

KOMENTARZ BIEŻĄCY

15 stycznia 2025

2024 rok ostatecznie zakończył się inflacją 4,7% r/r. Szacowany spadek inflacji bazowej do 4,0% r/r.

• Według ostatecznego szacunku GUS wskaźnik inflacji CPI w grudniu wyniósł 4,7% r/r, czyli został skorygowany w dół wobec szacunku *flash* 4,8% r/r i tym samym ustabilizował się na poziomie z listopada. W stosunku do poprzedniego miesiąca przeciętne ceny utrzymały się na poziomie notowanym w listopadzie wobec wstępnie szacowanego przez GUS wzrostu o 0,2% m/m.

dane		lis 24	gru 24	prognoza BOŚ*
inflacja CPI	% r/r	4,7	4,7	5,0
inflacja CPI	% m/m	0,5	0,0	0,4
żywność i napoje bezalkoholowe	% m/m	0,7	0,2	0,8
nośniki energii	% m/m	0,0	0,0	0,0
paliwa	% m/m	2,3	0,3	0,8

*przygotowana przed publikacją szacunku *flash*

• Korekta w dół szacunku inflacji za grudzień – rzadko obserwowana zmiana szacunku wskaźnika cen w ujęciu m/m rzędu 0,2 pkt. proc. – to w całości efekt korekty szacunku cen dóbr i usług zaliczanych do inflacji bazowej. W efekcie obniżyliśmy nasz szacunek grudniowej inflacji bazowej – do 4,0% r/r wobec wcześniejszej prognozy 4,2% r/r.

• Grudniowa stabilizacja wskaźnika rocznego CPI to wypadkowa przeciwstawnych tendencji – z jednej strony wspomnianego obniżenia inflacji bazowej, a z drugiej ograniczenia ujemnej rocznej dynamiki cen paliw (do -3,9% r/r wobec -6,0% r/r w listopadzie) oraz lekkiego wzrostu dynamiki nośników energii (do 12% r/r wobec 11,7% r/r). Zmiany cen żywności były neutralne dla grudniowego wskaźnika inflacji w ujęciu r/r (stabilizacja dynamiki cen żywności na poziomie 4,8% r/r).

• Do wyraźnie niższej od prognoz (5,0% r/r) grudniowej inflacji przyczynił się niższy od oczekiwań wzrost cen żywności oraz niższa inflacja bazowa, przy zbliżonych do oczekiwań zmianach cen paliw i nośników energii.

• Za niższym od oczekiwań wzrostem cen żywności (0,2% m/m vs. oczekiwane 0,8% m/m) stoi niższa dynamika cen warzyw (szeroki wachlarz produktów), owoców (głębszy od sezonowego spadek cen cytrusów i bananów) i mięsa (w szczególności drobiu). Zbliżony do oczekiwań z kolei okazał się solidny wzrost cen żywności przetworzonej (wg naszych szacunków 0,5% m/m) za sprawą kontynuacji skokowego wzrostu cen masła, a także nabiału oraz pieczywa i produktów zbożowych. W przypadku żywności przetworzonej wyraźnym wyjątkiem była cena cukru, która w grudniu kontynuowała silny trend spadkowy (blisko -7% m/m).

• Najciekawsze w dzisiejszej publikacji danych inflacyjnych są dane nt. cen dóbr i usług zaliczanych do inflacji bazowej (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii). Przyznajemy, że szacowany wynik grudniowej inflacji bazowej na

Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych
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

poziomie 4,0% r/r (z większą dokładnością: 3,96% r/r) to spora niespodzianka wobec oczekiwanych przez nas 4,2% r/r. Niemal połowa (0,08 pkt. proc.) z niej wynika ze zmian o charakterze administracyjnym, tj. kontynuacji skokowego spadku (o blisko 28%) opłaty za opiekę nad dziećmi w żłobkach w następstwie wejścia w życie rządowego programu "Aktywny rodzic" (zakładaliśmy, że wpływ tej regulacji w całości zmaterializował się w listopadzie). Pozostałe, nieco ponad 0,1 pkt. proc. niespodzianki w grudniowej inflacji bazowej, to przede wszystkim efekt głębszego od oczekiwań spadku cen towarów, głównie sprzętu RTV i AGD.

- Szczegółowa analiza zmian cen poszczególnych kategorii dóbr i usług wskazuje, że **w grudniu pogłębiły się tendencje deflacyjne cen towarów** (podawany przez GUS wzrost indeksu cen towarów do 4,0% r/r uwzględnia wzrost dynamiki cen paliw i energii, czyli kategorii niezaliczane do inflacji bazowej) pomimo ostatniego widocznego osłabienia kursu złotego w relacji do dolara. Choć grudniowe zmiany cen mogą być wypaczone przez agresywne promocje przedświąteczne, niemniej generalnie świadczą one o utrzymującym się (widocznym wyraźnie w kontekście globalnym) efekcie nadpodaży dóbr, przy nadal słabym popycie na dobra trwałego użytku, co wywiera presję na ceny towarów.

- **W przypadku dynamiki cen usług (obniżenie do 6,6% r/r wobec 7,2% w listopadzie) obraz jest bardziej skomplikowany, gdyż nakłada się tutaj kilka efektów. Po pierwsze, wyhamowanie wzrostu cen usług nierynkowych** (m.in. opłat za dostawę wody, usługi kanalizacyjne, czy wywóz śmieci), po kumulacji w ostatnich 6 miesiącach. **Po drugie – wspomniany dalszy głęboki spadek opłat za żłobki (także efekt regulacyjny).** **Po trzecie – bardzo stopniowe obniżanie się dynamiki usług rynkowych z dwucyfrowych poziomów notowanych w I. 2022–2023, która jednak w większości kategorii utrzymuje się na wysokich poziomach** (przykładowo w przypadku turystyki zagranicznej +15% r/r, usług weterynaryjnych +11% r/r, edukacji +10% r/r, usług lekarskich +9% r/r, fryzjerskich i kosmetycznych +8% r/r, usług związanych z rekreacją i sportem +7% r/r, czy usług gastronomicznych +7% r/r).

- Podwyższona inflacja cen usług rynkowych to głównie opóźniony efekt wysokiej dynamiki wynagrodzeń (w tym skokowego wzrostu płacy minimalnej w 2024 r.). Ta tendencja będzie stopniowo słabła w trakcie bieżącego roku, co będzie skutkowało kontynuacją trendu spadkowego inflacji bazowej przy zakładanej niskiej dynamice cen towarów (z wyłączeniem cen paliw i nośników energii). Niemniej **przy zakładanym w bazowym scenariuszu uniknięciu negatywnych dostosowań aktywności krajowej gospodarki i stabilnej sytuacji na rynku pracy proces ten będzie postępował bardzo stopniowo, o czym może świadczyć bieżące wyhamowanie trendu spadkowego inflacji bazowej w gospodarkach rozwiniętych, właśnie za sprawą podwyższonej dynamiki cen usług.**

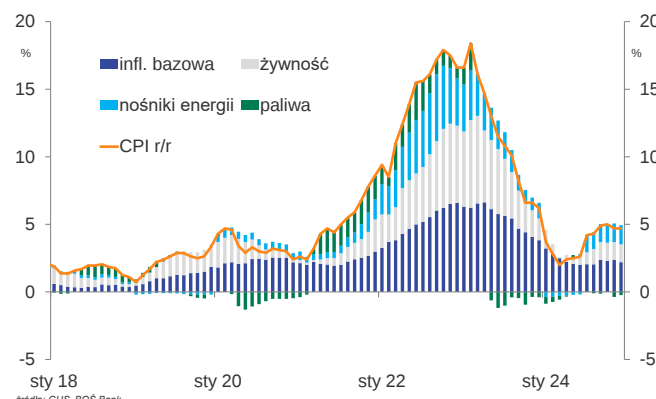
- **Prognozujemy, że w styczniu inflacja CPI zbliży się w okolice 5% r/r**, głównie za sprawą wzrostu dynamiki cen nośników energii (wyższe opłaty za gaz) oraz paliw (bieżący wzrost cen wraz z efektem niskiej bazy sprzed roku). **Prognozujemy, że w trakcie I kw. CPI wzrośnie lekko powyżej 5,0% r/r** w wyniku wzrostu akcyzy na tytoń oraz opłat za usługi publiczne pozostające w gestii samorządów.

- **W II połowie 2025 roku oczekujemy obniżenia inflacji CPI w okolice 4% r/r na koniec roku** (po okresowym spadku w okolice 3,5% r/r w III kw.) w efekcie wyraźnego obniżenia dynamiki cen nośników energii (oczekiwana skala podwyżki cen energii elektrycznej w II poł. 2025 r. wyraźnie mniejsza niż w II poł. 2024 r. pomimo zakładanego przywrócenia opłaty mocy i zakładanego odmrożenia cen energii elektrycznej od III kw.), dalszego stopniowego obniżenia inflacji bazowej oraz ograniczenia dynamiki cen żywności.

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Wkład poszczególnych kategorii cen dóbr i usług w zmiany CPI



wskaźnik		sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24
inflacja CPI	% r/r	3,7	2,8	2,0	2,4	2,5	2,6	4,2	4,3	4,9	5,0	4,7	4,7
żywność i napoje bezalkoholowe	% r/r	4,9	2,7	0,3	1,9	1,8	2,5	3,2	4,1	4,7	4,9	4,8	4,8
nośniki energii	% r/r	-3,1	-3,0	-2,5	-2,3	-1,9	-1,6	10,1	10,4	11,4	11,5	11,7	12,0
paliwa	% r/r	-8,3	-6,4	-4,5	-1,2	3,6	1,8	1,2	-1,7	-2,0	0,0	-6,0	-3,9
infl. bazowa po wyt. cen żywności i energii	% r/r	6,2	5,4	4,6	4,1	3,8	3,6	3,8	3,7	4,3	4,1	4,3	4,0*

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 jakiejkolwiek 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.