

# KOMENTARZ BIEŻĄCY

15 lutego 2024

## Wyraźny spadek styczniowej inflacji CPI do 3,9% r/r. Struktura inflacji bez niespodzianek.

- Według wstępnego szacunku GUS wskaźnik inflacji CPI w styczniu obniżył się do 3,9% r/r wobec 6,2% r/r w grudniu. Styczniowy wskaźnik inflacji okazał się bliski naszej prognozie (4,0% r/r) oraz niższy od mediany oczekiwań Parkietu (4,2% r/r). W skali miesiąca ceny wzrosły o 0,4% zgodnie z naszą prognozą.
- Opublikowane dane mają charakter wstępny, gdyż zostały sporządzone w oparciu o system wag w koszyku inflacyjnym, który obowiązywał w 2023 r. Ostateczny wynik inflacji styczniowej, sporządzony w oparciu o koszyk inflacyjny obowiązujący w 2024 r., zostanie opublikowany przy okazji publikacji lutowej inflacji, tj. w połowie marca.

dane		gru 23	sty 24	prognoza BOŚ*
inflacja CPI	% r/r	6,2	3,9	4,0
inflacja CPI	% m/m	0,1	0,4	0,4
żywność i napoje bezalkoholowe	% m/m	0,2	0,9	0,7
nośniki energii	% m/m	-0,2	0,4	0,4
paliwa	% m/m	-1,8	-2,3	-2,9

- Skokowy spadek inflacji w styczniu nie jest niespodzianką. Do obniżenia rocznego wskaźnika inflacji CPI przyczyniły się bardzo wysokie bazy odniesienia sprzed roku, w szczególności w przypadku cen nośników energii (związane ze zmianami regulacyjnymi), a także, choć w mniejszym stopniu, w przypadku cen żywności i inflacji bazowej (oddziałujące już w poprzednich miesiącach).
- Przed rokiem na przełomie 2022 i 2023 miał miejsce skokowy wzrost cen nośników energii (o 12,6% m/m) w wyniku przywrócenia podstawowej stawki VAT na poziomie 23% na energię elektryczną, gaz i ogrzewanie. Tegoroczny styczniowy wzrost cen nośników energii wyniósł zaledwie 0,4% m/m. Był to najprawdopodobniej efekt wzrostu niektórych składowych rachunku za energię elektryczną i ograniczonego wzrostu opłat za ciepło. Przy tak wysokiej bazie odniesienia sprzed roku w styczniu br. roczna dynamika cen nośników energii weszła w obszar ujemny (-2,1% r/r) wobec jeszcze blisko dwucyfrowej dynamiki w grudniu 2023 r. (9,8% r/r). **W rezultacie nośniki energii odpowiadają za około 2/3 spadku rocznego wskaźnika CPI w styczniu.**
- Ponadto w styczniu br. utrzymał się wolniejszy wzrost cen żywności i inflacji bazowej co wobec (obserwowanych już we wcześniejszych miesiącach) wysokich baz odniesienia sprzed roku dodatkowo przyczyniło się do spadku styczniowej inflacji.
- W przypadku cen żywności styczniowy wzrost cen o 0,9% m/m ukształtował się w okolicach średniej wieloletniej i wyraźnie poniżej wzrostu sprzed roku (1,9% m/m) kiedy nadal silnie oddziaływał opóźniony efekt wysokich cen surowców żywnościowych. Umiarkowanej bieżącej dynamice cen żywności

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

sprzyjają obecnie wyraźnie niższe ceny surowców żywnościowych na rynkach światowych (m.in. zboże, mięso, rzepak), a także utrzymujące się korzystne wyniki finansowe w handlu detalicznym, które pozwalają na konkurowanie o klientów niższą ceną. **W rezultacie dynamika roczna cen żywności w styczniu br. spadła do niespełna 5%, wobec ponad 20% r/r w styczniu 2023 r. i 6% r/r w grudniu 2023 r.**

- **Na podstawie dzisiejszych szacunkowych danych GUS szacujemy, że w styczniu inflacja bazowa obniżyła się w okolice 6,5% r/r wobec 6,9% r/r w grudniu.** Miesięczny wzrost inflacji bazowej szacujemy na ok. 0,4% m/m wobec 0,9% m/m przed rokiem w styczniu, kiedy to utrzymywała się silna presja wzrostowa cen w następstwie wzrostu cen surowców, presji kosztowej w przedsiębiorstwach i podwyższonych oczekiwań inflacyjnych. Oznacza to, że **w przypadku inflacji bazowej bieżąca presja na wzrost cen jest wyraźnie słabsza niż przed rokiem, ale nadal jest silniejsza wobec sytuacji przed szokami pandemii i wojny na Ukrainie.** Do 2020 r. styczniowe wzrosty inflacji bazowej oscylowały w okolicach zera. Wpisuje się to w obraz osłabienia presji inflacyjnej w szczególności w przypadku towarów – efektu spadku presji surowcowej, słabszego popytu, osłabienia oczekiwań inflacyjnych, umocnienia złotego. Niemniej tendencje wzrostowe cen są nadal silniejsze niż te przed okresem ostatnich szoków gospodarczych. W szczególności najprawdopodobniej nadal na podwyższonym poziomie kształtuje się dynamika cen usług, m.in. za sprawą podwyższonej dynamiki płac.

- **W najbliższych miesiącach oczekujemy kontynuacji spadku wskaźnika CPI poniżej 3% w marcu.** Przez kolejne kilka miesięcy utrzyma się efekt wyraźnie niższych niż przed rokiem miesięcznych wzrostów cen żywności oraz inflacji bazowej, co sprowadzi na przełomie I i II kw. inflację roczną CPI w okolice celu inflacyjnego NBP.

- **Prognozujemy, że w II kw. wskaźnik CPI ustabilizuje się poniżej poziomu 3% r/r,** przy założeniu braku zmian w regulacjach dot. nośników energii (zamrożone ustawowo ceny do połowy roku) i żywności (zakładamy przedłużenie obowiązywania zerowej stawki VAT na II kw.) i przy wygasaniu efektu wysokich baz odniesienia sprzed roku.

- **Sytuacja zmieni się w II połowie roku za sprawą czynników regulacyjnych.** Oczekujemy, że po zakończeniu bieżącego cyklu wyborczego od 1 lipca częściowo odmrożone zostaną ceny nośników energii (zakładamy wzrost rachunku za energię elektryczną dla odbiorców indywidualnych o 20%, wzrost opłat za gaz i za ciepło systemowe). Zakładamy też, że najpóźniej z początkiem lipca przywrócona zostanie podstawowa stawka na żywność na poziomie 5%. W rezultacie oczekujemy, że za sprawą wzrostu rocznej dynamiki cen żywności i energii **w lipcu inflacja wzrośnie w kierunku 5% r/r i pozostanie w okolicach tego poziomu do końca roku.**

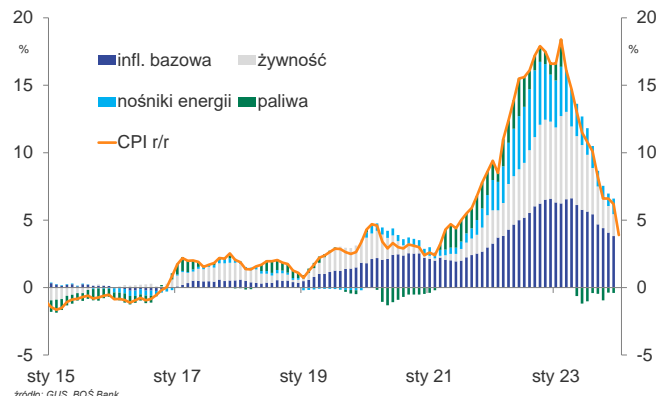
- **Prognozujemy, że wskaźnik inflacji bazowej obniży się w II kw. do przedziału 4,0-4,5% r/r i następnie będzie się na tym poziomie stabilizował.** Choć spadkowi inflacji bazowej sprzyjała będzie wolniejsza dynamika kosztów przedsiębiorstw związana z niższymi cenami surowców i energii oraz aprecjacja kursu złotego, to tempo tego spadku będą nadal osłabiały efekty podwyższonych kosztów pracy oraz silniejszy wzrost popytu konsumpcyjnego. Dodatkowo zakładamy, że w II poł. roku inflację bazową podwyższać będą ceny administrowane pozostające

w gestii samorządów lokalnych. **W rezultacie wskaźnik roczny inflacji bazowej utrzyma się w 2024 r. wyraźnie powyżej swojej długookresowej średniej.**

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Wpływ głównych kategorii cen na inflację



wskaźnik		lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24
inflacja CPI	% r/r	18,4	16,1	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	6,6	6,2	3,9
żywność i napoje bezalkoholowe	% r/r	24,0	24,0	19,7	18,9	17,8	15,6	12,7	10,4	8,0	7,3	6,0	4,9
nośniki energii	% r/r	31,1	26,0	23,5	20,4	18,0	16,8	13,9	9,9	8,3	7,9	9,8	-2,1
paliwa	% r/r	30,8	0,2	-0,1	-9,5	-18,0	-15,5	-6,1	-7,0	-14,4	-5,7	-6,0	-8,1
infl. bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	12,0	12,3	12,2	11,5	11,1	10,6	10,0	8,4	8,0	7,3	6,9	6,4*

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.