

KOMENTARZ BIEŻĄCY

15 czerwca 2022

W maju potwierdzony wzrost inflacji CPI do 13,9%, w tle wzrost inflacji bazowej w okolicy 8,6%.

- Według ostatecznego szacunku GUS w maju wskaźnik inflacji CPI wzrósł do 13,9% r/r wobec 12,4% r/r w kwietniu. Majowy wynik inflacji nie zmienił się wobec wstępnego szacunku *flash*. W skali miesiąca wskaźnik CPI wzrósł o 1,7%.

| dane | | kwi 22 | maj 22 | prognoza BOŚ |
|--------------------------------|-------|--------|-------------|--------------|
| inflacja CPI | % r/r | 12,4 | 13,9 | 13,6 |
| inflacja CPI | % m/m | 2,0 | 1,7 | 1,4 |
| żywność i napoje bezalkoholowe | % m/m | 4,1 | 1,3 | 2,6 |
| nośniki energii | % m/m | 2,4 | 3,4 | 1,8 |
| paliwa | % m/m | -0,8 | 5,0 | 3,2 |

- Szacujemy, że w maju do wzrostu wskaźnika inflacji do 13,9% z 12,4%, czyli o 1,5 pkt. proc. przyczyniły się: inflacja bazowa (wkład do majowego wzrostu inflacji 0,5 pkt. proc.), paliwa (0,4 pkt. proc.), nośniki energii (0,4 pkt. proc.) oraz żywność (0,2 pkt. proc.).

• W maju kontynuowany był wzrost cen żywności w konsekwencji skokowego wzrostu cen surowców żywnościowych po wybuchu wojny na Ukrainie, niemniej dynamika cen wyhamowała do 1,3% po skokowym wzroście w kwietniu (+4,1% m/m). Okazała się ona niższa od naszych oczekiwań, ale wciąż ukształtowała się wyraźnie powyżej skali wzrostu cen żywności notowanej w analogicznych okresach minionych lat i w rezultacie roczna dynamika cen żywności kontynuowała osiągnięta w maju 13,5% r/r. W maju zdecydowanie wyhamował wzrost cen mięsa, w szczególności wieprzowego, co było głównym źródłem obniżenia miesięcznego wzrostu cen żywności w maju. Dodatkowo wyraźnie niższe od oczekiwań okazały się indeksy cen warzyw (-3,2% m/m) i owoców (0,9% m/m). Wygląda na to, że warzywa i owoce póki co opierają się presji wzrostowej cen widocznej w innych kategoriach żywności. Po pierwsze, są generalnie bardziej odporne na wpływ zmian indeksów globalnych, w szczególności w przypadku warzyw. Ponadto możliwe, że tonująco na wzrost cen oddziałuje embargo na eksport na Białoruś lub sprzyjające warunki pogodowe (tylko nieliczne przymrozki), które spowodowały wzrost podaży warzyw i owoców na krajowym rynku. Możliwe też, że duża podaż pracowników dzięki uchodźcom z Ukrainy, ogranicza koszty pracy w sadownictwie. Z drugiej strony w maju kontynuowany był dynamiczny wzrost cen żywności przetworzonej w tym głównie olejów, tłuszczów i nabiału. W rezultacie majowy wzrost cen żywności przetworzonej wyniósł według naszych szacunków ponad 2% m/m, czyli ponad 5-krotnie więcej niż średni majowy wzrost żywności przetworzonej notowany w ostatniej dekadzie. Biorąc pod uwagę to, że część obserwowanych podwyżek cen miała miejsce w drugiej połowie maja, ich pełnia objawi się dopiero w czerwcowych danych.

- W maju **ceny paliw powróciły do trendu wzrostowego** (+5,0% m/m), po lekkiej spadkowej korekcie w kwietniu. Do wzrostu cen detalicznych przyczynił

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

wzrost cen ropy naftowej na rynku globalnym (powyżej 110 USD za baryłkę ropy Brent), ale i szybsza niż wzrost cen surowca dynamika cen detalicznych.

- Majowy wzrost cen nośników energii wyniósł 3,4% m/m i zaskoczył skalą wzrostu, po tym jak w kwietniu zaskoczył mniejszym wzrostem. Zgodnie z naszymi przypuszczeniami **główną przyczyną wzrostu cen nośników energii był ostatnio nagłośnień medialnie skokowy wzrost cen opału** (węgla, ekogroszku) w konsekwencji niestabilnej sytuacji na rynku węgla w warunkach wojny na Ukrainie i zakazu importu rosyjskiego węgla do Polski (który zacznie obowiązywać od sierpnia). Ceny pozostałych kategorii zaliczanych do nośników energii (gaz, energia elektryczna, ciepło) znacząco nie zmieniły się w maju, gdyż ich ceny detaliczne są w dużej mierze ustalane przez URE

- Szacujemy na podstawie dzisiejszych danych, że **w maju kontynuowany był dynamiczny wzrost inflacji bazowej do 8,6% r/r** wobec 7,7% w kwietniu. Tym samym w maju kontynuowany był dynamiczny wzrost inflacji bazowej i dotyczył szerokiego wachlarza dóbr i usług. To niezmiennie efekt przerzucania na odbiorców detalicznych wyższych kosztów produkcji, efektu wzrostu cen surowców, energii elektrycznej, wynagrodzeń, a także ograniczonej dostępności niektórych dóbr w następstwie zaburzeń w łańcuchach dostaw lub wcześniejszej niepewności co do pocovidowego popytu skutkującej ograniczoną podażą niektórych usług (np. turystyki zagranicznej). **W maju kontynuowany był wyraźny wzrost cen usług**, w szczególności czynszów, usług lekarskich i dentystycznych, sanatoryjnych (tradycyjny sezonowy wzrost, ale wyraźnie wyższy niż w poprzednich latach) oraz turystycznych, a także restauracji i hoteli (w tym wypadku efekt skokowego wzrostu cen żywności). W tych obszarach usług, gdzie wpływ postcovidowych dostosowań lub efektów kosztowych jest mniejszy, np. edukacji, czy panuje silna konkurencja (telekomunikacja, ubezpieczenia) obserwowana jest zdecydowanie większa stabilność cen, niemniej te kategorie pozostają w mniejszości. W przypadku cen towarów zaliczanych do inflacji bazowej także widoczna jest kontynuacja wzrostu cen, choć jego skala jest generalnie mniej spektakularna niż w przypadku usług, zaś w niektórych obszarach (np. sprzęt RTV) w maju ceny spadły w skali miesiąca.

- Jednym słowem w maju kontynuowany był dynamiczny wzrost inflacji bazowej i na tej podstawie trudno wkrótce oczekiwać wyraźnego spowolnienia wzrostu inflacji bazowej, gdyż proces przenoszenia kosztów surowców na odbiorców finalnych, czy nawracające problemy logistyczne związane z covidowymi lockdownami w Chinach będą skutkować dalszym wzrostem cen. W krótkim okresie najistotniejsze będzie to, czy pojawią się pierwsze, selektywne efekty cenowe hamowania popytu w reakcji na spadek dochodów realnych, czy na ostrzejszą politykę monetarną. Naszym zdaniem w czerwcu miesięczny wzrost inflacji bazowej jeszcze będzie oscylował w okolicach 1% m/m, liczymy, że wskazane czynniki osłabiające popyt zaczną oddziaływać silniej w trakcie III kw. kwartału sprowadzając miesięczny wzrost inflacji bazowej bliżej 0,5% m/m. W takim scenariuszu wskaźnik inflacji bazowej zbliży się do 10%, niemniej nie przekroczy tego poziomu.

- **Szacujemy, że w czerwcu wskaźnik inflacji CPI ponownie skokowo wzrośnie i wyraźnie przekroczy 15,0% r/r, prawdopodobnie sięgając okolic 15,5%.** Do wzrostu wskaźnika CPI przyczyni się przede wszystkim kontynuacja wzrostu cen

żywności przetworzonej obserwowana na rynkach hurtowych, skokowy czerwcowy wzrost cen paliw (o blisko 10% m/m) oraz kontynuacja wzrostu inflacji bazowej.

- **Od lipca efekty statystyczne zaczną oddziaływać hamująco na wzrost inflacji.** W 2021 r. w II połowie roku ujawniły się pierwsze silniejsze symptomy wyższej dynamiki cen w efekcie postcovidowego odbicia popytu i „wąskich gardeł” w globalnych systemach logistycznych. Nasilił się też wzrost cen paliw w efekcie kontynuacji wzrostu cen ropy naftowej. To sprawiło, że w II połowie 2021 r. miesięczne zmiany wskaźnika CPI były wyższe od tych obserwowanych w analogicznych okresach poprzednich lat, co przez konstrukcję 12-miesięcznego wskaźnika inflacji będzie tonowało w tym roku wzrost rocznego wskaźnika CPI.

- Jednak skala wzrostu inflacji w III kw. 2021 r. nie była na tyle silna by „zagwarantować”, że przez efekt statystyczny roczny wskaźnik w 2022 r. przestanie już rosnąć. **O tym czy czerwcowy poziom inflacji wyznaczy lokalne maksimum w tym roku zdecyduje głównie sytuacja na rynkach surowcowych (przede wszystkim ropy naftowej i żywności).** Jeśli III kw. przyniesie dalszy wzrost cen ropy naftowej, czy też nasilenie wzrostu cen żywności na globalnym rynku, lokalne maksimum inflacji wypadnie dopiero w III kw. W tym zakresie kluczowe będzie zachowanie rynków globalnych surowców – z jednej strony w warunkach ograniczenia importu węglowodorów z Rosji do UE w wyniku sankcji, z drugiej – w przypadku rynku żywności – ostatecznego wpływu na tegoroczne zbiory zbóż wojny na Ukrainie, jak i skuteczności obecnych wysiłków w zakresie wyeksportowania ukraińskiego zboża pomimo blokady czarnomorskich portów.

- Sporą niewiadomą jest też dalsze tempo wzrostu inflacji bazowej. Inflacja bazowa w ostatnim okresie regularnie zaskakiwała skalą wzrostu. Tym samym niepewność prognozy jest wysoka. Jak wskazaliśmy w II połowie roku powinny ujawniać się efekty osłabienia krajowego popytu konsumpcyjnego oraz globalnie słabszego popytu na dobra trwałe użytku po covidowym boomie, co powinno osłabiać presję na wzrost cen towarów, niemniej niepewność co do momentu, kiedy ten efekt objawi się niższą dynamiką cen na krajowym rynku jest bardzo wysoka. Kwestią otwartą jest także skala wzrostu cen usług w warunkach m.in. z jednej strony wysokiej dynamiki wynagrodzeń, a z drugiej w warunkach większej podaży pracy w związku z przebywającymi w Polsce obywatelami Ukrainy, którzy w coraz większej skali podejmują pracę w Polsce.

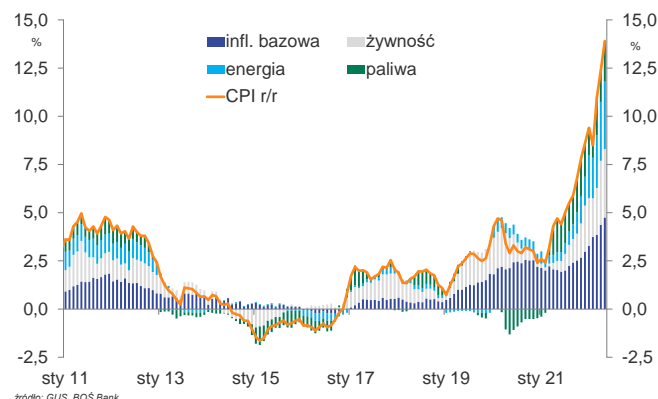
- Biorąc powyższe pod uwagę oczekujemy, że **w okresie od czerwca do września wskaźnik CPI będzie kształtował się w okolicach 15%**, z ryzykiem silniejszego okresowego wybicia w górę.

- Zakładając jesienne wyhamowanie wzrostu dynamiki cen żywności, stabilizację cen surowców energetycznych, utrzymanie przynajmniej do końca tego roku wszystkich rozwiązań wprowadzonych w ramach Tarcz Antyinflacyjnych oraz bardzo powolne hamowanie wzrostu inflacji bazowej, w ostatnich miesiącach roku **efekty wyraźnie wyższej bazy statystycznej odniesienia z końca 2021 r. powinny obniżyć inflację w okolice 13-14% na koniec tego roku.**

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Wpływ głównych kategorii cen na inflację



| wskaźnik | | cze 21 | lip 21 | sie 21 | wrz 21 | paź 21 | lis 21 | gru 21 | sty 22 | lut 22 | mar 22 | kwi 22 | maj 22 |
|---|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| inflacja CPI | % r/r | 4,4 | 5,0 | 5,5 | 5,9 | 6,8 | 7,8 | 8,6 | 9,4 | 8,5 | 11,0 | 12,4 | 13,9 |
| żywność i napoje bezalkoholowe | % r/r | 2,0 | 3,1 | 3,9 | 4,4 | 5,0 | 6,4 | 8,6 | 9,3 | 7,6 | 9,2 | 12,7 | 13,5 |
| nośniki energii | % r/r | 4,4 | 5,3 | 6,6 | 7,2 | 10,5 | 13,6 | 14,3 | 20,0 | 18,8 | 24,3 | 27,3 | 31,4 |
| paliwa | % r/r | 27,3 | 30,0 | 28,0 | 28,6 | 33,9 | 36,6 | 32,9 | 23,8 | 11,1 | 33,5 | 27,8 | 35,4 |
| infl. bazowa po wył. cen żywności i energii | % r/r | 3,5 | 3,7 | 3,9 | 4,2 | 4,5 | 4,7 | 5,3 | 6,1 | 6,7 | 6,9 | 7,7 | 8,6* |

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.