

KOMENTARZ BIEŻĄCY

31 sierpnia 2023

W sierpniu inflacja nie zaskoczyła – wyraźnie spadła, ale pozostała nieco powyżej 10% r/r.

• Według szybkiego szacunku *flash* w sierpniu wskaźnik inflacji CPI obniżył się do 10,1% r/r, wobec 10,8% r/r w lipcu, blisko naszej prognozy (10,2% r/r) i powyżej mediany prognoz rynkowych wg ankiety Parkietu (9,9% r/r). W skali miesiąca wskaźnik cen konsumpcyjnych nie zmienił się.

dane		lip 23	sie 23	prognoza BOŚ
inflacja CPI	% r/r	10,8	10,1	10,2
inflacja CPI	% m/m	-0,2	0,0	0,1
żywność i napoje bezalkoholowe	% m/m	-1,2	-1,0	-0,7
nośniki energii	% m/m	0,0	0,0	0,0
paliwa	% m/m	0,4	1,9	2,1

• Do obniżenia sierpniowego wskaźnika CPI o 0,7 pkt. proc. do 10,1% r/r przyczynił się przede wszystkim spadek dynamiki cen żywności (wkład do spadku wskaźnika CPI: -0,8 pkt. proc.), nośników energii (-0,3 pkt. proc.) oraz obniżenie inflacji bazowej (-0,2 pkt. proc.). W przeciwnym kierunku oddziaływały ceny paliw, które dodały do wskaźnika sierpniowej inflacji 0,6 pkt. proc.

• Lekka różnica opublikowanej przez GUS wobec naszej prognozy na poziomie 10,2% r/r wynika wyłącznie z nieco głębszego od naszych szacunków spadku cen żywności w sierpniu o 1% m/m vs. oczekiwany przez nas spadek o 0,7% m/m.

• **Żywność pozostaje głównym motorem spadku wskaźnika CPI.** Dynamika roczna cen żywności spadła w sierpniu do 12,7% wobec 15,6% w lipcu. To efekt solidnego spadku cen żywności w relacji m/m oraz bardzo wysokiej statystycznej bazy odniesienia (w sierpniu 2022 ceny żywności wzrosły aż o 1,6% m/m). Nie znamy dokładnych danych nt. poszczególnych składowych cen żywności, natomiast szacujemy, że do obniżenia dynamiki cen żywności w sierpniu przyczyniła się zarówno żywność przetworzona (głównie nabiał i oleje) i mięso w wyniku oddziaływania na krajowy rynek niższych światowych cen surowców żywnościowych, a także silniejszy niż przed rokiem spadek miesięczny spadek cen warzyw i owoców w sierpniu br.

• **Dla prognozy sierpniowej inflacji CPI ponadstandardowym czynnikiem niepewności było zachowanie się cen nośników energii,** w związku z uchwaleniem i podpisaniem przez Prezydenta RP ustawy podwyższającej do 3 tys. kWh z dotychczasowych 2 tys. kWh limit, do którego maksymalna cena za energię elektryczną wynosi 693 zł za MWh. W związku z tym, że ustawa zacznie obowiązywać we wrześniu założyliśmy, że jej wpływ na ceny energii elektrycznej zostanie uwzględniony przez GUS od września. Jak pokazały dzisiejsze dane (ceny nośników energii na poziomie 0% m/m) było to słuszne założenie. Jednocześnie dynamika roczna cen nośników energii obniżyła się do 13,9% r/r, co jest wyłącznie efektem wysokiej bazy odniesienia sprzed roku. Przed rokiem w sierpniu skokowo podrożał węgiel, co poskutkowało aż 12% wzrostem cen opału m/m i blisko 4% wzrostem cen nośników energii m/m. W tym roku w sierpniu

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

najprawdopodobniej stabilne ceny węgla (po wcześniejszych wyraźnych spadkach cen w I połowie tego roku), sprawiły, że w ujęciu r/r ceny opatu były w sierpniu niższe o ok 20%, co ściągnęło w dół dynamikę roczną cen nośników energii i tym samym CPI.

- Jediną kategorią, która podbiła sierpniowy wskaźnik CPI są paliwa. Wzrost cen o blisko 2% m/m (min. efekt wyższych cen ropy globalnie), przy w tym wypadku niskiej bazie odniesienia (w sierpniu 2022 r. ceny paliw spadły o blisko 9% m/m), przyniosło ograniczenie skali spadku cen paliw w ujęciu r/r do -6,1% r/r vs. ponad -15% w okresie czerwiec – lipiec.

- **Na podstawie opublikowanych dzisiaj szacunkowych danych szacujemy, że w sierpniu kontynuowany był trend spadkowy inflacji bazowej do 10,1% r/r, wobec 10,6% w lipcu, tj. zgodnie z naszą prognozą sprzed dzisiejszej publikacji CPI.** Zgodnie z oczekiwaniami, inflacja bazowa spada wyraźnie wolniej niż CPI i z dużym prawdopodobieństwem we wrześniu ukształtuje się powyżej wskaźnika CPI.

- Sądzymy, że podobnie jak w poprzednich miesiącach ceny **towarów są głównym obszarem, gdzie koncentrują się procesy dezinflacyjne** w inflacji bazowej. Wynikają one ze spadku cen surowców, normalizacji sytuacji w globalnych łańcuchach dostaw (w tym ograniczania zapasów towarów), postpandemicznego osłabienia popytu na dobra trwałe oraz aprecjacji złota. Jednocześnie sądzymy, że **w obszarze cen usług rynkowych proces dezinflacji postępuje wyraźnie wolniej** za sprawą utrzymania wysokiej dynamiki kosztów pracy i relatywnie silnym popycie na niektóre usługi w ramach postpandemicznego odbicia popytu (np. w turystyce).

- W sierpniu, tak jak przewidywaliśmy, inflacja pozostała dwucyfrowa, jednocześnie **jest już praktycznie przesądzone, że we wrześniu osiągnie poziom jednocyfrowy, że sporym prawdopodobieństwem, że będzie po wynik poniżej 9%, w przedziale 8,5%-9,0% r/r.**

- **We wrześniu nadal w kierunku spadku rocznego wskaźnika inflacji oddziaływać będą niższa dynamika cen żywności i opatu (efekt niższych cen surowców i wysokich baz odniesienia) oraz obniżająca się inflacja bazowa. Natomiast dodatkowym istotnym czynnikiem obniżającym inflację będzie kumulacja w tym okresie zmian w regulacjach, które obniżą ceny nośników energii oraz ceny leków.**

- W przypadku cen energii elektrycznej będzie to efekt wspomnianej już ustawy o podwyższeniu limitu zużycia energii elektrycznej po obniżonej cenie, a ponadto zakładanego przez nas wejścia w życie kolejnej ustawy procedowanej obecnie w parlamencie, dotyczącej obniżenia o 5% ceny energii elektrycznej płaconej dotychczas w pierwszym progu zużycia. Ustawa ta ma obowiązywać wstecz od początku tego roku. Ostateczny wpływ tych zmian na wrześniowy indeks CPI będziemy jeszcze dokładnie szacować, niemniej wstępnie oceniamy, że z tego tytułu wrześniowy wskaźnik inflacji może się obniżyć nawet o 0,5 pkt. proc.

- Z kolei w przypadku cen leków z początkiem września wejdzie w życie ustawa wprowadzająca darmowe leki na wybrane preparaty dla osób powyżej 65 roku życia oraz dla młodzieży do 18 roku życia. Zmiana ta najprawdopodobniej skutkuje spadkiem indeksu cen leków w ujęciu m/m. Choć trudno ten spadek dokładnie oszacować, niemniej pewnym przybliżeniem skali zmian z tego tytułu

może być wprowadzenie listy darmowych leków dla osób powyżej 75 roku życia we wrześniu 2016 r. Wtedy indeks cen wyrobów farmaceutycznych spadł o 1,7% m/m. Przy zbliżonej skali spadku cen leków we wrześniu br. indeks inflacji CPI obniżyłby się o ok. 0,05 pkt. proc.

- **Jeśli zgodnie z tymi wstępnymi szacunkami wskaźnik inflacji we wrześniu spadnie poniżej 9%, to ze względu na niższy punkt startowy prognozy (uwzględniający te czynniki regulacyjne) ścieżka oczekiwanej inflacji przesunie się w kierunku 7% na koniec roku wobec dotychczas prognozowanych ok. 8%. r/r.**

- **Dzisiejszy odczyt inflacji ma znaczenie z punktu widzenia perspektyw polityki monetarnej RPP.** Zgodnie z wypowiedzią prezesa NBP podczas lipcowej konferencji prasowej po lipcowym posiedzeniu Rady, przesłankami dla ewentualnej obniżki stóp byłoby obniżenie inflacji do poziomu jednocyfrowego oraz perspektywa dalszego spadku inflacji. Podczas lipcowej konferencji prezes Głapiński dopuścił możliwość obniżki stóp we wrześniu.

- **Traktując literalnie wypowiedź prezesa NBP podczas wrześniowego posiedzenia RPP nie będzie spełniony pierwszy warunek dot. jednocyfrowego poziomu bieżącej inflacji. Na tej podstawie podtrzymujemy nasz bazowy scenariusz, że do pierwszej obniżki stóp NBP o 25 pkt. baz. dojdzie w październiku, po tym jak we wrześniu RPP utrzyma stopy procentowe bez zmian.**

- Jednocześnie przyznajemy, że prawdopodobieństwo obniżki stóp już we wrześniu jest wysokie (bliskie 50%), m.in. biorąc pod uwagę, że podczas lipcowej konferencji prasowej prezesa NBP wypowiadał się o perspektywach polityki monetarnej we własnym imieniu, a nie w imieniu większości Rady oraz to, że teoretycznie można post factum różnie dointerpretować tę wypowiedź. Można na przykład wyobrazić sobie, że warunek bieżącej jednocyfrowej inflacji zostanie osłabiony pod wpływem perspektywy skokowego obniżenia inflacji we wrześniu (do wyraźnie jednocyfrowego poziomu), przy ewentualnym dodatkowym argumentie w postaci słabej koniunktury gospodarczej w II kw. i z początkiem III kw.

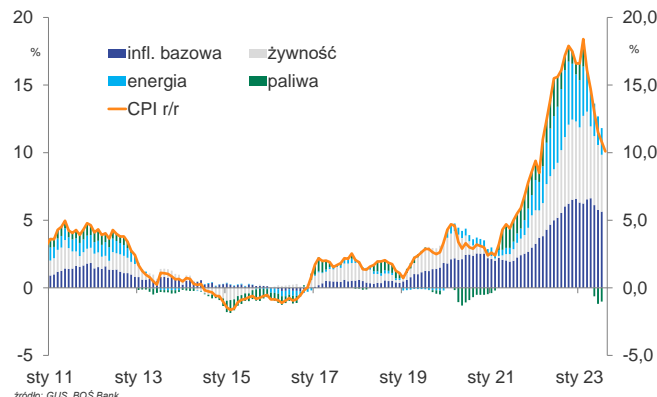
- **Podsumowując – w oparciu o lipcowe wypowiedzi prezesa NBP oraz sierpniowy wynik inflacji nie mamy przesłanek do korekty dotychczasowego scenariusza stabilizacji stóp NBP we wrześniu, niemniej opcji wrześniowej obniżki nie można wykluczyć.**

- Zgodnie z wczorajszą informacją wrześniowe posiedzenie RPP odbędzie się ostatecznie w pierwotnym terminie 5-6 września, po okresowej zmianie terminu na 12-13 września.

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Wpływ głównych kategorii cen na inflację



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

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.