

Komentarz ekonomiczny

Inflacja bardziej uporczywa niż się wydawało

Piotr Bielski, tel. 691 393 119, piotr.bielski@santander.pl

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

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

Wskaźnik CPI wzrósł w lutym do 18,4% r/r, zgodnie z naszą prognozą i nieco niżej niż konsensus rynkowy (18,5%), podczas gdy dane za styczeń zostały zrewidowane w dół z 17,2% do 16,6% r/r. Uważamy, że jest to szczyt inflacji w ujęciu rocznym. Jednak dynamika cen w ujęciu miesięcznym znacznie przekroczyła oczekiwania - ceny wzrosły o 1,2% m/m wobec naszej prognozy 0,7% m/m i konsensusu rynkowego 0,8% oraz po skoku o 2,5% m/m w styczniu (rewizja z 2,4%).

Najważniejszy wniosek jest taki: mimo że roczne wskaźniki inflacyjne w styczniu i w lutym są niżej niż oczekiwano, co jest efektem zmiany wag, dane pokazują znacznie większą inercję inflacyjną niż przewidywano. Impet wzrostu cen jest nadal bardzo silny i nie wykazuje oznak ostabienia. Dane te sugerują wyższy przebieg inflacji pod koniec 2023 r. niż myśleliśmy i zmniejszają prawdopodobieństwo osiągnięcia poziomów, które mogłyby skłonić RPP do zastanawiania się nad obniżkami stóp.

Wskaźnik CPI wzrósł w lutym do 18,4% r/r, zgodnie z naszą prognozą i nieco niżej niż konsensus rynkowy (18,5%), podczas gdy dane za styczeń zostały zrewidowane w dół z 17,2% do 16,6% r/r. Zmiana dynamiki w styczniu to efekt rewizji wag, które odjęły aż 0,6 punktu procentowego – najwięcej od lat, mimo że dość powszechne były oczekiwania odwrotnego efektu.

Mimo słabszego wzrostu CPI w ujęciu rocznym, dynamika miesięczna znacznie przekroczyła oczekiwania - ceny wzrosły o 1,2% m/m wobec naszej prognozy 0,7% m/m i konsensusu rynkowego 0,8% oraz o 2,5% m/m w styczniu (rewizja z 2,4%). Impuls inflacyjny jest szczególnie mocny w przypadku usług, które drożały o 1,3% w styczniu i 1,6% w lutym.

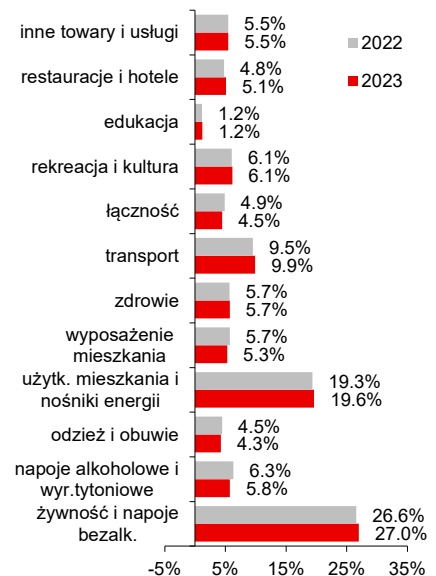
Trudno na razie szacować inflację bazową, bo GUS nie opublikował szczegółowych wag, więc trzymamy się naszych poprzednich prognoz – 11,8% r/r w styczniu i 11,9% r/r w lutym. Dane o inflacji bazowej zostaną opublikowane jutro przez NBP.

Nadal mocno rosną ceny żywności, o 1,9% m/m w styczniu i 1,8% m/m w lutym. Drożały zwłaszcza ryby, produkty mleczne i warzywa, kawa, herbata i soki owocowe. Są to głównie produkty, które odczuwają zwiększony popyt lub zmniejszoną podaż w ujęciu globalnym. Do mocnej przeceny doszło natomiast w przypadku olejów i tłuszczów, co jest efektem wygasania szoku związanego z wojną w Ukrainie, która jest dużym producentem roślin oleistych. Drożały też napoje alkoholowe i tytoniowe: 1,2% m/m w styczniu i 2,4% m/m. Częściowo wynikało to z podwyżek akcyzy, ale naszym zdaniem ten efekt mógł dodać ok. 1 punktu procentowego do wzrostu w tej kategorii.

Jakkolwiek ceny energii uspokoiły się (wzrost o 0,0% m/m w lutym po 12,6% m/m w styczniu, co jednak wynikało z przywrócenia poprzednich stawek VAT), to rosną inne koszty użytkownika mieszkania, np. opłaty za wodę (1,0% m/m w styczniu, 2,2% w lutym), usługi kanalizacyjne (1,8% m/m w styczniu, 1,1% m/m w lutym). Wyraźnie w górę poszły ceny usług telekomunikacyjnych (1,4% m/m w styczniu, 3,0% m/m w lutym) oraz w rekreacji i kulturze (2,4% m/m w styczniu, 2,3% m/m w lutym). W przypadku niektórych kategorii widoczne jest, że doszło do mocnej korekty cenników w styczniu, a w lutym ceny już nie rosną (opieka społeczna, usługi lekarskie, usługi stomatologiczne, usługi szpitalne).

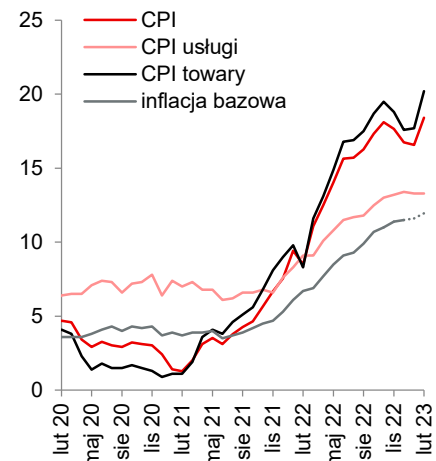
Najważniejszy wniosek jest taki: mimo że roczne wskaźniki inflacyjne w styczniu i w lutym są niżej od prognoz, dane pokazują znacznie większą inercję inflacyjną niż przewidywano - impet cen jest nadal bardzo silny i nie wykazuje oznak ostabienia. Dane te sugerują wyższy przebieg inflacji pod koniec 2023 r. niż myśleliśmy i zmniejszają prawdopodobieństwo osiągnięcia poziomów, które mogłyby skłonić RPP do zastanawiania się nad obniżkami stóp.

Wagi w koszyku inflacyjnym



Źródło: GUS, Santander

Główne miary inflacji, % r.r



Źródło: GUS, NBP, 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

Jarosław Kosaty 887 842 480

Marcin Luziński 510 027 662

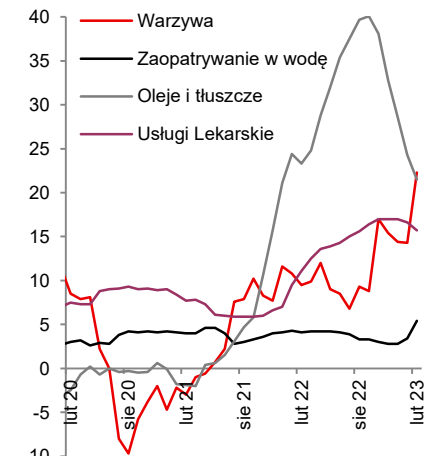
Grzegorz Ogonek 609 224 857

Zmiany wag

Rewizja koszyka CPI spowodowała wzrost wag o 0,4 pp w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe” (do 27,0%, od 2004 r. tylko dwa razy ta waga była wyższa, w 2006 i 2021 r.) i „transport” (do 9,9%, drugi najwyższy poziom w historii poza 2019 r., ta kategoria zawiera w sobie paliwa). O 0,3 pp wzrosły wagi „użytkowania mieszkania lub domu i nośników energii” oraz „restauracji i hoteli” (do odpowiednio 19,6% i 5,1%). Największe spadki wag dotyczyły „napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych” (o 0,6 pp, do 5,8%, najniżej od ponad dekady) oraz „łączności” i „wyposażenia mieszkania i prowadzenia gospodarstwa domowego” (po 0,4pp, do odpowiednio 4,5% i 5,3%). Wydatki na zdrowie osiągnęły największy udział w koszyku w historii (od 1999 r.) a wydatki na edukację od 2008 r.

W opublikowanym opisie procesu rewizji wag GUS zaznaczył, że „shrinkflacja” (zjawisko zmniejszania opakowań produktów w celu ukrycia wzrostu ceny jednostkowej) nie wpłynęło na rewizję styczniowego odczytu, bo jest na bieżąco uwzględniane w wyliczaniu inflacji. GUS zwrócił też uwagę na problemy metodologiczne wokół cen objętych działaniami ostonowymi (jak prąd czy węgiel).

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