

KOMENTARZ BIEŻĄCY

31 marca 2025

W marcu inflacja CPI utrzymała się poniżej 5% r/r, pomógł dalszy spadek inflacji bazowej.

- Według wstępnego szacunku *flash* wskaźnik inflacji CPI w marcu 2025 r. utrzymał się na styczniowym i lutowym poziomie 4,9% r/r, poniżej naszej prognozy (5,1% r/r) i mediany prognoz rynkowych wg ankiety Parkietu (5,0% r/r). W skali miesiąca wskaźnik cen konsumpcyjnych wzrósł o 0,1% m/m.

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

- Marcowe zmiany cen głównych kategorii, które udostępnia GUS w szacunku *flash*, tj. żywności, nośników energii i paliw były bardzo bliskie naszym oczekiwaniom. Tym samym **źródłem niższej od oczekiwań inflacji CPI były zmiany cen w kategoriach dóbr i usług, które są zaliczane do inflacji bazowej** (niepublikowane przy okazji szacunku *flash*). Według naszych szacunków na podstawie dzisiejszych szczytkowych danych **inflacja bazowa obniżyła się w marcu do 3,5% r/r**.

- Szacowany spadek inflacji bazowej wraz z pogłębieniem spadku cen paliw (do -4,7% r/r) zrównoważył wzrost rocznej dynamiki żywności (do 6,7% r/r) oraz nośników energii (do 13,3% r/r), co tężnie poskutkowało stabilizacją inflacji CPI na poziomie z listopada i grudnia.

- W marcu w przypadku cen żywności i energii w kierunku wzrostu rocznego wskaźnika inflacji oddziaływały głównie efekty niskiej bazy odniesienia sprzed roku związane z okresowym przedłużeniem na początku 2024 r. obowiązywania tarcz antyinflacyjnych. Z kolei w kierunku pogłębienia spadku cen paliw w ujęciu r/r oddziaływał spadek cen detalicznych paliw w relacji do lutego – efekt spadku cen ropy naftowej na globalnym rynku i mocniejszego złota wobec dolara.

- Najciekawszym z punktu widzenia tendencji inflacyjnych jest kształtowanie się inflacji bazowej.** W marcu oczekiwaliśmy jej wzrostu w okolice 3,8% r/r, głównie za sprawą dodatkowej podwyżki akcyzy na tytoń, która weszła w życie w marcu (obok standardowej z początku roku), zatem skala niespodzianki jest spora. Wstępnie zakładamy, że do spadku marcowej inflacji przyczyniła się kombinacja kilku efektów: niższego wzrostu cen tytoniu w marcu (możliwe rozłożenie procesu podwyżek w czasie), większy wpływ efektu przesunięcia Świąt Wielkiej Nocy (w tym roku w kwietniu, rok temu 31. marca), silny spadek cen w którejś z kategorii charakteryzującej się wysoką zmiennością cen (np. w tężności), głębszy spadek cen towarów (np. sprzętu RTV i AGD). Natomiast **najistotniejszą informacją w pełnej publikacji nt. marcowej inflacji będzie zachowanie się cen usług rynkowych, bardzo istotnego czynnika decydującego o trwałości utrzymywania się**

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

podwyższonej inflacji. Sądzymy, że ze względu na wysoką inercję cen usług ten obszar w ograniczonym stopniu przyczynił się do marcowej niespodzianki (pomijając wspomnianą łączność), niemniej biorąc pod uwagę ostatnie niższe od oczekiwań dane nt. dynamiki płac nie można całkowicie wykluczyć nieco wyraźniejszego osłabienia dynamiki cen usług rynkowych.

- Po tym jak dzięki zmianie wag w koszyku inflacyjnym (odzwierciedlającej strukturę wydatków gospodarstw domowych w 2024 r.) wskaźnik CPI ostatecznie nie wzrósł w styczniu i lutym powyżej 5%, **marzec był ostatnim miesiącem tego roku, w którym inflacja mogła wzrosnąć do psychologicznej granicy 5% r/r** (lub ją przekroczyć) – oczywiście przy założeniu uniknięcia w tym roku nieoczekiwanych szoków (np. na rynku surowców czy energii). W kolejnych miesiącach, dzięki wzrostowi bazy odniesienia sprzed roku (m.in. przywrócenie 5-proc. VAT w żywności w kwietniu ub.r.) wskaźnik CPI powinien oddalić się od 5% r/r. Wciąż jednak w II kw. inflacja pozostanie powyżej 4,5% r/r głównie za sprawą nadal podwyższonej dynamiki cen żywności i nośników energii, a także rosnącej dynamiki cen tytoniu.

- **W III kw. oczekujemy okresowego spadku wskaźnika CPI w okolice 3,5% r/r, a następnie w IV kw. powrotu inflacji w okolice 4%.** Generalnie obniżenie inflacji w II połowie roku będzie następstwem stopniowego obniżenia inflacji bazowej (m.in. efekt słabnącej dynamiki płac), ograniczenia dynamiki cen żywności (efekt statystycznej bazy odniesienia) oraz wyraźnego obniżenia dynamiki cen nośników energii przy wysokiej bazie odniesienia sprzed roku.

- **Zmiany cen energii będą w głównej mierze odpowiadały za zmienność wskaźnika CPI w II połowie roku – najpierw za jego wyraźniejszy spadek w III kw., a następnie wzrost w IV kw.** Zakładamy, że skala podwyżki cen energii elektrycznej w II połowie roku będzie wyraźnie mniejsza niż w II poł. 2024 r. pomimo założonego przywrócenia opłaty mocy i odmrożenia cen energii elektrycznej dla odbiorców indywidualnych od października. Oczekujemy, że URE wyraźnie obniży taryfy, które wejdą w życie od października wobec obecnie obowiązujących na poziomie 693 zł/MWh (choć zakładamy, że nowe taryfy będą wyższe od ustawowego poziomu 500 zł za MWh, na którym obecnie ceny są zamrożone są), co przyczyni się do niższego niż przed rokiem wzrostu cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych.

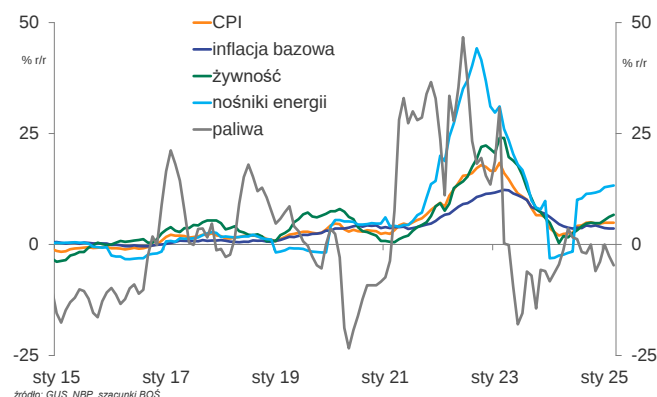
- Jednocześnie ostateczny poziom taryf za energię i potwierdzenie zakładanego przez nas odmrożenia cen energii elektrycznej będzie miało istotny wpływ na ostateczny poziom CPI na koniec roku (obok wpływu na wskazaną zmienność w II poł. roku), gdyż w przypadku ustalenia taryf blisko poziomu bieżącego ustawowego limitu cen ścieżka inflacji przesunęłaby się w dół wobec naszego bazowego scenariusza.

- Ponadto w świetle opublikowanych dzisiaj wstępnych danych także inflacja bazowa może okazać się czynnikiem dodatkowo silniej obniżającym ścieżkę inflacji w trakcie roku. Natomiast więcej jasności w tym obszarze da analiza struktury inflacji bazowej przy okazji publikacji w połowie kwietnia pełnych danych inflacyjnych za marzec.

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Dynamika cen głównych kategorii dóbr i usług



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

źródło: GUS, NBP, *szacunki 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.