

# KOMENTARZ BIEŻĄCY

15 stycznia 2020

## Grudniowy wzrost inflacji to kombinacja czynników okresowych i trwałych. W I kw. wzrost CPI powyżej 4% niemal pewny.

• Według ostatecznych danych wskaźnik inflacji CPI w grudniu wyniósł 3,4% r/r wobec 2,6% r/r w listopadzie, zgodnie z szacunkiem *flash*. Inflacja w grudniu osiągnęła najwyższy poziom od października 2012 r. W skali miesiąca wskaźnik CPI wzrósł o 0,8% m/m.

dane		lis 19	gru 19	prognoza BOŚ
inflacja CPI	% r/r	2,6	<b>3,4</b>	2,9
inflacja CPI	% m/m	0,1	<b>0,8</b>	0,4
żywność i napoje bezalkoholowe	% m/m	0,3	<b>1,2</b>	0,4
nośniki energii	% m/m	0,1	<b>0,1</b>	0,1
paliwa	% m/m	0,2	<b>2,2</b>	2,2

• W stosunku do szacunku *flash* nie nastąpiły zmiany w strukturze wzrostu grudniowej inflacji – skokowy wzrost wskaźnika rocznego inflacji do 3,4% r/r był efektem wzrostu inflacji bazowej (dodatkowe 0,3 pkt. proc.), wzrostu dynamiki rocznej cen paliw (dodatkowe 0,3 pkt. proc. wzrostu CPI) oraz żywności (dodatkowe 0,1 pkt. proc.).

• Tak jak napisaliśmy w komentarzu do publikacji wskaźnika *flash* obszarami cen, które przyczyniły się do grudniowej niespodzianki inflacyjnej były inflacja bazowa i żywność. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami ukształtowały się dynamika cen paliw oraz nośników energii.

• **Na podstawie opublikowanych dziś danych szacujemy, że wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii wzrósł w grudniu do 3,1-3,2% r/r wobec 2,6% r/r w listopadzie. Do skokowego wzrostu inflacji bazowej w grudniu przyczyniły się przede wszystkim wzrost opłat za usługi ubezpieczeniowe, silniejszy sezonowy wzrost cen biletów lotniczych oraz opłat za turystykę zorganizowaną.** Dodatkowo w kierunku wyższego wskaźnika inflacji bazowej oddziaływał wzrost opłat w telekomunikacji oraz mniejsza skala sezonowego spadku cen odzieży i obuwi. **Z danych nie wynika natomiast by do grudniowej niespodzianki cenowej przyczyniło się przesunięcie oczekiwanych z początkiem 2020 r. podwyżek cen regulowanych, m.in. opłat za wywóz śmieci.**

• **W obszarze żywności grudniowa niespodzianka cenowa wynikała praktycznie wyłącznie ze skokowego wzrostu cen mięsa (2,8% m/m), głównie za sprawą wzrostu cen mięsa wieprzowego (6,8% m/m), a także wędlin (2,0% m/m). Wzrost cen mięsa wieprzowego jest efektem kolejnej fali globalnego wzrostu cen wieprzowiny w konsekwencji choroby ASF skutkującej skokowym spadkiem podaży wieprzowiny. Roczna dynamika cen mięsa ogółem wzrosła w grudniu do blisko 13%, w tym mięsa wieprzowego – do blisko 24%. W pozostałych podkategoriach cen żywności w grudniu nie było istotnych zaskoczeń – dynamika cen żywności przetworzonej kontynuowała wzrost, w dużej mierze za**

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

sprawą efektów niskiej bazy sprzed roku (nabiał, tłuszcze), z kolei spadek rocznej dynamiki cen notowany był w przypadku warzyw (w tym wypadku z kolei bardzo wysoka baza odniesienia sprzed roku).

- W grudniu, zgodnie z oczekiwaniami miało miejsce wyraźne ograniczenie skali spadku cen paliw w ujęciu r/r (do 0% z -5,4% w listopadzie) – efekt grudniowego wzrostu cen paliw oraz niskiej bazy odniesienia sprzed roku.

- **Skokowy wzrost inflacji w grudniu zrodził pytania na ile zwiastuje on trwałe przesunięcie w górę ścieżki inflacyjnej wobec dotychczasowych oczekiwań, a na ile jest efektem zmian w kategoriach o wysokiej zmienności cen (które zostaną zniwelowane z początkiem 2020 roku) lub przesunięcia na grudzień podwyżek planowanych z początkiem 2020 r.**

- **W naszej ocenie z grudniowej niespodzianki inflacyjnej na poziomie 0,5 pkt. proc., blisko połowa (ponad 0,2 pkt. proc.) to efekty trwałe, nieco ponad 0,1 pt. proc. to efekty przejściowe, a w przypadku ok. 0,1 pkt. proc. trudno jest jednoznacznie zawyrokować.**

- **W naszej ocenie efekty trwałe (przynajmniej w perspektywie I połowy roku), dotyczą wzrostu cen wieprzowiny oraz w mniejszym stopniu niektórych usług (np. łączności). Zmiany nietrwałe, które w dużej mierze zostaną odwrócone w styczniu, dotyczą wzrostu cen biletów lotniczych i opłat za turystykę zorganizowaną). W tych obszarach cen z roku na rok w okresie świątecznym różnie w Polsce rola wyjazdów turystycznych (przybliżamy się do tendencji europejskich), co wzmacnia sezonową zmienność cen. **Z kolei w przypadku skokowego wzrostu cen ubezpieczeń, o trwałości tych zmian trudno jest jednoznacznie wyrokować** – jest to kategoria cen bardzo zmienna i grudniowy skokowy wzrost cen może oznaczać zarówno trwały efekt, jak i jedynie czasowy wzrost.**

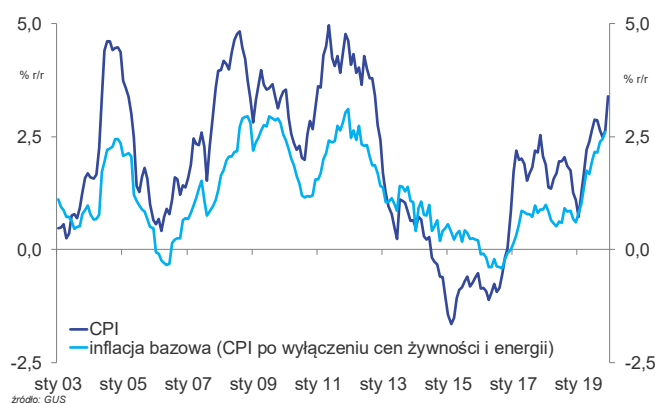
- **Natomiast grudniowa niespodzianka inflacyjna praktycznie w ogóle nie wynikała z przesunięcia na grudzień oczekiwanych z początkiem roku podwyżek cen o charakterze administracyjnym (np. opłat za wywóz śmieci).** Grudniowy skok inflacji nie znamionuje też w naszej ocenie skokowego przyspieszenia inflacji bazowej w obszarach determinowanych głównie przez popyt, choć w tych obszarach kluczowe będą dopiero dane za pierwsze miesiące 2020 r., kiedy tradycyjnie dochodzi do corocznej weryfikacji cenników.

- **Podtrzymujemy ocenę, że grudniowy skokowy wzrost inflacji CPI do 3,4% r/r zdecydowanie zwiększa prawdopodobieństwo, że w I kw. wskaźnik inflacji przekroczy 4% r/r wobec naszej dotychczasowej prognozy ukształtowania się indeksu na poziomie 4% r/r.** Tak jak wskazaliśmy, oczekujemy, że niektóre czynniki odpowiedzialne za grudniowy skok CPI zostaną odwrócone (bilety lotnicze, turystyka zorganizowana) z początkiem 2020 r. **Niemniej silniejszy od naszych dotychczasowych oczekiwań wzrost cen mięsa wieprzowego w połączeniu z przewidywanymi w naszym dotychczasowym scenariuszu: - wzrostem cen alkoholu i tytoniu w wyniku wyższych stawek akcyzy, - wzrostem cen energii elektrycznej, - serią podwyżek pozostałych cen administrowanych (opłaty za wywóz śmieci, podwyżki opłat za transport publiczny) oznaczają, że prawdopodobnie już w styczniu wskaźnik inflacji osiągnie poziom 4% r/r, a w lutym i marcu przekroczy ten poziom.**

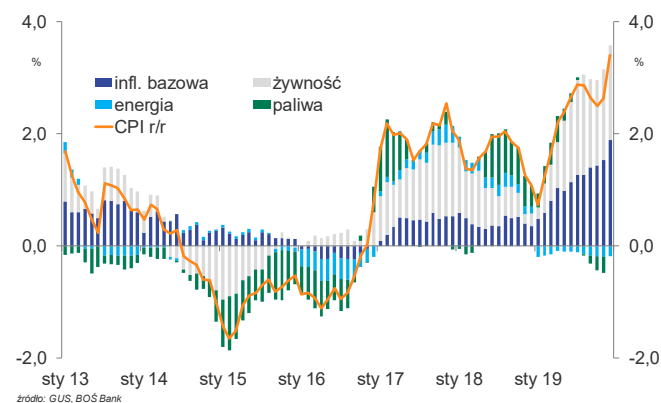
- Podtrzymujemy jednocześnie prognozę, że po silnym wzroście inflacji do marca, od II kw. 2020 r. rozpocznie się trend stopniowego obniżania się wskaźnika inflacji CPI, poniżej poziomu 3% r/r pod koniec 2020 roku. Na trend spadkowy inflacji wpływać powinna solidna korekta wskaźników cen żywności (efekt statystycznej bazy), a także ograniczenie wzrostu inflacji bazowej w warunkach słabszej koniunktury gospodarczej, niskiej inflacji w gospodarkach europejskich oraz wyższych baz odniesienia.

- Podtrzymujemy ocenę, że wyższy od oczekiwań wskaźnik inflacji grudniowej i wzrost inflacji powyżej 4% w I kw. nie będą miały istotnych implikacji dla polityki RPP. Podtrzymujemy ocenę, że Rada przez cały bieżący rok utrzyma stopy procentowe NBP na bieżącym poziomie. Sądzymy, że większość Rady podtrzyma preferencję dla postawy wait and see w związku z: – oczekiwaniem, że wzrost inflacji jest przejściowy i w perspektywie 2 lat wskaźnik inflacji obniży się do celu inflacyjnego NBP, – obserwowanym i oczekiwanym dalszym osłabieniem wzrostu PKB, przy wciąż utrzymującej się niepewności dot. skali tego spowolnienia, – utrzymywaniem łagodnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne na świecie, – dominującą w Radzie preferencją dla unikania zmian parametrów polityki pieniężnej („stabilność stóp jako wartość sama w sobie”). Oczekiwania takiego scenariusza potwierdziła retoryka RPP po styczniowym posiedzeniu Rady, kiedy członkowie Rady znali już wstępny odczyt wskaźnika inflacji za grudzień.

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Wpływ głównych kategorii cen na inflację



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

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: 929 476 710 zł wpłacony w całości.