

Komentarz ekonomiczny

Inflacja stopniowo pnie się w górę

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

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

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

GUS potwierdził wzrost inflacji we wrześniu do 4,9% r/r (0,1% m/m) z 4,3% r/r w sierpniu, co wynikało głównie ze wzrostu inflacji bazowej z 3,7% r/r do szacowanych przez nas 4,3% r/r. Ten ruch z kolei był głównie konsekwencją wzrostu inflacji usług, która wzrosła do 6,8% r/r z 6,2% (gdzie utrzymywała się od kwietnia do sierpnia), podczas gdy wzrost inflacji towarów do 4,2% r/r z 3,6% był w dużej mierze napędzany przez żywność (0,2% m/m) i energię (-3,4% m/m). Do wzrostu inflacji bazowej przyczyniła się m.in. niska baza statystyczna - we wrześniu 2023 r. nastąpiło rozszerzenie uprawnień do bezpłatnych leków i ofert specjalnych w serwisach streamingowych, ale też podwyżki wielu kategorii w tym roku. Spodziewamy się, że następny odczyt CPI przekroczy granicę 5% r/r, a w grudniu może wynieść 5,2% r/r. Naszym zdaniem szczyt inflacji przypadnie na marzec 2025 r. na poziomie poniżej 6% r/r, a do końca przyszłego roku inflacja powinna spaść poniżej 4% r/r. Dzisiejsze dane mogą mieć ograniczony wpływ na podejście RPP, choć wzrostowy trend inflacji zapewni brak zmian stóp przynajmniej do marca przyszłego roku. W bazowym scenariuszu zakładamy wciąż pierwszą obniżkę stóp w lipcu przyszłego roku, ale po ostatnich wypowiedziach członków RPP sądzimy, że ryzyko ruchu w II kw. wzrosło.

GUS potwierdził wzrost inflacji we wrześniu do 4,9% r/r (0,1% m/m) z 4,3% r/r w sierpniu, co wynikało głównie ze wzrostu inflacji bazowej, ale też wyższej rocznej dynamiki cen żywności i nośników energii.

Wzrost cen żywności kolejny miesiąc powyżej sezonowego wzorca

Inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych dotarła we wrześniu do 4,7% r/r z 4,1% r/r w sierpniu, narastając nieprzerwanie od maja z poziomu 1,6% r/r. Miesięczny wzrost cen we wrześniu o 0,2% to już szósty odczyt z rzędu z odchyleniem w górę od zwykłego wzorca sezonowego w tej kategorii, ustalonego na podstawie wieloletnich median dla poszczególnych miesięcy.

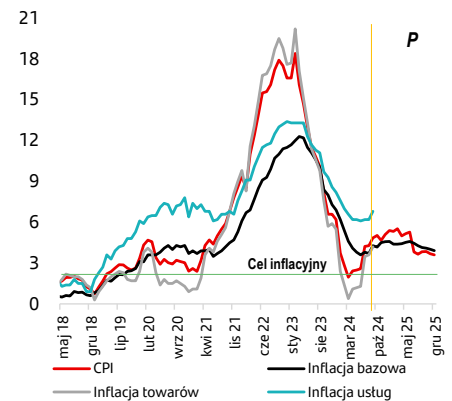
Nietypowo silne wzrosty cen wystąpiły w przypadku olejów i tłuszczów (2,4% m/m, w tym masło 4,7% m/m) oraz owoców (1,1% m/m, przypisujemy to suszy) i mąki (0,6% m/m). Z kolei największe spadki cen dotyczyły mięsa wieprzowego (-1,0% m/m), ryb oraz pieczywa (po -0,6% m/m). Dziesiąty miesiąc z rzędu taniał cukier, tym razem aż o 4,0% m/m. Dużo mniejsze straty suszowe w przypadku warzyw niż owoców mogły stać za uspokojeniem cen tych pierwszych (-0,2% m/m). W skali roku warzywa były droższe o 5,7% a owoce o 8,5%.

Zakładamy, że roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych będzie się dalej podnosić i już wkrótce dotrze do 5% a w I poł 2025 r. z uwagi na efekt suszy może się znaleźć w okolicy 6-7%.

Trochę droższe ciepło, duże spadki cen paliw

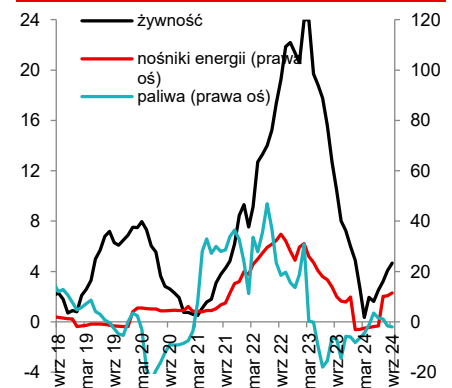
Ceny energii wzrosły we wrześniu o 0,2% m/m, głównie ze względu na lekkie podwyżki cen energii cieplnej. Zakładamy, że ciepło będzie dalej drożało w najbliższych miesiącach ze względu na korektę taryf po ich odmrożeniu w lipcu. Nie będzie to jednak wzrost dynamiczny, gdyż ceny węgla używanego w ciepłownictwie obniżyły się. W ujęciu rocznym ceny energii wzrosły o 11,4% r/r wobec 10,4% r/r, co jest związane z efektem bazy września 2023 r., kiedy zwiększono limit obowiązywania obniżonej ceny elektryczności. Ceny paliw spadły we wrześniu o 3,4% m/m i prawdopodobnie w październiku również spadną w ujęciu miesięcznym, choć w drugiej połowie miesiąca mogą pojawić się tendencje wzrostowe związane z podwyżkami cen ropy naftowej na globalnych rynkach oraz osłabieniem złotego.

Wskaźniki inflacji, % r/r



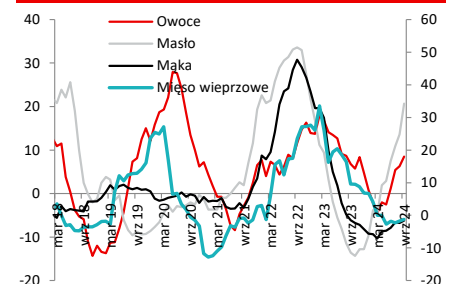
Źródło: GUS, NBP, Santander

Wskaźniki inflacji, % r/r



Źródło: GUS, NBP, Santander

Wybrane komponenty inflacji, % 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 Biały 517 881 807

Cezary Chrapek, CFA 887 842 480

Marcin Luziński 510 027 662

Grzegorz Ogonek 609 224 857

Inflacja bazowa w górę

Według naszych szacunków inflacja bazowa wzrosła we wrześniu do 4,3% r/r z 3,7% r/r w sierpniu. Szczegółowe dane o CPI sugerują miesięczny wzrost inflacji bazowej o ok. 0,5% m/m z 0,3% w sierpniu i średni wzrost miesięczny od początku roku na poziomie 0,4%. W dużej mierze za wzrost inflacji bazowej odpowiadał wzrost inflacji usług do 6,8% z 6,2%, wobec tego, że wzrost inflacji towarów do 4,2% r/r z 3,6% był w dużej mierze napędzany przez żywność i energię.

Największy wzrost inflacji w usługach odnotowano w telekomunikacji (3,1% r/r i 1,1% m/m - duży wzrost cen niektórych usług streamingowych online, które notowały spadki rok wcześniej), a także w transporcie i turystyce, które odnotowały mniejsze sezonowe spadki niż rok temu (odpowiednio -0,1% r/r i -7,1% m/m oraz 13,6% r/r i -3,2% m/m). Rosty także opłaty za wywóz śmieci (1,7% r/r i 1,2% m/m) i zaopatrzenie w wodę. Zostały one tylko częściowo skompensowane przez spadki inflacji w ubezpieczeniach (6,3% r/r i -1,4% m/m) i usługach finansowych o mniejszych wagach w koszyku CPI. Spory wzrost cen odnotowano w edukacji o 4,5% m/m, ale nieco mniejszy niż przed rokiem, co również prowadziło do hamowania rocznej dynamiki cen.

W przypadku dóbr bazowych pogłębiła się ujemna dynamika cen odzieży (-3,2% r/r), samochodów (-6,7% r/r), sprzętu telekomunikacyjnego (-13,7% r/r) oraz sprzętu audiowizualnego i fotograficznego -9% r/r), co może być związane z dalszą normalizacją marż producentów, ale też relatywnie mocnym złotym. Nastąpiło również spowolnienie dodatniej rocznej dynamiki cen mebli i sprzętu terapeutycznego. Wzrost inflacji produktów farmaceutycznych wynikał z efektu niskiej bazy związanego ze znaczną obniżką cen w analogicznym okresie przed rokiem.

Zaannualizowana inflacja bazowa 3m/3m wzrosła nieznacznie do 4,8% r/r wobec średniego poziomu w poprzednich czterech miesiącach na poziomie ok. 4,5%.

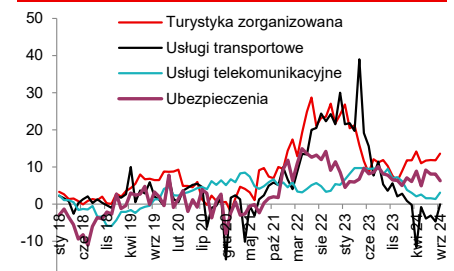
Biorąc pod uwagę silny wzrost płac realnych i konsumpcji prywatnej, zakładamy utrzymanie relatywnie wysokiej inflacji bazowej w kolejnych miesiącach. Nasza prognoza zakłada utrzymanie się inflacji bazowej w przedziale 3,6%-4,6% do końca 2025 r. przy miesięcznej dynamice cen na średnim poziomie ok. 0,35% m/m.

Szczyt inflacji wciąż przed nami, scenariusz na RPP bez zmian

Szacujemy, że październikowy odczyt inflacji będzie już przekraczać 5% r/r a w grudniu wyniesie ona 5,2% r/r. Szczyt w obecnej fali nasilania się inflacji wypadnie w marcu 2025 r. i nie powinien przekraczać 6% r/r (przy założeniu braku istotnych zmian cen energii z nowym rokiem). Na koniec przyszłego roku inflacja CPI może wg naszej prognozy być poniżej 4% r/r.

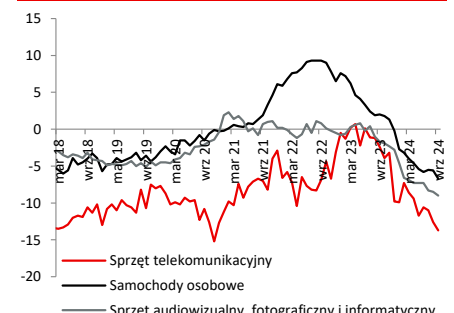
W bazowym scenariuszu zakładamy wciąż pierwszą obniżkę stóp w lipcu przyszłego roku, ale po ostatnich wypowiedziach członków RPP sądzimy, że ryzyko ruchu w II kw. wzrosło. Wrześniowe dane o inflacji mogą mieć ograniczony wpływ na podejście Rady Polityki Pieniężnej. Średnia inflacja za III kw., 4,5% r/r, okazała się 0,1 pkt. proc. wyższa niż zapisy lipcowej projekcji NBP a inflacja bazowa mogła być 0,1-0,2pp wyższa, a kolejne miesięczne odczyty inflacji bazowej przekraczające 4% mogą prowadzić do ostrożniejszej komunikacji nt. obniżek stóp w przyszłym roku i potencjału do ich szybkiej redukcji. Główne ryzyko dla naszego scenariusza i materializacji nieco szybszych redukcji stóp upatrujemy głównie w opóźnieniu ożywienia gospodarczego u głównych partnerów handlowych (kontynuacja słabości niemieckiej gospodarki) i znacznym umocnieniu złotego w przypadku rozszerzenia dysparytetu stóp procentowych przy dostrzegalnym już wzroście realnych stóp ex-ante.

Wybrane komponenty inflacji, % r/r



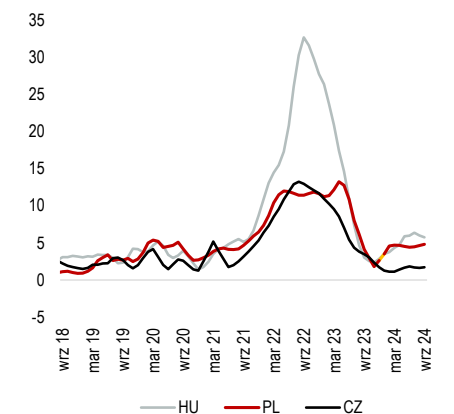
Źródło: GUS, Santander

Wybrane komponenty inflacji, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Zaannualizowana inflacja bazowa 3m/3m w regionie, % 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