

## Wrześniowa inflacja na poziomie 2,2% - powyżej oczekiwań.

Według wstępnego szacunku GUS wskaźnik inflacji we wrześniu wzrósł do 2,2% r/r wobec 1,8% r/r w sierpniu. Wrześniowy wynik inflacji przewyższył oczekiwania rynkowe oraz naszą prognozę (w obu przypadkach 2,0%). W skali miesiąca indeks CPI wzrósł o 0,4%.

dane		sie 17	wrz 17	prognoza BOŚ Bank
inflacja CPI	% r/r	1.8	<b>2.2</b>	2.0
inflacja CPI	% m/m	-0.1	<b>0.4</b>	0.2
żywność i napoje bezalkoholowe	% m/m	-0.6	-	0.3
nośniki energii	% m/m	0.2	-	0.1
paliwa	% m/m	2.2	-	3.0

Choć oczekiwaliśmy wzrostu wskaźnika CPI we wrześniu, niemniej wynik na poziomie 2,2% r/r jest niespodzianką. Ostatnio podobnej skali różnicę między prognozami a ostatecznym odczytem inflacji odnotowaliśmy na początku roku - w okresie silnej dynamiki cen żywności wynikającej z niekorzystnych warunków pogodowych (ostra zima), która w lutym br. poskutkowała wzrostem inflacji do lokalnego maksimum 2,2% r/r.

Szacowaliśmy, że w kierunku wrześniowego wzrostu wskaźnika CPI oddziaływał przede wszystkim wzrost rocznej dynamiki cen żywności będący efektem kontynuacji wzrostu cen żywności przetworzonej, niskiej statystycznej bazy odniesienia w przypadku cen warzyw oraz wyższych cen krajowych owoców w wyniku słabszego tegorocznego urodzaju (majowe przymrozki). Dodatkowo założyliśmy lekki wzrost wskaźnika inflacji bazowej do 0,8% r/r wobec 0,7% r/r w sierpniu, głównie za sprawą niskiej bazy odniesienia sprzed roku będącej wynikiem spadku cen za laki w wyniku wejścia w życie nowej listy leków refundowanych. Założyliśmy przy tym, że najnowsza lista leków refundowanych, która weszła w życie we wrześniu br. poskutkowała spadkiem cen leków, choć w mniejszej skali niż przed rokiem.

Trudno jednoznacznie wskazać na przyczynę wyższej wrześniowej dynamiki cen, gdyż przy okazji wstępnego szacunku wskaźnika inflacji GUS nie publikuje jego struktury. Naszymi „kandydatami” inflacyjnej niespodzianki są ceny żywności lub kategorie wchodzące w skład wskaźnika inflacji bazowej (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii). Po stronie cen żywności przyczyną wyższej dynamiki cen mogła być silniejszy wzrost cen żywności przetworzonej lub warzyw i owoców. Po

BIURO ANALIZ  
MAKROEKONOMICZNYCH

[bosbank.analizy@bosbank.pl](mailto:bosbank.analizy@bosbank.pl)

**ŁUKASZ TARNAWA**  
Główny Ekonomista

+48 696 405 159

[lukasz.tarnawa@bosbank.pl](mailto:lukasz.tarnawa@bosbank.pl)

**ALEKSANDRA ŚWIĄTKOWSKA**  
Ekonomista

+48 515 111 698

[janina.swiatkowska@bosbank.pl](mailto:janina.swiatkowska@bosbank.pl)

---

stronie inflacji bazowej wyższa dynamika cen mogła wynikać z mniejszej od zakładanej przez nas skali spadku cen leków z listy refundowanej lub z nasilenia efektów popytowych wzrostu cen wynikających z dynamicznie rosnących dochodów i postępującej poprawy na rynku pracy.

■ Ostateczna publikacja przez GUS wrześniowego wskaźnika inflacji rzuci więcej światła na to jakie czynniki spowodowały wysoką wrześniową dynamikę cen i czy w październiku i listopadzie wskaźnik inflacji pozostanie bliżej poziomu 2,2%, czy też obniży się w okolice 2,0%. Niemniej niezależnie od tego aktualna pozostaje nasza prognoza wyraźnego – w okolice 1,5% – spadku wskaźnika inflacji w okresie grudzień br. – marzec 2018 r. Przy bardzo wysokich statystycznych bazach z analogicznego okresu (wysoka dynamika cen paliw i żywności), jedynie dalszy skokowy wzrost cen paliw lub bardzo silny wzrost cen administrowanych z początkiem roku mógłby powstrzymać wyraźny spadek wskaźnika CPI na przełomie 2017 / 2018 r. Przypisujemy takim wydarzeniom relatywnie niskie prawdopodobieństwo.

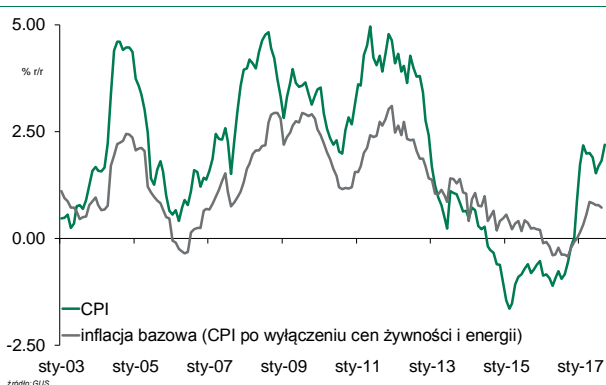
■ Oczywiście, pomimo sporego prawdopodobieństwa spadku inflacji na przełomie roku 2017 / 2018 diagnoza przyczyn wrześniowej niespodzianki cenowej będzie istotna w szerszym kontekście – czy wyraźnie narasta presja inflacyjna wynikająca z czynników popytowych, czy też wrześniowy wyższy od oczekiwań wzrost wskaźnika CPI wynika głównie z czynników o charakterze podażowym (żywność) lub regulacyjnym (ceny leków). Wyższe prawdopodobieństwo przypisujemy scenariuszowi, że wrześniowy wzrost CPI stymulowany był przez czynniki podażowe niż *stricte* popytowe. Silniejszego oddziaływania tych drugich oczekujemy w tracie przyszłego roku.

■ Począwszy od II kw. przyszłego roku oczekiwany stopniowy wzrost wskaźnika inflacji bazowej (w warunkach utrzymującego się solidnego tempa wzrostu konsumpcji oraz rosnącej dynamiki kosztów pracy) oraz wyższa kontrybucja cen paliw w połączeniu z wyższym niż w 2017 r. wzrostem cen nośników energii oraz pozostałych cen administrowanych, skutkuje ponownym wzrostem inflacji w kierunku 2,0% r/r. Jednocześnie kategorią, która będzie hamować silniejszy wzrost inflacji CPI w II poł. 2018 r. będzie żywność, biorąc pod uwagę mało prawdopodobny scenariusz kontynuacji w II poł. 2018 r. tak dynamicznego jak obecnie wzrostu cen żywności.

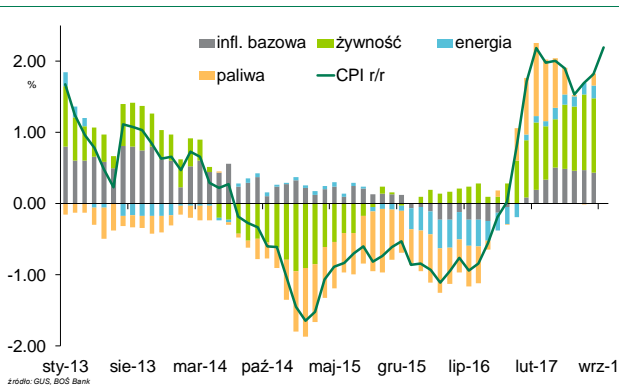
■ **Dzisiejszy, wyższy od oczekiwań odczyt inflacji zapewne nasili głosy, będących w mniejszości członków RPP (Gatnar, Hardt, Zubelewicz), wskazujące na potrzebę wyprzedzającego zacieśnienia polityki monetarnej przez Radę. Biorąc jednak pod uwagę dotychczasową**

**zdecydowanie „gołębią” retorykę większości członków RPP oraz perspektywę ponownego spadku inflacji w okolice dolnej granicy przedziału celu inflacyjnego NBP na przetomie 2017 i 2018 r. sądzimy, że nadal odległą pozostaje perspektywa podwyżki stóp procentowych w I poł. 2018 r. Podtrzymujemy prognozę dostosowawczego zacieśnienia polityki NBP pod koniec 2018 r.**

**Wskaźnik CPI i inflacja bazowa**



**Wpływ głównych kategorii cen na inflację**



		paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17
inflacja CPI	% r/r	-0.2	0.0	0.8	1.7	2.2	2.0	2.0	1.9	1.5	1.7	1.8	2.2
żywność i napoje bezalkoholowe	% r/r	0.4	1.2	2.5	3.3	3.9	3.1	2.8	3.7	3.7	4.4	4.3	-
nośniki energii	% r/r	-2.1	-2.0	-1.6	0.7	0.8	0.6	1.4	1.3	1.3	1.4	1.6	-
paliwa	% r/r	1.8	-0.1	8.9	16.5	21.2	18.1	14.4	7.6	0.4	-0.1	3.5	-
infl. bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	-0.2	-0.1	0.0	0.2	0.3	0.6	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0,8*

źródło: GUS, NBP \* szacunek 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, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 628 732 450 zł wpłacony w całości.