

Komentarz ekonomiczny

Inflacja weszła w pasmo wokół celu

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

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

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

Inflacja CPI spadła w lutym do 2,8% r/r, najniższej od listopada 2019 r., z poziomu 3,7% r/r w styczniu (po rewizji w dół z 3,9%). Wynik ponownie okazał się niższy od konsensusu rynkowego 3,2% i naszej prognozy 3,1% r/r. Wygląda na to, że efekt zmiany wag w koszyku CPI obniżył stopę inflacji o 0,1-0,2pp na początku roku. Nasz szacunek inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii na luty wynosi 5,4-5,5% r/r i 0,4-0,5% m/m - co pokazuje, że rozpęd cen w komponentach bazowych (głównie usługach) jest nadal wysoki i niespójny z celem inflacyjnym. W marcu inflacja CPI może spaść do 2,3% r/r. Naszym zdaniem niespodzianka niskiej lutowej inflacji, wynikająca głównie z cen żywności i efektu zmiany wag, powinna być zignorowana przez RPP, która skupia się teraz przede wszystkim na ryzykach inflacyjnych w średnim terminie.

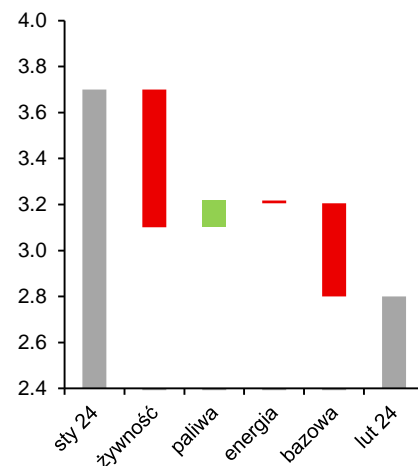
Inflacja CPI spadła w lutym do 2,8% r/r, najniższej od listopada 2019 r., z poziomu 3,7% r/r w styczniu (po rewizji w dół z 3,9%). Wynik ponownie okazał się niższy od konsensusu rynkowego 3,2% i naszej prognozy 3,1% r/r. Wygląda na to, że efekt zmiany wag w koszyku CPI obniżył stopę inflacji o 0,1-0,2pp na początku roku. Ceny detaliczne wzrosły w lutym o 0,3% m/m, podczas gdy my spodziewaliśmy się wzrostu o 0,4% m/m. Głównymi źródłami zaskoczenia w dół w tym zakresie były ceny alkoholu i tytoniu (które wzrosły o 0,5% m/m, podczas gdy my obstawialiśmy znacznie większy wzrost w opóźnionej reakcji na podwyżkę akcyzy na początku roku; nadal zakładamy, że ten wzrost nastąpi, ale najprawdopodobniej dopiero w marcu), ceny żywności (-0,4% m/m), koszty wyposażenia i utrzymania mieszkania (-0,3% m/m). Jednocześnie większość bazowych komponentów inflacji zaskoczyła na plus w porównaniu do naszych założeń, głównie w usługach (rekreacja, komunikacja, opieka zdrowotna, inne). Ceny usług ogółem wzrosły o 1,0% m/m zarówno w styczniu, jak i w lutym, podczas gdy ceny towarów zwiększyły się o 0,2% m/m w styczniu i 0,1% w lutym.

Do spadku rocznej stopy inflacji przyczynił się efekt wysokiej bazy w cenach żywności – w pierwszych miesiącach 2023 r. rosty nietypowo silnie, po ok. 2% na miesiąc. Na ten efekt nałożyła się zapewne wojna cenowa między sieciami handlowymi, oceniając po tym jak wiele kategorii produktów spożywczych odnotowało obniżki. Ceny żywności i napojów bezalkoholowych łącznie spadły o 0,4% m/m, co jest wyjątkowo niskim wynikiem jak na luty, przy medianowej zmianie m/m z ostatnich lat rządu +0,4%. Szczególnie duże spadki wystąpiły w przypadku cukru (-6,4% m/m), ryżu (-3,8% m/m), mięsa (-0,8% m/m, w tym wieprzowina -3,0% m/m). Taniaty też jaja (-1,9% m/m), oleje i tłuszcze (-1,1% m/m) oraz owoce i warzywa (-1,0% m/m i -1,5% m/m, to odczyty wyraźnie poniżej wzorca sezonowego). Z kolei nietypowo duży wzrost wystąpił w sokach owocowych (1,7% m/m). Powrót 5-procentowej stawki VAT na żywność w kwietniu zaburzy tendencję spadkową w inflacji cen żywności i spowoduje, że wg nas średni wzrost cen w tej kategorii wyniesie w br. ok. 3%.

Ceny nośników energii spadły w lutym o 0,1% m/m, w tym opał potaniał o 1,7% m/m (o tyle samo co w styczniu) a ciepło systemowe podrożało o 0,9% m/m (wobec +1,0% w styczniu). W skali roku oznacza to spadek cen nośników energii o 2,3%. Wciąż nie ma rozstrzygnięcia rządowego co do cen energii w drugim półroczu. Zgodnie z sygnałami płynącymi z rządu przyjęliśmy, że w przypadku cen prądu i gazu dojdzie do wzrostu rachunków rządu 15%. Ceny paliw wzrosły w lutym o 3,2% m/m, nieco bardziej niż zakładaliśmy.

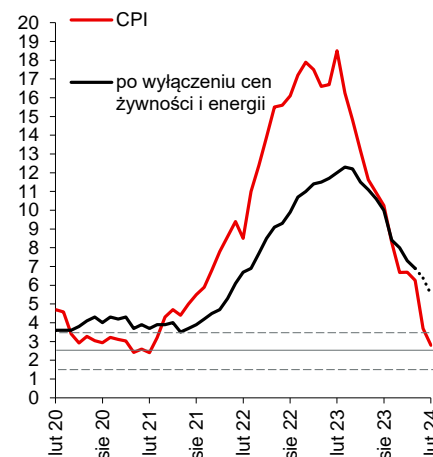
Ceny alkoholu i tytoniu wzrosły o 0,5% m/m, po wzroście o 0,6% w styczniu co oznacza, że również w lutym nie doszedł jeszcze do głosu efekt podwyżki akcyzy na te towary. Od marca sprzedawane mogą być już tylko towary obłożone nowymi stawkami więc spodziewamy się odbicia w tej kategorii rządu blisko 1,5% m/m.

Dekompozycja zmiany rocznej stopy inflacji CPI, % r/r



Źródło: GUS, Santander

CPI i inflacja bazowa, % 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
Cezary Chrapek, CFA 887 842 480
Marcin Luźniński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

Dość niski był na początku roku wzrost stawek najmu mieszkań (0,5% m/m w styczniu, 0,2% w lutym), zwłaszcza, że istotnie wzrosły w tym czasie koszty usług komunalnych (dostawa wody +2,9% m/m w styczniu, +0,7% w lutym, podobne wzrosty dotyczyły usług kanalizacyjnych). Dobra trwałość użytku, jak meble, AGD, sprzęt AV/IT odnotowały stosunkowo niską dynamikę cen (odpowiednio -1,9% m/m, -0,2% m/m, -2,1% m/m). Z kolei dość duży wzrost, tak w styczniu (2,2%) jak i w lutym (1,8% m/m) wystąpił w rekreacji i kulturze za sprawą cen usług turystycznych, nadal rosną też ceny w restauracjach i hotelach (po 0,8% m/m w styczniu i lutym). Taki układ danych podpowiada, że konsumenci generalnie stają się bardziej zainteresowani zdobywaniem doświadczeń (np. przez korzystanie z usług rekreacyjnych) w miejsce gromadzenia dóbr trwałego użytku.

Nasz szacunek inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii na luty wynosi 5,4-5,5% r/r i 0,4-0,5% m/m - co pokazuje, że rozpęd cen w komponentach bazowych (głównie usługach) jest nadal wysoki i niespójny z celem inflacyjnym.

Niższy niż oczekiwano poziom CPI w pierwszych miesiącach roku oznacza jednak, że najniższy punkt tegorocznej trajektorii inflacji w marcu będzie również niższy niż do tej pory zakładaliśmy. Obecnie szacujemy marcowy CPI na 2,3% r/r (wobec wcześniejszych szacunków ok. 2,5%).

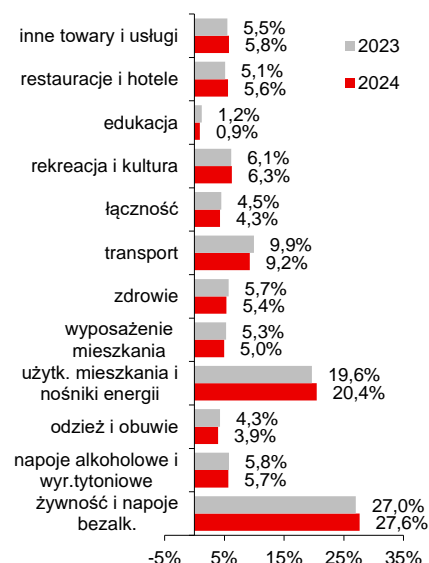
Wpływ rewizji wag na zachowanie CPI w dalszej części roku jest w tym momencie nie do końca jasny (więcej będziemy mogli powiedzieć po uzyskaniu z GUS dokładniejszych danych przeliczonych wg nowego koszyka wag), ale oceniamy, że zmiana wag podniesie nieco roczną stopę inflacji w II półroczu (o 0,1-0,2 pp).

Wyraźnie niższe od prognoz dane o inflacji skłoniły rynek do ponownego zwiększenia oczekiwań na poluzowanie polityki pieniężnej jeszcze w tym roku, ale naszym zdaniem niespodzianka, wynikająca głównie z cen żywności i efektu zmiany wag, powinna być zignorowana przez RPP, która skupia się teraz przede wszystkim na ryzykach inflacyjnych w średnim terminie.

Zmiany wag

Rewizja koszyka CPI spowodowała wzrost wagi kategorii „użytkowanie mieszkania i nośniki energii” o 0,80 pkt proc. do 20,4% (stanowi to najmocniejszy wzrost od 2014 r., w którym waga tej kategorii wzrosła o 0,86 pkt proc. do swojego historycznego maksimum 21,7%), kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” o 0,62 pkt proc. do 27,63%, a także kategorii „restauracje i hotele” i „rekreacja i kultura” o odpowiednio 0,49 pkt proc. (do 5,60%) i 0,12 pkt proc. (do 6,26%). Zwiększona została również waga kategorii „inne towary i usługi”, o 0,29 pkt proc. do 5,77%. Wagi pozostałych kategorii zostały obniżone. Najmocniejsza redukcja dotyczyła zawierającej paliwa kategorii „transport”, której waga została obniżona o 0,68 pkt proc. do 9,24% (mocniejszy spadek odnotowano jedynie w 2021 r.). Poza tym, spadki o 0,35 pkt proc. dotknęły kategorii „odzież i obuwie” (do 3,92%) i „zdrowie” (do 5,36%), o około 0,3 pkt proc. kategorii „wyposażenie mieszkania” (do 4,95%) i „edukacja” (do 0,91%), a także o 0,21 pkt proc. i 0,09 pkt proc. odpowiednio kategorii „łączność” (do 4,27%) i „napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe” (do 5,66%).

Wagi w koszyku inflacyjnym



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