

Wrześniowa niespodzianka inflacyjna głównie za sprawą wzrostu cen odzieży i obuwia.

■ We wrześniu wskaźnik inflacji CPI wzrósł do 2,2% r/r wobec 1,8% r/r w sierpniu. Wynik ten był zgodny ze wstępnym szacunkiem GUS. W skali miesiąca ceny wzrosły o 0,4%.

dane		sie 17	wrz 17	prognoza BOŚ Bank
inflacja CPI	% r/r	1,8	2,2	2,0
inflacja CPI	% m/m	-0,1	0,4	0,2
żywność i napoje bezalkoholowe	% m/m	-0,6	0,4	0,3
nośniki energii	% m/m	0,2	0,7	0,2
paliwa	% m/m	2,2	3,5	3,4

■ Opublikowane dziś dane GUS nt. struktury wskazują, że przyczyną wzrostu wrześniowego wskaźnika CPI o 0,4 pkt. proc. były: wzrost cen żywności (kontrybucja do wzrostu CPI: 0,2 pkt. proc.) oraz składowych zaliczanych do inflacji bazowej. W obszarze inflacji bazowej były to: odzież i obuwanie (blisko 0,1 pkt. proc.) oraz zdrowie (0,05 pkt. proc.).

■ Wyraźny wzrost dynamiki rocznej cen żywności był przez nas przewidywany - we wrześniu miała miejsce kontynuacja wzrostu cen żywności przetworzonej - nadal silnie drożały tłuszcze (w tym masło – o blisko 7%) oraz nabiał. **Z kolei w strukturze wrześniowej inflacji największą niespodzianką był wyższy od oczekiwań wzrost inflacji bazowej. Według naszych szacunków wskaźnik inflacji bazowej po wykluczeniu cen żywności i energii wzrósł do 1,0% r/r wobec 0,7% r/r w sierpniu** i 0,85% r/r prognozowanych przez nas. Głównym źródłem niespodzianki w tym zakresie był wspomniany wysoki wzrost cen odzieży i obuwia, który we wrześniu br. wyniósł 2,1% m/m, podczas gdy średni wrześniowy wzrost cen w tej kategorii w poprzednich pięciu latach wyniósł 0,8% m/m. Dodatkowo za wyższy od oczekiwań wzrost wrześniowej inflacji bazowej odpowiadała mniejsza skala spadku cen w zdrowiu – wynik wyraźnie mniejszej (-0,2% m/m) od zakładanej (-0,8% r/r) skali spadku cen leków w wyniku wprowadzenia nowej listy leków refundowanych.

■ Z punktu widzenia diagnozy i prognozy tendencji inflacyjnych zdecydowanie najciekawszą kwestią jest natura wrześniowego wzrostu cen odzieży i obuwia. Powstaje bowiem pytanie, czy silniejszy wrześniowy wzrost cen w tej kategorii może zwiastować nadchodzący dynamiczny wzrost cen o charakterze popytowym, obejmujący coraz szersze spektrum kategorii dóbr i usług. Na podstawie wrześniowych

**BIURO ANALIZ
MAKROEKONOMICZNYCH**

bosbank.analizy@bosbank.pl

ŁUKASZ TARNAWA
Główny Ekonomista

+48 696 405 159

lukasz.tarnawa@bosbank.pl

ALEKSANDRA ŚWIĄTKOWSKA
Ekonomista

+48 515 111 698

janina.swiatkowska@bosbank.pl

danych nie można jednoznacznie odpowiedzieć na to pytanie. Nie można wykluczyć, że wrześniowy wzrost cen odzieży i obuwia wynikał z przesunięcia w czasie efektów cenowych zazwyczaj obserwowanych w październiku. Mogło to nastąpić w wyniku wcześniejszego wprowadzenia na rynek kolekcji jesiennych odzieży i obuwia, w warunkach generalnie chłodniejszego i bardziej deszczowego na tle poprzednich lat tegorocznego września. Tego typu przesunięcia miały już miejsce w przeszłości, choć najczęściej dotyczyły okresów wiosennych. Jeśli taki efekt miałby miejsce tym razem, październikowy wzrost cen odzieży i obuwia powinien okazać się niższy od średniego wzrostu cen obserwowanego w ostatnich latach (3,5% r/r), implikując spadek wskaźników CPI i inflacji bazowej wobec wrześniowych wysokich poziomów. Na tę informację przyjdzie nam poczekać jeszcze miesiąc, do publikacji październikowego wskaźnika inflacji.

■ Analizując wrześniowe zmiany cenowe w pozostałych kategoriach cen dóbr i usług zaliczanych do inflacji bazowej można jednak stwierdzić, że choć we wrześniu miał miejsce wyraźny wzrost inflacji bazowej, nadal trudno mówić o powszechnym przyspieszeniu dynamiki cen w kategoriach zaliczanych do inflacji bazowej. Choć obok silnego wzrostu cen odzieży i obuwia we wrześniu postępował efekt wzrostu dynamiki cen usług, z drugiej strony jednak widoczny był wyraźny spadek cen samochodów, komputerów, sprzętu RTV i AGD. Tym samym obraz ten generalnie wpisuje się w scenariusz postępującego wzrostu inflacji CPI z tytułu efektów cyklicznych, w warunkach wyższego tempa wzrostu wynagrodzeń, jak również solidnego wzrostu popytu konsumpcyjnego, jednocześnie jednak ograniczany przez efekt relatywnie mocnego kursu złotego.

■ W krótkim okresie podtrzymujemy prognozę wyraźnego spadku inflacji na przełomie 2017 / 2018 r. Szacujemy, że **w październiku i listopadzie wskaźnik CPI będzie kształtował się w okolicach poziomu 2,0% r/r, po czym w grudniu i w I kw. 2018 r. skokowo obniży się w okolice 1,5% r/r.** Na kształtowanie się inflacji na przełomie 2017 i 2018 r. dominujący wpływ będą miały wysokie bazy odniesienia sprzed roku, przede wszystkim gwałtowny wzrost na przełomie 2016 i 2017 cen owoców i warzyw. Przed rokiem bardzo niekorzystne warunki pogodowe w Europie skutkowały skokowym wzrostem cen importowanych owoców i warzyw silnie podbijając dynamikę cen żywności. Zakładając brak anomalii pogodowych na przełomie roku oczekujemy skokowego spadku indeksu cen w tej grupie w grudniu i w pierwszych miesiącach 2018 r.

■ Prognozujemy, że **od II kw. 2018 r. inflacja CPI wzrośnie trwale powyżej 1,5% r/r w połowie 2018 r. oraz w kierunku 2,0% r/r pod koniec 2018 r.**, przy: - wyższym wzroście inflacji z tytułu efektów cyklicznych (wskaźnik inflacji CPI po wykluczeniu żywności, energii i cen administrowanych), - solidnym spadku dynamiki cen żywności, - niewielkich zmianach kontrybucji do wskaźnika CPI w pozostałych kategoriach.

■ W efekcie pomimo generalnych warunków makroekonomicznych sprzyjających wyższej inflacji CPI, **wskaźnik inflacji powinien w 2018 r. utrzymać się poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%).** Taka sytuacja, pomimo solidnego wzrostu inflacji bazowej będzie przede wszystkim efektem niższej dynamiki cen paliw i żywności.

■ Po silnym wzroście kontrybucji żywności we wzrost CPI w 2017 r. (do ok. 1 pkt. proc.), w 2018 r. oczekujemy wyraźnego spadku kontrybucji tej kategorii do ok. 0,5 pkt. proc. Na silny wzrost dynamiki cen żywności w 2017 r. istotnie wpłynął wzrost cen żywności przetworzonej, co pozostaje spójne z notowanym w II poł. 2016 r. solidnym wzrostem globalnego indeksu cen żywności przetworzonej. Od połowy br. indeks ten zmienia się już nieznacznie, co w połączeniu z roczną aprecjacją złotego wobec dolara, przekłada się na solidne spadki rocznych dynamik wzrostu i tym samym na przełomie roku (efekty opóźnień) będzie skutkować solidnym spadkiem dynamiki rocznej cen żywności przetworzonej. Podobnych tendencji oczekujemy w przypadku cen mięsa. Utrzymanie bieżącego tempa wzrostu cen żywności (ok. 4% r/r) wymagałoby kolejnej fali solidnego wzrostu cen surowców lub kolejnej fali bardzo niekorzystnych warunków atmosferycznych silnie negatywnie wpływających na ceny owoców i warzyw.

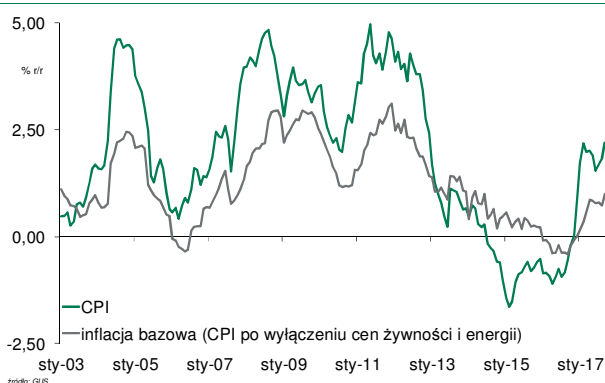
■ Biorąc pod uwagę wyraźnie niższą zmienność cen ropy naftowej (oraz paliw) od II kw. 2017 r. (ważne dla efektów bazy) oraz nasze założenia kształtowania się cen surowca w trakcie 2018 r. można oczekiwać od II kw. już dużo stabilniejszej dynamiki cen paliw w porównaniu do kwartałów minionych. W całym 2018 r. oczekujemy nieco niższej kontrybucji tej składowej we wzrost indeksu CPI (0,15 pkt. proc., wobec 0,35 pkt. proc. w 2017 r. oraz wobec wyraźnie ujemnej kontrybucji w l. 2014-2016).

■ Oczekujemy, że od II kw. 2018 r. inflacja CPI wzrośnie trwale powyżej 1,5% r/r w połowie 2018 r. oraz w kierunku 2,0% r/r pod koniec 2018 r., przy: - wyższym wzroście inflacji z tytułu efektów cyklicznych (wskaźnik inflacji CPI po wykluczeniu żywności, energii i cen administrowanych), - jednocześnie w stosunku do 2017 r. solidnym

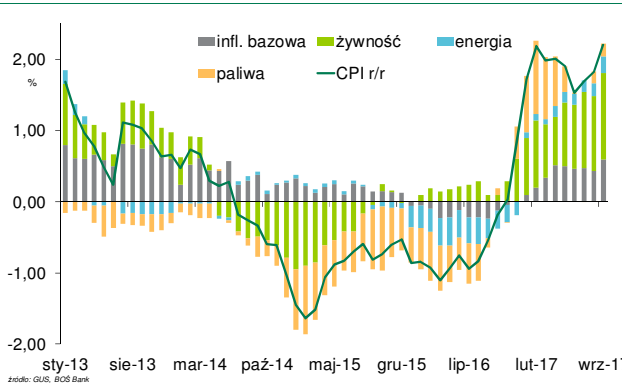
spadku dynamiki cen żywności, - niewielkich zmianach kontrybucji do wskaźnika CPI w pozostałych kategoriach.

Wyższy od oczekiwań wrześniowy odczyt wskaźnika CPI, a w szczególności inflacji bazowej, zapewne wzmocni głosy, będących w mniejszości członków RPP, 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 okolicie dolnej granicy przedziału celu inflacyjnego NBP na przełomie 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	5,0
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	2,1
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	3,6
infl. bazowa po wyl. 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	1,0*

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.