. Dla styczniowych danych GUS nie przedstawia wstępnego szacunku więc przed pełnymi danymi wiemy teraz mniej niż zwykle. W związku z tym styczniowy odczyt dla Polski jako jedyny w roku poznajemy już po wstępnych szacunkach dla strefy euro, oraz odczytach z Czech i Węgier. Początek tego roku na rynkach wpływa m.in. pod znakiem szukania objawów reflacji na świecie, dlatego warto się przyjrzeć co może przynieść polska publikacja.

### Prognozy

Konsensus (na bazie prognoz uczestników konkursu gazety Parkiet, zebranych pod koniec stycznia) to 2,4% r/r – tyle co odczyt za grudzień, przy czym rozrzut prognoz jest wyjątkowo duży. Mediana prognoz zebranych przez agencję informacyjną Bloomberg też wyniosła 2,4% r/r.

Duży rozrzut można wytłumaczyć nie tylko zwyczajowym rozumowaniem, że przełom roku to częsty moment rewizji cen przez producentów i sprzedawców, ale też wyjątkowo dużą liczbą dodatkowych pozycji, wymagających od ekonomistów oszacowania ich wpływu na CPI (podatek cukrowy, podatek od „małpek”, podatek handlowy, podwyżka za prąd, opłata mocowa, podwyżka abonamentu RTV).

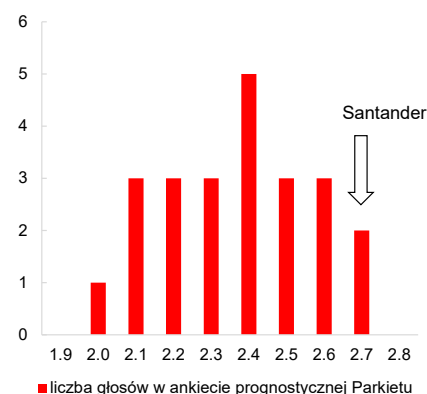
Dla porównania prezentujemy rozrzut prognoz dla poprzedniego odczytu (patrz wykres na marginesie).

Przyjęty przez nas wpływ podatku cukrowego jest na tyle silny, że m.in. prowadzi do wzrostu inflacji żywności, która spadała nieprzerwanie od kwietnia ub.r. W przypadku podatku cukrowego i „od małpek” przyjęliśmy, że cały efekt ujawnił się już w styczniowych cenach (to sugerowały informacje od obciążonych podmiotów). Uwzględniając zmiany w rachunkach za prąd i gaz oszacowaliśmy, że łączny wzrost cen nośników energii nieznacznie przekroczył 5% r/r (wobec 4,7% w grudniu). Wzrost cen paliw, który dokonał się w styczniu oceniliśmy na 3,5% m/m oznacza, że ten składnik CPI dołożył w tym miesiącu do inflacji ogółem o 0,1pkt. proc. więcej niż w grudniu 2020 r. Zakładamy też, że inflacja bazowa podniosła się nieco w styczniu w ujęciu r/r po odczuwalnym spadku z grudnia.

Transport i ubezpieczenia mocno obniżyły grudniową inflację, na odwrót niż w 2019 r. – mieliśmy więc teraz do czynienia z silnym ujemnym efektem bazy, który sprawił wrażenie, że inflacja cen usług wreszcie ugięła się pod ciężarem pandemii - ale poza tymi dwoma kategoriami nie było w grudniu wyraźnego szerokiego zakrętu dynamiki cen usług w dół. Uporczywie wysoka inflacja usługowa została za to wsparta nasiloną dynamiką płac na koniec roku.

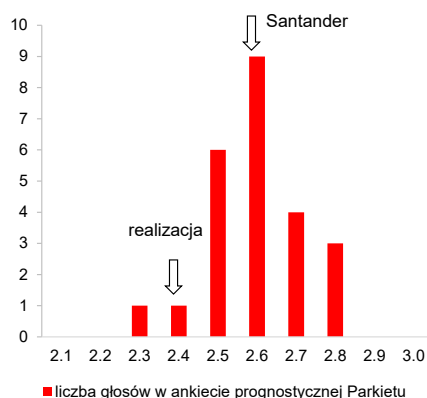
Te wyliczenia i założenia doprowadziły nas do prognozy dynamiki CPI, która wyraźnie odstaje w górę od rynkowego konsensusu.

Rozkład prognoz inflacji CPI za styczeń 2021 r., % r/r



Źródło: Parkiet, Santander

Rozkład prognoz inflacji CPI za grudzień 2020 r., % r/r

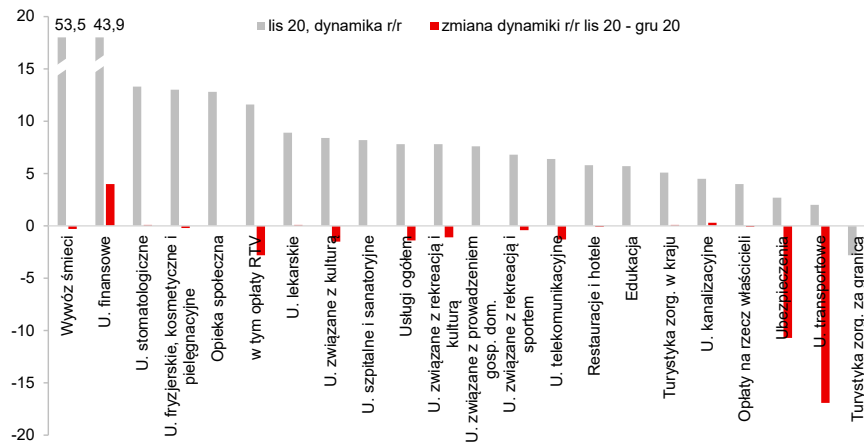


Źródło: Parkiet, GUS, Santander

### Departament Analiz Ekonomicznych:

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 22 534 18 87  
 Marcin Luziński 22 534 18 85  
 Wojciech Mazurkiewicz 22 534 18 86  
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23  
 Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

## Inflacja cen usług w ujęciu %r/r i jej zmiana w grudniu w pkt. proc., dane CPI dla Polski



Źródło: GUS, Santander

### Otoczenie inflacyjne

Wiemy, że w otoczeniu Polski wystąpił w styczniu nadspodziewanie silny wzrost inflacji - w strefie euro, a zwłaszcza w Niemczech. Styczniowy ruch wyciągnął wiele krajów i strefę euro jako całość z ujemnej inflacji. Inflacja strefy euro zamiast do oczekiwanych 0,2% r/r wzrosła do 0,9% z -0,3%. Niemiecka inflacja HICP urosła do 1,6% r/r przy oczekiwaniach na podejście do 0,5% i poprzednim odczycie -0,7%.

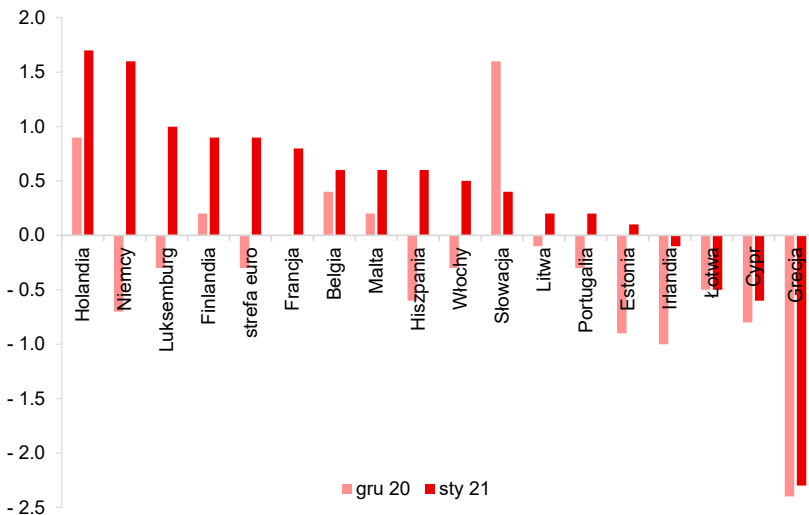
Szczątkowe wstępne dane pokazują, że za tym zrywem stoją bazowe elementy koszyka inflacyjnego: dobra przemysłowe (z wyłączeniem energii) i usługi. W wielu krajach istotnie podbiły też inflację podwyżki cen energii, natomiast żywność miała niemal neutralny a często ujemny wpływ na zmianę inflacji między grudniem a styczniem (z wyjątkiem Niemiec).

### Mediana prognoz inflacji za styczeń 2021 r. wg Bloomberg i faktyczna wielkość

HICP,%r/r	odczyt gru 20	prognoza sty 21	odczyt sty 21
strefa euro	-0.3	0.6	0.9
Niemcy	-0.7	0.5	1.6
Niemcy CPI	-0.3	0.7	1.0
Francja	0.0	0.5	0.8
Hiszpania	-0.6	-0.6	0.6
Włochy	-0.3	0.2	0.5
Norwegia CPI	1.4	1.8	2.5

Źródło: Bloomberg, Santander

### Inflacja HICP w krajach UE, które pokazały wstępny odczyt za styczeń 2021 r.

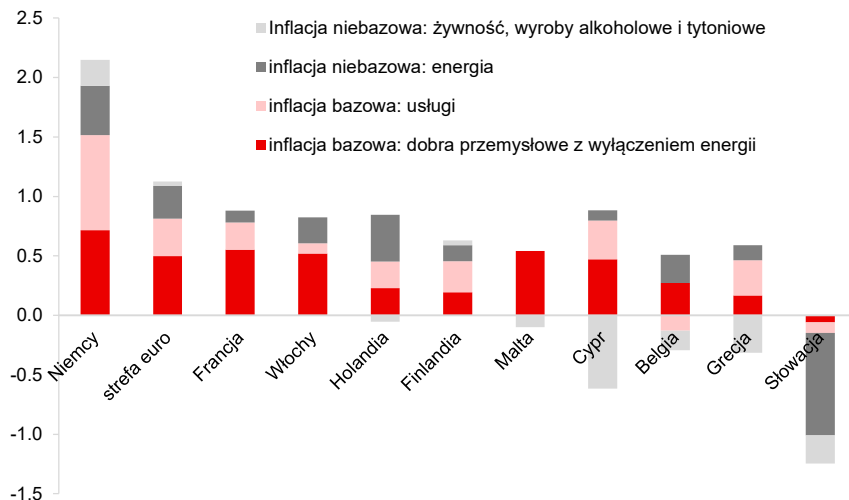


Źródło: Eurostat, Santander

Styczniowe odczyty inflacji, zarówno te podane przez Eurostat dla krajów strefy euro, jak i ten nadchodzący polski odczyt, są oparte na starych wagach inflacyjnych, więc ten ruch nie efekt zmiany koszyka.

Co stało się z inflacją u sąsiadów Polski? U Niemców wystąpił ogromny skok, za to na Słowacji, która wcześniej miała najwyższą inflację w strefie euro, wystąpił największy spadek spośród krajów członkowskich, Litwa odnotowała stosunkowo mały ruch w górę.

### Dekompozycja zmiany inflacji HICP r/r między gru 20 a sty 21 r., w pkt. proc.



Źródło: Eurostat, Santander

Można się zastanawiać czy w Polsce wystąpi ruch zbliżony do niemieckiego czy raczej słowackiego (dwa skrajne spośród dotychczas opublikowanych danych: w przypadku obu są generalne powody, żeby liczyć na skorelowane zachowanie - bliskość geograficzna i kulturowa, powiązania handlowe).

W 2020 r. doszło jednak do zupełnego rozsynchronizowania się ścieżek inflacji tych krajów z Polską. Na większą korelację można wciąż liczyć z odczytami z Węgier i Czech – te poznamy w piątek, 12 lutego, czyli jeden dzień roboczy przed odczytem dla Polski.

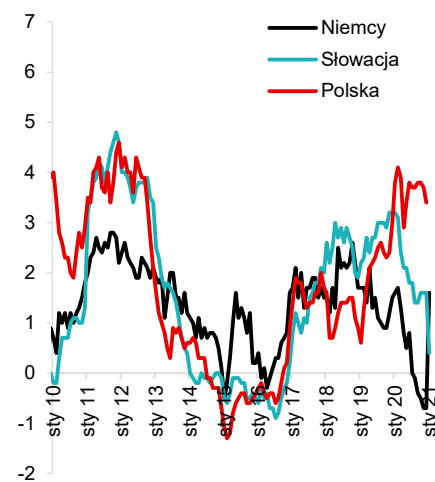
Przynajmniej w przypadku Niemiec w skoku inflacji ma swój udział zakończenie tymczasowej antykryzysowej obniżki podstawowej stawki VAT do 16% z 19%. Tymczasem w Polsce wyraźnie wyższy przebieg inflacji był oparty na wzrostach cen administrowanych a podatki oddziałujące na ceny konsumpcyjne nie były obniżane. Ceny administrowane wciąż są podnoszone w tym roku a różne podatki i opłaty wpływające na CPI podnoszone więc to, co silnie podbiło inflację niemiecką, może w Polsce przyczynić się do podtrzymania inflacji na dość wysokim poziomie, tj. zapobiegać wystąpieniu ujemnego efektu bazy.

### Wniosek co do stycznia

Naszym zdaniem w Polsce nie wystąpi tak silny wzrost inflacji CPI jak w szeregu krajów strefy euro, które już pokazały wstępne szacunki. Z drugiej strony nasza prognoza przygotowana pod koniec stycznia okazała się być najwyższą spośród prognoz analityków. Prawdopodobnie sprawiły to m.in. nasze szacunki kilku dodatkowych pozycji oddziałujących na styczniowy odczyt (nowe podatki i opłaty) oraz założenie o częściowym odbiciu inflacji cen usług po grudniowym spadku. Może więc inflacja nie przesunęła się tak spektakularnie w górę jak w strefie euro, ale też raczej nie była tak stabilna jak zakłada konsensus.

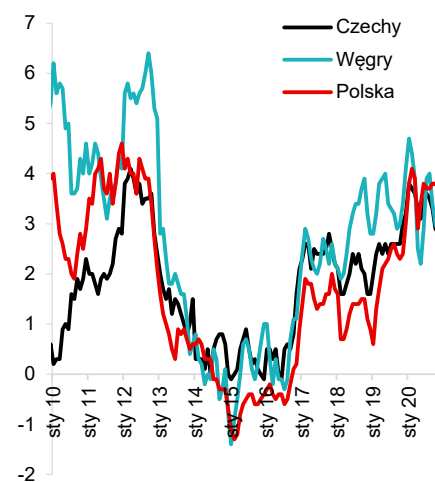
W dalszej części roku nadal spodziewamy się stabilizacji inflacji w pobliżu celu inflacyjnego, z przejściowym „podbiciem” do ok. 3% w kwietniu-maju, ale ponownym spadkiem w kolejnych miesiącach, do czego przyczynią się m.in. „efekty bazy” z roku 2020 i nadal przygaszony popyt wewnętrzny. Ryzyka dla ścieżki CPI wydają się jednak asymetryczne „w górę”, m.in. za sprawą możliwych zaburzeń na rynku żywności oraz możliwych ograniczeń podaży w początkowej fazie ożywienia popytu wraz z łagodzeniem ograniczeń pandemicznych.

### Inflacja HICP, % r/r



Źródło: Eurostat, Santander

### Inflacja HICP, % r/r



Źródło: Eurostat, 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*