

# KOMENTARZ BIEŻĄCY

15 lutego 2023

## W styczniu inflacja 17,2%, wyraźnie poniżej oczekiwań. Pomogły nośniki energii.

- Według wstępnego szacunku GUS w styczniu wskaźnik inflacji CPI wzrósł do 17,2% r/r, wobec 16,6% r/r w grudniu. Styczniowy wskaźnik inflacji okazał się wyraźnie niższy od oczekiwań rynkowych (17,7% r/r) oraz od naszej prognozy (18,0% r/r). W skali miesiąca ceny wzrosły o 2,4%.
- Opublikowane dane mają charakter wstępny, gdyż zostały sporządzone w oparciu o system wag w koszyku inflacyjnym, który obowiązywał w 2022 r.

dane		gru 22	sty 23	prognoza BOŚ
inflacja CPI	% r/r	16,6	17,2	18,0
inflacja CPI	% m/m	0,1	2,4	3,1
żywność i napoje bezalkoholowe	% m/m	1,4	1,9	1,8
nośniki energii	% m/m	-3,3	10,4	16,5
paliwa	% m/m	-1,6	0,0	0,4

- To, że wskaźnik inflacji w styczniu wzrosł by było przesądzone, przede wszystkim z powodu przywrócenia od początku roku podstawowych stawek VAT (23%) na energię elektryczną, gaz oraz ciepło systemowe, podwyższając o ponad 10% ceny nośników energii. W styczniu miał miejsce także wzrost cen dóbr i usług rynkowych w wyniku corocznej zmiany cenników oraz lekkiego miesięcznego wzrostu cen paliw wobec niskiej bazy odniesienia sprzed roku.
- Jednocześnie główny obszar wzrostu inflacji styczniowej, czyli nośniki energii, okazały się też jedynym źródłem niespodzianki w postaci wyraźnie niższej od oczekiwań styczniowej inflacji. Przed publikacją dzisiejszego szacunku inflacji prognozowaliśmy, że ceny nośników energii (do których zaliczana jest energia elektryczna, gaz, opał i ciepło systemowe) wzrosną o 16,5%, podczas gdy wg GUS wzrosły o 10,4% m/m. Niższa od naszych oczekiwań o 6 pkt. proc. dynamika cen nośników energii przełożyła się na niższy o 0,8 pkt. proc. wskaźnik inflacji wobec prognozowanych przez nas 18,0% r/r.
- Opublikowane dzisiaj dane mają charakter wstępny i szacunkowy, zatem nie znamy przyczyn niższego od naszej prognozy wzrostu cen nośników energii. Możemy przypuszczać, że za niższą dynamiką stoi kombinacja czynników - mniejsza skala styczniowego wzrostu opłat za ciepło systemowe, głębszy od naszych prognoz spadek cen węgla, a także potencjalnie nieco mniejsza skala wzrostu cen energii elektrycznej dla odbiorców detalicznych. Przypomnijmy, że w przypadku cen energii elektrycznej GUS w styczniu uwzględnił oczekiwany wzrost cen energii dla gospodarstw domowych, które w trakcie roku przekroczą limity zużycia energii elektrycznej na poziomach 2,0, 3,0 oraz 3,6 tys. kWh i zaczną płać wyższą stawkę za energię elektryczną (693 zł netto za MWh vs. zamrożone bieżące stawki w okolicach 400 zł netto za MWh). Ze względu na konieczne założenia dot. odsetka gospodarstw domowych, które przekroczą limity oraz ścieżki rocznego zużycia energii, szacunki w tym obszarze obarczone były ryzykiem błędu. Pełniejszy obraz sytuacji w nośnikach

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

energii poznamy za miesiąc, przy okazji publikacji ostatecznego wskaźnika inflacji za styczeń.

- **W pozostałych głównych kategoriach cen dóbr i usług, tj. żywności i paliw, a także inflacji bazowej styczniowe zmiany cen nie odbiegły od naszych prognoz.**

- W przypadku żywności wzrost o 1,9% odzwierciedla coroczny sezonowy wzrost cen, jednocześnie jest on mniejszy niż przed rokiem w styczniu (2,6%) i jedynie nieco powyżej średnie styczniowej za l. 2017–2021. To w połączeniu z obserwowanymi tendencjami obniżenia cen żywności na rynkach światowych – co w styczniu było już wyraźnie widoczne na krajowych rynkach hurtowych (m.in. na rynku masła) – wskazuje na wyhamowywanie dotychczas wysokiej dynamiki cen żywności. W skali roku ceny żywności wzrosły o 20,7% r/r kontynuując stopniowe obniżanie się dynamiki cen wobec szczytu w listopadzie (22,3% r/r).

- Ceny paliw dla środków transportu nie zmieniły się w skali miesiąca, zgodnie z obserwowanymi tendencjami tygodniowych danych rynkowych, tym samym zgodnie z oczekiwaniami w przypadku cen paliw przywrócenie podstawowej stawki VAT nie spowodowało wzrostu cen dla odbiorców finalnych.

- **Na podstawie dzisiejszych szacunkowych danych podtrzymujemy prognozę, że w styczniu wskaźnik inflacji bazowej (uwzględniający ceny towarów i usług zależnych od popytu) wzrósł w okolice 12% r/r (punktowa prognoza 11,9%) wobec 11,5% w grudniu.** Szacunek ten jest obarczony sporym ryzykiem ze względu na szacunkowość publikacji GUS, jak i perspektywę zmiany koszyka inflacyjnego (która wpływa na zmiany wag poszczególnych kategorii). Generalnie szacowana skala wzrostu inflacji bazowej wskazuje na postępujący proces solidnych podwyżek cen dóbr i usług w następstwie bieżącego i antycypowanego przez przedsiębiorstwa skokowego wzrostu kosztów (przede wszystkim energii), wzmocnionego corocznym sezonowym efektem zmiany cenników dóbr i usług.

- **Pełne dane nt. styczniowego wskaźnika CPI i jego struktury (w oparciu o nowy system wag w koszyku inflacyjnym) zostaną opublikowane w połowie marca, wraz z publikacją wskaźnika inflacji za luty. Dopiero wtedy poznamy ostateczny punkt startowy inflacji w 2023 r. wraz z jego strukturą.**

- Przy okazji publikacji ostatecznej styczniowej inflacji prawdopodobna jest korekta wskaźnika inflacji za styczeń w wyniku zmiany wag w koszyku inflacyjnym. W ostatnich 16 latach korekty styczniowego wskaźnika wahały się w przedziale (-0,3) – (+0,2) pkt. proc., przy średniej korekcie -0,1 pkt. proc. Przed rokiem ostateczny wskaźnik inflacji za styczeń 2022 r. został podwyższony o 0,2 pkt. proc. w stosunku do wstępnej publikacji i była to dotychczas jedyna korekta w górę ostatecznego oszacowania styczniowej inflacji w historii korekt od 2005 r. Z powodu niepełnych styczniowych danych tradycyjnie w lutym NBP nie opublikuje danych nt. miar styczniowej inflacji bazowej. Wskaźniki inflacji bazowej za styczeń i luty w oparciu o nowy koszyk inflacyjny, zostaną opublikowane w marcu.

- **Niższy od oczekiwań styczniowy wynik inflacji istotnie oddalił ryzyko osiągnięcia w lutym przez CPI psychologicznego poziomu 20% r/r. Bieżące,**

**bardzo przybliżone szacunki wskazują, że w lutym inflacja może ukształtować się poniżej 19% r/r.**

- **Dzisiejszy niższy od oczekiwań odczyt inflacji nie zmienia istotnie obrazu tendencji inflacyjnych. Po lutymym szczycie inflacji od marca nastąpi dość szybki spadek inflacji CPI do poziomów jednocyfrowych w II połowie roku i około 8% na koniec roku. Jednocześnie istotnie wolniej obniżyć się będzie wskaźnik inflacji bazowej i pod koniec roku (około poziomu 9% r/r) ukształtuje się on powyżej wskaźnika CPI. Niższy styczniowy punkt startowy inflacji oznacza przede wszystkim, że lutowy szczyt inflacji będzie niższy oraz przybliży moment osiągnięcia jednocyfrowej inflacji CPI (prawdopodobnie w trakcie wakacji).**

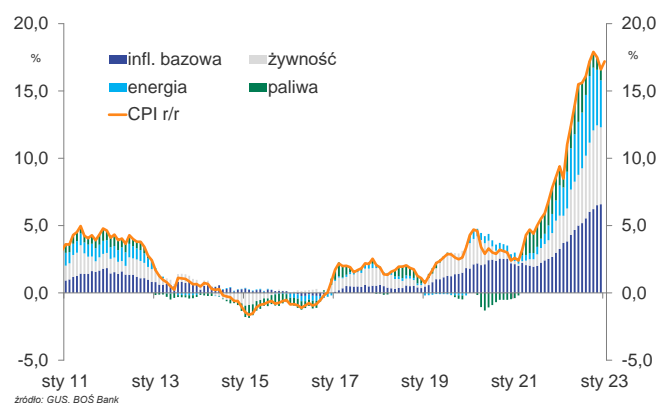
- Oczekiwany od marca spadek inflacji CPI będzie efektem bardzo wysokich statystycznych baz odniesienia – od marca w reakcji na wybuch wojny na Ukrainie skokowo wzrosły m.in. ceny paliw, opału oraz żywności i w tych obszarach roczna dynamika cen będzie się szybko obniżać z obecnych bardzo wysokich poziomów. Generalna prognoza obniżenia inflacji wynika z założenia utrzymania bieżących, niższych cen surowców i materiałów i stabilizacji wskaźników cenowych w produkcji (od kilku miesięcy postępujący spadek 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. M.in. ten efekt będzie podtrzymywał podwyższony poziom inflacji bazowej. Podwyższonej inflacji bazowej sprzyjać będzie też mocny rynek pracy, powstrzymujący silniejszą presję na obniżenie cen z tytułu osłabienia popytu.

- W powyższym scenariuszu bazowym założyliśmy utrzymanie zerowej stawki VAT na żywność przez cały 2023 r. Szacujemy, że dzięki niższemu punktowi startowemu inflacji w styczniu średnioroczny wskaźnik inflacji może ukształtować się nieco poniżej 12% wobec dotychczasowej prognozy 12,5% oraz wobec 14,4% w 2022 roku.

**Wskaźnik CPI i inflacja bazowa**



**Wpływ głównych kategorii cen na inflację**



wskaźnik		lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23
inflacja CPI	% r/r	8,5	11,0	12,4	13,9	15,5	15,6	16,1	17,2	17,9	17,5	16,6	17,2
żywność i napoje bezalkoholowe	% r/r	7,6	9,2	12,7	13,5	14,2	15,3	17,5	19,3	22,0	22,3	21,5	20,7
nośniki energii	% r/r	18,8	24,3	27,3	31,4	35,1	37,0	40,3	44,2	41,6	36,8	31,1	34,0
paliwa	% r/r	11,1	33,5	27,8	35,4	46,7	36,8	23,3	18,2	19,5	15,5	13,5	18,7
infl. bazowa po wyt. cen żywności i energii	% r/r	6,7	6,9	7,7	8,5	9,1	9,3	9,9	10,7	11,0	11,4	11,5	11,9*

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