

Komentarz ekonomiczny

Inflacja poniżej 5%, pomogła rewizja koszyka

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

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

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

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

Inflacja CPI w lutym wyniosła 4,9% r/r, 0,4pp poniżej oczekiwanych przez nas i rynek 5,3% r/r. Rewizja koszyka CPI spowodowała styczniową inflację w dół z 5,3% r/r do 4,9%. Wygląda więc na to, że zaskoczenie w dół lutową inflacją jest niemal w całości efektem corocznej zmiany wag. Wg naszych wyliczeń inflacja bazowa spadła do 3,6-3,7% w lutym, z 3,8-3,9% w styczniu. Ze względu na znacznie niższy punkt startowy, będziemy korygować w dół prognozowaną przez nas trajektorię inflacji CPI na ten rok, przynajmniej w najbliższych miesiącach. Obecnie widzimy, że marcowy odczyt inflacji, który miał wyznaczyć jej szczyt w tym cyklu, może okazać się także równy 4,9% r/r. Niższa od oczekiwań inflacja na początku roku to dobra wiadomość, która może zintensyfikować dyskusję w RPP o luzowaniu polityki pieniężnej. Nadal nie wierzymy, aby pierwsza obniżka stóp była możliwa przed wyborami prezydenckimi, dlatego zakładamy, że nastąpi ona w lipcu.

Inflacja CPI w lutym wyniosła 4,9% r/r, 0,4pp poniżej oczekiwanych przez nas i rynek 5,3% r/r. Również styczniowa inflacja została pokazana na poziomie 4,9%, o oznacza pokątną rewizję w dół ze wstępnego szacunku 5,3% r/r. Wygląda na to, że zaskoczenie w dół w inflacji jest niemal w całości efektem corocznej rewizji wag w koszyku CPI (która tym razem m.in. zmniejszyła udział żywności i kosztów użytkowania mieszkania). CPI wzrósł w lutym o 0,3% m/m, czyli nieco poniżej naszej prognozy 0,4%, po 1,0% m/m w styczniu. Szacujemy, że może to odpowiadać miesięcznej stopie inflacji bazowej na poziomie około 0,4% w lutym wobec 0,5% w styczniu - wciąż powyżej trajektorii zgodnej z celem inflacyjnym. Roczny wzrost inflacji bazowej może potencjalnie spowolnić do 3,6-3,7% w lutym, z 3,8-3,9% w styczniu, według naszych wyliczeń. Inflacja cen towarów przyspieszyła z 4,0% r/r do 4,2% w styczniu 4,3% w lutym. Inflacja cen usług była w lutym na tym samym poziomie o w grudniu, 6,6% a w styczniu wyniosła 6,8% r/r.

Ze względu na znacznie niższy punkt startowy, będziemy korygować w dół prognozowaną przez nas trajektorię inflacji CPI na ten rok, przynajmniej w najbliższych miesiącach. Obecnie widzimy, że marcowy odczyt inflacji, który miał wyznaczyć jej szczyt w tym cyklu, może okazać się także równy 4,9% r/r. Od kwietnia powinien rozpocząć się trend spadkowy i wprowadzić inflację wewnątrz pasma wokół celu inflacyjnego w II poł. br., być może już w lipcu, jeśli ropa pozostanie względnie tania a złoty mocny.

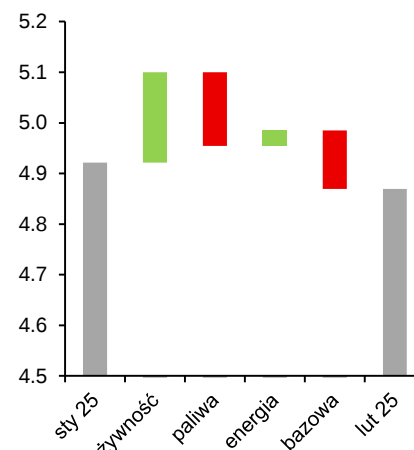
Podsumowując, niższa od oczekiwań inflacja na początku roku to dobra wiadomość, która może zintensyfikować dyskusję w RPP o luzowaniu polityki pieniężnej. Nadal nie wierzymy, aby pierwsza obniżka stóp była możliwa przed wyborami prezydenckimi, dlatego zakładamy, że nastąpi ona w lipcu.

Inflacja bazowa obniża się, choć miesięczne wzrosty cen pozostają mocne

Mimo zaskoczenia inflacją w dół, w kategoriach bazowych utrzymał się dość solidny rozpęd cenowy i szacujemy, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen energii i żywności wzrosła o 0,5% m/m w styczniu i 0,4% m/m w lutym. Roczna stopa wzrostu inflacji bazowej jednak prawdopodobnie spadnie poniżej 4% i wyniesie 3,8-3,9% w styczniu i 3,6-3,7% w lutym. Inflacja superbazowa, czyli bazowa bez cen administrowanych, wyniosła 0,2% m/m w styczniu i 0,4% m/m w lutym, a w ujęciu rocznym 3,3% i 3,1% po 3,5% r/r w grudniu 2024 r.

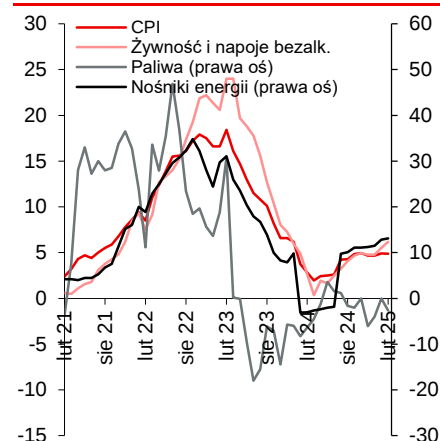
Wyższy od naszych oczekiwań był wzrost cen w kategorii alkohole i tytoń (1,4% m/m w styczniu i 1,3% m/m), co naszym zdaniem wynika z podwyżek cen przed wprowadzeniem wyższej akcyzy na tytoń w marcu. Wyroby tytoniowe drożały o 2,1% m/m w styczniu i 2,6% m/m w lutym, wyraźnie mocniej niż we wcześniejszych latach. Uważamy, że sugeruje to słabszy efekt wzrostu cen w kolejnych miesiącach. Użytkowanie mieszkania bez energii

Dekompozycja zmiany rocznego wskaźnika CPI, % r/r



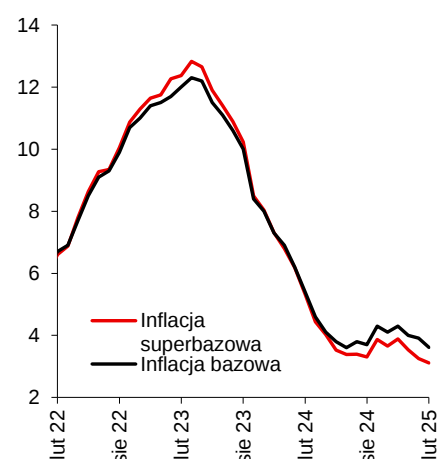
Źródło: GUS, Santander

Inflacja CPI i główne wskaźniki, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Inflacja bazowa i superbazowa, % 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

Marcin Luziński 510 027 662

Grzegorz Ogonek 609 224 857

podrożało dość wyraźnie w styczniu, o 2,1% m/m, a w lutym rosnęło zgodnie ze średnią o 0,5% m/m. Styczniowy odczyt miał związek z podwyżkami opłat za wywóz śmieci (+6,7% m/m). Stosunkowo mocno wyglądał też wzrost cen w zdrowiu (0,9% m/m oraz 0,8% m/m), rekreacji i kulturze (1,1% i 2,7% m/m), na co wpłynął m.in. skok cen oprogramowania o niemal 20% m/m w lutym oraz turystyki zorganizowanej w kraju o 3,1% m/m.

Wyposażenie mieszkania było stabilne w styczniu i lutym, a zatem nie potwierdziła się nasza teza, że spadek cen w grudniu zostanie odwrócony. Dość nisko prezentowała się kategoria transport, na co wpłynęły spadki cen samochodów (-0,5% m/m oraz -0,7% m/m), oraz łączność (0,1% m/m oraz 0,0% m/m), a także restauracje i hotele (0,5% m/m oraz 0,7% m/m) i kategoria „pozostałe” (0,2% m/m i -0,2% m/m). W tej ostatniej kategorii nadal widoczny był spadek cen opieki nad dziećmi (-3,7% m/m oraz -1,0% m/m), co uważamy za pokłosie wprowadzenia programu „Aktywny rodzic”. W styczniu natomiast wyraźnie podskoczyły koszty usług prawniczych i księgowych (14,9% m/m), a w lutym ubezpieczeń podróży (4,5% m/m).

Inflacja cen żywności wskoczyła powyżej 6% r/r na początku roku

Żywność i napoje bezalkoholowe były w lutym droższe niż rok wcześniej o 6,2% a w styczniu o 5,5%. Największe różnice w skali roku dotyczyły w lutym czekolady (+27,0% r/r), masła (+25,0% r/r), a wzrosty cen rzędu kilkunastu procent r/r wystąpiły w jabłkach i owocach pestkowych, sokach owocowych i warzywnych, oliwie z oliwek, pomidorach i mięsie drobiowym. Dużo tańszy był cukier (-32,6% r/r) i substytuty oraz niektóre warzywa (marchew - 10,3% r/r).

W samym styczniu ceny żywności poszły w górę o 1,6% m/m, czyli nieco mniej niż zwykle w tym miesiącu (wieloletnia średnia to 1,9% m/m). W lutym wzrost cen wyniósł 0,3% m/m i również był poniżej średniej (0,7% m/m) i mniejszy niż zakładaliśmy. W lutym nietypowo duże wzrosty cen, odchylające się o co najmniej 1 pkt. proc. od sezonowego wzorca, dotyczyły jaj, przetworów mlecznych, kawy, kakao i czekolady, ryżu i wołowiny. Z kolei w dół odchyliła się od wzorca dynamika miesięczna cen wieprzowiny (potaniała o 3,2% m/m), cukru i mąki. Owoce, których ceny w ubiegłym roku zostały podbite przez obniżoną podaż krajową, na początku tego roku odnotowały zmiany cen o 3-4 pkt. proc. niższe niż przeciętnie w tym okresie, w tym w lutym nietypowy spadek, o 2,1% m/m). Warzywa zachowywały się zgodnie ze wzorcem (w lutym zdrożały o 1,2% m/m). Bardzo niskie opady od jesieni stwarzają ryzyko, że rok 2025 będzie kolejnym pod znakiem suszy i presji w górę na ceny krajowych owoców i warzyw. Zakładamy, że inflacja cen żywności obniży się z obecnych ponad 6% do ok. 4% r/r w połowie roku a dalsze jej hamowanie będzie uzależnione od warunków meteorologicznych.

Paliwa trochę tańsze niż przed rokiem, nośniki energii droższe o 13%

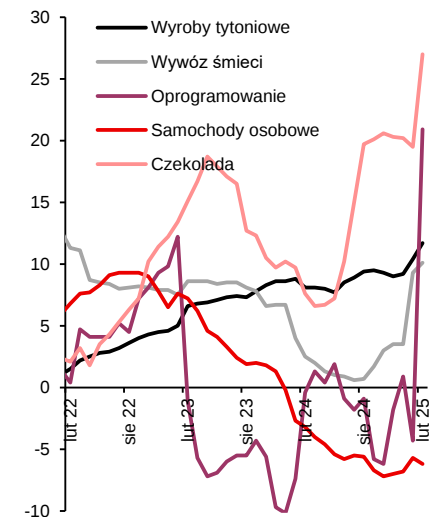
Ceny paliw co prawda rosły w styczniu i lutym (odpowiednio 1,7% m/m i 0,5% m/m), ale ich łączny wzrost był mniejszy niż przed rokiem. W rezultacie w skali roku paliwa były w lutym tańsze o 2,6%. Stosunkowo niska cena ropy i mocny kurs walutowy powinny pogłębić ten spadek w kolejnych miesiącach. Ceny nośników energii w lutym wzrosły o 0,1% m/m wobec lekkiego spadku cen opatu (-0,4% m/m) i ciepła droższego o 0,4%. O 0,1% zdrożał gaz dla gospodarstw domowych. Przekłada się to na wzrost cen r/r o 13,1% i ta dynamika może jeszcze rosnąć do połowy roku wskutek dalszych wzrostów cen ciepła. W lipcu dojdzie do głośny efekt bazy i zbije tę dynamikę w okolice 5-6% r/r.

Rewizja wag koszyka inflacyjnego zwiększyła znaczenie kategorii bazowych

W wyniku rewizji wag koszyka inflacyjnego największy wzrost udziału wśród głównych agregatów dóbr i usług konsumpcyjnych zarejestrowała kategoria transportu, o 1,81 pkt proc. do 11,05%, co wynikało przede wszystkim z ponad czterokrotnego zwiększenia wagi nowych samochodów osobowych (do 1,43% z 0,26%) i podwojenia wagi używanych samochodów osobowych (do 1,78% z 0,83%). Jednocześnie spadła waga paliw. Następna w kolejności była kategoria rekreacji i kultury, której udział wzrósł o 0,81 pkt proc. do 7,07% (przede wszystkim za sprawą wzrostu udziału turystyki zorganizowanej, o 0,48 pkt proc.), i kategoria zdrowia, której udział został zwiększony o 0,46 pkt proc. do 5,82% (co wynikało ze wzrostu wag usług lekarskich i stomatologicznych o w sumie 0,44 pkt proc. przy jednoczesnym spadku wagi wyrobów farmaceutycznych o 0,26 pkt proc.).

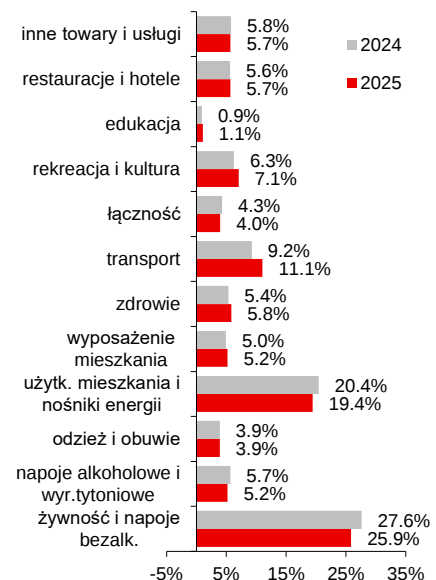
Z drugiej strony, największy spadek udziału w koszyku inflacyjnym dotknął kategorii żywności i napojów bezalkoholowych, o 1,76 pkt proc. do 25,87%, co odzwierciedlało m.in. spadek wagi mięsa o 0,5 pkt proc., nabiału o 0,32 pkt proc. czy pieczywa i produktów zbożowych o 0,25 pkt

Inflacja CPI – wybrane kategorie, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Wagi koszyka inflacyjnego



Źródło: GUS, Santander

proc. Poza tym, obniżone zostały również wagi kategorii użytkowania mieszkania i nośników energii, o 0,99 pkt proc. (głównie za sprawą spadku wagi nośników energii o 0,72 pkt proc.), napojów alkoholowych i tytoniu, o 0,45 pkt proc., czy łączności, o 0,28 pkt proc. (za sprawą spadku wagi usług telefonii komórkowej o 0,24 pkt proc.).

Ogółem, rewizja wag zwiększyła znaczenie kategorii bazowych kosztem kategorii niebazowych, takich jak żywność czy energia, co w znacznej mierze stanowi przyczynę rewizji styczniowego odczytu inflacji CPI z 5,3% r/r do 4,9% r/r.

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