

## Inflacja poniżej 4%

- Inflacja CPI w styczniu wyraźnie spadła, do 3,9% r/r wobec 6,2% r/r w grudniu. Skala dezinflacji była silniejsza od większości rynkowych prognoz (kons.: 4,2% r/r) i bliska naszym oczekiwaniom (PKO: 3,8% r/r). Za spadkiem inflacji r/r stoją wszystkie główne komponenty. W porównaniu do grudnia przeciętny poziom cen wzrósł o 0,4%. **Dane mają charakter wstępny.** W połowie marca, wraz z publikacją danych o inflacji w lutym, zostaną zrewidowane poprzez zastosowanie zaktualizowanego koszyka inflacyjnego, bazującego na ubiegłorocznej strukturze wydatków gospodarstw domowych. **Szacujemy, że rewizja obniży styczniową inflację o 0,1pp, a więc jej wpływ będzie znacząco mniejszy niż miało to miejsce w ubiegłym roku (patrz wykres). Inflacja jest najniższa od marca 2021.**
- **Najsilniejszy wpływ na obniżenie się inflacji r/r miały ceny nośników energii** (wkład: -1,4pp). W styczniu 2023 nośniki zdrożały o 12,6% m/m, w styczniu 2024 o 0,4% m/m, co wygenerowało silny efekt bazy (roczna dynamika obniżyła się z blisko +10% do -2%).
- W mniejszej skali (ok. 0,4pp) inflację obniżyły komponenty bazowe. Szacujemy, że (przy bieżącym koszyku) **inflacja bazowa obniżyła się do 6,2% r/r** wobec 6,8% r/r w grudniu. W ujęciu m/m (zarówno nsa jak i sa) ceny bazowe wzrosły o 0,4%, ale bieżący impet inflacji bazowej ponownie się obniżył, chociaż wciąż znacząco przekracza poziom celu inflacyjnego.
- **Ceny żywności w styczniu wzrosły o 0,9% m/m**, znacząco słabiej niż w poprzednich latach i poniżej wzorca sezonowego. Roczna dynamika cen żywności obniżyła się do 4,9% r/r, a według nas w kolejnych dwóch miesiącach ten trend będzie kontynuowany.
- **W najmniejszym stopniu do styczniowej dezinflacji kontrybuowały ceny paliw**, chociaż m/m ich spadek był wyraźny (2,3%). Bieżące dane ze stacji wskazują, że w lutym może on zostać w całości odwrócony, a ta kategoria może minimalnie podbijać inflację w lutym.
- **Implikacje płynące z dzisiejszych danych nie są oczywiste.** Z jednej strony styczeń przyniósł wyraźny i silniejszy od oczekiwań spadek inflacji, a – jak zauważył I.Dąbrowski (RPP) – realne stopy procentowe *ex post* stały się dodatnie. Warto także zauważyć, że tak głęboki spadek inflacji w styczniu przesuwają punkt startowy nowej projekcji inflacyjnej znacząco w dół (z 5% do ok. 3,3%). Dodatkowo, dane wskazują na dalszy spadek inflacji bazowej oraz jej impetu, a według zapowiedzi, to właśnie procesy cenowe w tej części koszyka mają mieć największe znaczenie dla RPP. **Te elementy sugerują, że szanse na obniżkę stóp w marcu nie są przekreślone.** Z drugiej strony w ostatnich wypowiedziach członkowie RPP oczekiwali inflacji na poziomie 4% lub lekko poniżej (więc dane nie zaskakują RPP wyraźnie w dół), nie do zignorowania jest także znaczący wpływ czysto statystycznego efektu bazy na silny spadek inflacji. **W zestawieniu z relatywnie jastrzębią retoryką płynącą ostatnio z NBP jako bazowy należałoby traktować scenariusz stabilizacji stóp NBP w kolejnych miesiącach, chociaż obniżki stóp procentowych w dalszej części roku wciąż są wg nas całkiem prawdopodobne.**

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

@PKO\_Research

<https://centrumanaliz.pkobp.pl/>

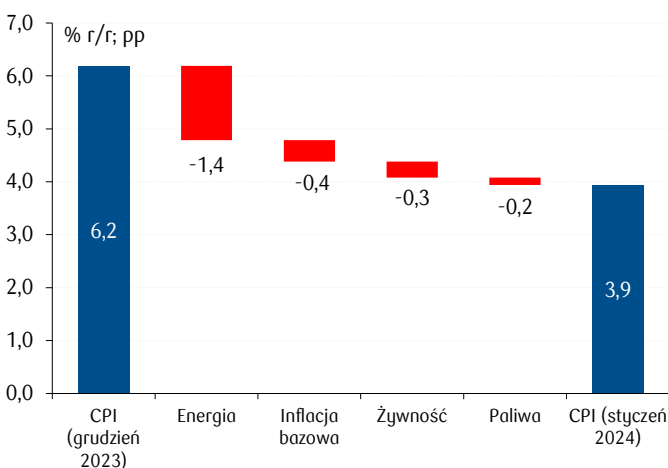
Marta Petka-Zagajewska

Dyrektor Biura

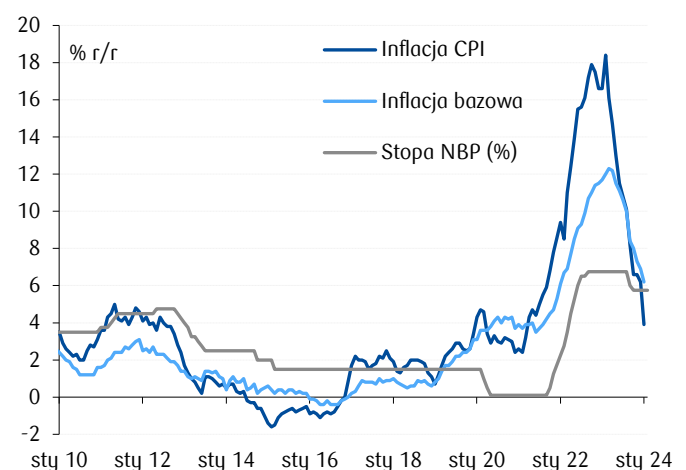
marta.petka-zagajewska@pkobp.pl

tel. 691 335 426

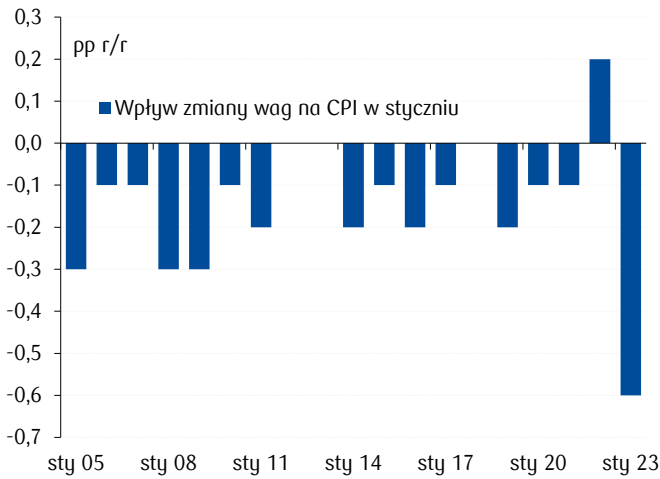
### Struktura zmian inflacji CPI – styczeń vs grudzień



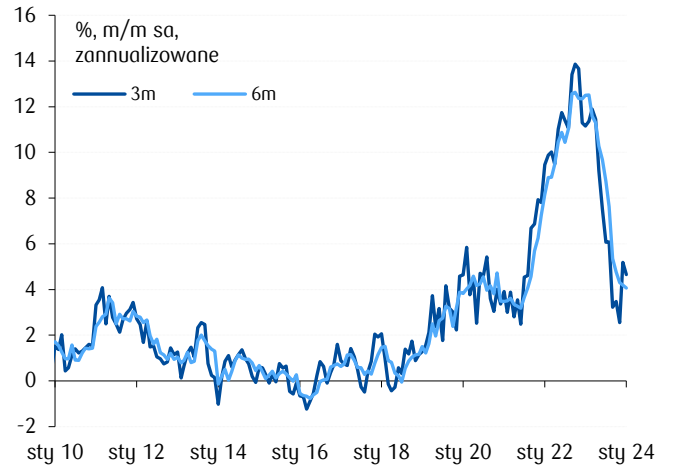
### Inflacja CPI, bazowa i stopa referencyjna



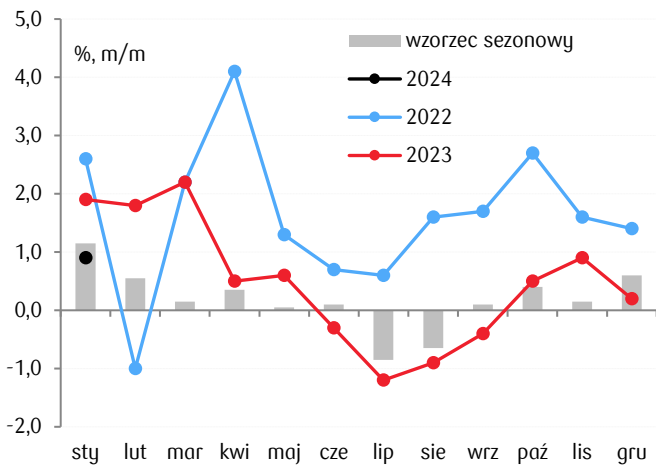
### Historyczne rewizje inflacji na skutek zmiany koszyka



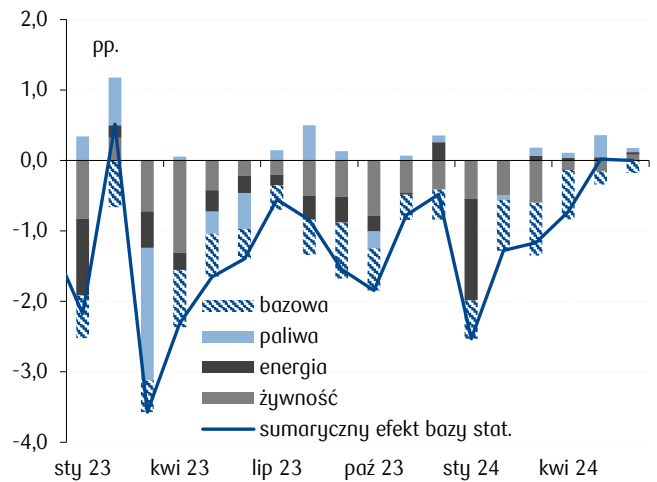
### Szacowany impet inflacji bazowej



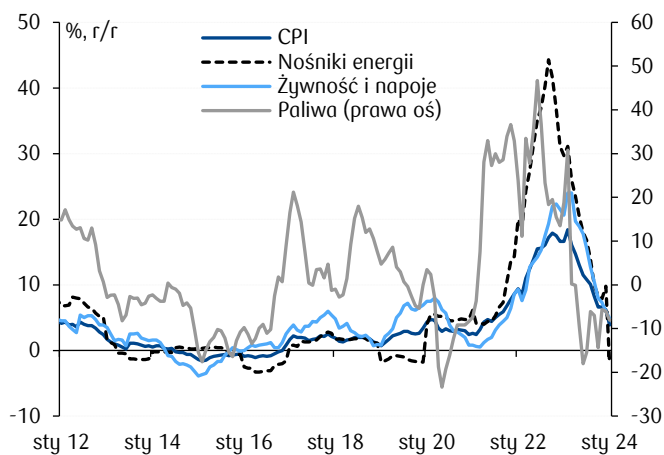
### Zmiana cen żywności na tle wzorca sezonowego\*\*



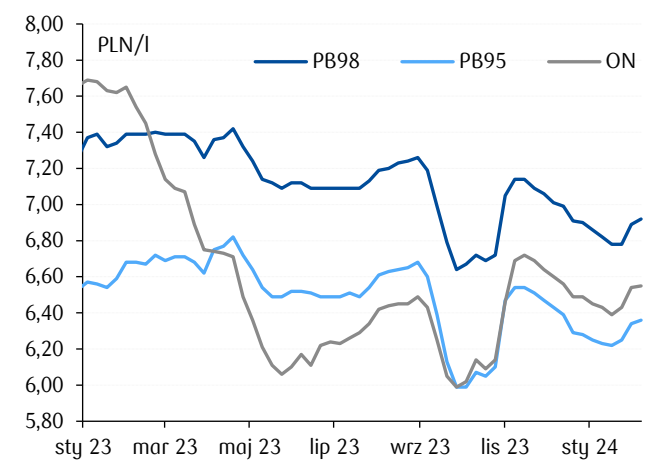
### Efekty bazy statystycznej



### Główne niebazowe składowe inflacji



### Ceny paliw (wg e-petrol)



Źródło: NBP, GUS, Eurostat, FAO, Macrobond, PKO Bank Polski; obliczenia własne; \* dla grudnia na podstawie szacunku PKO BP

## Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.  
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa  
email: [analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl) 693 333 127

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	<a href="mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl">marta.petka-zagajewska@pkobp.pl</a>	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	<a href="mailto:urszula.krynska@pkobp.pl">urszula.krynska@pkobp.pl</a>	722 060 794
Kamil Pastor	<a href="mailto:kamil.pastor@pkobp.pl">kamil.pastor@pkobp.pl</a>	723 670 836
Agnieszka Pierzak	<a href="mailto:agnieszka.pierzak@pkobp.pl">agnieszka.pierzak@pkobp.pl</a>	666 823 657
Anna Wojtyniak	<a href="mailto:anna.wojtyniak@pkobp.pl">anna.wojtyniak@pkobp.pl</a>	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas: [DAE@pkobp.pl](mailto:DAE@pkobp.pl)

Nasze analizy znajdziesz również na X/Twitterze oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:



Centrum  
Analiz

### Materiał zatwierdził(a): Urszula Kryńska

#### Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.