

# KOMENTARZ BIEŻĄCY

30 listopada 2023

## W listopadzie CPI lekko spadł do 6,5% przy szacowanym wyraźnym spadku inflacji bazowej.

• Według szybkiego szacunku *flash* w listopadzie wskaźnik inflacji CPI obniżył się do 6,5% r/r wobec 6,6% r/r we październiku. Wynik listopadowej inflacji okazał się nieco niższy od mediany prognozy rynkowych Parkietu (6,6%) i od naszej prognozy (6,7% r/r). W skali miesiąca wskaźnik cen konsumpcyjnych wzrósł o 0,7%.

dane		paź 23	lis 23	prognoza BOŚ
inflacja CPI	% r/r	6,6	6,5	6,7
inflacja CPI	% m/m	0,3	0,7	0,8
żywność i napoje bezalkoholowe	% m/m	0,5	0,8	0,6
nośniki energii	% m/m	0,3	-0,1	0,3
paliwa	% m/m	-4,1	8,8	8,1

• Wyhamowanie gwałtownego spadku wskaźnika CPI w listopadzie, po silnym trendzie spadkowym w ostatnich miesiącach było oczekiwane. W listopadzie przestały oddziaływać wysokie statystyczne bazy odniesienia nośników energii, kiedy to, do października 2022 r. dynamicznie rosły ceny węgla. Dlatego w listopadzie wpływ nośników energii na wskaźnik CPI był już praktycznie neutralny. Z kolei w przypadku pozostałych głównych składowych w listopadzie tendencje cenowe praktycznie wzajemnie zneutralizowały się. Z jednej strony w kierunku obniżenia wskaźnika CPI nadal oddziaływała kontynuacja spadku dynamiki rocznej cen żywności (do 7,2% r/r vs. 8,0% r/r w październiku), a także kontynuacja spadku inflacji bazowej (CPI po wykluczeniu cen żywności, paliw i nośników energii). Według naszych szacunków spadek dynamiki rocznej cen żywności do wskaźnika CPI r/r wniósł: -0,2 pkt. proc. a inflacji bazowej: -0,4 pkt. proc. Natomiast niemal w całości efekt ten został zneutralizowany przez wzrost dynamiki (mniejszą ujemną dynamikę), paliw (-5,7% r/r vs. -14,4% w październiku). Szacujemy, że wpływ dynamiki cen paliw na roczny wskaźnik CPI w listopadzie wyniósł +0,5 pkt. proc.

• Zmiany w poszczególnych głównych składowych CPI były kierunkowo zgodne z naszymi oczekiwaniami. W listopadzie zgodnie z oczekiwaniami miał miejsce wzrost cen żywności o 0,8% m/m, który w sporej części był efektem sezonowym. Ponadto skokowo, o ponad 8% m/m, wzrosły ceny paliw w wyniku zakończenia wrześniowo – październikowej promocji na stacjach Orlen. Lekkie zaskoczenie to niewielki spadek cen nośników energii (-0,1% m/m), tu zakładaliśmy lekki wzrost cen w efekcie kontynuacji wzrostu cen w ciepłownictwie i korekty w górę cen węgla po październikowej promocji w Tauronie.

• Natomiast największą niespodzianką dzisiejszej publikacji GUS jest szacowany przez nas głębszy od oczekiwań spadek inflacji bazowej. Na podstawie dzisiejszych szacunkowych danych szacujemy, że w listopadzie inflacja bazowa spadła do 7,3% r/r wobec 8,0% r/r w październiku. To wyraźnie poniżej naszej prognozy sprzed publikacji GUS 7,7% i mediany oczekiwań wg

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

Parkietu na poziomie 7,6% r/r. Szacowana niższa inflacja bazowa to główna przyczyna różnicy między naszą prognozą (6,7% r/r), a opublikowanym dzisiaj szacunkiem CPI (6,5% r/r). **Według naszych szacunków w ujęciu m/m inflacja bazowa nie zmieniła się w listopadzie (0% m/m).** Jeśli by nie brać pod uwagę spadku inflacji bazowej o 0,1% we wrześniu br., który był spowodowany wprowadzeniem w życie ustawowej listy darmowych leków dla osób 65+ oraz dla dzieci i młodzieży, to **ostatnim miesiącem, kiedy wskaźnik inflacji bazowej nie wzrósł w ujęciu m/m był grudzień 2020 r., czyli blisko 3 lata temu.**

- W listopadzie spodziewaliśmy się niższej dynamiki cen w kategoriach zaliczanych do inflacji bazowej w wyniku skokowej aprecjacji złotego oraz sezonowych promocji cen, natomiast skala listopadowego dostosowania zaskoczyła. Na marginesie należy wskazać, że w związku z tym, że GUS do badania inflacji uwzględnia jedynie pierwsze 20 dni miesiąca, to na listopadowy wskaźnik CPI najprawdopodobniej nie miał wpływu okres największych promocji cenowych w okresie Black Week zakończony przez Black Friday (24.11), a następnie Cyber Monday (27.11).

- W związku ze skokowym spadkiem inflacji bazowej w listopadzie bardzo interesująca będzie publikacja pełnej struktury wskaźnika inflacji, która wskaże obszary silniejszego od oczekiwań spadku cen. Naszym zdaniem za listopadową niższą inflacją bazową stoi kombinacja czynników jednorazowych (np. okresowego spadku cen w łączności lub turystyce) oraz bardziej powszechnie, aczkolwiek mniej spektakularnie, dostosowania w szerszej gamie dóbr (meble, sprzęt RTV i AGD). Zapewne nadal podwyższona, choć z hamującą dynamiką wzrostu, utrzymała się dynamika cen usług. Natomiast mało prawdopodobne jest by za listopadową niespodziankę w inflacji bazowej odpowiedzialny był czynnik administracyjny, jak to miało miejsce we wrześniu.

- Przy podobnym jak w listopadzie układzie baz odniesienia (niższych dla cen energii i wciąż wysokich dla żywności i inflacji bazowej), **szacujemy wstępnie, że w grudniu wskaźnik CPI lekko wzrośnie w okolice 6,7% r/r.**

- **Zdecydowanie istotniejsze w obszarze tendencji inflacyjnych będą natomiast pierwsze miesiące przyszłego roku, głównie w kontekście decyzji administracyjnych kształtujących ceny żywności i nośników energii. Najistotniejsze decyzje będą dotyczyły przywrócenia podstawowej stawki VAT na żywność na poziomie 5% oraz skali wzrostu cen nośników energii (energii elektrycznej, gazu i ciepła).** Te ceny dla odbiorców detalicznych zostały w 2023 r. zamrożone (energia elektryczna, gaz) na poziomie z 2022 r. lub ograniczono ich wzrost (ciepło).

- **Nasz dotychczasowy bazowy scenariusz zakładał przywrócenie od stycznia 2024 r. stawki VAT na żywność na poziomie 5% oraz podwyższenie rachunków dla gospodarstw domowych za energię elektryczną (założyliśmy wzrost o 20%), za gaz (+10%) oraz za ciepło.**

- **Przy tych założeniach w styczniu 2024 r. wskaźnik CPI wzrósłby nieco powyżej 7% r/r, a następnie stopniowo obniżałby się w trakcie roku do ok. 5,5% w grudniu.** Szerzej scenariusz ten opisaliśmy w naszym najnowszym [Przeglądzie kwartalnym](#).

- Natomiast **wiele sygnałów wskazuje, że bieżące zamrożone ceny nośników energii (energii elektrycznej, gazu i ciepła) zostanie utrzymane do końca**

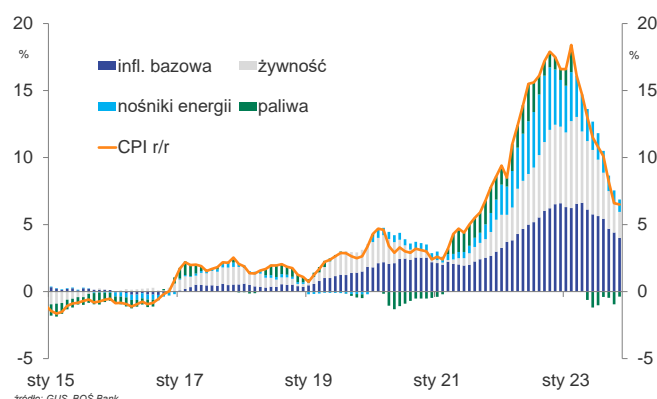
**czerwca 2024 r.** Poselski projekt ustawy w tej sprawie autorstwa posłów Koalicji Obywatelskiej i Trzeciej Drogi został w tym tygodniu złożony w Sejmie.

- Przy uwzględnieniu utrzymania zamożnych cen nośników energii przez I poł. 2024 r. i przy założeniu wzrostu VAT na żywność od początku 2024 r. wskaźnik CPI obniżyłby się do ok. 6% r/r w styczniu i w trakcie II kw. w okolice 4,5% r/r, by w II połowie roku wzrosnąć w okolice 5,5%.
- Ewentualne dodatkowe wydłużenie obowiązywania zerowej stawki VAT na produkty żywnościowe na I połowę 2024 r. obniżyłoby dodatkowo wskaźnik CPI o 1 pkt. proc. w okolice 3,5% w II kw., przy generalnie niezmiennym wskaźniku w II poł. roku, tj. ok. 5,5%. Należy jednak zaznaczyć, że ze strony partii opozycyjnych, które najprawdopodobniej w grudniu utworzą rząd, dotychczas nie padły jednoznaczne deklaracje co do intencji wydłużenia okresu obowiązywania zerowej stawki VAT na żywność.
- Podsumowując, decyzja o czasowym (do końca czerwca) utrzymaniu zamrożenia cen nośników energii obniżyłaby w I poł. 2024 roku wskaźnik inflacji CPI o 1 pkt. proc., a ewentualne utrzymanie zerowego VAT-u - o kolejny 1 pkt. proc. wobec naszego bazowego scenariusza. Przy założeniu, że od połowy 2024 r. zostanie przywrócona stawa VAT na żywność (5,0%) i zostaną podwyższone ceny nośników energii (energia elektryczna: +20%, gaz: +10%), inflacja CPI wzrośnie w okolice 5,5% na koniec 2024 r., tj. poziomu zakładanego w bazowym scenariuszu.
- Cezura połowy roku 2024 r. do kiedy mógłby zostać wydłużony okres obowiązywania zamrożonych cen nośników energii oraz ewentualnie obniżonej stawki VAT na żywność wynika zapewne z kalendarza politycznego – do czerwca odbędą się wiosenne wybory samorządowe oraz do Parlamentu Europejskiego. Po tym okresie swoboda do wprowadzenia niepopularnych społecznie zmian będzie zapewne większa.
- **Jak widać z powyższych symulacji przebieg ścieżki inflacji w I połowie 2024 r. będzie wysoce zależny od decyzji o charakterze administracyjnym, które zapadną w najbliższych tygodniach. Jednocześnie nie wpływają one istotnie na szacowany poziom inflacji na koniec 2024 r., przy założeniu, że podwyższenie cen nośników energii w skali przez nas zakładanej i przywrócenie podstawowej stawki VAT na żywność zostanie ostatecznie wprowadzone w trakcie 2024 r.**

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Wpływ głównych kategorii cen na inflację



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

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.