

# KOMENTARZ BIEŻĄCY

15 marca 2023

## W lutym szczyt inflacji CPI na poziomie 18,4% r/r. Inflacja bazowa nie ustępuje.

• Według danych GUS w lutym wskaźnik inflacji CPI wzrósł do 18,4% r/r, wobec 16,6% r/r w styczniu. GUS skorygował istotnie w dół styczniową inflację wobec wstępnego szacunku na poziomie 17,2% r/r w wyniku corocznej zmiany koszyka inflacyjnego. Lutowy wskaźnik inflacji okazał się niższy od mediany prognoz rynkowych wg ankiety Parkietu i naszej prognozy (kolejno 18,7% r/r i 18,8% r/r). W skali miesiąca ceny wzrosły o 1,2% m/m.

dane		sty 23	lut 23	prognoza BOŚ
inflacja CPI	% r/r	16,6	18,4	18,8
inflacja CPI	% m/m	2,5	1,2	0,8
żywność i napoje bezalkoholowe	% m/m	1,9	1,8	0,9
nośniki energii	% m/m	12,4	0,0	0,1
paliwa	% m/m	0,0	1,2	1,1

• To, że wskaźnik inflacji w lutym skokowo wzrosł było przesądzone, głównie z powodu niskiej bazy odniesienia sprzed roku, kiedy to w lutym 2022 r. weszła w życie kolejna odłona rządowej Tarczy Antyinflacyjnej (m.in.: obniżenie stawki VAT na żywność do 0%, paliw do 8%, gazu do 0%, a ciepła – do 5%) Spowodowało to spadek wskaźnika CPI w lutym 2022 r. o 0,3% m/m. Przy tegorocznym lutowym wzroście wskaźnika CPI o 1,2% m/m łącznie przyniosło to skokowy wzrost wskaźnika rocznego inflacji.

• Niższy od naszych oczekiwań poziom wskaźnika rocznego CPI (18,4% vs. prognozowane 18,8% r/r), to wyłącznie efekt znaczącej korekty w dół wskaźnika inflacji w styczniu z 17,2% do 16,6% r/r w następstwie corocznej zmiany koszyka inflacyjnego. Tegoroczna korekta w dół wskaźnika inflacji o 0,6 pkt. proc., jest najwyższą w historii danych GUS za ostatnie 18 lat. Dotychczas wskaźnik inflacji został skorygowany maksymalnie o 0,3 pkt. proc.

• Pozostawiając na boku kwestie metodologiczne – statystyczne, struktura lutowej inflacji świadczy o utrzymującej się silnej presji wzrostowej cen kategorii zaliczanych do inflacji bazowej (tj. z wyłączeniem żywności, paliw oraz nośników energii). Luty przyniósł kontynuację silnego trendu wzrostowego cen, przede wszystkim większości kategorii usług. I łączny skumulowany wzrost cen w skali stycznia i lutego br. w tych kategoriach jest porównywalny lub większy niż w analogicznym okresie ub.r. kiedy to na przełomie 2021 i 2022 r. ujawniła się pierwsza fala bardzo silnego wzrostu inflacji bazowej. Wtedy był to głównie efekt wtórny skokowego wzrostu cen surowców (m.in. pandemiczne problemy z dostawami) oraz postpandemicznego odbicia popytu. Obecnie w naszej ocenie to przede wszystkim opóźniony efekt skokowego wzrostu cen energii elektrycznej i gazu (na skutek wojny na Ukrainie). Jednocześnie dzięki stabilnemu rynkowi pracy popyt w gospodarce, choć słabnie, jest wystarczający by umożliwić przerzucanie wyższych cen energii na ceny detaliczne. Brak pełnych danych

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

dot. koszyka inflacyjnego (te będą dostępne w najbliższych dniach i tygodniach) nie pozwala na precyzyjne oszacowanie wskaźników inflacji bazowej za styczeń i luty, które zostaną opublikowane jutro przez NBP. **Bardzo szacunkowe obliczenia wskazują, że miary inflacji bazowej w styczniu i lutym powinny ukształtować się powyżej grudniowego wskaźnika inflacji bazowej (11,5% r/r), w przedziale 11,6%-12% r/r.**

- **W pozostałych głównych kategoriach cen nie było znaczących zaskoczeń. W przypadku żywności kontynuowany był silny wzrost cen ogółem (1,8% m/m), niemniej głównie za sprawą skokowego wzrostu cen warzyw (ponad 7% m/m),** efektu zawirowań na europejskich rynkach w następstwie uderzenia zimy z początkiem roku. W przypadku żywności przetworzonej w niektórych kategoriach widać kontynuację wzrostu cen (pieczywo, nabiał, napoje), ale też ujawniły się pierwsze efekty spadku cen na rynkach światowych, co widać przede wszystkim w skokowym spadku cen masła. W skali roku w lutym ceny żywności były wyższe o 24,7% w relacji do lutego 2022 r.

- **Lutowe zmiany cen nośników energii nie zaskoczyły już tak jak to miało to miejsce w grudniu i styczniu. Lutowa stabilizacja wskaźnika cen w relacji do poprzedniego miesiąca to wypadkowa kontynuacji wzrostu cen za ciepło i dalszego spadku cen opał (zgodnie z oczekiwaniami).** W regulowanych w dużej mierze kategoriach (energia elektryczna, gaz) lutowe zmiany cen były niewielkie, po skokowym wzroście w styczniu br. W styczniu był to wynik przywrócenia wcześniejszych stawek podstawowych podatków pośrednich w przypadku energii i gazu (zakończenie Tarczy antyinflacyjnej w tych obszarach), przy jednoczesnym ustawowym zamrożeniu cen netto na poziomie z 2022 r. W lutym ceny nośników energii były wyższe o 31,1% w relacji do lutego 2022 r.

- Paliwa do środków transportu nie zmieniły się w lutym istotnie, z lekkim wzrostem w skali miesiąca (1,1%). Dynamika roczna cen paliw wyniosła w lutym ponad 30%.

- W każdej ze wskazanych trzech kategorii (żywności, nośników energii i paliw) skokowy wzrost wskaźnika rocznego cen w lutym wynikał ze wspomnianego efektu bazy sprzed roku, kiedy to w lutym ub.r. w każdej z tych kategorii miał miejsce wyraźny spadek cen m/m dzięki obniżeniu podatków pośrednich (VAT akcyza) w ramach tarczy antyinflacyjnej.

- **Opublikowane dzisiaj dane nie wskazują na przesłanki do istotnej korekty scenariusza inflacyjnego na ten rok, choć wobec wspomnianego braku pełnych danych nt. struktury koszyka inflacyjnego dzisiaj trudno o precyzyjną prognozę ścieżki inflacyjnej.**

- Nie uległy zmianie trzy tezy stojące za naszym scenariuszem inflacyjnym. **Po pierwsze, luty wyznaczył szczyt inflacji w tym roku.** Od marca inflacja roczna zacznie spadać z powodu wysokiej bazy odniesienia sprzed roku, kiedy od marca skokowo rosły ceny żywności i nośników energii w reakcji na inwazję Rosji na Ukrainę. **Po drugie, wskaźnik podstawowy inflacji CPI będzie szybko obniżał się z lutowego szczytu do poniżej 10% prawdopodobnie w III kw. br.** Wpłyne na to spadek dynamiki rocznej cen żywności, energii i paliw, które skokowo wzrosły w trakcie 2022 r., głównie w następstwie wojny na Ukrainie. **Po trzecie, lutowy obraz inflacji bazowej wskazuje, że jej obniżanie w trakcie roku**

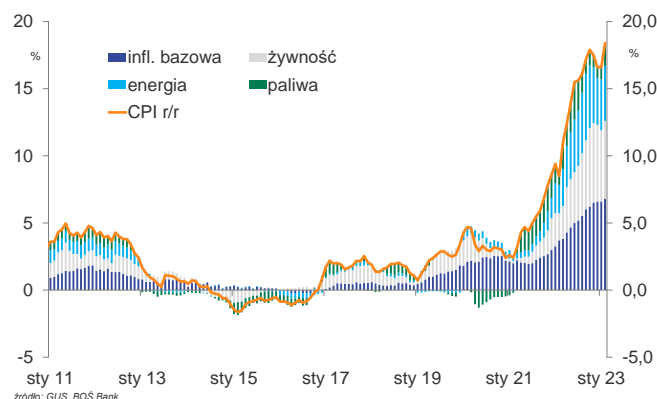
**będzie bardzo powolne i na koniec roku inflacja bazowa ukształtuje się blisko 10% r/r, powyżej wskaźnika CPI.** Choć w trakcie roku powinny się ujawniać efekty spadku cen surowców – nieenergetycznych (widoczne od dłuższego czasu) i energetycznych (bieżący spadek cen gazu i energii), niemniej w krótkim okresie efekt przyzucania wyższych kosztów przedsiębiorstw będzie wciąż utrzymywał inflację bazową na wysokim poziomie, szczególnie, że stabilny rynek pracy nie będzie sprzyjał szybkiej dezinflacji.

- W powyższym scenariuszu bazowym założyliśmy utrzymanie zerowej stawki VAT na żywność przez cały 2023 r.
- Szacujemy, że średnioroczny wskaźnik inflacji ukształtuje się w okolicach 12% wobec 14,4% w 2022 roku. Precyzyjne prognozy będą możliwe po udostępnieniu przez GUS pełnych danych po zmianie koszyka inflacyjnego.
- **W naszej ocenie dzisiejsze dane nie dają przesłanek do zmiany naszego bazowego scenariusza stabilizacji stóp NBP do końca roku na bieżącym poziomie. Choć lutowy wskaźnik CPI ukształtował się poniżej naszej prognozy, to uporczywość inflacji bazowej widoczna w publikowanych danych w naszej ocenie nie da przesłanek do obniżenia stóp NBP w tym roku.**

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Wpływ głównych kategorii cen na inflację



wskaźnik		mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23
inflacja CPI	% r/r	11,0	12,4	13,9	15,5	15,6	16,1	17,2	17,9	17,5	16,6	16,6	18,4
żywność i napoje bezalkoholowe	% r/r	9,2	12,7	13,5	14,2	15,3	17,5	19,3	22,0	22,3	21,5	20,6	24,0
nośniki energii	% r/r	24,3	27,3	31,4	35,1	37,0	40,3	44,2	41,6	36,8	31,1	29,7	31,1
paliwa	% r/r	33,5	27,8	35,4	46,7	36,8	23,3	18,2	19,5	15,5	13,5	18,8	30,8
infl. bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	6,9	7,7	8,5	9,1	9,3	9,9	10,7	11,0	11,4	11,5	11,6-12,0*	11,6-12,0*

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.