

# KOMENTARZ BIEŻĄCY

16 marca 2022

## W lutym spadek CPI do 8,5% dzięki Tarczy 2.0, ale inflacja bazowa mocno w górę, znacznie ponad 6%.

• Według danych GUS w lutym wskaźnik inflacji CPI obniżył się do 8,5% r/r, wobec 9,4% r/r w styczniu. GUS skorygował w górę styczniową inflację wobec wstępnego szacunku na poziomie 9,2% r/r w związku z coroczną zmianą koszyka inflacyjnego. Po raz pierwszy w ostatnich 16 latach, była to korekta w górę styczniowego szacunku inflacji. Lutowy wskaźnik inflacji okazał się wyższy od mediany prognoz rynkowych wg ankiety Parkietu i naszej prognozy (kolejno 8,1% r/r i 7,9% r/r). W skali miesiąca ceny spadły o 0,3%.

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

• Spadek inflacji w lutym był efektem wejścia w życie rządowej Tarczy Antyinflacyjnej 2.0, w tym obniżenia stawki VAT na żywność (do 0%), paliwa do środków transportu (do 8%), gaz i ciepło (kolejne, po styczniowych, redukcje stawek VAT – w przypadku gazu do 0%, a ciepła – do 5%). Za sprawą tych zmian w lutym obniżyła się roczna dynamika cen żywności (do 7,6% r/r), paliw (do 11,1% r/r) i nośników energii (do 18,8% r/r).

• Jednocześnie skala obniżenia inflacji CPI w lutym okazała się mniejsza od oczekiwań. Przy zbliżonych do oczekiwań zmianach cen paliw i nośników energii, główną przyczyną wyższej od oczekiwań lutowej inflacji była po pierwsze mniejsza od oczekiwań skala obniżenia cen żywności, a po drugie, wyższy wzrost cen większości dóbr i usług uwzględnianych w inflacji bazowej.

• W przypadku cen żywności obniżenie stawki VAT na większość produktów żywnościowych do 0% z 5% przyniosło spadek indeksu cen żywności i napojów bezalkoholowych o 1% m/m, wobec oczekiwanych blisko 2% spadku. Większość kategorii żywności (mięso, mleko i nabiał, owoce) odnotowała zbliżoną do oczekiwań skalę spadku cen, jednak w kategoriach, gdzie na przełomie roku obserwowana była silna presja wzrostowa cen (pieczywo, oleje roślinne) obniżenie stawki VAT nie zdołało zapobiec miesięcznemu wzrostowi cen (pieczywo) lub skale spadku okazała się niewielka (oleje).

• W przypadku cen dóbr i usług zaliczanych do inflacji bazowej lutowe tendencje cenowe wskazują na powszechność wzrostu cen oraz w przypadku wielu usług – nieobserwowaną w lutym w poprzednich latach skalę miesięcznego wzrostu cen.

• W lutym przede wszystkim skokowo wzrosły ceny usług. Tym samym, po względnie „spokojnym” dla dynamiki cen usług przełomie 2021 i 2022 roku, kiedy to relatywnie szybciej rosły ceny towarów (po wyłączeniu cen paliw), w lutym sytuacja się odmieniła i to usługi odnotowały silny wzrost cen, przy bardziej

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

stonowanych zmianach cen towarów. W lutym w wielu kategoriach usług wzrost cen sięgnął kilku procent, m.in. w turystyce zorganizowanej (7,9% m/m), w tym zagranicznej (o 13%), usługach lekarskich i dentystycznych (2%), fryzjerskich (2%), w restauracjach i hotelach (1,5%), czy łączności (1,4%).

- W przypadku turystyki zorganizowanej wzrost cen mógł być efektem zniesienia wielu obostrzeń epidemicznych i większego otwarcia niektórych destynacji po okresie ograniczonej oferty. Niemniej, w przypadku większości kategorii usług wygląda na to, że część podmiotów usługowych wstrzymała się do lutego, lub rozłożyła na styczeń i luty, przerzucenie na odbiorców wyższych kosztów działania w postaci wyższych cen nośników energii i paliw, a także prawdopodobnie wyższych kosztów osobowych, m.in. związanych ze zmianami podatkowymi (PIT), które weszły w życie z początkiem roku.

- Bardziej stonowany wzrost cen dóbr – wobec zmian cen usług oraz wobec wzrostu cen towarów na przełomie 2021 i 2022 r. – może wskazywać na silniejsze oddziaływanie wysokiej konkurencji na tych rynkach, efektu słabnięcia problemów z dostawami lub oznaki nasycenia zakupami dóbr konsumpcyjnych w okresie pandemii (rezygnacja z wielu usług skutkująca nadwyżkami środków finansowych przeznaczanymi na zakup dóbr w okresie 2020–21).

- **Nasze szacunki sporządzone na podstawie opublikowanych danych GUS wskazują wstępnie (dla dokładniejszego szacunku niezbędne kolejne szeregi danych uwzględniające zmianę koszyka inflacyjnego), że inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii) wzrosła w lutym powyżej 6,5% r/r wobec około 6,0% w styczniu oraz 5,3% r/r w grudniu. Wskaźniki inflacji bazowej za styczeń i luty zostaną opublikowane w środę 16.03 o godz. 14.00.**

- Lutowa skala zmian cen zaliczanych do inflacji bazowej, sama w sobie robi wrażenie, a ten efekt potęguje fakt, że miała ona miejsce w otoczeniu informacji generalnie tonujących oczekiwania inflacyjne (wejście w życie Tarczy Antyinflacyjnej 2.0, oznaki śmielszego umocnienia złotego, kontynuacja podwyżek stóp przez RPP). Od marca w następstwie konfliktu zbrojnego na Ukrainie sytuacja w zakresie impulsów wzmagających mechanizmy stymulujące wzrost cen zdecydowanie się pogorszyła. Skokowy wzrost cen surowców obserwowany w pierwszej połowie marca oznacza wysoce prawdopodobne nasilenie w nadchodzących miesiącach presji na wzrost inflacji bazowej w następstwie kolejnej fali wzrostu kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw.

- Bardzo wysoki punkt startowy inflacji bazowej z początkiem bieżącego roku w połączeniu z falą wzrostu cen surowców przekładających się na dalszy wzrost cen dóbr i usług (koszty transportu, ceny w restauracjach w następstwie oczekiwanego wzrostu cen żywności) oznacza, że **w 2022 r. utrzymywać się będą wysokie i rosnące wartości inflacji bazowej, która w najbliższych miesiącach przekroczy 8% z ryzykiem zbliżenia się do poziomów dwucyfrowych.**

- **W marcu, w następstwie konfliktu zbrojnego na Ukrainie nastąpił skokowy (często kilkudziesięcioprocentowy) wzrost cen surowców (ropa naftowa, gaz, ziemny, węgiel, zboża).** Podażowy szok cenowy na rynku surowców w krótkim okresie – już od marca silnie podbił ceny paliw do środków transportu, co

skokowo **podwyższy wskaźnik inflacji CPI, który prawdopodobnie już w marcu ukształtuje się powyżej poziomu 10%**. Z pewnym opóźnieniem – w średniej perspektywie postępować będzie wzrost cen żywności przez bezpośredni efekt (wzrost cen zbóż i olejów roślinnych), a także pośrednio przez wzrost cen nawozów. W rezultacie najprawdopodobniej od marca przez większość kolejnych miesięcy bieżącego roku (przynajmniej w II i III kw.) wskaźnik CPI będzie przyjmował wartości dwucyfrowe.

**• Szacujemy, że podażowy szok na rynku surowców przesunie ścieżkę inflacji o ponad 2 pkt. proc. w stosunku do ścieżki sprzed konfliktu na Ukrainie. W efekcie średnioroczna inflacja w 2022 r. ukształtuje się w okolicach 10% wobec 7,5% prognozowanych przed wybuchem wojny na Ukrainie.**

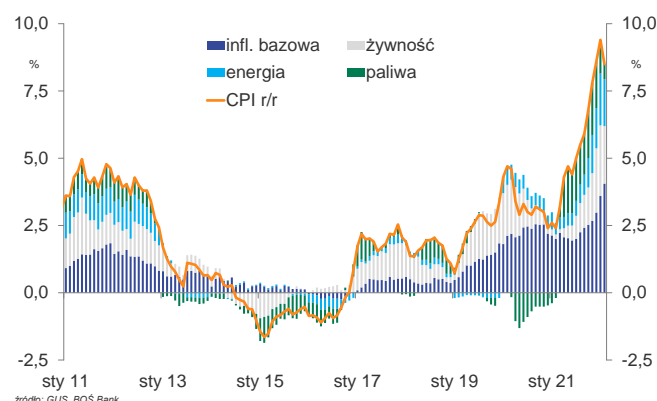
Zakładamy przy tym, że zgodnie z wstępnymi deklaracjami premiera Morawieckiego wszystkie elementy Tarczy Antyinflacyjnej zostaną przedłużone do końca roku.

• Dla ostatecznego oszacowania ścieżki inflacji konieczne są dokładniejsze dane GUS uwzględniające zmianę koszyka inflacyjnego, które powinny być dostępne na przełomie marca i kwietnia. Ponadto, obecnie bardziej precyzyjne prognozy utrudnia bardzo zmienna sytuacja na rynku surowców, w tym paliw. Na przestrzeni ostatnich dwóch tygodni cena baryłki Brent wzrosła okresowo w okolice 130 USD, by w ostatnich dniach spaść poniżej 100 dolarów. Co więcej, skokowe zmiany mają miejsce na krajowym rynku hurtowym i detalicznym paliw, przy niespotykanym dotychczas rozszerzaniu marż na tych rynkach. Dopiero odnalezienie punktu równowagi na rynku surowców, jak i w przypadku relacji między ceną ropy naftowej, cenami hurtowymi i detalicznymi na krajowym rynku, pozwoli na bardziej precyzyjne prognozowanie cen paliw, bardzo dynamicznie wpływających na poziom wskaźnika CPI.

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Wpływ głównych kategorii cen na inflację



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

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.