

# KOMENTARZ BIEŻĄCY

15 lipca 2021

## Inflacja w czerwcu 4,4% r/r, spory spadek inflacji bazowej. W lipcu prawdopodobny wzrost CPI.

- Według ostatecznego szacunku GUS w czerwcu wskaźnik inflacji CPI wyniósł 4,4% r/r, bez zmian wobec wstępnego szacunku flash oraz wobec 4,7% r/r w maju. W skali miesiąca ceny wzrosły o 0,1%.

dane		maj 21	cze 21	prognoza BOŚ
inflacja CPI	% r/r	4,7	4,4	4,5
inflacja CPI	% m/m	0,3	0,1	0,2
żywność i napoje bezalkoholowe	% m/m	0,6	0,1	0,1
nośniki energii	% m/m	0,2	0,0	0,0
paliwa	% m/m	-0,9	0,9	0,9

- Według naszych szacunków na podstawie opublikowanych dzisiaj składowych cen dóbr i usług w czerwcu wskaźnik CPI z większą dokładnością ukształtował się poniżej 4,4% na poziomie ok. 4,35%. Przy szacowanym przez nas majowym wskaźniku CPI na poziomie blisko 4,74% oznacza to, że **według naszych szacunków wskaźnik roczny CPI w czerwcu obniżył się o blisko 0,4 pkt. proc. (vs. 0,3 pkt. proc. wynikających z danych zaokrąglonych do jednego miejsca po przecinku).**

- W czerwcu do obniżenia wskaźnika rocznego CPI o wskazane 0,4 pkt. proc. przyczyniły się przede wszystkim paliwa i inflacja bazowa. Czerwcową dynamikę roczną cen paliw obniżyła się do ponad 27% r/r wobec 33% r/r w maju, pomimo iż w skali miesiąca w czerwcu br. ceny paliw wzrosły zgodnie z oczekiwaniami o 0,9% m/m. Do spadku dynamiki rocznej cen pali przyczyniła się wysoka baza odniesienia sprzed roku – tj. skokowy wzrost cen w czerwcu 2020 r. (o ponad 5% m/m). **Paliwa przyczyniły się do obniżenia czerwcowego wskaźnika inflacji o 0,3 pkt. proc.**

- Ceny żywności w skali miesiąca lekko wzrosły, zgodnie z oczekiwaniami. W tym wypadku przeciwstawnie oddziaływały z jednej strony sezonowe spadki cen warzyw i owoców, a z drugiej – dalszy wyraźny wzrost cen mięsa oraz olejów i tłuszczów. Miesięczny wzrost cen notowały też wszystkie pozostałe kategorie żywności przetworzonej. Przy niższej statystycznej bazie odniesienia sprzed roku (lekki spadek cen w ujęciu m/m), **dynamika roczna cen żywności wzrosła do 2% r/r i „dodała” do wskaźnika CPI blisko 0,1 pkt. proc.** Ceny nośników energii, zgodnie z oczekiwaniami były neutralne dla czerwcowego wskaźnika CPI.

- Podobnie jak w poprzednich miesiącach niespodzianką okazała się inflacja bazowa (szacowana przez nas na podstawie danych opublikowanych dzisiaj przez GUS). Niemniej tym razem, inflacja zaskoczyła wynikiem sporo niższym od oczekiwań. Według naszych szacunków czerwcową inflację bazową obniżyła się do 3,6% r/r wobec wyniku z maja na poziomie 4,0% r/r, a przy sprzyjających efektach zaokrąglenia mogła wynieść nawet 3,5% r/r. Nasze obliczenia wskazują, że w ujęciu miesiąc do miesiąca (m/m) wskaźnik

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

inflacji bazowej nie zmienił się. Ostateczne wyniki czerwcowej inflacji bazowej zostaną opublikowane przez NBP jutro o g. 14.00.

- **Szacujemy, że inflacja bazowa „odjęta” od wskaźnika inflacji CPI ok. 0,2 pkt. proc.** W przypadku inflacji bazowej do wyhamowania wzrostu cen w ujęciu m/m doszedł efekt wysokiej bazy odniesienia sprzed roku (wzrost inflacji bazowej przeliczonej wg koszyka inflacyjnego z tego roku o ok. 0,5% m/m w czerwcu 2020 r., m.in. w wyniku wzrostu cen łączności, turystyki zorganizowanej oraz opłat za przedszkola).

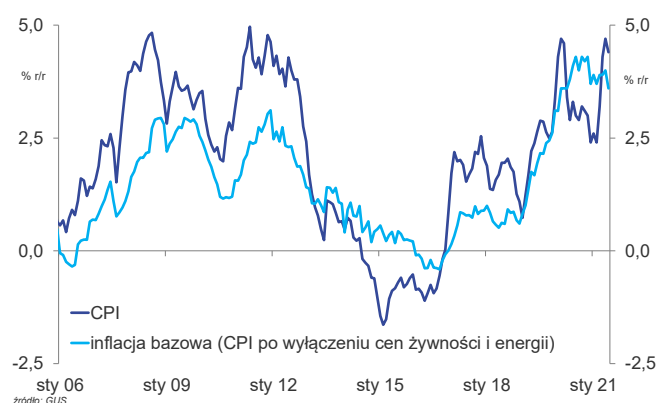
- Szacowana przez nas stabilizacja wskaźnika CPI w ujęciu m/m oznacza przerwanie trwającego od stycznia tego roku sukcesywnego wzrostu wskaźnika inflacji bazowej w ujęciu m/m. I tak jak w kwietniu i maju większość istotnych składowych inflacji bazowej zaskoczyła w górę skalą miesięcznego wzrostu cen, tak w czerwcu większość z nich doświadczyła wzrostu cen w mniejszej skali od oczekiwań (turystyka zorganizowana, bilety lotnicze) lub głębszego od spodziewanego spadku cen (łączność, odzież i obuwie, meble, sprzęt RTV i AGD).

- **Na podstawie jednostkowych czerwcowych danych trudno wyciągać daleko idące wnioski nt. wygaśnięcia presji na wzrost cen w warunkach otwarcia gospodarki lub „przerzucania” na konsumentów wzrostu cen czynników produkcji (surowców, transportu morskiego) wynikających z obserwowanych od początku roku „wąskich gardeł” w globalnych łańcuchach dostaw. Niemniej jednak czerwcowe dane nie potwierdziły obaw – np. niektórych członków RPP – że kontynuacja otwarcia gospodarki w czerwcu przyniosła nasilenie tendencji wzrostowych cen w kategoriach dóbr i usług z obszaru inflacji bazowej. Nie dały zatem dodatkowych argumentów zwolennikom tezy o „popytowej fali” wzrostu cen w warunkach otwierania się po lockdownie.** Natomiast dane z ostatnich miesięcy wskazują niewątpliwie, że okres otwierania gospodarki i przywracania funkcjonowania „zamrożonych” wcześniej aktywności odznacza się wysoką zmiennością cen dóbr i usług w warunkach dostosowania się do działalności w nowych warunkach. Należy tutaj zwrócić ponadto uwagę, że otwieranie gospodarki skutkuje też spadkiem udziału szacunków GUS cen niektórych kategorii, gdzie rzeczywiste ceny nie były obserwowane w okresie lockdownu (m.in. turystyka, kultura,.) co w krótkim okresie także może przyczyniać się do większej zmienności cen.

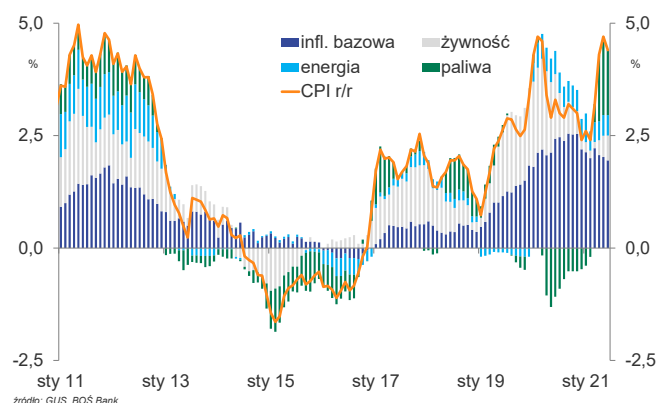
- **W kolejnych miesiącach inflacja bazowa będzie wypadkową z jednej strony wzmocnienia popytu (np. na niektóre usługi – turystyka, restauracje) w warunkach „odmrażania” gospodarki oraz wspomnianych postpandemicznych „wąskich gardeł”, a z drugiej strony wysokiej bazy odniesienia sprzed roku – kiedy w II połowie 2020 r. inflacja bazowa kształtowała się na wysokim, ok. 4-proc. poziomie. Szacujemy, że wypadkową tych tendencji będą w II poł. 2021 r. wahania inflacji bazowej w przedziale 3,3-3,7% jednak przy generalnie lekkim trendzie spadkowym.** Jednocześnie w naszej ocenie na przełomie 2021 i 2022 r. w inflacji bazowej silniej ujawnią się tendencje spadkowe na skutek szacowanej przez nas umiarkowanej (w porównaniu z I. 2018-19) dynamiki realnej dochodów gospodarstw domowych. Dodatkowo stopniowo wygasać będą też nadzwyczajne efekty podażowe związane z otwieraniem się globalnej gospodarki po pandemii. **W rezultacie szacujemy, że w I połowie 2022 r. inflacja bazowa spadnie poniżej 3%.**

- W przypadku żywności oczekujemy dalszego wzrostu dynamiki cen, po dynamicznym jego spadku w trakcie 2020 r., głównie za sprawą wyższych cen mięsa i wyższej dynamiki cen żywności przetworzonej. W szczególności w II poł. 2021 r. wejdziemy w okres wyraźnie niższej bazy odniesienia sprzed roku, kiedy miały miejsce spadek cen mięsa i żywności przetworzonej. Jednocześnie potencjał do silniejszego wzrostu dynamiki cen żywności tonować będą owoce i (w mniejszym stopniu) warzywa. W szczególności w przypadku owoców widzimy sporo przestrzeń do spadku dynamiki cen, biorąc pod uwagę korzystne warunki hydrologiczne na początku sezonu oraz podwyższone bazy odniesienia sprzed roku. Biorąc pod uwagę powyższe, oczekujemy wzrostu dynamiki cen żywności w kierunku 4,0% r/r na przełomie 2021 i 2022 r.
- W przypadku cen paliw w kolejnych miesiącach kontynuowany będzie efekt coraz wyższej bazy odniesienia sprzed roku, co przy zakładanym przez nas lekkim obniżeniu światowych cen ropy naftowej z bieżących poziomów, przyczyni się do obniżenia dynamiki cen paliw pod koniec roku poniżej 15% r/r wobec obecnych blisko 30% r/r, osłabiając presję na wzrost CPI. Jednocześnie biorąc pod uwagę to, że ceny ropy pozostają obecnie powyżej naszej bazowej prognozy oraz bieżące osłabienie złotego wobec dolara, przy jego sporej zmienności – ten obszar stanowi źródło jedno ze źródeł ryzyka dla prognozy inflacji.
- **Biorąc pod uwagę powyższe tendencje oczekujemy, że w II połowie bieżącego roku wskaźnik CPI pozostanie powyżej 4,0%. W lipcu należy się liczyć ze wzrostem wskaźnika inflacji ponownie powyżej 4,5% r/r** wpłynie na to m.in. prawdopodobny okresowy wzrost dynamiki rocznej paliw (efekt już nie tak wysokiej lipcowej bazy odniesienia oraz bieżącego wzrostu cen w warunkach wyższych cen surowca i słabszego złotego wobec dolara) oraz dalszego wzrostu dynamiki cen żywności (mięso i żywność przetworzona).

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Wpływ głównych kategorii cen na inflację



wskaźnik		lip 20	sie 20	wrz 20	paź 20	lis 20	gru 20	sty 21	lut 21	mar 21	kwi 21	maj 21	cze 21
inflacja CPI	% r/r	3,0	2,9	3,2	3,1	3,0	2,4	2,6	2,4	3,2	4,3	4,7	4,4
żywność i napoje bezalkoholowe	% r/r	3,9	3,0	2,8	2,4	2,0	0,8	0,8	0,6	0,5	1,2	1,7	2,0
nośniki energii	% r/r	4,5	4,5	4,6	4,8	4,7	4,7	6,1	4,1	4,2	4,0	4,4	4,4
paliwa	% r/r	-16,1	-12,3	-9,2	-9,2	-9,2	-8,4	-7,4	-3,7	7,6	28,1	33,0	27,3
infl. bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	4,3	4,0	4,3	4,2	4,3	3,7	3,9	3,7	3,9	3,9	4,0	3,6*

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.