

W październiku spadek inflacji głównie za sprawą spadku inflacji bazowej oraz niższej dynamiki cen paliw

■ W październiku wskaźnik inflacji CPI obniżył się do 2,1% r/r wobec 2,2% r/r we wrześniu. Wynik ten był zgodny ze wstępnym szacunkiem GUS oraz naszymi oczekiwaniami i konsensusem rynkowym. W skali miesiąca ceny wzrosły o 0,5%.

dane		wrz 17	paź 17	prognoza BOŚ Bank
inflacja CPI	% r/r	2,2	2,1	2,1
inflacja CPI	% m/m	0,4	0,5	0,5
żywność i napoje bezalkoholowe	% m/m	0,4	0,9	0,9
nośniki energii	% m/m	0,7	0,6	0,3
paliwa	% m/m	3,5	0,3	0,8

■ Generalnie, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, czynnikami, które w październiku przyczyniły się do obniżenia wskaźnika CPI był spadek dynamiki rocznej cen paliw oraz obniżenie inflacji bazowej (CPI po wykluczeniu żywności i energii), niemniej w obu przypadkach skala spadku okazała się nieco większa niż przewidywaliśmy. W przypadku inflacji bazowej zaskoczyła skala spadku cen napojów alkoholowych oraz kategorii „pozostałe towary i usługi” (w tym ostatnim przypadku spadły opłaty za usługi finansowe, jak i ubezpieczeniowe oraz ceny środków czystości i kosmetyków). Jednocześnie, wbrew naszym oczekiwaniom, skala październikowego wzrostu cen odzieży i obuwia była zbliżona do notowanego w poprzednich latach, (oczekiwaliśmy nieco mniejszej skali wzrostu cen, po silniejszym od oczekiwań wzroście we wrześniu, zakładając, że nowe sezonowe kolekcje mogły wejść na rynek nieco wcześniej niż zwykle). Pomimo to trudno oceniać, by mniejsza skala spadku cen odzieży i obuwia we wrześniu i październiku (-4,6% r/r) wobec średniej za okres od początku roku, kształtującej się na poziomie -5,5% r/r, wskazywała na silny impuls pro-inflacyjny. Raczej, jest to korekta po okresie nietypowo niskich cen w I połowie bieżącego roku. W rezultacie powyższych tendencji **podtrzymujemy prognozę, iż inflacja bazowa obniżyła się w październiku do 0,9% r/r wobec 1,0% r/r we wrześniu. Niemniej dokładniejszy szacunek na podstawie danych GUS wskazuje na wynik 0,86%, a tym samym spore ryzyko, że październikowa miara inflacji bazowej obniżyła się do 0,8% r/r.** Publikacja miar inflacji bazowej planowana jest na jutro na g. 14.00.

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA
AKTYWAMI I PASYWAMI

bosbank.analazy@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

■ Z kolei w kierunku wyższej inflacji w październiku oddziaływały ceny żywności oraz nośników energii. Na kontynuację wzrostu cen żywności, zgodnie z oczekiwaniami, wpłynął dalszy wzrost cen żywności przetworzonej (głównie za sprawą wzrostu cen nabiału) oraz wysokie wskaźniki cen owoców i warzyw, które dodatkowo przy niskiej bazie odniesienia podbijały roczny indeks cen. W przypadku cen nośników energii ponownie zaskoczyła skala wzrostu cen opału (efekt dynamicznego wzrostu cen węgla).

■ Powyższe trendy cenowe wskazują, że **w listopadzie wskaźnik inflacji pozostanie powyżej poziomu 2,0% r/r, po czym na przełomie 2017 i 2018 r. inflacja powinna obniżyć się w kierunku 1,5% r/r, przy bardzo wysokich bazach odniesienia w grupie cen żywności oraz paliw.**

■ 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 oczekujemy skokowego spadku indeksu cen w tej grupie w grudniu i w pierwszych miesiącach 2018 r. W podobnym kierunku, choć w wyrażnie mniejszej skali, będą oddziaływać efekty bazy dla cen paliw, z kolei w kierunku wzrostu inflacji będą oddziaływać wyższe indeksy cen nośników energii.

■ W II poł. 2018 r. oczekujemy wzrostu inflacji w kierunku 2,0% r/r głównie z uwagi na wzrost inflacji z tytułu efektów cyklicznych (wskaźnik inflacji CPI po wykluczeniu żywności, energii i cen administrowanych). Potwierdzenie spadku wskaźnika inflacji w październiku wspiera prognozę wciąż ograniczonego wzrostu wskaźnika inflacji bazowej w II poł. 2017 r. Biorąc pod uwagę wyższe tempo wzrostu wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy, jak również solidny wzrost popytu konsumpcyjnego oczekujemy jednak stopniowo silniejszego wzrostu inflacji CPI z tytułu efektów cyklicznych. Prognozujemy, że indeks CPI po wykluczeniu żywności, energii oraz pozostałych cen administrowanych wzrośnie jeszcze solidnie w trakcie 2018 r. Z kolei czynnikiem hamującym skalę wzrostu cen będzie oczekiwany przez nas jedynie powolny wzrost cen surowców i utrzymujące się niskie tempo wzrostu cen zagranicą.

■ **W trakcie 2018 r. skalę wzrostu inflacji będą z kolei hamować niższa dynamika cen żywności oraz ograniczona skala wzrostu cen administrowanych.**

■ 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. wzrostem globalnego indeksu cen żywności. 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 w przyszłym roku 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.

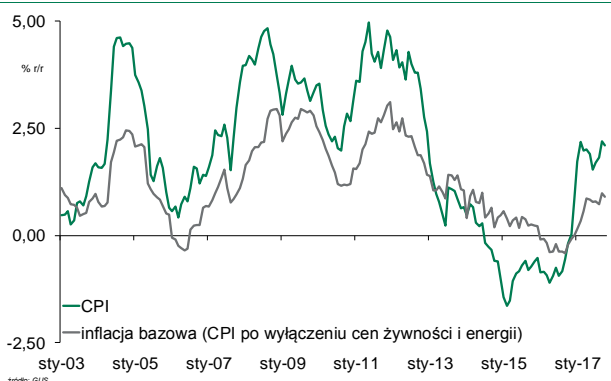
■ Jednocześnie oczekujemy utrzymania w nadchodzących kwartałach relatywnie wolnego (w porównaniu do danych sprzed kilku lat) wzrostu cen w tych kategoriach, które pozostają pod silnym wpływem decyzji administracyjnych (opłaty za przejazdy miejskie, leki czy przedszkola). Zakładamy, że w roku wyborów samorządowych skala wzrostu cen administrowanych pozostanie ograniczona. Zakładany brak podwyżek stawek akcyzy na tytoń będzie z kolei utrzymywała niższe tempo wzrostu cen w tej grupie towarów. Przy oczekiwanym wzroście cen energii elektrycznej oraz dotychczasowych silnych wzrostach cen węgla oczekujemy wyższej kontrybucji nośników energii do wzrostu indeksu CPI w 2018 r.

■ Biorąc pod uwagę wyraźnie niższą zmienność cen ropy naftowej (oraz paliw) od II kw. 2017 r. (ważne dla efektów bazy) oraz nasze założenia ograniczonego potencjału dla wzrostu cen ropy naftowej w trakcie 2018 r. można oczekiwać od II kw. już wyraźnie stabilniejszej dynamiki cen paliw w porównaniu do poprzednich kwartałów. W całym 2018 r. oczekujemy nieco niższej kontrybucji tej składowej we wzrost indeksu CPI (0,20 pkt. proc., wobec 0,35 pkt. proc. w 2017 r. oraz wobec wyraźnie ujemnej kontrybucji w l. 2014-2016). Oczywiście bieżący dynamiczny wzrost cen ropy naftowej może skutkować okresowo silniejszym wzrostem cen paliw skutkując wyższym wskaźnikiem CPI. Zakładamy jednak, że efekt wyższych cen ropy, przekładający się na wyższe ceny paliw, będzie miał jedynie charakter okresowy, szczególnie przy wciąż (według zewnętrznych ośrodków analitycznych) sporym potencjale dla wzrostu produkcji surowca krajów zrzeszonych w OPEC. Podtrzymujemy ocenę, że prognozowana przez EIA wyraźna zmiana

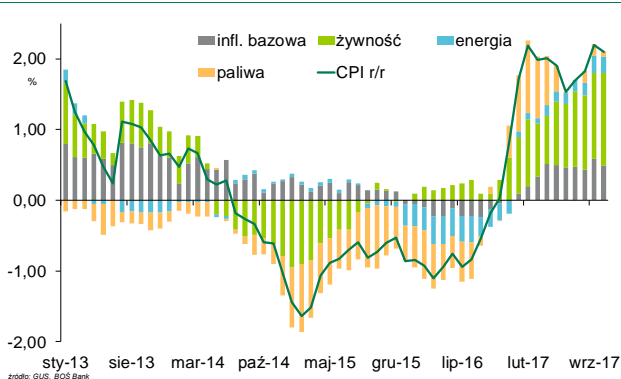
relacji popytu i podaży surowca (silniejszy wzrost podaży) na przełomie w roku będzie hamować trwałe nasilenie wzrostu cen surowca w kolejnych kwartałach nawet pomimo utrzymującego się solidnego wzrostu popytu na surowiec.

■ **Publikacja październikowych danych inflacyjnych może lekko zwiększyć komfort RPP w związku ze spadkiem inflacji bazowej.** W krótkim okresie Rada skupi się zapewne na wątku spadku inflacji na przełomie roku (i wzroście realnych stóp procentowych). Spadek bieżącego wskaźnika inflacji da Radzie zapewne więcej komfortu aby podtrzymać dotychczasową retorykę co do stabilizacji stóp w najbliższych kwartałach. Jednocześnie biorąc pod uwagę nasze założenia trwalszego wzrostu inflacji CPI w połowie 2018 r., w szczególności wyraźnego wzrostu inflacji bazowej oraz prognozę silniejszego wzrostu inwestycji w 2018 r., przy utrzymaniu solidnego wzrostu wynagrodzeń, oczekujemy lekkiego zaostżenia polityki pieniężnej RPP pod koniec 2018 r.

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Wpływ głównych kategorii cen na inflację



		lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17	paź 17
inflacja CPI	% r/r	0,0	0,8	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1
żywność i napoje bezalkoholowe	% r/r	1,2	2,5	3,3	3,9	3,1	2,8	3,7	3,7	4,4	4,3	5,0	5,4
nośniki energii	% r/r	-2,0	-1,6	0,7	0,8	0,6	1,4	1,3	1,3	1,4	1,6	2,1	2,5
paliwa	% r/r	-0,1	8,9	16,5	21,2	18,1	14,4	7,6	0,4	-0,1	3,5	3,6	1,6
infl. bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	1,0	0,9*

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.