Analizy makroekonomiczne

KOMENTARZ BIEŻĄCY

14 marca 2025

Biuro Analiz Makroekonomicznych i Sektorowych
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

Inflacja CPI jednak lekko poniżej 5% r/r na początku bieżącego roku.

- **Wskaźnik inflacji CPI w lutym ukształtował się na styczniowym poziomie 4,9% r/r.**
- **GUS skorygował wyraźnie w dół styczniową inflację wobec wstępnego szacunku do poziomu 4,9% r/r z 5,3% r/r w wyniku corocznej zmiany koszyka inflacyjnego.** Obniżenie styczniowej inflacji o 0,4 pkt. proc. jest największą korektą w dół w historii korekt GUS od 2005 r. - dotychczas największa korekta wyniosła 0,3 pkt. proc.
- Lutowy wskaźnik inflacji okazał się niższy od mediany prognoz rynkowych wg ankiety Parkietu (5,3% r/r) i naszej prognozy (5,2% r/r). Prognozy te były formułowane przy wstępnym szacunku inflacji styczniowej na poziomie 5,3% r/r. W skali miesiąca ceny wzrosły o 0,3% m/m.

dane		sty 25	lut 25	prognoza BOŚ*
inflacja CPI	*% r/r*	4,9	**4,9**	5,2
inflacja CPI	*% m/m*	1,0	**0,3**	0,4
żywność i napoje bezalkoholowe	*% m/m*	1,6	**0,3**	0,4
nośniki energii	*% m/m*	1,4	**0,1**	0,0
paliwa	*% m/m*	1,8	**0,5**	0,6

*przygotowana przed korektą GUS danych za styczeń 2025 r.

- **Jak co roku GUS zmienił na podstawie badania budżetów gospodarstw domowych system wag stosowanych do obliczania wskaźnika inflacji. W koszyku, który obowiązuje w 2025 r. przede wszystkim wyraźnie obniżyły się wagi żywności i napojów bezalkoholowych oraz użytkowania mieszkania i nośników energii.** Zapewne w dużej mierze to efekt wyraźnego obniżenia w 2024 r. dynamiki cen żywności i nośników energii, co spowodowało obniżenie udziału tych kategorii w wydatkach gospodarstw domowych na rzecz dóbr i usług zaliczanych do inflacji bazowej.

wagi w koszyku inflacyjnym (%)	2022	2023	2024	2025
żywność i napoje bezalkoholowe	26,6	27,0	27,6	25,9
alkohol i wyroby tytoniowe	6,3	5,8	5,7	5,2
odzież i obuwie	4,5	4,3	3,9	3,9
użytkowanie mieszkania i nośniki energii	19,3	19,6	20,4	19,4
wypos. mieszkania i prowadzenie gosp. dom.	5,7	5,3	5,0	5,2
zdrowie	5,7	5,7	5,4	5,8
transport	9,5	9,9	9,2	11,1
łączność	4,9	4,5	4,3	4,0
rekreacja i kultura	6,1	6,1	6,3	7,1
edukacja	1,2	1,2	0,9	1,1
restauracje i hotele	4,8	5,1	5,6	5,7
inne towary i usługi	5,5	5,5	5,8	5,7

- **Lutowa stabilizacja wskaźnika CPI w ujęciu r/r na poziomie styczniowym nie jest zaskoczeniem.** Oczekiwaliśmy stabilizacji dynamiki cen przy założeniu, że w lutym przeciwstawne tendencje w poszczególnych kategoriach będą się równoważyć. Zgodnie z oczekiwaniami w lutym w kierunku wzrostu rocznego wskaźnika inflacji oddziaływał dalszy wzrost rocznej dynamiki cen żywności i nośników energii (głównie efekty niskiej bazy odniesienia sprzed roku związane z przedłużeniem na początku 2024 r. obowiązywania tarcz antyinflacyjnych). Z kolei w kierunku obniżenia inflacji oddziaływała niższa dynamika cen paliw i zgodnie z naszym szacunkiem - inflacji bazowej.

- W przypadku cen żywności dane za styczeń i luty świadczą o tym, że z początkiem roku miał miejsce silny wzrost cen o charakterze sezonowym w większości kategorii (widoczny od kilku lat efekt ustalania nowych cenników z początkiem roku), który częściowo został skorygowany w lutym (m.in. spadek cen mięsa i olejów i tłuszczów). Jednocześnie bardzo niska baza odniesienia sprzed roku (efekt przedłużenia do końca marca zerowego VAT-u na żywność) wraz ze wzrostem cen surowców na rynkach światowych (m.in. masło, kakao) przyczynił się do kontynuacji w lutym wzrostu dynamiki rocznej żywności do 6,2% r/r.

- W przypadku wzrostu cen nośników energii (do 13,2% r/r w lutym) w kierunku wzrostu dynamiki cen oddziaływał przede wszystkim styczniowy wzrost cen gazu (nowa taryfa dla odbiorców detalicznych) oraz wzrost opłat za ciepło, a w przeciwnym kierunku spadek cen węgla.

- W związku z korektą wag GUS nie dysponujemy w tym momencie danymi, które pozwoliłyby na precyzyjne oszacowanie inflacji bazowej (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii) w styczniu i lutym. Dane te NBP opublikuje w najbliższy poniedziałek. Natomiast na podstawie dzisiejszych danych możemy ostrożnie ocenić, że w styczniu zmiany cen towarów i usług zaliczanych do inflacji bazowej wzrosły w porównywalnej skali co z początkiem 2024 r., tj. wyraźnie słabiej niż w „szokowych" latach 2022-23, natomiast pozostały powyżej średniej sprzed okresu pandemii, przy nadal podwyższonej, choć stopniowo obniżającej się dynamice cen usług. **Na podstawie bardzo przybliżonych szacunków oceniamy, że w styczniu i lutym inflacja bazowa lekko (o 0,1-0,2 pkt. proc.) obniżyła się wobec 4% odnotowanych na koniec grudnia.** W kierunku obniżenia dodatkowo oddziaływał czynnik o charakterze regulacyjnym – spadek opłat za żłobki w następstwie wejścia w życie pod koniec ub.r. programu Aktywny Rodzic. Gros efektu spadku opłat za żłobki miał miejsce w listopadzie i grudniu ub.r., natomiast z początkiem br. opłaty te wciąż spadały. Z kolei czynnikiem regulacyjnym, który ograniczał skalę obniżenia inflacji bazowej był wyraźny wzrost cen alkoholu i tytoniu z początkiem roku za sprawą podwyższenia od stycznia podatku akcyzowego na te wyroby.

- **Oczekujemy, że w najbliższych miesiącach inflacja CPI utrzyma się w okolicach 5% r/r (w marcu prawdopodobny wzrost powyżej 5% r/r),** głównie za sprawą podwyższonej dynamiki cen żywności i nośników energii oraz kolejnej podwyżki akcyzy na tytoń od marca br.

- **W II połowie 2025 roku oczekujemy obniżenia inflacji CPI w okolice 4% r/r na koniec roku, po okresowym spadku do przedziału 3,5-4,0% r/r w III kw.** Obniżenie inflacji w II połowie roku będzie następstwem stopniowego obniżenia inflacji bazowej (m.in. efekt słabnącej dynamiki płac), ograniczenia dynamiki cen

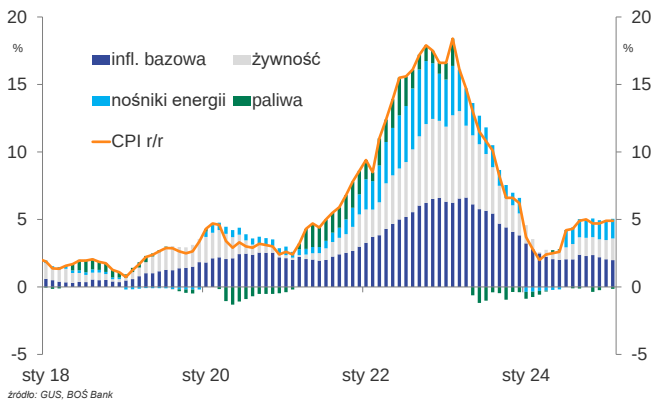
żywności (efekt bazy statystycznej), a także wyraźnego obniżenia dynamiki cen nośników energii przy wysokiej bazie odniesienia sprzed roku.

- W obszarze cen energii elektrycznej zakładamy, że skala podwyżki cen energii elektrycznej w II poł. 2025 r. będzie wyraźnie mniejsza niż w II poł. 2024 r. pomimo oczekiwanego przywrócenia opłaty mocowej i zakładanego odmrożenia cen energii elektrycznej od IV kw. Oczekujemy bowiem, że URE wyraźnie obniży taryfy wobec obecnie obowiązujących na poziomie 693 zł/MWh (choć nowe taryfy będą wyższe od ustawowego poziomu 500 zł za MWh, na którym ceny zamrożone są obecnie), co przyczyni się do niższego niż przed rokiem wzrostu cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych. **Zmiany cen energii będą w głównej mierze odpowiadały za zmienność wskaźnika CPI w II połowie roku – najpierw jego wyraźniejszego spadku w III kw., a następnie wzrostu w IV kw.**

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa

źródło: GUS, NBP, szacunki BOŚ

Wpływ głównych kategorii cen na inflację



źródło: GUS, BOŚ Bank

wskaźnik		mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25
inflacja CPI	% r/r	2,0	2,4	2,5	2,6	4,2	4,3	4,9	5,0	4,7	4,7	4,9	**4,9**
żywność i napoje bezalkoholowe	% r/r	0,3	1,9	1,6	2,5	3,2	4,1	4,7	4,9	4,8	4,8	5,5	**6,2**
nośniki energii	% r/r	-2,5	-2,3	-1,9	-1,6	10,1	10,4	11,4	11,5	11,7	12,0	12,9	**13,1**
paliwa	% r/r	-4,5	-1,2	3,6	1,6	1,2	-1,7	-2,0	0,0	-6,0	-3,9	0,0	**-2,6**
infl. bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	4,6	4,1	3,8	3,6	3,8	3,7	4,3	4,1	4,3	4,0	3,9*	**3,8***

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 jakiejkolwiek 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.