

# KOMENTARZ BIEŻĄCY

30 września 2022

## CPI we wrześniu 17,2%. Silny wzrost inflacji bazowej oraz cen żywności i opału.

- Według wstępnego szacunku inflacji *flash* we wrześniu wskaźnik inflacji CPI wzrósł do 17,2% r/r – nowego lokalnego szczytu inflacji – wobec 16,1% r/r w sierpniu. Wynik ten był nieco wyższy od naszej prognozy (17,0%), która stanowiła górną granicę przedziały oczekiwań analityków oraz wyraźnie wyższy od mediany oczekiwań rynkowych wg Parkietu (16,5%). W skali miesiąca wskaźnik CPI wzrósł o 1,6%.

dane		sie 22	wrz 22	prognoza BOŚ
inflacja CPI	% r/r	16,1	17,2	17,0
inflacja CPI	% m/m	0,8	1,6	1,4
żywność i napoje bezalkoholowe	% m/m	1,6	1,7	1,4
nośniki energii	% m/m	3,8	3,7	6,1
paliwa	% m/m	-8,3	-2,1	-2,4

- Wzrost wrześniowego wskaźnika inflacji był następstwem wyraźnego wzrostu inflacji bazowej (która dodała 0,5 pkt. proc. do wskaźnika rocznego CPI), kontynuacji wzrostu cen żywności (kolejne 0,5 pkt. proc.) oraz cen nośników energii (+0,4 pkt. proc.). W przeciwnym kierunku oddziaływał dalszy spadek cen paliw, który ograniczył skalę wzrostu inflacji (-0,3 pkt. proc.).

- W stosunku do naszych oczekiwań wyraźnie silniej wzrosła inflacja bazowa, nieco mocniej ceny żywności, z kolei ceny nośników energii wzrosły w mniejszej skali od naszych oczekiwań. Skala spadku cen paliw była zgodna z naszymi szacunkami.

- Jak zawsze wstępny szacunek *flash* zawiera jedynie zmiany podstawowych kategorii (żywność, nośniki energii oraz paliwa), pełna struktura inflacji zostanie opublikowana 15 września.

- Szacujemy na podstawie szacunkowych danych GUS, że we wrześniu wskaźnik inflacji bazowej (CPI po wykluczeniu zmian cen żywności i energii) wzrósł do 10,7% r/r wobec 9,9% r/r w sierpniu i wobec naszej prognozy 10,0% r/r. Szacowany przez nas miesięczny wzrost inflacji bazowej (1,5%) ukształtował się ponownie znacząco powyżej średniej wrześniowej zmiany inflacji bazowej w ostatnich 5 latach (0,3% m/m). W ostatnich dwóch latach we wrześniu widoczne były tendencje powakacyjnej zmiany cenników (swego rodzaju sezonowy efekt początku roku szkolnego, podobny do początku roku kalendarzowego, choć dotychczas w mniejszej skali). W tym roku zmiana o około 1,5% znamionuje bardzo mocny impuls inflacyjny jako efekt przerzucania na klientów wyższych kosztów działalności firm (nośniki energii). Tak wysoki wzrost cen wskazuje, że póki co nie widać by na tempo wzrostu cen oddziaływał słabnący popyt i sygnalizowane w badaniach koniunktury PMI stopniowego ustępowanie problemów w globalnych łańcuchach dostaw. Dodatkowo w kierunku wzrostu cen zapewne oddziaływał opóźniony w czasie efekt osłabienia złotego w relacji do dolara skutkując wzrostem cen towarów

Departament Rynków  
Finansowych i Analiz  
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa  
Główny Ekonomista  
+48 696 405 159  
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska  
Ekonomista  
+48 515 111 698  
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

importowanych. Szczegółowa analiza struktury inflacji i przyczyn wzrostu inflacji bazowej będzie możliwa po pełnej publikacji wrześniowego wskaźnika CPI w połowie października.

- We wrześniu kontynuowany był dynamiczny wzrost cen żywności (1,7% w skali miesiąca). Na podstawie obserwacji tygodniowych danych z hurtowego rynku żywności oceniamy, że wrześniowa kontynuacja dynamicznego wzrostu cen żywności była przede wszystkim efektem dalszego wyraźnego wzrostu cen nabiału, tłuszczów oraz produktów zbożowych, a także powrotu trendu wzrostowego cen mięsa (po okresowym wyhamowaniu wzrostu w połowie roku). Nie można wykluczyć, że we wrześniu mógł być jeszcze widoczny wpływ skokowego sierpniowego wzrostu cen cukru, choć raczej w formie wtórnego wzrostu cen produktów cukierniczych, gdyż we wrześniu cena samego cukru ustabilizowała się (choć na wyraźnie wyższym poziomie niż przed wakacjami). W efekcie dynamika roczna cen żywności wzrosła we wrześniu do 19,3%.

- W przypadku nośników energii za wzrost cen o 3,7% m/m odpowiada zapewne przede wszystkim wzrost cen opał, za sprawą wzrostu cen węgla w ofercie PGG (od 20% do 40%), która została wprowadzona w połowie sierpnia i na początku września. Nośniki energii zaskoczyły niższym od naszych oczekiwań wzrostem cen. Po analizie zmian cen opał w sierpniu (wg GUS) i zmian cen w ofercie PGG (wprowadzonej w połowie sierpnia) zakładaliśmy, że we wrześniu, wpływ sierpniowej i wprowadzonej z początkiem września podwyżki cen węgla w ofercie PGG, będzie miał silniejszy wpływ na ceny nośników energii (według naszych szacunków ceny węgla w ofercie PGG wzrosły o około 40% - licząc jako zmianę między średnią ceną we wrześniu i średnią ceną w sierpniu).

- We wrześniu paliwa były jedyną kategorią wśród głównych kategorii dóbr i usług, która ograniczyła wzrost inflacji. We wrześniu ceny paliw spadły o nieco ponad 2,0% m/m i był to trzeci z rzędu miesięczny spadek cen. W efekcie dynamika roczna cen paliw spadła do 18,3% wobec szczytu w czerwcu na poziomie blisko 47% r/r.

- **Najbardziej niepokojące z punktu widzenia perspektyw inflacji w krótkim okresie jest wyraźne nasilenie wzrostu inflacji bazowej.** W naszej ocenie wspomniany efekt gwałtownego spadku dochodów realnych i w efekcie popytu konsumpcyjnego oraz osłabienie napięć w globalnych łańcuchach dostaw ostatecznie zaczną oddziaływać ograniczająco na wzrost inflacji. Niemniej, póki co dominuje proces rekompensowania sobie przez przedsiębiorstwa skokowo wyższych kosztów, głównie z tytułu energii. Proces reagowania inflacji na osłabienie popytu i dostosowania podaży będzie miał charakter nieliniowy, więc trudno precyzyjnie ocenić, kiedy nastąpi wyraźniejsze osłabienie presji inflacyjnej. W naszej ocenie nastąpi to najpóźniej na przełomie I i II kwartału przyszłego roku.

- **Wzrost wrześniowej inflacji powyżej 17% oznacza ponowne przesunięcie w górę ścieżki inflacji w ostatnich miesiącach tego roku. Jednocześnie maleją szanse na jej spadek poniżej 17% na koniec roku. W tych warunkach inflacja średnioroczna w tym roku ukształtuje się w okolicach 14,2%.**

- Z drugiej strony informacje, które napłynęły w ostatnich tygodniach dotyczące zamrożenia cen energii w przypadku rocznego zużycia energii do 2

tys. kWh oznaczają spadek ryzyka istotnego impulsu wzrostowego dla CPI z tego tytułu z początkiem przyszłego roku (dotychczas zakładany scenariusz). Gdyby do tej decyzji doszła decyzja o umiarkowanym wzroście taryf za gaz dla odbiorców detalicznych, impuls do wzrostu wskaźnika CPI z tytułu cen nośników energii zostałby bardzo wyraźnie osłabiony. To zaś sprzytałoby wygładzeniu ścieżki inflacji z początkiem 2023 r.

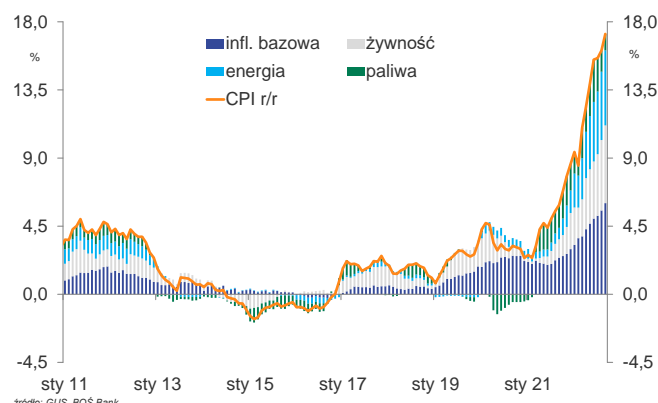
- Przy założeniu *de facto* zamrożenia cen energii elektrycznej dla odbiorów indywidualnych, ograniczonym wzroście cen gazu jest szansa, że w I kw. 2023 r. szczyt inflacji ukształtuje się w okolicach 18-19%. Następnie od marca oczekujemy obniżenia indeksu CPI, za sprawą coraz silniejszego oddziaływania wysokich baz odniesienia, słabnącego popytu oraz normalizacji warunków na rynkach globalnych. **Oceniamy, że w trakcie III kw. przyszłego roku inflacja spadnie poniżej 10% oraz poniżej 7,0% r/r w grudniu 2023 r.**

- Przetłamanie kolejnego psychologicznego poziomu inflacji wspiera nasz bazowy scenariusz podwyżki stóp NBP o kolejne 25 pkt. baz. do 7% dla stopy referencyjnej NBP**, pomimo ostatnich sygnałów ze strony kilku członków RPP co do zakończenia cyklu podwyżek na bieżącym poziomie. Nie sądzimy, by dzisiejsze dane przeważały za decyzją o podwyżce o 50 pkt. baz. Uważamy, że wśród generalnie „gotębich” członków Rady przeważa opinia, że wobec napływających oznak słabnięcia koniunktury w III kw. oraz spadku ryzyka silnego wzrostu inflacji z początkiem 2023 r. (ograniczony wzrost cen nośników energii) preferowana jest kontynuacja zacieśnienia w mniejszych interwałach, przy utrzymaniu narracji o obserwowaniu sytuacji gospodarczej i reagowaniu na kolejnych posiedzeniach w oparciu o napływające dane z gospodarki.

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Wpływ głównych kategorii cen na inflację



wskaźnik		paź 21	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22
inflacja CPI	% r/r	6,8	7,8	8,6	9,4	8,5	11,0	12,4	13,9	15,5	15,6	16,1	17,2
żywność i napoje bezalkoholowe	% r/r	5,0	6,4	8,6	9,3	7,6	9,2	12,7	13,5	14,2	15,3	17,5	19,3
nośniki energii	% r/r	10,5	13,6	14,3	20,0	18,8	24,3	27,3	31,4	35,1	37,0	40,3	44,2
paliwa	% r/r	33,9	36,6	32,9	23,8	11,1	33,5	27,8	35,4	46,7	36,8	23,3	18,2
infl. bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	4,5	4,7	5,3	6,1	6,7	6,9	7,7	8,5	9,1	9,3	9,9	10,7*

źródło: GUS, NBP, \*prognoza BOŚ

**WAŻNA INFORMACJA:** Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.