

# KOMENTARZ BIEŻĄCY

15 czerwca 2023

## Majowy CPI: 13,0% r/r. Spory spadek inflacji bazowej, o około 0,8 pkt. proc., który jednak trudno będzie powtórzyć w najbliższych miesiącach.

- Według ostatecznego szacunku GUS w maju wskaźnik inflacji CPI ukształtował się na poziomie 13,0% r/r, tyle samo co we wstępnym szacunku flash oraz wobec 14,7% r/r w kwietniu.

dane		kwi 23	maj 23	prognoza BOŚ
inflacja CPI	% r/r	14,7	13,0	13,2
inflacja CPI	% m/m	0,7	0,0	0,1
żywność i napoje bezalkoholowe	% m/m	0,5	0,6	0,3
nośniki energii	% m/m	-0,3	-0,4	-0,5
paliwa	% m/m	-1,1	-4,8	-5,0

- W maju, podobnie jak w marcu i kwietniu, skokowy spadek wskaźnika CPI to przede wszystkim efekt wysokich statystycznych baz odniesienia w postaci ubiegłorocznego skokowego wzrostu cen żywności, paliw i nośników energii w reakcji na agresję Rosji na Ukrainę, a także tegorocznego majowego spadku cen paliw (głównie spadek cen oleju napędowego) i nośników energii (kontynuacja spadku cen węgla) w ujęciu m/m. W rezultacie w przypadku każdej z trzech głównych składowych CPI opublikowanych dzisiaj dynamika cen w relacji do maja ub.r. obniżyła się – w przypadku żywności do 18,9% r/r, nośników energii – do 20,4% r/r, zaś paliw – do -9,5% r/r.

- Natomiast zjawiskiem, które zdecydowanie odróżnia sytuację inflacyjną w maju w porównaniu do poprzednich miesięcy jest skokowy spadek wskaźnika inflacji bazowej (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii). Na podstawie opublikowanych dzisiaj danych szacujemy, że majowy wskaźnik inflacji bazowej obniżył się do poziomu 11,4% r/r (przedział prognozy 11,4-11,5%). Oznacza to spadek o 0,8 pkt. proc. w porównaniu od poziomu inflacji bazowej w kwietniu (12,2% r/r). Wskaźniki inflacji bazowej zostaną opublikowane przez NBP jutro o g. 14.00.

- Tak jak wskazywaliśmy we wcześniejszych analizach, oczekiwaliśmy, że po osiągnięciu przez inflację bazową szczytu w marcu na poziomie 12,3% r/r, w II kw. znajdzie się ona w trendzie spadkowym, niemniej szacowaliśmy, że spadek ten będzie stopniowy. Dzisiejsze pełniejsze dane GUS nt. zmian cen poszczególnych dóbr i usług rzucają sporo światła na przyczyny głębszego od naszych oczekiwań (o 0,6 pkt. proc.) spadku inflacji bazowej w maju.

- Po pierwsze, w maju miało miejsce dość powszechne wyhamowanie wzrostu lub spadek cen dóbr trwałego użytku – mebli sprzętu RTV i AGD. W tych kategoriach miesięczne dynamiki cen zbliżyły się do średnich miesięcznych z okresu 2016-2020 r. (sprzed ostatniego szoku inflacyjnego) i jednocześnie są niższe od średniej z ostatnich dwóch lat. Słabszy wzrost cen od notowanego w maju w ostatnich dwóch latach miał miejsce w przypadku

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

odzieży i obuwia, choć dynamika cen pozostała powyżej średniej sprzed 2021 r. Wygląda na to, że w przypadku dóbr trwałego użytku i odzieży coraz wyraźniej oddziałuje zespół czynników: słabszy popyt (po nasyceniu dobrami w okresie postcovidowym) oraz obniżenie cen surowców i transportu międzynarodowego po szoku z okresu covidowego. W ostatnich dwóch miesiącach doszedł dodatkowy czynnik – wyraźne umocnienie złotego, w szczególności w relacji do dolara, które obniża ceny dóbr importowanych. Według naszych bardzo szacunkowych obliczeń niższe od oczekiwań dynamiki cen w tych kategoriach przyczyniły się do obniżenia inflacji bazowej o ok. 0,3 pkt. proc. wobec naszych oczekiwań na poziomie 11,9% sprzed publikacji *flash*.

- **Po drugie, za silniejszym od oczekiwań spadkiem inflacji bazowej w maju stoi wyraźnie silniejszy od oczekiwań spadek cen usług w dwóch kategoriach – usługach transportowych i w usługach związanych z rekreacją i kulturą.**

W obu przypadkach niespodzianka jest zapewne w sporej części związana z umocnieniem złotego, który skokowo obniżył ceny transportu lotniczego (wraz z oddziaływaniem efektu sezonowego spadku cen po okresie kwietniowego wzrostu) oraz cen wycieczek zagranicznych (kategoria zaliczana do rekreacji i kultury). Według naszych szacunków te punktowe zmiany obniżyły indeks roczny inflacji bazowej w maju o kolejne 0,3 pkt. proc. Jednocześnie jednak skala spadku cen w usługach transportowych – o 16,5% m/m, jest bardzo duża, nawet przy uwzględnieniu skokowego spadku cen biletów lotniczych, co oznacza, że najprawdopodobniej jego źródło tkwi w innych kategoriach (np. w transporcie publicznym lub kolejowym). Niestety wobec niepełnych danych publikowanych przez GUS, przyczyny tak głębokiego spadku cen poznamy dopiero za kilka dni, po tym jak Eurostat opublikuje dynamiki cen we wszystkich dostępnych kategoriach dóbr i usług. Choć bez znajomości tych danych trudno jednoznacznie wyrokować, niemniej powtórzenie w kolejnych miesiącach tak dużego jak w maju miesięcznego spadku cen usług transportowych wydaje się nierealne.

- Oprócz wskazanych obszarów inflacji bazowej, gdzie zmiany cen zaskoczyły niższą dynamiką, wciąż w przypadku dóbr pierwszej potrzeby zaliczanych do inflacji bazowej (m.in. artykuły pielęgnacyjne, środki czystości, chemia gospodarcza) w maju utrzymała się miesięczna dynamika cen wyraźnie wyższa wobec średniej notowanej w okresie przed 2021 r. Świadczy to o kontynuacji „przerzucania” wyższych kosztów przedsiębiorstw (ceny energii, wynagrodzenia) w kategoriach, w których popyt jest stabilniejszy.

- Podsumowując, za nieoczekiwane silnym szacowanym spadkiem inflacji bazowej w maju stoi szereg czynników: – trwalszy efekt tonowania presji na wzrost cen dóbr trwałego użytku i odzieży (po silnych wzrostach cen przez ostatnie kilkanaście miesięcy), przy słabszym popycie i mocniejszym złotym, – spadek cen niektórych usług (bilety lotnicze, turystyka zagraniczna) dzięki umocnieniu złotego, – niezdiagnozowany w pełni spadek cen usług transportowych, który jednak nie wydaje się możliwy do powtórzenia w kolejnych miesiącach. Jednocześnie dzisiejsze dane wskazały na uporczywość wzrostu cen w kategoriach dóbr pierwszej potrzeby.

- **W świetle powyższej analizy niewątpliwie inflacja bazowa przesunęła się niżej wobec naszych dotychczasowych oczekiwań niemniej trudno oczekiwać, by w najbliższych miesiącach wskaźnik roczny inflacji bazowej**

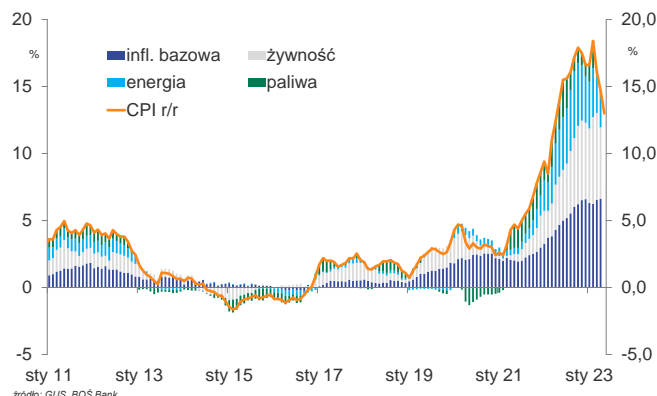
obniżyć się w tempie zbliżonym do majowego (tj. powyżej 0,5 pkt. baz. miesięcznie). Będzie to tym bardziej trudne, gdyż przed rokiem latem miesięczne zmiany inflacji bazowej okresowo wyhamowały, co daje relatywnie niższe bazy odniesienia. Pozostajemy ostrożni co do znaczącej korekty prognozowanego scenariusza inflacyjnego. Póki co, biorąc pod uwagę wysoką dynamikę kosztów pracy, fakt, iż pomimo notowanego spadku rynkowych cen energii elektrycznej, pozostają one pozostają o kilkadziesiąt procent wyższe niż średnio w 2022 r. **pozostajemy przy dotychczasowym scenariuszu dalszego stopniowego obniżania się inflacji bazowej, zgodnie z którym na koniec roku inflacja bazowa ukształtuje się w okolicach dwucyfrowych i jednocześnie ukształtuje się powyżej wskaźnika CPI.**

- Za taką ostrożnością przemawiają także dotychczasowe doświadczenia gospodarek USA czy strefy euro, gdzie inflacja bazowa pozostaje uporczywa.
- **Jednocześnie niezmiennie oczekujemy, że w przypadku żywności i nośników energii postępować będzie spadek dynamiki rocznej cen, co pozostanie główną przyczyną kontynuacji trendu spadkowego wskaźnika podstawowego inflacji CPI. W czerwcu wskaźnik CPI ma szansę ukształtować się w okolicach 11,5% r/r, na przełomie III i IV kw. poniżej 10% i w okolicach 9% r/r na koniec 2023 roku.**
- W bazowym scenariuszu bazowym założyliśmy utrzymanie zerowej stawki VAT na żywność przez cały 2023 r.

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Wpływ głównych kategorii cen na inflację



wskaźnik		cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23
inflacja CPI	% r/r	15,5	15,6	16,1	17,2	17,9	17,5	16,6	16,6	18,4	16,1	14,7	13,0
żywność i napoje bezalkoholowe	% r/r	14,2	15,3	17,5	19,3	22,0	22,3	21,5	20,6	24,0	24,0	19,7	18,9
nośniki energii	% r/r	35,1	37,0	40,3	44,2	41,6	36,8	31,1	29,7	31,1	26,0	23,5	20,4
paliwa	% r/r	46,7	36,8	23,3	18,2	19,5	15,5	13,5	18,8	30,8	0,2	-0,1	-9,5
infl. bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	9,1	9,3	9,9	10,7	11,0	11,4	11,5	11,7	12,0	12,3	12,2	11,5*

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.