

Wzrost cen paliw mniejszy od obaw

- Inflacja CPI w marcu wzrosła do 3,0% r/r z 2,1% r/r w lutym, zdecydowanie słabiej niż wskazywał konsensus (3,3% r/r) i nasza prognoza (3,5% r/r). Głównym źródłem pozytywnego zaskoczenia był niższy od zakładanego wzrost cen paliw (15,4% m/m zamiast 20%+ m/m). Poza tym poniżej naszych założeń uplasowały się ceny żywności, które nie zmieniły się m/m. Inflacja bazowa w marcu nie zmieniła się istotnie (szacujemy 2,5%-2,6% r/r). Na razie szok paliwowy nie rozlewa się więc na pozostałe segmenty koszyka inflacyjnego.
- Ceny żywności i napojów bezalkoholowych w marcu nie zmieniły się (0,0% m/m), a ich dynamika roczna wyhamowała do 2,0% r/r z 2,4% r/r w lutym. Tym samym kontynuowane były pozytywne tendencje z końcówki 2025. Wśród źródeł takiego stanu rzeczy widzimy spadające globalnie ceny towarów rolnych (np. indeks cen FAO w złotych spada o ponad 10% r/r) i nasiloną konkurencję między sieciami handlowymi. Szok paliwowy może nieco podnieść ścieżkę przyszłej inflacji żywnościowej, ale z co najmniej kilkumiesięcznym opóźnieniem – za sprawą droższych nawozów, paliw i gazu.
- Ceny paliw i smarów w marcu wzrosły o 15,4% m/m, w największej skali od marca 2022 (28,1% m/m). W ujęciu r/r były wyższe o 8,5%, podczas gdy w ostatnich trzech latach dodatnia dynamika r/r wystąpiła tylko kilkukrotnie. Skala podwyżki m/m była istotnie mniejsza niż wynikało ze zbieranych danych ze stacji paliw (20%+ m/m). W danych za kwiecień będzie już widoczny wpływ programu CPN co powinno także ograniczyć roczną dynamikę cen paliw i ich wkład do inflacji. Ceny nośników energii spadły o 0,1% m/m – ze względu na ich regulowany charakter (prąd i gaz), przełożenie rynkowego wzrostu cen gazu na konsumentów pozostaje mocno ograniczone.
- Komponenty bazowe jak na razie nie zareagowały na szok paliwowy. Szacujemy, że inflacja bazowa w marcu nie zmieniła się istotnie i wyniosła 2,5%-2,6% r/r, a jej impet wskazuje na trend dezinflacyjny. Na brak natychmiastowej reakcji wskazują też oczekiwania inflacyjne firm handlowych zbierane przez GUS. Jak pisaliśmy w [Kwartalniku Ekonomicznym](#) ze względu na brak presji popytowej, chłodniejszy rynek pracy i co najmniej neutralną politykę pieniężną pod względem inflacji nie grozi nam powrót do 2021/22, a skala efektów drugiej rundy powinna być ograniczona.
- Oczekujemy niewielkiego spadku inflacji CPI w kwietniu, głównie za sprawą wpływu CPN. Scenariusz pozostaje jednak niepewny i wrażliwy na przebieg konfliktu na Bliskim Wschodzie i zmiany na krajowym rynku paliw. RPP powinna pozostawać w trybie wait-and-see, aż do ewentualnej normalizacji sytuacji na rynku surowców energetycznych. W przypadku deeskalacji, niższy od zakładanego wzrost inflacji w marcu zwiększałoby szansę na możliwość obniżki stóp procentowych o 25pb jeszcze w tym roku.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

pkoresearch@pkobp.pl

 @PKO_Research

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

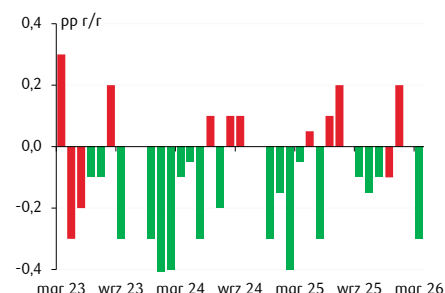
Kamil Pastor

Ekonomista

kamil.pastor@pkobp.pl

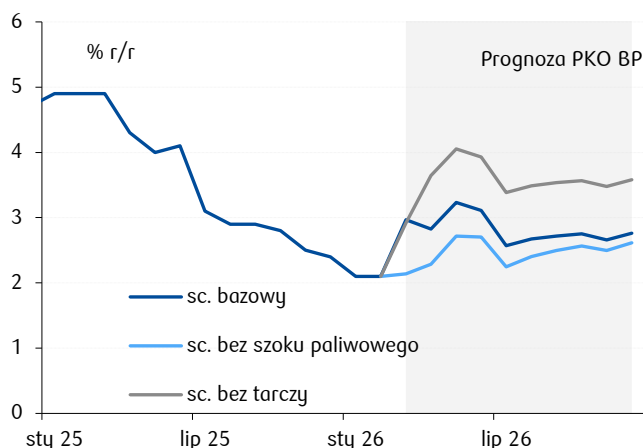
tel. 723 670 836

Zaskoczenia inflacyjne względem mediany prognoz Parkietu*

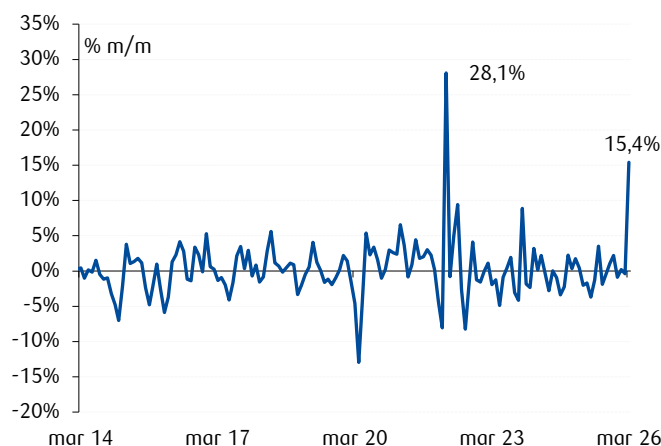


Źródło: GUS, Parkiet, PKO Bank Polski. *zaskoczenia inflacyjne rozumiane jako różnica między rzeczywistą inflacją CPI a medianą prognoz wg konkursu Parkietu

Inflacja CPI – prognoza wg scenariuszy*

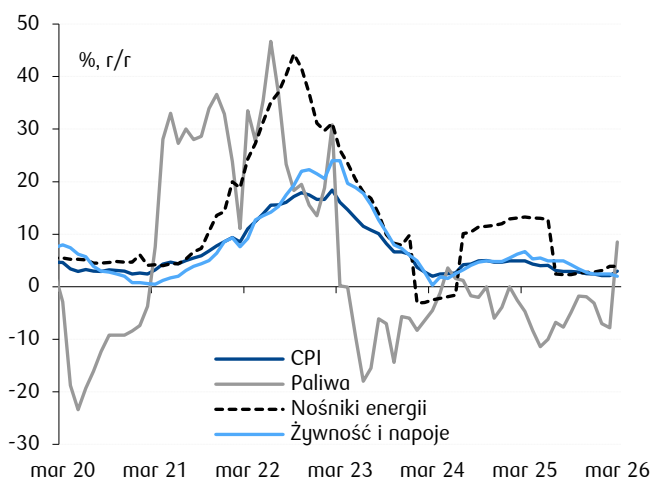


Miesięczna zmiana cen paliw i smarów*

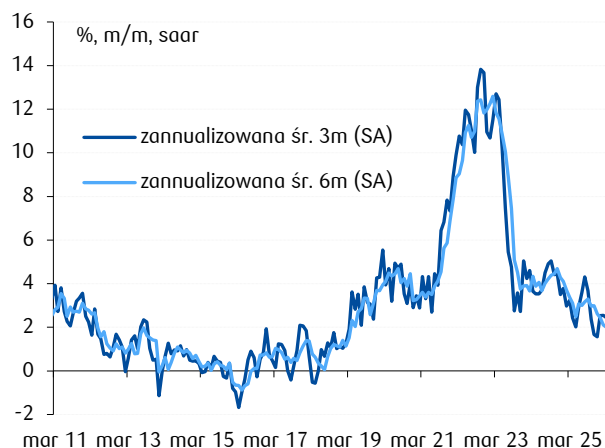


Źródło: GUS, PKO Bank Polski. *do grudnia 2025 dane wg starej klasyfikacji COICOP. Sc. bez szoku zakłada stałe ceny paliw od marca 2026, sc. bez tarczy zakłada brak CPN

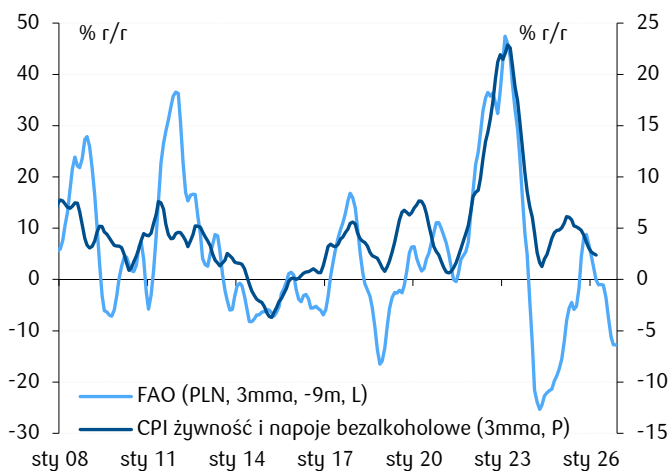
Główne niebazowe kategorie inflacji CPI



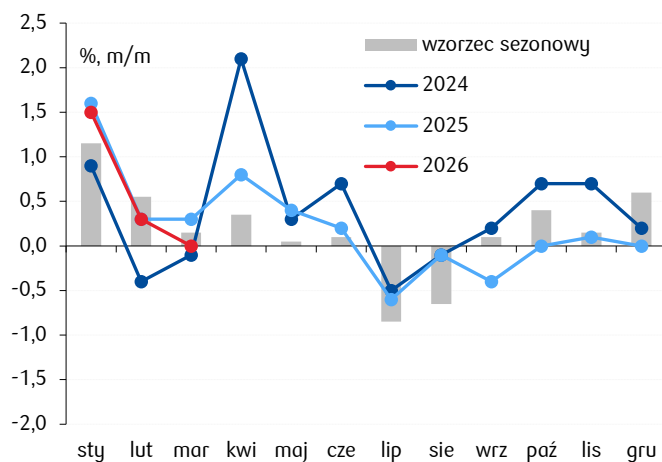
Zannualizowany odsezonowany impet inflacji bazowej*



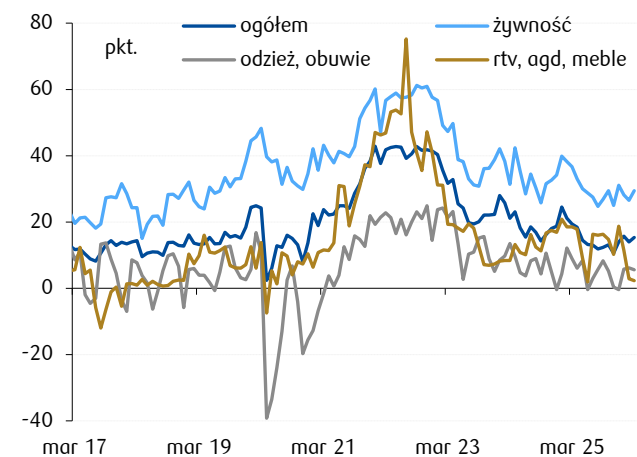
Światowe ceny żywności vs inflacja żywnościowa CPI w Polsce



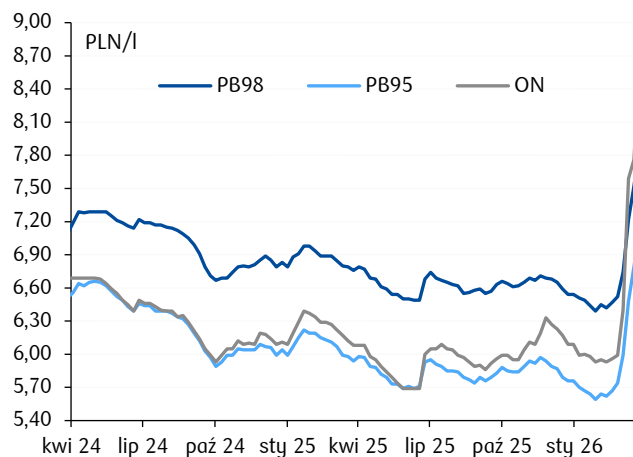
Zmiana cen żywności na tle wzorca sezonowego**



Przewidywania cenowe w handlu detalicznym



Ceny paliw na stacjach



Źródło: NBP, GUS, Eurostat, FAO, Macrobond, e-petrol, PKO Bank Polski; * Szacunek PKO Banku Polskiego inflacji bazowej za marzec 2026 **obliczenia własne

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: pkoresearch@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	693 333 127
-------------	--	-------------

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Zapisz się:
centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja

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



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 przy ul. Świętokrzyskiej 36, 00-116 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla miasta stołecznego Warszawy w Warszawie. XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.