

## W maju lekki spadek inflacji do 1,9% r/r

Według ostatecznej publikacji GUS wskaźnik inflacji w maju obniżył się do 1,9% r/r wobec 2,0% r/r w kwietniu. Majowy wynik inflacji był zgodny ze wstępnym szacunkiem GUS, naszą prognozą oraz medianą prognoz rynkowych według Parkietu. W skali miesiąca indeks CPI nie zmienił się.

dane		kwi 17	maj 17	prognoza BOŚ Bank
inflacja CPI	% r/r	2.0	<b>1.9</b>	1.9
inflacja CPI	% m/m	0.3	<b>0.0</b>	0.0
żywność i napoje bezalkoholowe	% m/m	0.0	0.8	0.8
nośniki energii	% m/m	0.1	-0.1	0.0
paliwa	% m/m	-0.9	-2.0	-2.2

Zarówno wskaźnik CPI ogółem, jak i zmiany cen w poszczególnych grupach dóbr i usług były zbieżne z naszymi oczekiwaniami. Majowy spadek indeksu CPI to wyłącznie efekt silnego spadku o 0,3 pkt. proc. kontrybucji cen paliw we wzrost CPI. Silny spadek rocznego indeksu cen paliw do 7,6% r/r w maju z 14,4% r/r w kwietniu to połączenie efektów: bieżącego silnego spadku cen wobec kwietnia br. w warunkach dalszego spadku cen ropy naftowej na rynku globalnym i bardzo silnej aprecjacji złotego wobec dolara, jak również bardzo wysokiej bazy odniesienia (przed rokiem w maju solidny wzrost cen paliw).

Skalę spadku inflacji CPI w maju hamował z kolei wzrost indeksu cen żywności (wzrost kontrybucji o 0,2 pkt. proc.). Głównym powodem wzrostu cen żywności był silny wzrost cen owoców w efekcie wysokich majowych cen truskawek oraz wzrostu cen jabłek i cytrusów. W maju odnotowano także ponownie wyższy wzrost cen mięsa oraz żywności przetworzonej (po wyraźnym ograniczeniu ich wzrostów w marcu i kwietniu), ale jednocześnie szybszy spadek cen warzyw.

Marginalne zmiany odnotowano z kolei w zakresie kontrybucji we wskaźnik CPI cen nośników energii oraz inflacji bazowej (po wykluczeniu cen żywności, paliw i nośników energii). Na podstawie opublikowanych dziś danych **podtrzymujemy prognozę stabilizacji inflacji bazowej w maju na kwietniowym poziomie 0,9% r/r, przy ryzyku niższego wskaźnika, biorąc pod uwagę, że dokładniejszy (druga liczba miejsc po przecinku) wynik naszej prognozy kształtuje się na poziomie 0,86% r/r.**

BIURO ANALIZ  
MAKROEKONOMICZNYCH

[bosbank.analizy@bosbank.pl](mailto:bosbank.analizy@bosbank.pl)

**ŁUKASZ TARNAWA**  
Główny Ekonomista

+48 696 405 159

[lukasz.tarnawa@bosbank.pl](mailto:lukasz.tarnawa@bosbank.pl)

**ALEKSANDRA ŚWIĄTKOWSKA**  
Ekonomista

+48 515 111 698

[janina.swiatkowska@bosbank.pl](mailto:janina.swiatkowska@bosbank.pl)

---

■ Choć wskaźnik inflacji bazowej najprawdopodobniej ukształtował się na poziomie zbliżonym z naszą prognozą i zgodnym z wynikiem kwietniowym, to struktura danych wskazuje na sporą zmienność poszczególnych kategorii cen dóbr i usług oddziałujących w przeciwnych kierunkach. W maju odnotowano bowiem solidny (2,4% m/m) wzrost cen łączności z uwagi na silny wzrost cen usług telekomunikacyjnych. Jednocześnie na nieco wyższym poziomie ukształtowały się miesięczne indeksy cen odzieży i obuwia, restauracji i hoteli oraz wyposażenia mieszkania i prowadzenia gospodarstwa domowego. Na sporo niższym poziomie ukształtował się z kolei indeks cen w zdrowiu ze względu na zmiany w poziomie cen leków oraz ceny usług transportowych, co w naszej ocenie było efektem głębszej korekty spadkowej cen biletów lotniczych, po tym jak w kwietniu te ceny bardzo silnie wzrosły.

■ Choć przeciwstawny wpływ tych kategorii nie wpływa istotnie na inflację bazową po wykluczeniu cen żywności, paliw i nośników energii, to w naszej ocenie wskazuje jednak na postępujący efekt wzrostu cen w warunkach wysokiego popytu w gospodarce. Biorąc pod uwagę, że ceny leków można zaliczać do grupy cen administrowanych, wskaźnik inflacji po wykluczeniu nie tylko żywności i energii ale także właśnie cen administrowanych (wskaźnik lepiej oddający wpływ efektów cyklicznych na indeks CPI) w maju najprawdopodobniej ponownie wzrósł. Taka sytuacja wskazuje na wciąż dominujący efekt wyższego popytu, wobec coraz bardziej antyinflacyjnych efektów silnej aprecjacji złotego oraz ograniczenia dotychczasowego wzrostu cen surowców i energii (także wpływających pośrednio na wskaźnik inflacji bazowej).

■ Biorąc pod uwagę dalszy lekki spadek cen paliw w czerwcu (przy wciąż relatywnie wysokiej bazie odniesienia także dla czerwca) prognozujemy, że w czerwcu miał miejsce dalszy lekki spadek indeksu CPI do 1,7% - 1,8% r/r. Na ostateczny wynik bardzo silny wpływ będą miały jeszcze dane dot. hurtowych cen żywności z II poł. miesiąca, biorąc pod uwagę sporą zmienność wskaźników cen w poszczególnych grupach żywności. Przy założeniu prognozy czerwcowej, wskaźnik inflacji CPI w II kw. ukształtuje się na poziomie 1,9% r/r, minimalnie niższym wobec wyniku z I kw., przy najważniejszym wpływie silnego spadku cen paliw na wyhamowanie trendu wzrostowego inflacji notowanego od IV kw. 2016 r.

■ Podtrzymujemy założenia stopniowego wzrostu cen ropy naftowej na rynku globalnym, niemniej dotychczasowa korekta cen, a przede wszystkim – w sporym stopniu trwały – efekt aprecjacji notowań złotego poskutkowało także obniżeniem ścieżki cen paliw w II poł. br. i tym samym mniejszym ryzykiem silniejszego wzrostu inflacji CPI powyżej 2% r/r w III kw. Silniejszy wzrost inflacji CPI w III kw. powyżej 2,0% r/r mógłby mieć

---

miejsce ewentualnie w przypadku silniejszego od naszych założeń wzrostu cen jabłek (w tym aspekcie wciąż mało informacji dot. skutków pogodowych dla tej grupy owoców sadowniczych).

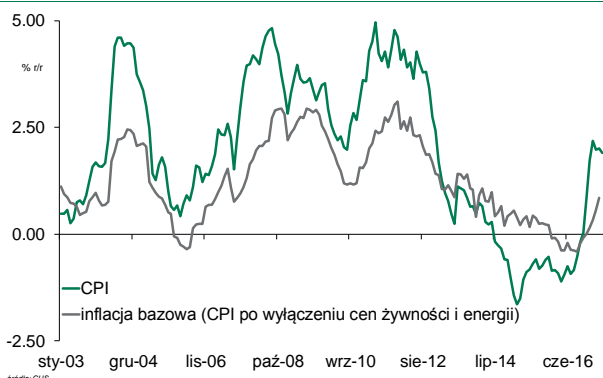
■ **W przypadku materializacji niższej ścieżki CPI w III kw., na koniec 2017 r. inflacja może obniżyć się w kierunku 1,5% r/r.** Zakładany skokowy spadek inflacji CPI pod koniec 2017 r. to efekt ponownie wysokich baz odniesienia dla cen paliw, żywności. Przy założeniu powyższych prognoz średnioroczny wskaźnik inflacji CPI wyniesie 1,9% r/r (lekka korekta wobec dotychczasowej prognozy 2,0% r/r), wobec -0,6% r/r w 2016 r.

■ Niższe ceny ropy naftowej na rynkach globalnych w II kw. oraz aprecjacja notowań złotego poskutkowały szybszym spadkiem kontrybucji cen paliw we wzrost inflacji CPI. O ile ceny żywności utrzymują się na podwyższonym poziomie, to inaczej niż na przełomie roku, już przy stabilnym oczekiwanym wpływie cen żywności przetworzonej (silniej zależnych od sytuacji na globalnym rynku surowców), a przy większym wpływie efektów pogodowych i urodzaju (ceny owoców i warzyw).

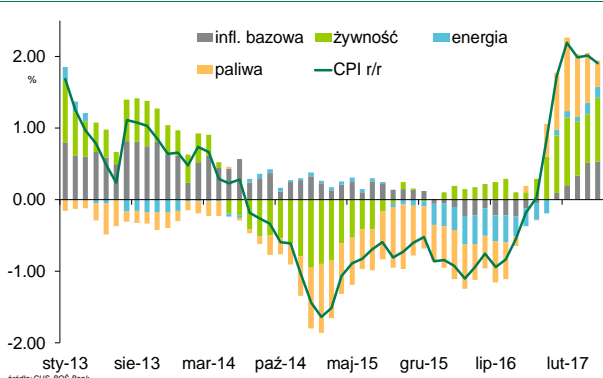
■ **W I poł. br. odnotowano bardzo silne przyspieszenie wskaźnika CPI po wykluczeniu cen żywności, energii oraz cen administrowanych w warunkach wyraźnej poprawy popytu konsumpcyjnego oraz wyraźnego dostosowania po stronie kosztowej (koszty pracy, ceny importu). Pomimo oczekiwań utrzymania korzystnej sytuacji gospodarczej szacujemy, że w II poł. roku tempo wzrostu tego indeksu cen będzie już nieco mniejsza.** Silne odbicie indeksu cen w grupie usług wskazuje na trwały charakter wzrostu indeksu cen, niemniej w sporym stopniu dynamiczne wzrosty tego indeksu w I poł. br. były skutkiem bardzo niskich baz odniesienia (np. promocje cenowe w usługach związanych z rekreacją i kulturą). W kolejnych miesiącach siła tych efektów będzie już dużo mniejsza. Ponadto, notowana aprecjacja notowań złotego oraz wyhamowanie trendu wzrostowego cen surowców będzie także ograniczać wzrost cen towarów importowanych, co będzie hamować wzrosty cen towarów pomimo sprzyjających efektów popytowych.

■ W II poł. 2017 r. oczekujemy już bardziej zrównoważonych zmian indeksów cen w poszczególnych grupach wskaźnika CPI zakładając brak anomalii pogodowych (ceny żywności) oraz skokowych zmian cen ropy naftowej.

### Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



### Wpływ głównych kategorii cen na inflację



		cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17
inflacja CPI	% r/r	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,8	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9
żywność i napoje bezalkoholowe	% r/r	0,9	1,0	1,2	0,4	0,4	1,2	2,5	3,3	3,9	3,1	2,8	3,7
nośniki energii	% r/r	-3,2	-3,1	-3,1	-2,3	-2,1	-2,0	-1,6	0,7	0,8	0,6	1,4	1,3
paliwa	% r/r	-9,0	-11,1	-10,2	-2,5	1,8	-0,1	8,9	16,5	21,2	18,1	14,4	7,6
infl. bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,6	0,9	0,9*

źródło: GUS, NBP \* szacunek 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, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 628 732 450 zł wpłacony w całości.