

KOMENTARZ BIEŻĄCY

30 listopada 2021

Listopadowa inflacja na rekordowym poziomie 7,7%. Kolejne elementy tarczy antyinflacyjnej obniżą inflację na początku 2022 r.

• Według wstępnego szacunku GUS w listopadzie wskaźnik inflacji CPI wzrósł do 7,7% r/r wobec 6,8% r/r w październiku, powyżej oczekiwań rynkowych (7,4% wg konsensusu Parkietu) i naszej prognozy (7,3% r/r). W skali miesiąca ceny wzrosły o 1,1%.

dane		paź 21	lis 21	prognoza BOŚ
inflacja CPI	% r/r	6,8	7,7	7,3
inflacja CPI	% m/m	1,1	1,0	0,6
żywność i napoje bezalkoholowe	% m/m	0,5	1,3	0,7
nośniki energii	% m/m	3,3	2,7	1,7
paliwa	% m/m	3,1	2,2	2,4

• Listopad był kolejnym z rzędu miesiącem, w którym wskaźnik CPI zaskoczył wyższą do oczekiwań inflacją. Zgodnie z opublikowanymi dzisiaj częściowymi danymi do tej niespodzianki przyczyniły się głównie żywność i nośniki energii.

• W listopadzie do wzrostu wskaźnika CPI w ujęciu rok do roku ponownie przyczyniły się wszystkie podstawowe kategorie cen dóbr i usług, niemniej najsilniejszy wpływ miały żywność i nośniki energii.

• W listopadzie wskaźnik roczny CPI wzrósł o 0,9 pkt. proc., z czego za ponad 0,4 pkt. proc. odpowiada wzrost cen żywności; za 0,3 pkt. nośniki energii, za nieco ponad 0,1 pkt. proc. paliwa do środków transportu oraz za 0,1 pkt. proc. inflacja bazowa.

• Ceny żywności wzrosły w listopadzie o 1,3% m/m i jest to najwyższy listopadowy wzrost cen w ujęciu m/m od 2007 r. Dynamika roczna cen żywności osiągnęła w listopadzie poziomu 6,4%. Pełną strukturę zmian cen poznamy za dwa tygodnie przy publikacji ostatecznych danych przez GUS, niemniej jest właściwie pewne, że do wysokiego wzrostu cen żywności w listopadzie przyczyniła się przede wszystkim żywność przetworzona. Na podstawie danych z hurtu oceniamy, że najwyższy wzrost cen w listopadzie notowały oleje i tłuszcze (roczny wzrost cen zapewne powyżej 15% r/r), pieczywo i produkty zbożowe oraz nabiał. Ceny mięsa, choć zapewne nie wzrosły w ujęciu m/m, to ze względu na niską bazę odniesienia sprzed roku, kontynuowały wzrost w ujęciu r/r. Raczej nie zaskoczyły ceny warzyw i owoców, które w tym roku zachowują się względnie przewidywalnie, generalnie podążając za sezonowym trendem zmian cen.

• W przypadku nośników energii kontynuacja dynamicznego wzrostu cen była oczekiwana, choć jej skala okazała się o 1 pkt. proc. wyższa. W listopadzie założyliśmy wzrost cen gazu u operatorów – konkurentów PGNiG (którego taryfy wzrosły w październiku), dalszy skokowy (o 8% m/m) wzrost cen opał (np. węgla czy groszku energetycznego) oraz kontynuację wzrostu opłat za

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

ciepło (kolejne zatwierdzone taryfy operatorów ciepłowniczych). Mimo to skala wzrostu cen nośników energii okazała się wyższa od oczekiwań. Podejrzewamy, że w listopadzie niespodziankę sprawiła skala wzrostu taryf za gaz (poza PGNiG) oraz ceny opatu.

- Wzrost cen paliw do środków transportu o nieco ponad 2% m/m okazał się zbliżony do oczekiwań. Roczna dynamika cen paliw przekroczyła 36% r/r (największa zmiana od 2000 r.).

- **Szacujemy na podstawie opublikowanych dzisiaj szacunkowych danych GUS, że w listopadzie inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii) wzrosła do 4,7% r/r wobec 4,5% r/r w październiku oraz wobec szacowanych przez nas 4,5%.**

- Listopadowa niespodzianka inflacyjna, utrzymujące się wysokie ceny gazu i wysoka dynamika cen żywności w hurcie wskazują, że przy niskiej statystycznej bazie odniesienia sprzed roku **w grudniu inflacja ukształtuje się w okolicach 8% r/r.**

- Z początkiem 2022 r. na wskaźnik inflacji oddziaływać będą przeciwstawne siły. Z jednej strony w kierunku wzrostu inflacji oddziaływać będzie: - coroczny wzrost taryf za energię elektryczną, kontynuacja cyklu zatwierdzania przez URE taryf za ciepło oraz prawdopodobnie kolejna podwyżka taryfy za gaz PGNiG; - kontynuacja wzrostu cen żywności przetworzonej; - dalszy wzrost inflacji bazowej za sprawą odzwierciedlenia w cenach detalicznych wzrostu cen surowców z 2021 r.

- Z drugiej strony ograniczająco na wzrost inflacji oddziaływać będzie wprowadzenie okresowej (planowo na 3 miesiące) obniżki podatku VAT na energię elektryczną, gaz i ciepło systemowe (ta ostatnia ogłoszona dzisiaj), akcyzy na gaz i paliwa oraz innych opłat w przypadku paliw w ramach w ramach rządowej tarczy antyinflacyjnej.

- **Według naszych szacunków wejście w życie tarczy antyinflacyjnej w powyższym kształcie wygładzi ścieżkę inflacji w 2022 r.** Na I kw. przyszłego roku miał przypaść szczyt inflacji w 2022 r. w okolicach 8,5% (uwzględniając wyższy punkt startowy z tytułu dzisiejszej publikacji nt. listopadowej inflacji). **Rządowe działania w ramach tarczy zetnię ten szczyt o ponad 1,5 pkt proc. w stosunku do sytuacji braku tarczy antyinflacyjnej. Oznacza to, że w I kw. wskaźnik inflacji ma szansę ukształtować się poniżej 7%.**

- Przy założeniu przywrócenia od II kw. bieżących stawek VAT i akcyzy na energię elektryczną, gaz i ciepło oraz naszego bazowego scenariusza kształtowania się cen surowców (m.in. cena ropy naftowej w okolicach 80 USD za baryłkę), w II kw. inflacja okresowo powróciłaby powyżej 7%. Niemniej w świetle dzisiejszej deklaracji premiera Morawieckiego, że „jeżeli w II kw. 2022 r. inflacja nie będzie istotnie spadać, działania rządu w ramach tarczy antyinflacyjnej zostaną rozszerzone na kolejne kwartały”, wydaje się prawdopodobne, że jeśli w II kw. inflacji nie obniżą inne czynniki (np. wyraźny spadek cen surowców), to rządowe działania w ramach tarczy antyinflacyjnej zostaną przedłużone na II kw.

- Od III kw. i IV kw. 2022 r., za sprawą wysokich efektów bazy i zakładanego przez nas stopniowego ustępowania globalnych napięć podażowych oczekujemy stopniowego obniżenia wskaźnika CPI, także przy założeniu

zakończenia tarczy antyinflacyjnej. W III kw. szacujemy, że średni wskaźnik CPI ukształtuje się na poziomie 6,5%, a w IV kw. nieco powyżej 4,5%. Przy wysokiej statystycznej bazie odniesienia z grudnia tego roku, w grudniu 2022 r. inflacja może spaść poniżej 4,5% r/r. **Szacujemy, że wskaźnik inflacji średniorocznej wyniesie w 2022 r. 6,0% wobec 5,0% w 2021 r. W powyższym scenariuszu lokalny szczyt inflacji wystąpi w grudniu 2021 r. w okolicach 8,0% r/r.**

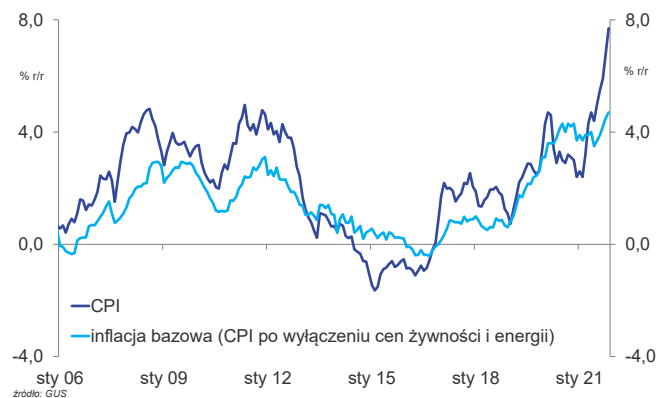
- Biorąc pod uwagę fakt, że w funkcji reakcji RPP bardzo dużą wagę ma kształtowanie się bieżącej inflacji, dzisiejsza publikacja wyższego od oczekiwań wskaźnika CPI, perspektywa wzrostu inflacji w grudniu do kolejnego psychologicznego poziomu 8% ponownie wzmagają presję na Radzie Polityki Pieniężnej, która wydaje się okresowo zelżała po ogłoszeniu rządowych planów wprowadzenia tarczy antyinflacyjnej oraz wobec wzrostu wyższych obaw co do wzrostu gospodarczego na świecie w związku z pogorszeniem sytuacji pandemicznej.

- Uwzględniając pełnię obecnie dostępnych informacji oraz analizę dotychczasowych decyzji RPP oceniamy, że w grudniu RPP ponownie zacieśni politykę monetarną, a skala podwyżki stopy referencyjnej ukształtuje się w przedziale 25-50 pkt. baz. Za stonowaną skalą podwyżki, o 25 pkt. baz., przemawia pogorszenie perspektyw gospodarczych na świecie, wzrost ryzyka z tytułu nasilenia kolejnej fali pandemii, perspektywa niższej inflacji w I kw. 2022 r., spora kumulacja podwyżek stóp w październiku i listopadzie. Z kolei za nieco większą podwyżką, o 50 pkt. baz., przemawia wysoki poziom bieżącej listopadowej i oczekiwanej grudniowej inflacji (kolejna bariera psychologiczna), słabość kursu złotego oraz korzystna w świetle ostatnich danych nt. PKB za III kw. sytuacja gospodarki polskiej. W przeszłości (posiedzenia Rady we wrześniu i październiku) wobec silnej presji z tytułu wysokiej bieżącej inflacji RPP reagowała bardziej zdecydowaną podwyżką stóp, zatem obecnie **większe prawdopodobieństwo przypisujemy grudniowej podwyżce stóp o 50 pkt. baz do poziomu 1,75% dla stopy referencyjnej NBP.**

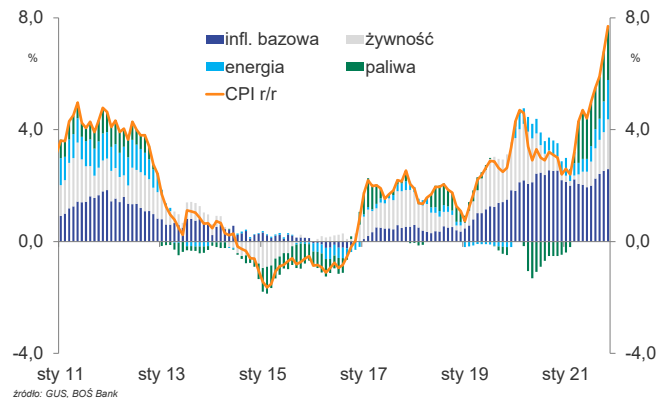
- Oceniamy, że wobec utrzymującej się inflacji w 2022 r. znacznie powyżej celu inflacyjnego NBP **w I kw. 2022 r. RPP podwyższy stopy o łącznie o kolejne 50 pkt. baz do 2,25% dla strony referencyjnej NBP**, choć wprowadzenie tarczy antyinflacyjnej może skutkować rozciągnięciem w czasie tych podwyżek na II kw.

- Jednocześnie przy dotychczasowej niedoskonalej komunikacji NBP oraz wielości i wysokiej zmienności czynników wpływających na kształtowanie się inflacji, ryzyko prognozy polityki RPP jest wysokie.

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Wpływ głównych kategorii cen na inflację



wskaźnik		gru 20	sty 21	lut 21	mar 21	kwi 21	maj 21	cze 21	lip 21	sie 21	wrz 21	paź 21	lis 21
inflacja CPI	% r/r	2,4	2,6	2,4	3,2	4,3	4,7	4,4	5,0	5,5	5,9	6,8	7,7
żywność i napoje bezalkoholowe	% r/r	0,8	0,8	0,6	0,5	1,2	1,7	2,0	3,1	3,9	4,4	5,0	6,4
nośniki energii	% r/r	4,7	6,1	4,1	4,2	4,0	4,4	4,4	5,3	6,6	7,2	10,5	13,4
paliwa	% r/r	-8,4	-7,4	-3,7	7,6	28,1	33,0	27,3	30,0	28,0	28,6	33,9	36,6
infl. bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	3,7	3,9	3,7	3,9	3,9	4,0	3,5	3,7	3,9	4,2	4,5	4,7*

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.