

KOMENTARZ BIEŻĄCY

30 czerwca 2023

Czerwiec z kolejnym skokowym spadkiem inflacji CPI do 11,5%.

• Według wstępnego szacunku *flash* w czerwcu wskaźnik inflacji CPI obniżył się do 11,5% r/r wobec 13,0% r/r w maju, nieco poniżej naszej prognozy (11,7%) i mediany prognoz rynkowych wg ankiety Parkietu (po 11,6% r/r). W skali miesiąca wskaźnik CPI nie zmienił się.

dane		maj 23	cze 23	prognoza BOŚ
inflacja CPI	% r/r	13,0	11,5	11,7
inflacja CPI	% m/m	0,0	0,0	0,2
żywność i napoje bezalkoholowe	% m/m	0,6	-0,3	-0,1
nośniki energii	% m/m	-0,4	-0,3	-0,1
paliwa	% m/m	-4,8	-0,9	-0,8

• Czerwiec był czwartym miesiącem **skokowego, powszechnie oczekiwanego spadku wskaźnika CPI**, co wynika z trwającego efektu wysokich statystycznych baz odniesienia z tytułu ubiegłorocznego skokowego wzrostu cen żywności, paliw i nośników energii w reakcji na agresję Rosji na Ukrainę.

• W przypadku cen żywności, bliska sezonowej miesięczna zmiana cen, przy wysokiej bazie odniesienia, przetożyła się na spadek wskaźnika rocznego o 1,1 pkt. proc. do 17,8%. Na podstawie danych za kwiecień i maj i kształtowania się cen surowców żywnościowych na rynku globalnym sadzimy, że w czerwcu kontynuowana była lekka korekta spadkowa cen nabiału i tłuszczów, utrzymało się wolniejsze tempo wzrostu cen pieczywa i mięsa, natomiast jeszcze rosły silniej niż przeciętnie ceny napojów bezalkoholowych.

• Jeszcze głębszy spadek rocznego indeksu cen miał miejsce w grupie nośników energii (o 2,4 pkt. proc. do 18,0% r/r) oraz w paliwach (aż o 8,5 pkt. proc. do -18,0%). W tych kategoriach, poza bardzo wysokimi bazami odniesienia (np. ponad 9-procentowy wzrost cen paliw w czerwcu 2022 r.) pomagają bieżące tendencje cenowe, tj. kontynuacja spadku cen benzyny, oleju napędowego, węgla oraz gazu), w ślad za globalnymi tendencjami spadku cen surowców energetycznych, dodatkowo wzmacnianego aprecjacją złotego wobec dolara.

• Te trzy kategorie w przybliżeniu odpowiadają za spadek ogólnego wskaźnika CPI o ok. 1,1-1,2 pkt. proc. Choć w dużo mniejszej skali niż w maju, w czerwcu do spadku inflacji CPI przyczynił się także niższy indeks inflacji bazowej (wykluczający ceny żywności oraz energii), który był powodem niższego odczytu inflacji wobec naszej prognozy. Na podstawie przybliżonych szacunków **oczekujemy, że inflacja bazowa obniżyła się w czerwcu do 11,1% r/r wobec 11,5% w maju**, kształtując się poniżej naszej prognozy 11,4% sprzed dzisiejszej publikacji.

• Wyhamowanie tempa spadku inflacji bazowej (w maju spadek ten wyniósł 0,7 pkt. proc. w skali miesiąca) było wynikiem wygaśnięcia efektu

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

głębszych niż w maju 2022 r. zmian sezonowych cen (głębszych obniżek cen biletów lotniczych czy usług turystycznych). To najprawdopodobniej przełożyło się na sezonowe (w skali miesiąca) większe odbicie cen w czerwcu i spowolnienie trendu spadkowego rocznego wskaźnika inflacji bazowej.

- Ponadto zakładamy, że niższy od naszej prognozy wskaźnik inflacji bazowej koncentrował się w grupie towarów, gdzie korekta cen surowców i materiałów obserwowana od pół roku, jak również silna aprecjacja złotego przekładają się na szybsze wyhamowanie presji cenowej.

- Weryfikacja tych założeń będzie natomiast możliwa dopiero po publikacji pełnej struktury czerwcowej inflacji w połowie lipca. Dokładniejsze dane za czerwiec w połączeniu z majowymi mogą także wzmocnić tezę o silniejszym niż w latach ubiegłych wpływie zmiany wag na ścieżkę inflacji bazowej, co może przekładać się na większe ryzyko błędu prognozy wskaźników zagregowanych, nawet przy poprawnych prognozach składowych. Coroczna zmiana systemu wag wpływa na zagregowane wskaźniki dynamiki cen opartych na bardzo dużej liczbie składowych. Nie dysponując przeliczeniami wstecz (dla roku 2022) wskaźników cen dla odpowiednio dużej liczby grup cenowych i jednocześnie przygotowując prognozy na bardziej zagregowanym poziomie, nie możemy wykluczyć, że na ścieżkę zagregowanego wskaźnika inflacji bazowej (oraz inflacji CPI) wpływają „techniczne” efekty dokładności przeliczeń w zakresie zagregowanych indeksów. W okresach o mniejszej amplitudzie zmian cen te efekty mają znikomy wpływ na ścieżkę inflacji, niemniej przy tak silnych szokach cenowych, jakie miały miejsce w 2022 r., dużo silniej zmieniła się struktura koszyka inflacyjnego przeciętnego gospodarstwa domowego, co przekłada się na większe ryzyko błędu prognozy przygotowywanej na wskaźnikach zagregowanych.

- Powyższe czynniki (statystyczne, aprecjacja złotego) zmieniają jedynie tempo trendu spadkowego inflacji, gdyż od wielu miesięcy oczekiwaliśmy spadku inflacji bazowej począwszy od II kw., przy rosnących efektach bazy. Fakt, że w tej grupie towarów i usług zmiany cen w 2022 r. nie były tak szokowe jak żywności i energii wpływa na mniejszą skalę spadku indeksu, niemniej też ma on miejsce dzięki opóźnionym efektom wyhamowania wcześniejszych wzrostów cen surowców podwyższających koszty produkcji.

- Można wskazywać już w wielu kategoriach na wyraźne obniżenie skali miesięcznych podwyżek cen w porównaniu do 2022 r. i początku 2023 r. (np. odzież i obuwie, meble, zakup środków transportu czy też opłaty za najem czy usługi związane ze zdrowiem i transportem). Z drugiej strony w dalszym ciągu, miesięczne zmiany cen inflacji bazowej pozostają wyższe wobec średnich z lat minionych, na co w naszej ocenie wpływa wciąż wysoki poziom kosztów przedsiębiorstw (np. utrzymanie wyższego niż przed kryzysem poziomu cen energii elektrycznej), czy też wyższe tempo wzrostu kosztów pracy.

- Te czynniki w naszej ocenie będą w II poł. roku hamować tempo spadku inflacji bazowej, w szczególności w grupie cen usług. Póki co podtrzymujemy naszą prognozę, że na koniec 2023 r. inflacja bazowa utrzyma się na dwucyfrowym poziomie ok. 10% r/r.

- W warunkach szybszego spadku cen rocznego wskaźnika cen żywności i energii oczekujemy, że w IV kw. inflacja CPI ogółem obniży się

do jednocyfrowego poziomu, poniżej inflacji bazowej, kształtując się w okolicach 9,0% r/r w grudniu br.

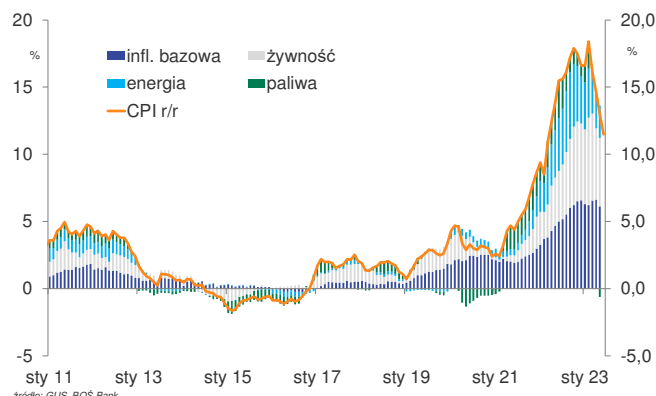
- **Choć w II poł. br. trend spadkowy inflacji CPI będzie kontynuowany, będzie on już zdecydowanie wolniejszy. Od lipca wpływ wysokich baz odniesienia będzie już zdecydowanie słabł.** Początek spadku cen paliw w lipcu 2022 r. przełoży się na lekki wzrost rocznego indeksu cen w lipcu br. (ograniczenie rocznej deflacji), zakładając, że tak jak przed rokiem, GUS nie uwzględni w szacunkach cen paliw zapowiadzianych promocji na stacjach ORLEN (które jako dedykowane jedynie wybranej grupie klientów, nie są co do zasady przez GUS uwzględniane). W przypadku cen żywności i nośników energii mniejsze niż w 2022 r. wzrosty cen w II poł. roku będą wpływały na wolniejszy spadek rocznego indeksu cen przy założeniu bieżących tendencji cenowych spójnych z wieloletnimi średnimi.

- Dzisiejsze dane inflacyjne nie zmieniają istotnie perspektyw polityki pieniężnej. Skokowy spadek inflacji CPI w II kw. był powszechnie oczekiwany, jednocześnie zarówno inflacja CPI jak inflacja bazowa ukształtowały się nieco powyżej poziomów z marcowej projekcji inflacyjnej NBP. Tak jak wielokrotnie wskazywaliśmy „gotębia” w swej większości Rada zapewne będzie skora do skorzystania z okazji szybko obniżającej się inflacji do poluzowania polityki monetarnej (co cały czas będzie uwzględniane w wypowiedziach niektórych członków RPP). **Naszym zdaniem jednak pod koniec roku zarówno wskaźnik CPI, jak i inflacji bazowej, ukształtuje się na tyle wysoko i powyżej prognoz z marcowej projekcji NBP by powstrzymać Radę przed poluzowaniem polityki monetarnej już w tym roku. Pierwszej obniżki stóp NBP oczekujemy w marcu 2024 r. Dla tego scenariusza ryzykiem jest niepewność dot. tempa spadku inflacji bazowej oraz decyzje administracyjne dot. cen żywności (stawka podatku VAT) i cen energii elektrycznej na początku 2024 r.** Gdyby na jesieni pojawiły się już informacje o braku podwyżki podatku VAT na żywność czy cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych (wbrew naszym założeniom scenariusza bazowego) nie można wykluczyć tegorocznej obniżki stóp na bazie oczekiwań jej silniejszego spadku z początkiem 2024 r. Dla weryfikacji tych tez przydatne będą też wyniki lipcowej projekcji NBP.

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Wpływ głównych kategorii cen na inflację



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

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.