

KOMENTARZ BIEŻĄCY

29 września 2023

We wrześniu skokowy spadek CPI do 8,2% r/r.

• Według szybkiego szacunku *flash* we wrześniu wskaźnik inflacji CPI obniżył się do 8,2% r/r wobec 10,1% r/r w sierpniu. Wynik wrześniowej inflacji okazał się niższy od naszej prognozy i mediany prognozy rynkowych Parkietu (8,5%). Tym samym po 18 miesiącach utrzymywania się na dwucyfrowym poziomie wskaźnik inflacji powrócił do jednocyfrowego poziomu. W skali miesiąca wskaźnik cen konsumpcyjnych obniżył się o 0,4%.

dane		sie 23	wrz 23	prognoza BOŚ
inflacja CPI	% r/r	10,1	8,2	8,5
inflacja CPI	% m/m	0,0	-0,4	-0,2
żywność i napoje bezalkoholowe	% m/m	-0,9	-0,4	-0,3
nośniki energii	% m/m	0,0	-0,8	-1,2
paliwa	% m/m	1,9	-3,1	-3,3

• Do obniżenia wrześniowego wskaźnika CPI o 1,9 pkt. proc. do 8,2% r/r przyczynił się przede wszystkim spadek inflacji bazowej (wkład do spadku wskaźnika CPI: -0,7 pkt. proc.), spadek dynamiki cen żywności (-0,6 pkt. proc.) oraz nośników energii (-0,5 pkt. proc.), a w mniejszym stopniu spadek dynamiki cen paliw (-0,1 pkt. proc.).

• To, że wrześniowy wskaźnik inflacji wyraźnie spadnie było przesądzone biorąc pod uwagę wysokie statystyczne bazy odniesienia sprzed roku (efekt ówczesnego wysokiego wzrostu cen żywności i opatu), a także bieżącego spadku w wyniku wygasania szoków surowcowych (żywność) oraz działań administracyjnych (ceny energii elektrycznej czy leków). Natomiast **nieco zaskoczyła skala tego spadku, a przede wszystkim jego przyczyna – wyraźnie silniejszy od oczekiwań szacowany spadek inflacji bazowej.**

• Według naszych szacunków na podstawie dzisiejszych szacunkowych danych GUS **we wrześniu wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii spadł do poziomu 8,6% r/r** wobec 10,0% r/r oraz wobec naszej prognozy i mediany oczekiwań rynkowych na poziomie 9,0% (sprzed publikacji szacunku *flash*).

• **Główną przyczyną tej niespodzianki upatrujemy we wprowadzeniu w życie wspomnianej listy darmowych leków.** Jej wpływ na inflację był trudny do oszacowania ze względu na brak informacji, które leki GUS uwzględnia jako reprezentantów w koszyku inflacyjnym. Dodatkowo nie można wykluczyć, że we wrześniu silniej zadziałał efekt silnego złotego, który utrzymywał się od czerwca aż do posiedzenia RPP 5 września (późniejszy od naszych założeń wzrost cen dóbr importowanych). Z kolei naszym zdaniem mało prawdopodobne jest, by za wrześniowym skokowym spadkiem inflacji bazowej stało wyraźne obniżenie dynamiki cen usług rynkowych, tutaj naszym zdaniem utrzymywała się podwyższona dynamika cen m.in. w ślad za wysoką dynamiką wynagrodzeń.

• **Rozstrzygnięcie, który z czynników – administracyjny czy rynkowy miał największe znaczenie dla spadku inflacji bazowej we wrześniu ma istotne**

Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych
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

znaczenie z punktu widzenia oceny perspektyw dezinflacji w Polsce. Jeśli za skokowym spadkiem wrześniowej inflacji bazowej stoi głównie aspekt administracyjny (darmowe leki), to z punktu widzenia oceny trwałości tendencji inflacyjnych ma on nikłe znaczenie (choć „technicznie” na 12 miesięcy przesunie w dół ścieżkę inflacji), Odpowiedź na to pytanie poznamy 15. września, kiedy GUS opublikuje pełne dane dla wrześniowej inflacji.

- W przypadku pozostałych głównych kategorii cen dóbr i usług – żywności, nośników energii i paliw wrześniowa publikacja *flash* nie przyniosła większych niespodzianek.

- **Wrześniowy spadek indeksu cen żywności był zbliżony do naszych oczekiwań.** Sądzymy, że do spadku indeksu cen o 0,4% m/m przyczyniła się kombinacja dalszego spadku cen niektórych kategorii żywności przetworzonej (głównie olejów i tłuszczów), mięsa oraz warzyw i owoców. Przed rokiem we wrześniu ceny żywności wzrosły aż o 1,4% m/m, efekt wysokiej bazy statystycznej sprzed roku wraz z bieżącym spadkiem cen przyniósł skokowe obniżenie dynamiki cen żywności do 10,3% r/r vs. 12,7% r/r w sierpniu.

- W przypadku nośników energii ceny obniżyły się o 0,8% m/m – nieco mniej od naszych oczekiwań (-1,2% m/m). Nie mamy szczegółowych danych niemniej **niemal na pewno zdecydowana większość tego spadku była następstwem wejścia w życie ustawy o podwyższeniu limitów zużycia energii elektrycznej po zamrożonej na ubiegłorocznym poziomie cenie** (w przypadku większości gospodarstw domowych limit ten wzrósł z 2 tys. kWh do 3 tys. kWh). W związku z tym, że na początku roku w styczniowym wskaźniku cen energii elektrycznej GUS uwzględnił w przypadku przeciętnego gospodarstwa domowego wzrost rachunku za energię elektryczną w wyniku przekroczenia w trakcie roku limitu uprawniającego do niższych cen energii elektrycznej, podwyższenie tego limitu poskutkowało korektą w dół wskaźnika cen energii elektrycznej (spadek m/m) pomimo iż ceny energii elektrycznej jako takie nie zmieniły się, a jedynie wydłużony został okres, w którym przeciętne gospodarstwo domowe płacić będzie zamrożone ceny za energię elektryczną.

- W przypadku paliw bliski naszym oczekiwaniom **spadek cen we wrześniu o 3,1% wynikał w całości ze skokowego obniżenia przez PKN Orlen cen paliw detalicznych i hurtowych.** Wobec spadku przed rokiem we wrześniu cen paliw o 2% m/m sam spadek w tym roku nie spowodował istotnego obniżenia rocznego wskaźnika cen paliw – ten ukształtował się na poziomie -7,0% r/r vs. -6,1% r/r w sierpniu, czyli dla wskaźnika rocznego inflacji we wrześniu był praktycznie neutralny (-0,1 pkt. proc.). Niemniej, gdyby ceny paliw nie spadły we wrześniu br., to skala spadku wskaźnika CPI byłaby mniejsza o ok. 0,2 pkt. proc.

- **Szacujemy, że w październiku wskaźnik inflacji ponownie skokowo spadnie, najprawdopodobniej poniżej 7% r/r.** Październik ubiegłego roku był ostatnim miesiącem skokowego wzrostu cen węgla, nadal dynamicznie rosły ceny żywności, ponadto miał miejsce skokowy wzrost cen paliw (po wrześniowym spadku). To stanowi, że w październiku w kierunku spadku wskaźnika CPI wciąż oddziaływać będą wysokie statystyczne bazy odniesienia sprzed roku. Jeśli dodać do tego wysoce prawdopodobny spadek cen paliw w październiku br. przy założeniu, że przez większość miesiąca utrzymają się bieżące ceny paliw (co oznaczałoby, że średnie miesięczne ceny paliw w październiku spadną w relacji

do średniej z września), to spadek październikowej inflacji poniżej 7% jest wysoce prawdopodobny.

- **Natomiast październik będzie ostatnim miesiącem skokowego spadku inflacji, gdyż od listopada efekty wysokich statystycznych baz odniesienia nie będą już tak sprzyjające jak w II i III kw. Szacujemy, że do końca roku wskaźnik CPI będzie wahał się nieco poniżej 7% r/r.**

- Czynnikiem kluczowym dla kształtowania się inflacji na początku przyszłego roku będą decyzje administracyjne dot. przywrócenia podstawowej stawki VAT na żywność na poziomie 5% oraz skala wzrostu cen nośników energii dla odbiorców detalicznych. Przy założeniu przywrócenia 5-proc. stawki VAT na żywność oraz 20-proc. wzrostu taryf na energię elektryczną **szacujemy, że z początkiem przyszłego roku wskaźnik CPI będzie podążał przez większość roku za trendem bocznym w przedziale 6-7% r/r.**

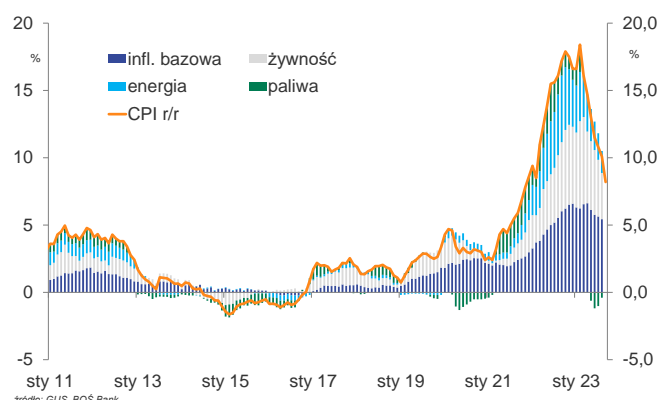
- W przypadku utrzymania zerowej stawki VAT na żywność ścieżka inflacji przesunęłaby się o ok 1,5 pkt. proc. w dół, zaś utrzymanie cen energii elektrycznej bez zmian obniżyłoby CPI o ok. 1,0 pkt. proc.

- **W świetle opublikowanych dzisiaj danych inflacyjnych podtrzymujemy ocenę, że skokowy spadek inflacji we wrześniu da pretekst RPP do kolejnej obniżki stóp na najbliższym posiedzeniu w przyszłym tygodniu w przedziale 25-50 pkt. baz.** Naszym zdaniem za obniżką stóp o 25 pkt. baz. przeważa obawa przed ewentualnym dalszym osłabieniem złotego, po tym jak złoty skokowo stracił na wartości w reakcji na nieoczekiwanie dużą obniżkę stóp NBP we wrześniu. Natomiast przyznajemy, że ryzyko większej obniżki - o 50 pkt. baz. jest spore, bliskie 50%. Jednocześnie w świetle ostatnich ostrożniejszych wypowiedzi prezesa NBP wyraźnie spadło ryzyko powtórzenia obniżki stóp o kolejne 75 pkt. baz. pomimo iż spadek wrześniowej inflacji wyniósł blisko 2 pkt. proc.

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Wpływ głównych kategorii cen na inflację



wskaźnik		paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23
inflacja CPI	% r/r	17,9	17,5	16,6	16,6	18,4	16,1	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2
żywność i napoje bezalkoholowe	% r/r	22,0	22,3	21,5	20,6	24,0	24,0	19,7	18,9	17,8	15,6	12,7	10,3
nośniki energii	% r/r	41,6	36,8	31,1	29,7	31,1	26,0	23,5	20,4	18,0	16,8	13,9	9,9
paliwa	% r/r	19,5	15,5	13,5	18,8	30,8	0,2	-0,1	-9,5	-18,0	-15,5	-6,1	-7,0
infl. bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	11,0	11,4	11,5	11,7	12,0	12,3	12,2	11,5	11,1	10,6	10,0	8,6*

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.