

KOMENTARZ BIEŻĄCY

15 kwietnia 2025

Marcowa inflacja CPI bez zmian: 4,9% r/r, podobnie jak szacowana inflacja bazowa na poziomie 3,6% r/r.

Według ostatecznego szacunku GUS wskaźnik inflacji CPI w marcu wyniósł 4,9% r/r bez zmian wobec szacunku *flash* i tym samym utrzymał się na poziomie ze stycznia i lutego. W skali miesiąca ceny wzrosły o 0,2% m/m, wobec wzrostu o 0,1% m/m w szacunku *flash*.

dane		lut 25	mar 25	prognoza BOŚ*
inflacja CPI	% r/r	4,9	4,9	5,1
inflacja CPI	% m/m	0,3	0,2	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

*przygotowana przed publikacją szacunku *flash*

Podwyższenie przez GUS szacunku wzrostu cen m/m, przy utrzymaniu bez zmian szacunku dynamiki r/r wskazuje, że marcowy CPI ukształtował się w okolicach 4,95% r/r tj. bardzo blisko 5% r/r.

Marcowa stabilizacja inflacji CPI na poziomie 4,9% r/r była wypadkową z jednej strony wzrostu dynamiki rocznej cen żywności (do 6,7% r/r) i nośników energii (do 13,3% r/r), a z drugiej strony – pogłębienia spadku dynamiki cen paliw (do -4,7% r/r). **Jednocześnie według naszych szacunków na podstawie pełnych danych marcowa inflacja bazowa nie zmieniła się, utrzymując się na poziomie z lutego: 3,6% r/r** (lekko wyżej wobec naszego szacunku 3,5% na podstawie danych *flash*).

W marcu w kierunku wzrostu rocznej dynamiki cen żywności i energii oddziaływały głównie efekty niskiej bazy odniesienia sprzed roku związane z okresowym przedłużeniem na początku 2024 r. obowiązywania tarcz antyinflacyjnych oraz nasilenie „wojny cenowej” dyskontów na wiosnę ub.r. Z kolei w kierunku pogłębienia spadku cen paliw w ujęciu r/r oddziaływał bieżący spadek cen detalicznych paliw w relacji do lutego – efekt spadku cen ropy naftowej na globalnym rynku i mocniejszego złotego wobec dolara.

Szacowana inflacja bazowa na poziomie 3,6% r/r to mniej niż nasze szacunki sprzed publikacji *flash* (3,8% r/r). W marcu wyraźnie słabiej od naszego szacunku wzrosły ceny tytoniu. Wzrost o 1,9% m/m był o ponad połowę niższy od naszej prognozy. W świetle tych danych oceniamy, że proces wzrostu cen tytoniu w następstwie skokowego marcowego wzrostu akcyzy na tytoń będzie bardziej rozłożony w czasie w trakcie roku wobec naszych pierwotnych założeń.

Analiza struktury zmian cen towarów i usług zaliczanych do inflacji bazowej wskazuje, że w marcu, oprócz niższej dynamiki cen tytoniu, *in minus* zaskoczył głębszy spadek cen rekreacji i kultury (-2% m/m) za sprawą głębszego spadku cen w turystyce zorganizowanej. Mógł to być zarówno odmienny efekt sezonowy (przesunięcia Świąt Wielkiej Nocy – w tym roku w kwietniu, rok temu 31. marca), jak i efekt mocnego kursu złotego. W obu przypadkach kwiecień powinien

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

przynieść pewne odreagowanie (wyższe ceny w okresie okolicy świętecznym, bieżące osłabienie złotego).

- **Poza tymi niespodziankami trudno wskazać na spektakularne zmiany w poszczególnych kategoriach inflacji bazowej. W marcu nadal widoczny był wpływ niskiej dynamiki cen towarów (efekt umiarkowanego popytu i mocnego złotego), który już jednak nie obniżał inflacji bazowej. Jednocześnie utrzymywała się wyraźnie niższa niż w okresie ostatnich szoków miesięczna dynamika cen usług rynkowych, ale wciąż pozostawała ona powyżej średnich zmian przed 2021 r. (efekt nadal wysokiej, choć wyraźnie niższej niż w 2024 r. dynamiki płac).**

- Po tym jak dzięki zmianie wag w koszyku inflacyjnym 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 nadchodzących miesiącach dzięki wzrostowi bazy odniesienia sprzed roku, wskaźnik CPI powinien oddalić się od poziomu 5% r/r. **W szczególności w kwietniu inflacja powinna spaść w okolice 4,5% r/r** za sprawą wzrostu bazy odniesienia m.in. w wyniku przywrócenia 5-proc. VAT w żywności w kwietniu ub.r.

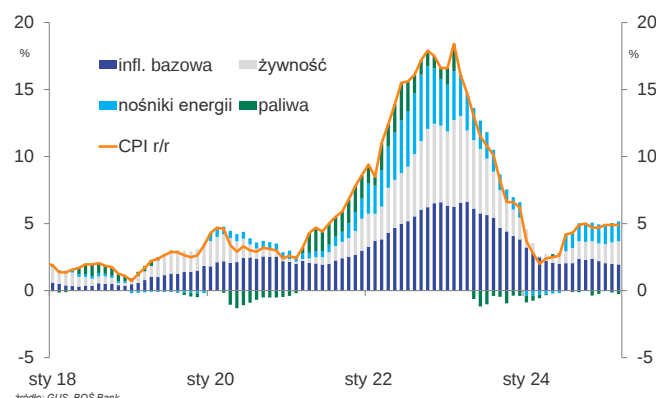
- **W II połowie roku oczekujemy generalnego obniżenia inflacji CPI w porównaniu z I poł. roku. Szacujemy, że w II poł. roku CPI kształtował się będzie w przedziale 3,5% – 4,0% r/r.** Niższa inflacja będzie wypadkową wyraźnego (od lipca) obniżenia dynamiki cen nośników energii przy wysokiej bazie odniesienia sprzed roku, ograniczenia dynamiki cen żywności (efekt statystycznej bazy odniesienia) oraz stopniowo niższej inflacji bazowej (niższa dynamika płac).

- **Najistotniejszym czynnikiem ryzyka dla powyższego bazowego scenariusza jest kształtowanie się cen paliw.** W przypadku utrzymania bieżących poziomów cen ropy naftowej oraz kursu dolara ścieżka przebiegu inflacji w kolejnych miesiącach byłaby niższa.

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Wpływ głównych kategorii cen na inflację



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	4,8
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 powyż. 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	3,6*

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 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.