

Komentarz ekonomiczny

Inflacja osiągnęła dołek, ale RPP patrzy na bazową

Cezary Chrapek, CFA, tel. 887 842 480, cezary.chrapek@santander.pl

Według wstępnych danych GUS inflacja CPI spadła w marcu do 1,9% (0,2% m/m) z 2,8% w lutym, poniżej naszej prognozy (2,1% r/r) i konsensusu rynkowego (2,2-2,3%), osiągając najniższy poziom od II kw. 2019 r. Znaczny spadek inflacji to efekt m.in. spadku cen żywności o 0,2 % m/m, ale za niespodziankę odpowiadała głównie inflacja bazowa. Nasz szacunek wskazuje na spadek inflacji bazowej do 4,6% r/r (wobec 4,7% oczekiwanych poprzednio) z 5,4% w lutym przy wciąż wysokiej miesięcznej dynamice. Sądzymy, że inflacja osiągnęła w marcu dołek i w kolejnych miesiącach będzie stopniowo rosnąć. Duży wpływ na ścieżkę CPI będzie miała decyzja administracyjna w sprawie cen energii elektrycznej, która ma zostać wkrótce podjęta. W przypadku scenariusza częściowego odmrożenia cen (zakładamy ok. 15% dla cen gazu i prądu w lipcu) inflacja może wzrosnąć do ok. 5% r/r na koniec roku (4,8% średnio w II poł. roku). Ta prognoza może się jeszcze zmienić kiedy poznamy w szczegółach rozwiązanie proponowane przez rząd. Dla RPP istotniejsza będzie ścieżka inflacji bazowej, która może pozostać w przedziale 4-5% do końca 2025 r. To, przy ożywieniu gospodarczym, da naszym zdaniem argument RPP do utrzymania stóp na niezmiennym poziomie do III kw. 2025 r.

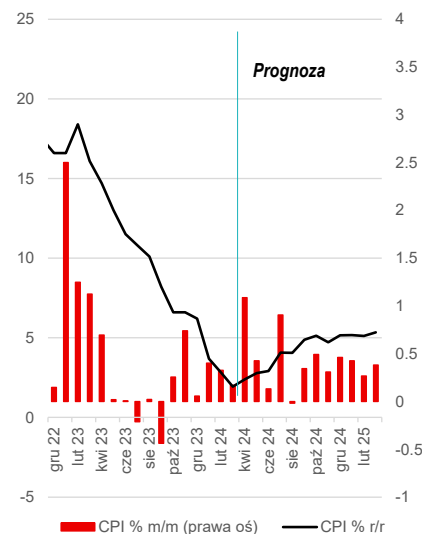
Według wstępnych danych GUS Inflacja CPI spadła w marcu do 1,9% z 2,8% w lutym, poniżej naszej prognozy (2,1% r/r) i konsensusu rynkowego (2,2-2,3%). Inflacja spadła poniżej celu po raz pierwszy od maja 2019 r. Na tak znaczny spadek wpływ miał przede wszystkim dalszy spadek cen żywności o 0,2% m/m, blisko naszego szacunku (-0,3% m/m), co przełożyło się na wyhamowanie rocznego tempa wzrostu tej kategorii do 0,2% r/r z 2,7%. Niska dynamika cen żywności w ostatnich miesiącach to częściowo efekt spadków cen na rynkach światowych, ale także wojny cenowej między dyskontami, która według szacunków NBP z ostatniej projekcji mogła odjąć ok. 0,1-0,2 pkt proc z dynamiki CPI w ostatnich miesiącach. Ceny nośników energii spadły o 0,4% m/m, wobec zakładanej przez nas stabilizacji, a ceny paliw wzrosły o 0,1% m/m wobec zakładanego przez nas spadku o 0,1%.

Biorąc pod uwagę wstępne dane GUS nasz szacunek inflacji bazowej za marzec obniżył się do 4,6% r/r z 4,7% r/r wobec 5,4% w lutym. To oznaczałoby inflację netto w ujęciu miesięcznym na poziomie 0,5% m/m (0,7% zakładane poprzednio) po 0,4% i 0,5% odpowiednio w styczniu i lutym i stabilizację momentum zaannualizowanej inflacji bazowej 3m/3m w okolicy 3,5%, podobnie jak na Węgrzech i powyżej 1% dla Czech.

Sądzymy, że w marcu inflacja CPI osiągnęła dołek i w kolejnych miesiącach będzie stopniowo rosnąć. Zakładamy obecnie wzrost inflacji w kwietniu do 2,4% r/r w dużej mierze za sprawą podwyższenia stawki VAT na żywność ponownie do 5%. W związku z deklaracjami z dużych sieci handlowych o tym, że podwyższenie stawki VAT przez jakiś czas nie przełoży się na ceny oferowanych przez nie produktów spożywczych, zakładamy mniejszy wzrost cen żywności w kwietniu niż wynikałoby bezpośrednio z przełożenia wyższych stawek VAT (ok. 2% m/m zamiast ok. 3% m/m). Oceniamy jednak, że z biegiem czasu podwyżka podatku niemal w pełni zostanie odzwierciedlona w detalicznych cenach produktów w związku z tym, że marże w branży spożywczej są stosunkowo niskie. Założyliśmy więc niewielki dalszy wzrost cen żywności z tytułu podwyżki VAT w kolejnych miesiącach.

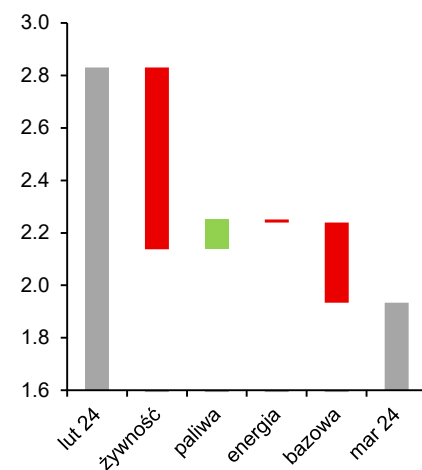
Decyzja administracyjna w sprawie cen energii elektrycznej, gazu i ogrzewania będzie kluczowa dla ścieżki CPI w II połowie roku. Minister klimatu i środowiska P. Hennig-Kloska zapowiedziała, że pakiet ustaw związany z cenami energii trafi pod obrady rządu po Wielkanocy. Zapowiedziała też, że ministerstwo proponuje nowe naliczenie taryf, dla których widzi przestrzeń do obniżki. Niemniej odmrożenie cen energii elektrycznej i obniżenie taryfy i tak może oznaczać wzrost cen energii dla gospodarstw domowych, a zapowiadany bon energetyczny dla najuboższych najprawdopodobniej nie będzie ujęty przez GUS w szacunkach inflacji. O szczegółach będziemy mogli jednak mówić z większym przekonaniem dopiero po opublikowaniu propozycji rządu. Nasz obecny bazowy scenariusz zakłada częściowe odmrożenie cen energii w lipcu, które przełoży się na wzrost cen dla

Inflacja w Polsce



Źródło: GUS, Santander

Wpływ głównych składników na zmianę inflacji CPI w Polsce, %r/r



Departament Analiz Ekonomicznych:

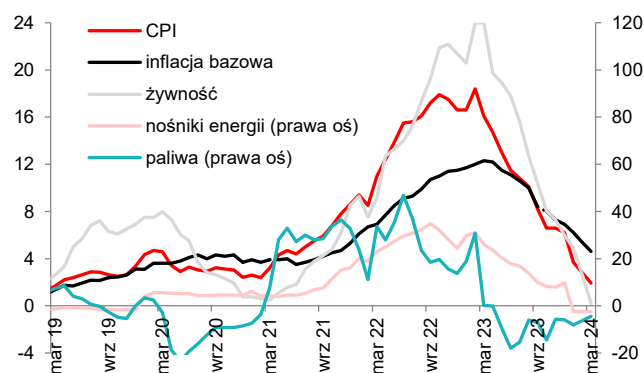
al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
 email: ekonomia@santander.pl
 www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
 Piotr Bielski 691 393 119
 Bartosz Białas 517 881 807
 Cezary Chrapek, CFA 887 842 480
 Marcin Łuziński 510 027 662
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

energii elektrycznej i gazu w CPI o ok. 15% i spowoduje odbicie inflacji do ok 5% r/r na koniec roku (4,8% średnio w II półroczu).

Z perspektywy RPP kluczowa obecnie wydaje się inflacja bazowa, która naszym zdaniem pozostanie wysoka w okolicy 4-5% r/r do końca 2025 r. Wobec tego dzisiejsze dane nie zmieniają naszego scenariusza bazowego, który zakłada, że Rada Polityki Pieniężnej utrzyma względnie jastrzębi ton przez dłuższy czas, a stopy procentowe zostaną obniżone dopiero w okolicy połowy przyszłego roku (zakładamy III kwartał).

W pierwszej reakcji rynku na dane stawki FRA spadły o kilka punktów bazowych i oczekujemy, że ten ruch może być kontynuowany w krótkim terminie. Niemniej jednak na głębszy spadek FRA i krótkoterminowych swap najprawdopodobniej trzeba będzie poczekać, a krzywa swap zacznie się trwale wystramiać bliżej przełomu roku wraz ze zbliżaniem się pierwszej obniżki stóp.

Inflacja CPI i główne składniki, %/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 którymkolwiek 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 którymkolwiek 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