

# KOMENTARZ BIEŻĄCY

7 stycznia 2021

## Skokowy spadek inflacji do 2,3% na koniec 2020 roku. Tąpnięcie inflacji bazowej.

• Według szacunku *flash* w grudniu 2020 r. wskaźnik inflacji CPI skokowo spadł do 2,3% r/r wobec 3,0% r/r w listopadzie. Tym samym po raz pierwszy (i ostatni) w 2020 r. inflacja znalazła się poniżej celu inflacyjnego NBP. Wynik ten ukształtował się wyraźnie poniżej naszych i rynkowych oczekiwań (kolejno 2,8% i 2,6% r/r). W ujęciu m/m w grudniu indeks cen konsumpcyjnych wzrósł o 0,1%.

dane		lis 20	gru 20	prognoza BOŚ
inflacja CPI	% r/r	3,0	2,3	2,8
inflacja CPI	% m/m	0,1	0,1	0,1
żywność i napoje bezalkoholowe	% m/m	-0,1	-0,1	0,3
nośniki energii	% m/m	0,1	0,0	0,1
paliwa	% m/m	0,2	3,0	2,2

• Skala spadku (0,7 pkt. proc.) wskaźnika inflacji CPI w grudniu to duża niespodzianka. Źródłem spadku CPI i tym samym głównym źródłem tej niespodzianki był skokowy spadek inflacji bazowej. Ponadto w kierunku obniżenia inflacji oddziaływał dalszy spadek dynamiki cen żywności oraz lekkie obniżenie dynamiki cen nośników energii. Z kolei skalę spadku grudniowego wskaźnika CPI lekko ograniczyła mniejsza skala spadku cen paliw w ujęciu r/r.

• W przypadku cen żywności dynamika roczna spadła w grudniu do 0,7% r/r wobec 2,0% r/r w listopadzie. W samym grudniu ceny żywności w ujęciu m/m spadły o 0,1% (rzadki przypadek), zapewne przede wszystkim za sprawą kontynuacji spadku cen mięsa (m.in. za sprawą zakazu importu wieprzowiny z Niemiec do Chin (skutek ASF) i nadpodaży mięsa na rynku europejskim).

• W przypadku cen paliw dynamika roczna nadal pozostawała w głębokich obszarach ujemnych (-8,4 r/r), lecz za sprawą sporego wzrostu cen w samym grudniu (3% m/m), skala rocznego spadku cen została ograniczona w porównaniu do listopada kiedy wyniosła -9,2% r/r.

• Na podstawie opublikowanych dzisiaj danych GUS szacujemy, że w grudniu wskaźnik inflacji bazowej (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii) skokowo spadł do 3,6% wobec 4,3% r/r w listopadzie, czyli z najwyższego poziomu w 2020 r. i w ostatnich 20 latach). Jeśli faktycznie inflacja bazowa w grudniu wyniosła 3,6%, jej miesięczny spadek wyniesie 0,7 pkt. proc. i będzie to największa miesięczna skala spadku inflacji bazowej od 18 lat. Dla zobrazowania skali spadku inflacji bazowej możemy wskazać, że aby uzyskać taki spadek przykładowo ceny w kategorii łączność musiałyby obniżyć się w skali miesiąca o 8%.

• Nie wiemy co stoi tak gwałtownym spadkiem inflacji bazowej. Tradycyjnie szacunek *flash* zawiera jedynie informację nt. trzech głównych składowych cen: żywności, paliw i nośników energii. Pełna publikacja GUS nt. grudniowego wskaźnika CPI planowana jest 15. stycznia i wtedy poznamy przyczyny

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

**grudniowego spadku inflacji bazowej.** Z kolei 17. stycznia NBP opublikuje grudniowe poziomy miary inflacji bazowej.

- **Skala grudniowego spadku inflacji bazowej jest oczywiście zaskoczeniem, z drugiej strony od początku pandemii, a w szczególności w drugiej połowie ubiegłego roku, regularnie zwracaliśmy uwagę na nieoczekiwanie wysoki poziom inflacji bazowej jak na skalę szoku makroekonomicznego w gospodarce,** skalę osłabienia popytu i skali obniżenia inflacji bazowej w innych gospodarkach (np. w strefie euro). Przy okazji wysokich poziomów inflacji bazowej w trakcie 2020 r. pojawiał się także wątek wyzwań metodologicznych związanych z szacowaniem zmian cen tych dóbr i usług, dla których z powodu lockdownów rynek w całości lub częściowo zanikł (usługi lotnicze, turystyka, restauracje) i były trudności z uzyskaniem wiarygodnych poziomów cen, co wymagało od urzędów statystycznych oszacowywania zmian cen.

- **Zatem, choć w samym grudniu nie oczekiwaliśmy skokowego spadku inflacji bazowej, jej obniżenie jest spójne z naszym średniookresowym scenariuszem obniżenia inflacji bazowej w 2021 r.**

- Wobec braku informacji nt. zmian cen w kategoriach dóbr i usług zaliczanych do inflacji bazowej trudno jest jednoznacznie wskazać przyczyny tak gwałtownego spadku inflacji. Informacja na ten temat będzie istotna z punktu widzenia oceny perspektyw inflacji bazowej. Teoretycznie, jeśli okaże się, że grudniowy spadek ma charakter okresowy (np. za przyczyną zmian cen zmiennych kategorii dóbr i usług), inflacja bazowa odreaguje w kolejnych miesiącach. Jeśli jednak struktura zmian cen wskaże na trwalszy spadek, na przykład w związku z dostosowaniem cen w następstwie korekty wcześniejszych wysokich dynamik cen będących pochodną założeń metodologicznych, w 2021 rok weszlibyśmy z wyraźnie niższym punktem startowym inflacji bazowej, co zwiększyłoby prawdopodobieństwo realizacji naszego bazowego scenariusza wyraźnego obniżenia inflacji bazowej w 2021 r.

- Choć nie znamy natury grudniowego dostosowania inflacji bazowej, fakt jej silnego spadku, sprzyja naszym dotychczasowemu scenariuszowi zakładającemu wyraźnie niższy poziom inflacji bazowej w trakcie 2021 roku wobec 2020 r.

- **Podtrzymujemy ocenę, że w 2021 r. do obniżenia inflacji bazowej względem 2020 r. przyczyni się wysoka baza odniesienia oraz oczekiwany dezinflacyjny wpływ słabszego popytu w warunkach niższego tempa wzrostu dochodów gospodarstw domowych. Oczekujemy, że w 2021 r. średnioroczna inflacja bazowa obniży się do 2,2% wobec 3,9% w 2020 r.**

- Dodatkowo w kierunku obniżenia inflacji w 2021 nadal oddziaływać będzie niższa dynamika cen żywności (m.in. efekt wysokiej bazy odniesienia na rynku warzyw i owoców). Prognozujemy, że w 2021 r. średnioroczna dynamika cen żywności spadnie do 1,1% wobec 4,9% w 2020 r.

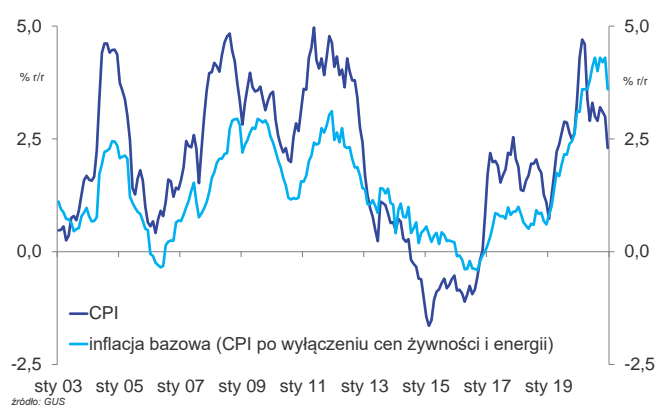
- Z kolei czynnikiem ograniczającym spadek wskaźnika inflacji CPI będą tendencje na rynku paliw. Biorąc pod uwagę skalę wcześniejszego tąpnięcia cen ropy oraz późniejszego odreagowania w górę cen, w szczególności w I poł. 2021 r. ceny paliw będą (przez efekt bardzo niskiej bazy odniesienia) silniej wpływać *in plus* na inflację. Prognozujemy, że w 2021 r. średnioroczny wzrost cen paliw wyniesie 6,1% wobec spadku o ponad 11% w 2020 r.

- W bieżącym roku w kierunku ograniczenia spadku inflacji oddziaływać będą ceny administrowane za sprawą wzrostu cen energii elektrycznej, dalszego wzrostu opłat komunalnych (np. za wywóz śmieci), czy wprowadzenia tzw. „opłaty cukrowej”. W oparciu o dostępne informacje podtrzymujemy dotychczasowe założenie, że wzrost cen energii elektrycznej w 2021 r. wyniesie średnio ok. 9% w skali roku.

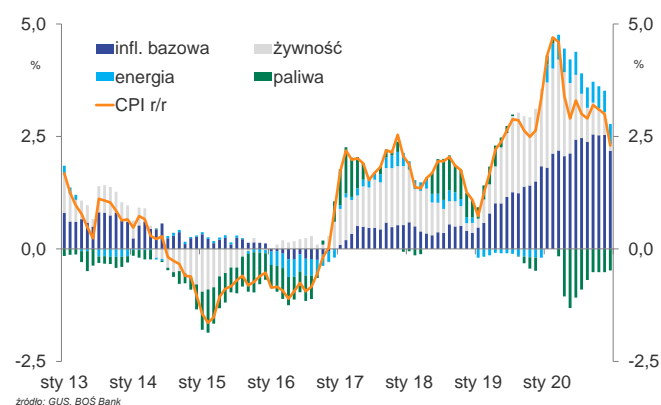
- Biorąc pod uwagę powyższe tendencje w 2021 r. prognozujemy kontynuację trendu spadkowego inflacji CPI do 2,3% w ujęciu średniorocznym wobec szacowanego 3,4% w 2020 r.**

- Prognozujemy, że w następstwie obniżenia inflacji bazowej oraz kontynuacji spadku dynamiki cen żywności w I kw. 2021 r. wskaźnik CPI spadnie poniżej 2,5% r/r, celu inflacyjnego NBP. W trakcie 2021 r. wskaźnik będzie się wahał wokół tego poziomu – w II kw. w przedziale 2,5%- 3,0% r/r, a w II poł. roku 2,0-2,5% r/r.

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Wpływ głównych kategorii cen na inflację



wskaźnik		sty 20	lut 20	mar 20	kwi 20	maj 20	cze 20	lip 20	sie 20	wrz 20	paź 20	lis 20	gru 20
inflacja CPI	% r/r	4,3	4,7	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0	2,9	3,2	3,1	3,0	<b>2,3</b>
żywność i napoje bezalkoholowe	% r/r	7,5	7,5	8,0	7,4	6,2	5,7	3,9	3,0	2,8	2,4	2,0	<b>0,7</b>
nośniki energii	% r/r	4,0	5,5	5,5	5,2	5,2	5,1	4,5	4,5	4,6	4,8	4,7	<b>4,6</b>
paliwa	% r/r	3,5	2,4	-2,9	-18,8	-23,4	-19,3	-16,1	-12,3	-9,2	-9,2	-9,2	<b>-8,4</b>
infl. bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	3,1	3,6	3,6	3,6	3,8	4,1	4,3	4,0	4,3	4,2	4,3	<b>3,6*</b>

źródła: 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, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.