

# KOMENTARZ BIEŻĄCY

13 stycznia 2023

## Grudniowa inflacja 16,6% r/r. Wyższa inflacja bazowa – w górę ciągną usługi, w towarach spokojniej.

• Według ostatecznego szacunku w grudniu wskaźnik inflacji CPI obniżył się do 16,6% r/r wobec 17,5% w listopadzie i ukształtował się na poziomie wstępnego szacunku *flash*. W skali miesiąca wskaźnik CPI wzrósł o 0,1% wobec wstępnie szacowanych 0,2% m/m.

dane		lis 22	gru 22	prognoza BOŚ
inflacja CPI	% r/r	17,5	16,6	17,5
inflacja CPI	% m/m	0,7	0,1	0,9
żywność i napoje bezalkoholowe	% m/m	1,6	1,4	2,2
nośniki energii	% m/m	0,0	-3,3	0,6
paliwa	% m/m	-1,2	-1,6	-2,2

• Tak jak wskazaliśmy w komentarzu do szacunku *flash* za spadkiem rocznego wskaźnika inflacji w grudniu o 0,9 pkt. proc. stały: spadek cen nośników energii (kontrybucja do zmiany wskaźnika rocznego -0,6 pkt. proc.), niższy niż przed rokiem wzrost cen żywności (kontrybucja -0,3 pkt. proc.) oraz spadek cen paliw do środków transportu (-0,1 pkt. proc.). W przeciwnym kierunku oddziaływał dalszy wzrost inflacji bazowej (+0,1 pkt. proc.).

• W przypadku nośników energii – czynnika, który najsilniej ściągnął w dół grudniową inflację i jednocześnie był źródłem największej niespodzianki – zgodnie z naszymi przypuszczeniami za grudniowym spadkiem cen o 3,4% stoi wyraźne obniżenie cen opatu, o blisko 11% m/m. Spadek ten jest efektem skokowego spadku cen węgla w wyniku wprowadzenia z początkiem listopada systemu dystrybucji węgla przez samorządy z gwarantowanymi cenami 2 tys. zł za tonę, co obniżyło ceny w ofercie prywatnych dostawców, pomimo iż główni dostawcy węgla na rynku detalicznym – PGG i Tauron nie zmienili cenników w grudniu. Ponadto, poniżej oczekiwań ukształtował się grudniowy wzrost opłat za ciepło (nieco ponad 1% m/m wobec średnio 3,7% m/m za okres lipiec – listopad 2022 r.).

• Żywność, zgodnie z oczekiwaniami, kontynuowała w grudniu miesięczny wzrost (1,4% m/m), choć wzrost ten w kolejnym miesiącu nieco spowolnił w porównaniu z silną falą wzrostów cen na jesieni i był także niższy niż przed rokiem w grudniu. W grudniu kontynuowany był wzrost cen w większości podstawowych kategorii żywności, z wyjątkiem olejów i tłuszczów, gdzie ceny lekko spadły m/m. Do mniejszego od oczekiwanego wzrostu mogła przyczynić się ostrzejsza konkurencja sieci handlowych w okresie przedświątecznym. Prawdopodobnie stopniowo do niższych cen detalicznych przenikają też obniżające się w przypadku niektórych produktów żywnościowych (olej rzepakowy, masło) niższe ceny hurtowe, choć nasze obserwacje wskazują, że póki co objawia się to głównie w postaci okresowych promocji cenowych, a nie stałego obniżenia cen. W rezultacie mniejszego niż przed rokiem (2,1%) miesięcznego wzrostu cen żywności w grudniu roczna dynamika cen żywności

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

obniżyła się do 21,5% i jest to pierwszy od ponad półtora roku spadek dynamiki rocznej cen żywności.

- W przypadku paliw do środków transportu do obniżenia rocznej dynamiki cen w grudniu przyczynił się zarówno spadek bieżących cen detalicznych, jak i wyższa baza odniesienia sprzed roku. W grudniu dynamika roczna cen paliw obniżyła się do 13,5% r/r wobec szczytu w połowie roku powyżej 45% r/r.

- **W przypadku najistotniejszego z punktu widzenia długoterminowych tendencji inflacyjnych obszaru, czyli inflacji bazowej, obejmującej kategorie dóbr i usług z wyłączeniem żywności i energii, szacujemy, że wskaźnik inflacji bazowej wzrósł do 11,5% wobec 11,4% w listopadzie** oraz wobec 11,7% szacowanych przez nas przed publikacją dzisiejszych danych. Szacowana przez nas zmiana miesięczna wskaźnika inflacji bazowej o 0,5-0,6% m/m pozostaje wyraźnie wyższa od grudniowej średniej za ostatnie 10 lat (0,1% m/m). Analiza składowych inflacji bazowej wskazuje, że **w grudniu utrzymał się wyraźny wzrost cen usług i jednocześnie hamował wzrost cen w większości kategorii towarów zaliczanych do inflacji bazowej.**

- **W grudniu utrzymywała się podwyższona dynamika cen usług.** Wśród kategorii usług, które odnotowały miesięczny wzrost cen silniejszy niż przed rokiem wskazać można m.in.: usługi związane z kulturą i sportem, turystkę zorganizowaną, usługi fryzjerskie i kosmetyczne, restauracje i hotele oraz opłaty za edukację. Tym samym postępuje proces przekładania się podwyższonej dynamiki cen czynników produkcji (płac, nośników energii) na ceny detaliczne.

- **Z kolei w grudniu powszechniejsze było ograniczenie wzrostu / spadek cen towarów w wyniku promocji cenowych zgodnie z sezonowym efektem.** Lekki spadek cen miał miejsce w przypadku mebli (pierwszy miesięczny spadek cen od lipca br.), sprzętu RTV i informatycznego, czy artykułów kosmetycznych. Generalnie niższej dynamice cen towarów sprzyjała obserwowana od ubiegłego roku i postępująca poprawa w drożności globalnych łańcuchów dostaw oraz umocnienie kursu złotego (w szczególności w relacji do dolara). Z powyższego obrazu generalnie niższej grudniowej skali wzrostu cen towarów wyłamała się odzież, której ceny wzrosły w grudniu, wbrew dotychczasowemu efektowi sezonowego spadku cen. Nie można wykluczyć, że może to wskazywać na zmianę efektów sezonowych kształtowania się cen odzieży, z przesunięciem na listopad wyraźniejszego spadku cen, ale tutaj potrzebny jest dłuższy szereg danych.

- Warto zauważyć, że różnica między szacowanym miesięcznym wzrostem inflacji bazowej a średnią dla danego miesiąca w ostatniej dekadzie obniżyła się w grudniu do niespełna 0,5 pkt. proc., tj. poniżej poziomów notowanych w okresie maj-sierpień, kiedy średnio wynosiła ona 0,9 pkt. proc. Może to wskazywać, że presja na wzrost inflacji bazowej lekko osłabła wobec okresu jesiennego, kiedy wzrost inflacji bazowej był bardzo dynamiczny. Z drugiej strony okres grudniowy, ze względu na swą specyfikę, m.in. z promocjami z początkiem miesiąca i po świętach, prawdopodobnym wstrzymywaniem się sprzedawców do nowego roku z nowymi cennikami, może nie być w pełni reprezentatywny. Dlatego pierwsze miesiące nowego roku będą bardzo istotne dla oceny na ile przeciwstawne siły - z jednej strony słabnący popyt i globalne procesy dezinflacyjne, a z drugiej strony wciąż spora presja kosztowa

oddziałują na inflację bazową. W szczególności istotne będą styczniowe dane w poszczególnych kategoriach inflacji bazowej, biorąc pod uwagę sezonowy efekt zmiany cenników z początkiem roku.

- **Oczekujemy, że styczeń i luty przyniosą ponowny wzrost inflacji do nowego lokalnego szczytu w lutym nieco powyżej 19%.** Jednocześnie niższy odczyt inflacji za grudzień **obniżył ryzyko przekroczenia przez inflację psychologicznego poziomu 20% w lutym** dzięki obniżeniu punktu startowego dla ścieżki inflacji. Główną przyczyną wzrostu wskaźnika inflacji z początkiem roku będzie wzrost cen nośników energii dla odbiorców indywidualnych w wyniku przywrócenia podatków pośrednich na energię elektryczną i gaz, które w pełni zostaną przeniesione na odbiorców indywidualnych, a także dalszy okresowy wzrost cen żywności i wspomnianego oczekiwanego wzrostu inflacji bazowej w wyniku sezonowego efektu zmiany cenników z początku roku. **Szacujemy, że w pierwszych miesiącach roku inflacja bazowa osiągnie szczyt w przedziale 11,5-12% r/r.**

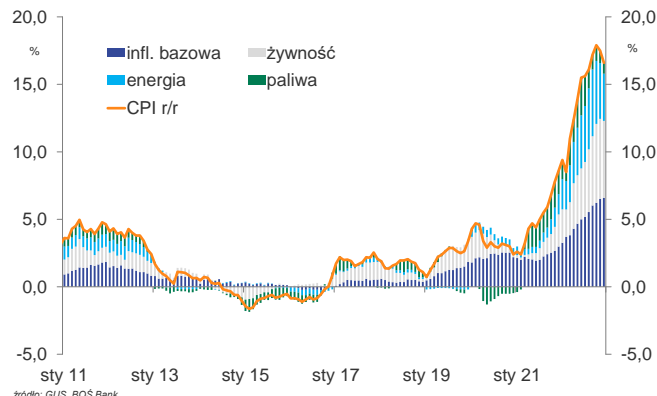
- Punktowa prognoza szczytu inflacji w lutym obarczona jest sporym ryzykiem, co jest przede wszystkim pochodną niepewności co do skali wzrostu cenników kategorii dóbr i usług zaliczonych do inflacji bazowej, zachowania cen paliw, głównie oleju napędowego po wprowadzeniu pełnego zakazu importu paliw z Rosji, a także wzrostu cen żywności. Standardowo na początku roku zmieniona zostanie też struktura wag w koszyku inflacyjnym GUS, co będzie miało wpływ na kształtowanie się ścieżki CPI w całym bieżącym roku.

- Od marca skokowy wzrost baz statystycznych odniesienia powoduje wyraźnym obniżeniem wskaźnika inflacji postępującym z miesiąca na miesiąc. Generalna prognoza obniżenia inflacji wynika z założenia utrzymania bieżących, niższych cen surowców i materiałów i stabilizacji wskaźników cenowych w produkcji (od kilku miesięcy stabilizacja indeksu PPI). Z drugiej strony dynamiki miesięczne CPI choć będą się obniżać wobec rekordowych poziomów z 2022 r. pozostaną podwyższone na tle średnich wieloletnich, co będzie głównie efektem przenikania do cen detalicznych istotnie wyższych kosztów przedsiębiorstw z tytułu wyższych cen energii elektrycznej i gazu oferowanych na 2023 r. podmiotom komercyjnym. Łącznie przy tych założeniach **w IV kw. 2023 r. prawdopodobny jest spadek wskaźnika CPI do jednocyfrowego poziomu – w kierunku 8% na koniec 2023 r.** W tym scenariuszu założyliśmy utrzymanie zerowej stawki VAT na żywność przez cały 2023 r. Szacujemy, że w skali całego roku średnioroczny wskaźnik inflacji ukształtuje się w okolicach 12,5% wobec 14,4% w 2022 roku.

### Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



### Wpływ głównych kategorii cen na inflację



wskaźnik		sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22
inflacja CPI	% r/r	9,4	8,5	11,0	12,4	13,9	15,5	15,6	16,1	17,2	17,9	17,5	<b>16,6</b>
żywność i napoje bezalkoholowe	% r/r	9,3	7,6	9,2	12,7	13,5	14,2	15,3	17,5	19,3	22,0	22,3	<b>21,5</b>
nośniki energii	% r/r	20,0	18,8	24,3	27,3	31,4	35,1	37,0	40,3	44,2	41,6	36,8	<b>31,1</b>
paliwa	% r/r	23,8	11,1	33,5	27,8	35,4	46,7	36,8	23,3	18,2	19,5	15,5	<b>13,5</b>
infl. bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	6,1	6,7	6,9	7,7	8,5	9,1	9,3	9,9	10,7	11,0	11,4	<b>11,5*</b>

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