

Komentarz ekonomiczny

Inflacja wzrosła z nieco wyższego dotka

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

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

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

GUS zrewidował w górę odczyt inflacji za marzec do 2,0% r/r z 1,9% r/r wobec 2,8% w lutym. Rewizja wynikała m.in. z nieco mniejszego spadku cen żywności (-0,1% m/m wobec -0,2% m/m poprzednio). Nasza prognoza inflacji bazowej nie zmieniła się od publikacji wstępnego szacunku CPI i nadal oczekujemy jej spadku do 4,6% r/r z 5,4% r/r w lutym.

Inflacja CPI znalazła się poniżej celu inflacyjnego po raz pierwszy od II kw. 2019 i naszym zdaniem w marcu wyznaczyła lokalne minimum. Spadek CPI w porównaniu do lutego wynikał głównie ze spadku inflacji towarów do 0,4% r/r z 1,4% r/r, podczas gdy wciąż podwyższona inflacja w usługach spadła do 6,6% r/r z 7% r/r.

Spodziewamy się stopniowego wzrostu inflacji CPI do 5,2% w grudniu (zakładamy wzrost cen gazu i energii elektrycznej o ok. 15% w lipcu), a potem stopniowego spadku w 2025 r. Jednocześnie jednak naszym zdaniem inflacja bazowa pozostanie na podwyższonym poziomie, w przedziale 4-5% do końca 2025 r., do czego w istotnym stopniu przyczyni się napięta sytuacja rynku pracy. Naszym zdaniem wysoka inflacja bazowa będzie głównym argumentem dla RPP do utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie do ok. połowy przyszłego roku.

GUS zrewidował w górę odczyt inflacji za marzec do 2,0% r/r z 1,9% r/r wobec 2,8% r/r w lutym. Rewizja wynikała m.in. z nieco mniejszego spadku cen żywności (-0,1% m/m wobec -0,2% m/m poprzednio). Inflacja CPI znalazła się poniżej celu inflacyjnego po raz pierwszy od II kw. 2019 i naszym zdaniem w marcu wyznaczyła lokalne minimum. Spadek CPI w porównaniu do lutego wynikał głównie ze spadku inflacji towarów do 0,4% r/r z 1,4% r/r, podczas gdy wciąż podwyższona inflacja w usługach spadła do 6,6% r/r z 7% r/r. Bardziej szczegółowe rozbięcie wskazuje, że roczna dynamika CPI obniżyła się głównie ze względu na zachowanie kategorii żywność oraz inflacji bazowej, przy lekko dodatnim wpływie cen paliw i energii.

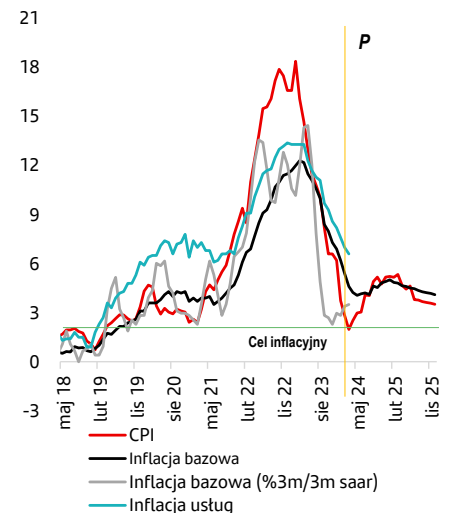
Dotek w inflacji żywności już za nami, na horyzoncie podwyżka VAT

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły w marcu o 0,3% r/r (-0,1% m/m) wobec 2,7% r/r w lutym. Roczna i miesięczna dynamika cen okazały się o 0,1 pkt. proc. wyższe niż we wstępnym odczycie. Szybki spadek inflacji żywności to zastęga zarówno nietypowo silnych wzrostów cen w tej kategorii w I kw. ub.r. (zmiany miesięczne odstawały wtedy od wzorca sezonowego o średnio 0,9 pkt. proc.) jak i nietypowo niskiego przebiegu ich dynamiki w I kw. br. (średnio 1,0 pkt. proc. poniżej wzorca). W samym marcu szczególnie duże spadki cen wystąpiły w przypadku cukru (-2,0% m/m), owoców i warzyw (odpowiednio -1,2% i -0,8%, w miejsce normalnie występujących w tych produktach w marcu wzrostów o odpowiednio 1,4% i 0,9%), a także olejów i tłuszczów (-1,1%), mleka (-0,7% m/m), ryżu i mąki (po -0,6%). Istotne wzrosty cen dotyczyły soków owocowych i warzywnych (1,2% m/m), herbaty (1,3%), mięsa drobiowego (1,2%) oraz makaronów (0,9%).

Szybszy pod prognoz spadek inflacji żywności to według nas efekt wcześniejszych spadków na rynkach światowych oraz utrzymującej się nasilonej konkurencji cenowej między dużymi sieciami marketów, która mogła wymuszać też dostosowania cen w dół przez resztę rynku. Według szacunków NBP z ostatniej projekcji wojna cenowa dyskontów mogła odjąć ok. 0,1-0,2 pkt. proc. z dynamiki CPI w ostatnich miesiącach.

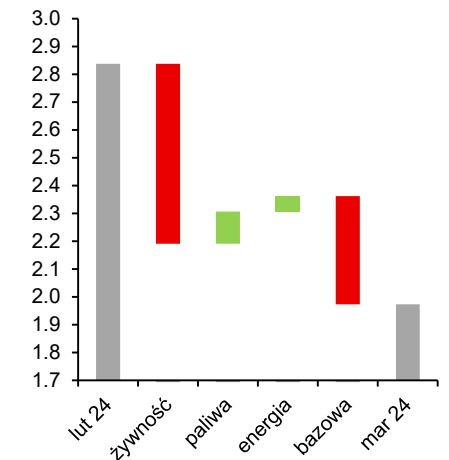
Powrót 5% stawki VAT na żywność wg nas przełoży się na wymierny wzrost cen w tej kategorii mimo zapowiedzi utrzymania stałych cen przez niektóre sieci handlowe. Wg naszych szacunków żywność zdrożeje w kwietniu o ok. 2% m/m z ryzykiem w górę. Zakładamy, że niektóre sieci handlowe faktycznie przez jakiś czas zaabsorbują podwyżkę VAT kosztem swojej marży. Niski poziom rentowności w handlu detalicznym nie pozwoli

Inflacja w Polsce



Źródło: GUS, Santander

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



Źródło: GUS, Santander

z

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 Biały 517 881 807

Cezary Chrapek, CFA 887 842 480

Marcin Luziński 510 027 662

Grzegorz Ogonek 609 224 857

jednak na długie trwanie takiego rozwiązania. W związku z tym zakładamy, że efekt normalizacji VAT na ceny będzie rozłożony w czasie. Łączny wpływ zmiany VAT na ścieżkę inflacji w kolejnych miesiącach zakładamy na poziomie +0,8 pkt proc.

Inflacja wzrośnie pod wpływem decyzji administracyjnych odnośnie do cen energii

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 ma zostać zaprezentowany do końca kwietnia i będzie obejmował II połowę 2024 r. i I połowę 2025 r. Według ministerstwa ceny energii mają zostać odmrożone, a taryfy mają zostać obniżone. Jednocześnie miałby zostać wprowadzony bon energetyczny, który ma przystugiwać około 3,5 mln gospodarstw domowych i będzie wynosił 300-600 zł.

Nie wiemy jeszcze, jak dokładnie ma wyglądać bon energetyczny. Gdyby okazał się być płatnością bezpośrednią dla gospodarstw domowych, to naszym zdaniem nie będzie miał bezpośredniego wpływu na inflację, choć może ujawnić się pośrednio przez efekt popytowy (transfer do gospodarstw domowych ok. 1,5 mld zł, nieco poniżej 0,1% konsumpcji prywatnej i PKB). Wciąż nie jest też znana skala redukcji taryf na energię elektryczną i gaz. Przy pełnym odmrożeniu cen energii elektrycznej i gazu ich ceny wzrosłyby o odpowiednio ok. 65% i 45%. Do czasu publikacji szczegółów ustaw w naszych szacunkach zakładamy średni wzrost rachunku za energię elektryczną i gaz o ok. 15%. W takim scenariuszu inflacja w naszej prognozie rośnie do ok. i 5,2% r/r na koniec roku (4,8% średnio w II półroczu).

Ceny paliw były w marcu z grubsza stabilne i wzrosły o 0,1% m/m, a w porównaniu rocznym były o 4,5% r/r niższe niż w marcu 2023 r. Szacujemy, że w kwietniu ceny paliw wzrosną, przede wszystkim ze względu na wzrost cen ropy na rynkach światowych, choć swoje dołoży może też ostatnie umocnienie dolara.

Inflacja bazowa obniża się, ale dynamika cen pozostaje podwyższona.

Szacujemy, że inflacja bazowa spadła do 4,6% r/r z 5,4% r/r w lutym po wzroście cen o ok. 0,5% m/m – podobnie, jak w poprzednich miesiącach. Dynamika cen w kategoriach bazowych utrzymuje się na podwyższonym poziomie i według naszych szacunków, w ujęciu odsezonowanym i zannualizowanym wskazuje na wzrost powyżej 4% r/r, a zatem wyraźnie więcej, niż cel inflacyjny. Uważamy, że wysoki nominalny wzrost płac w tym roku, a co za tym idzie, także jednostkowych kosztów pracy, będzie wspierał utrzymanie inflacji bazowej na podwyższonym poziomie. Efekt bazy statystycznej będzie jeszcze ściągał inflację bazową w dół w okolice 4% w najbliższych miesiącach, ale w drugiej połowie roku spodziewamy się lekkiego wzrostu tej miary w kierunku 5%.

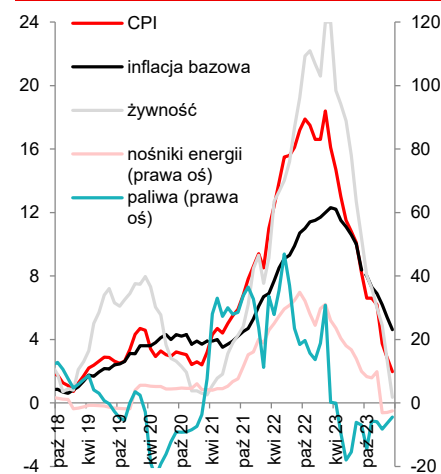
W większości kategorii wchodzących w skład inflacji bazowej utrzymuje się dynamika podobna do obserwowanej w poprzednich miesiącach – ceny odzieży i obuwi wzrosły o 3,3% m/m, zdrowia o 0,3% m/m, edukacji o 0,2% m/m, restauracji i hoteli o 0,7% m/m, innych towarów i usług o 0,5% m/m. W użytkowaniu oraz wyposażeniu mieszkania ceny były bez zmian. W górę wyróżniła się łączność, gdzie ceny wzrosły o 0,9% m/m (usługi telekomunikacyjne drożały o 1,0% m/m). W dół natomiast odchyliły się ceny w rekreacji i kulturze – spadły o 0,7% m/m, głównie ze względu na tańszy sprzęt audiowizualny, fotograficzny i informatyczny (-1,3% m/m) oraz turystykę zorganizowaną (-4,0% m/m).

Dzisiejsze dane bez wpływu na perspektywy polityki pieniężnej

Z perspektywy RPP kluczowa obecnie wydaje się inflacja bazowa, która naszym zdaniem pozostanie wysoka do końca 2025 r. Na powolny proces zbijania inflacji do celu wskazuje też wciąż podwyższona inflacja usług. Wobec tego dzisiejsze dane nie zmieniają naszego scenariusza bazowego, który zakłada, że Rada Polityki Pieniężnej utrzyma względnie neutralny ton przez dłuższy czas, a stopy procentowe zostaną obniżone dopiero w okolicy połowy przyszłego roku (zakładamy pierwszą obniżkę stóp na początku III kwartalu).

Stawki FRA nieznacznie rosną jeszcze przed publikacją danych o inflacji, głównie w reakcji na ruch na rynkach bazowych. Podobna sytuacja miała miejsce na rynku swap. W krótkim terminie widzimy przestrzeń do lekkiego obniżenia stawek FRA i swap, ale w perspektywie kolejnych miesięcy wzrost inflacji i utrzymanie wysokiej inflacji bazowej wraz z ożywieniem PKB będzie sprzycać utrzymaniu FRA i 1-2 letnich stawek swap na podwyższonym poziomie. Zakładamy takie zachowanie rynku zakładającego realizację naszego scenariusza o braku zmian stóp do ok.

Inflacja CPI i główne składniki, %/r



Źródło: GUS, Santander

połowy przyszłego roku. Podtrzymujemy zdanie, że dłuższy trend stromienia krzywej swap rozpocznie się bliżej przelotu roku wraz ze zbliżaniem się pierwszej obniżki stóp.

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