

### Jeszcze bez Tarczy

- **Inflacja CPI w grudniu wzrosła do 8,6% z 7,8% w listopadzie**, bez zmian wobec szacunku flash. To jeszcze nie koniec wzrostów inflacji. W styczniu powędruje ona naszym zdaniem powyżej 9% r/r (być może zbliży się do 10% r/r z uwagi na noworoczne zmiany cenników). Później inflację ograniczy Tarcza Antyinflacyjna (wg nas w lutym jej przełożenie na inflację wyniesie nieco ponad 3pp).
- **Do wzrostu inflacji w grudniu przyczyniły się w szczególności ceny żywności i napojów bezalkoholowych**, które rosły wyraźnie powyżej wzorca sezonowego (wzrost o 2,1% m/m w grudniu był najwyższym dla tego miesiąca od 1996). W strukturze odczytu zauważalne są solidne wzrosty cen warzyw i owoców, a także mięsa wołowego i drobiowego. Nadal bardziej niż solidnie rosły ceny mąki i pieczywa, a także oleje i tłuszcze. Styczeń prawdopodobnie przyniesie kontynuację wzrostów cen w tych kategoriach, w których istotną rolę odgrywają ceny energii (warzywa, żywność przetworzona).
- **Ceny energii wzrosły o 0,8% m/m**. Struktura odczytu pokazała ponad 1-procentowe wzrosty cen gazu, opału i energii cieplnej. Uwzględniając nowe taryfy URE oraz wpływ Tarczy 1.0 wzrost cen nośników energii w styczniu (m/m) sięgnie około 10%.
- **Ciekawostką odczytu jest brak korekty dla cen paliw, które wg GUS w grudniu wzrosły o 0,2% m/m**. Mogłoby wynikać z tego, że obniżka akcyzy z 20 grudnia, która obniżyła ceny na stacjach o ok. 20 groszy będzie wzięta pod uwagę dopiero przy styczniowym odczycie (gdy stawka akcyzy ponownie wzrosła, na skutek umocnienia kursu EUR). Z uzyskanych przez nas informacji wynika jednak, że GUS w odczycie grudniowym uwzględnił już większą część grudniowego ruchu. Kolejne miesiące powinny przynieść niższe ceny paliw po skokowym (o ok. 60-70 groszy spadku w lutym (Tarcza 2.0).
- **Inflacja bazowa wzrosła wg nas do 5,3% r/r z 4,7% r/r w listopadzie**. Solidny przyrost cen widoczny jest w większości kategorii, co wskazuje na powszechną presję inflacyjną. Inflacja cen usług przyspieszyła do 7,6% r/r z 6,6% r/r w listopadzie. Towary drożały o 9,0% r/r wobec 8,1% r/r miesiąc wcześniej.
- **Inflacja nie powiedziała naszym zdaniem jeszcze ostatniego słowa**, ale po jej wzroście w styczniu Tarcza Antyinflacyjna da pół roku wytchnienia. Powinno to pozwolić RPP na zakończenie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w marcu. Jednocześnie, wygaśnięcie Tarcz będzie się wiązało z powrotem do wysokich odczytów inflacji. Oznacza to naszym zdaniem, że prawdopodobieństwo ich (co najmniej częściowego) przedłużenia jest wysokie, a tym samym nasza prognoza średniorocznej inflacji (7,1% w 2022) może jeszcze ulec zmianie.

Zespół Analiz Makroekonomicznych

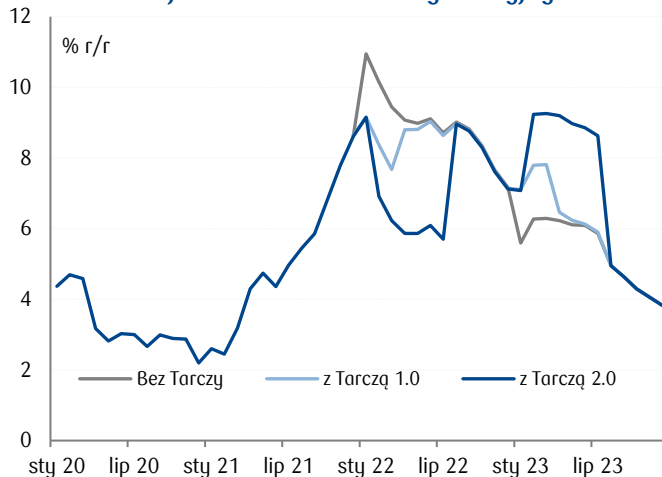
analizy.makro@pkobp.pl  
tel. 22 521 81 34

 @PKO\_Research

[www.pkobp.pl/centrum-analiz](http://www.pkobp.pl/centrum-analiz)

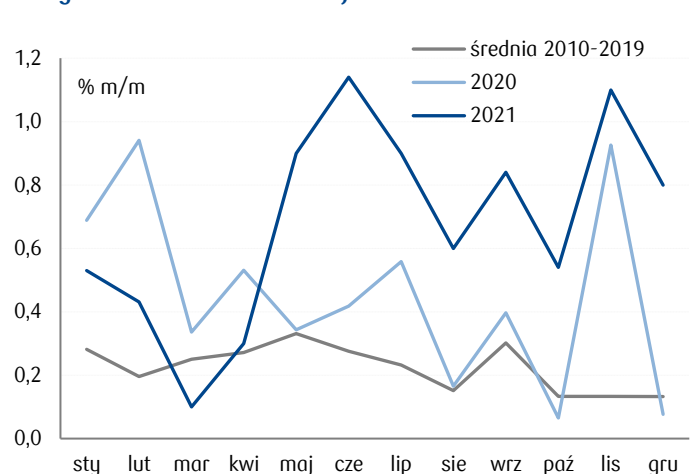
**Marcin Czaplicki**  
Ekonomista  
marcin.czaplicki@pkobp.pl  
tel. 22 521 54 50

Ścieżka inflacji CPI z i bez Tarcz Antyinflacyjnych

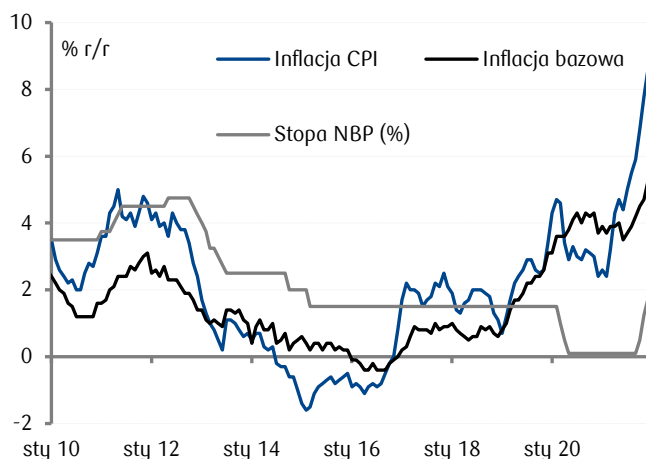


Źródło GUS, KPRM, PKO Bank Polski.

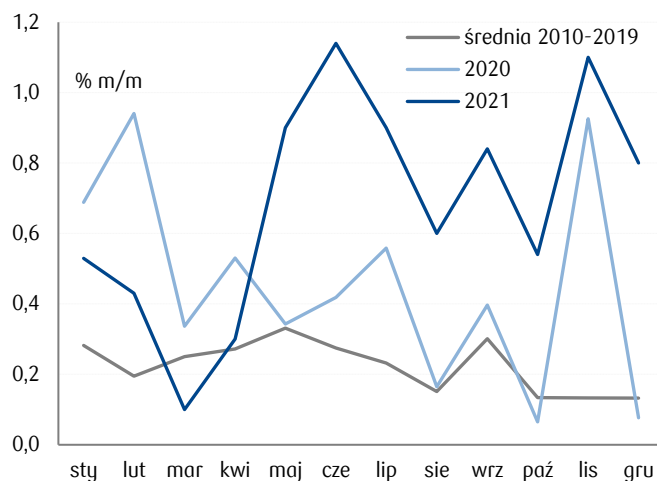
Ceny w hotelach i restauracjach



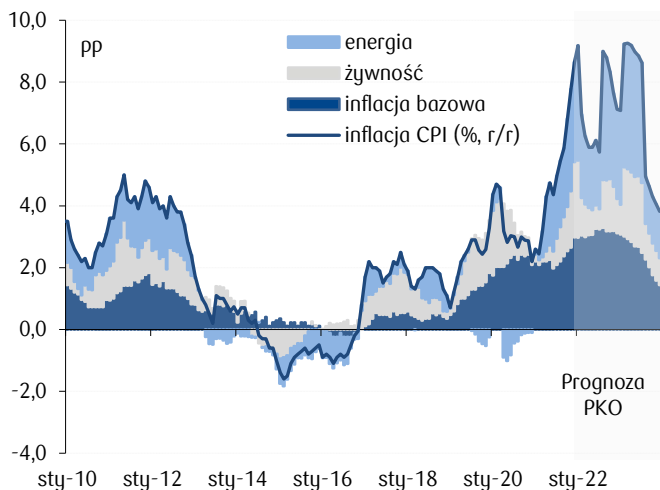
### Inflacja vs stopa NBP



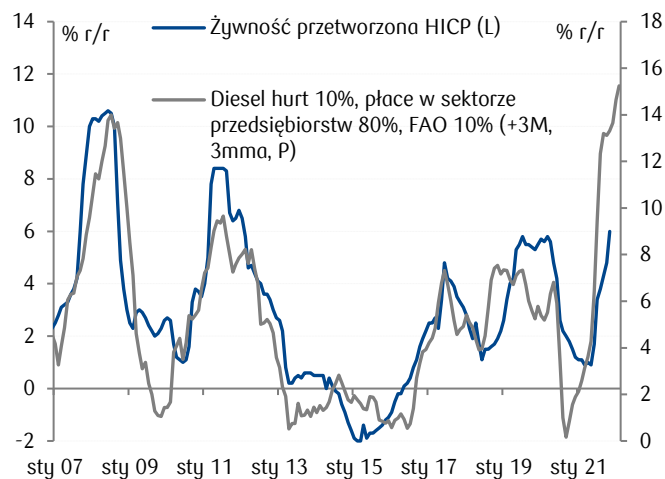
### Inflacja CPI: HoReCa



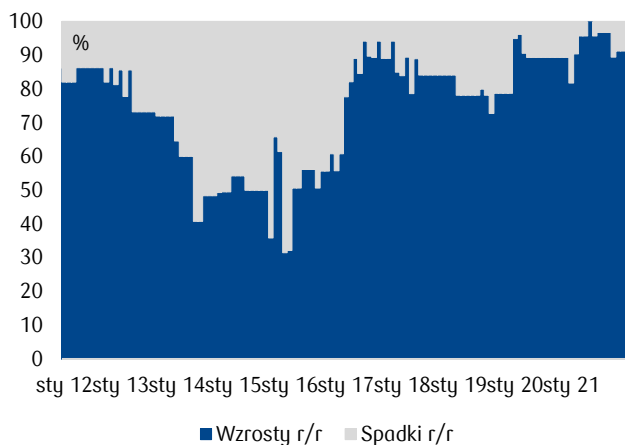
### Struktura inflacji CPI



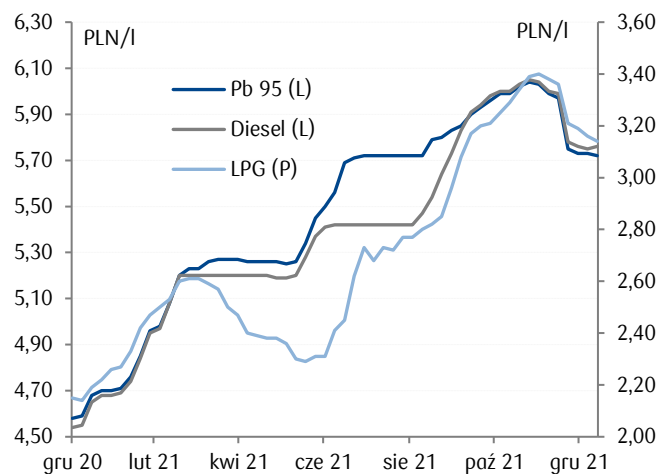
### Perspektywy cen żywności przetworzonej



### Odsetek koszyka ze wzrostem/spadkiem cen



### Ceny paliw wg BM Reflex



Źródło: NBP, GUS, Eurostat, FAO, Macrobond, BM Reflex, PKO Bank Polski; obliczenia własne.

## Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.  
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa  
tel: 22 521 80 84  
email: [DAE@pkobp.pl](mailto:DAE@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl) 22 521 80 84

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl) 22 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska (kierownik) [marta.petka-zagajewska@pkobp.pl](mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl) 22 521 67 97  
dr Marcin Czaplicki, CFA [marcin.czaplicki@pkobp.pl](mailto:marcin.czaplicki@pkobp.pl) 22 521 54 50  
Urszula Kryńska [urszula.krynska@pkobp.pl](mailto:urszula.krynska@pkobp.pl) 22 521 51 32  
Kamil Pastor [kamil.pastor@pkobp.pl](mailto:kamil.pastor@pkobp.pl) 22 521 81 08  
dr Michał Rot [michal.rot@pkobp.pl](mailto:michal.rot@pkobp.pl) 22 580 34 22

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

Nasze analizy znajdziesz również na platformie Twitter oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:

 [@PKO\\_Research](https://twitter.com/PKO_Research)



Bank Polski

Centrum  
Analiz

### Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

#### 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.