Makro Flash

Analizy Makroekonomiczne

29 maja 2026

Bank Polski | Centrum Analiz

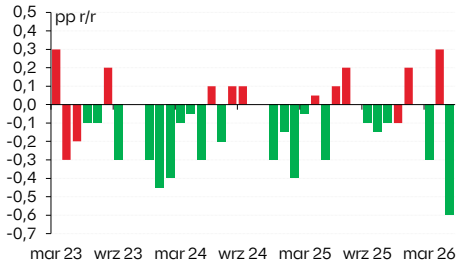
Głęboka przecena żywności mocno ścięła inflację

- **Inflacja CPI w maju silnie zaskoczyła i spadła do 3,1% r/r z 3,2% r/r, wobec oczekiwanego wzrostu do 3,7% r/r.** To kolejny miesiąc ze znaczną niespodzianką inflacyjną. Głównym źródłem pozytywnej niespodzianki w maju był silny spadek cen żywności, ale w dół zaskoczyły też ceny paliw oraz inflacja bazowa (szacujemy ją na 3,0-3,1% r/r). Poziom cen ogółem obniżył się o 0,3% m/m.
- **Ceny żywności i napojów bezalkoholowych spadły o 1% m/m, wobec naszych oczekiwań wzrostu o ok. 0,5% m/m.** Roczna dynamika spadła do 0,5% r/r wobec 1,9% r/r w kwietniu. Bez szczegółowych danych trudno spekulować o przyczynach – poznamy je dopiero w połowie czerwca. **Natomiast tak głęboki spadek jest bezprecedensowy i niezgodny z wzorcem sezonowym – spadek cen żywności o 1% m/m to najgłębszy majowy spadek w XXI wieku.** Obniżka cen w analogicznej skali, poza miesiącami letnimi, w XXI wieku wystąpiła tylko w lutym 2022 (o 1% m/m), kiedy obniżono do 0% stawkę VAT na żywność. W perspektywie do końca roku nasza prognoza nie jest już tak optymistyczna – przez suszę i przymrozki oraz wzrost cen nawozów i paliw oczekujemy przyspieszenia inflacji żywnościowej do ok. 3% r/r na koniec roku.
- **Ceny paliw i smarów w maju spadły o 0,1% m/m, co również było zaskoczeniem (oczekiwaliśmy niewielkiego wzrostu, zgodnie ze ścieżką cen maksymalnych).** W ujęciu rocznym dynamika przyspieszyła do 12,3% r/r z 8,4% r/r, ze względu na zeszłoroczny efekt bazy. Ceny paliw są głównym źródłem niepewności i zależą zarówno od sytuacji geopolitycznej jak i lokalnej (przyszłość programu CPN). Oczekujemy, zgodnie z wycenami rynkowymi, stopniowego spadku cen ropy, a w konsekwencji również normalizacji cen paliw. **Ceny nośników energii dla gospodarstw domowych nie zmieniły się w ciągu miesiąca** – wydaje się, że natychmiastowo dostosowujące się ceny butli gazowych oraz paliw płynnych ustabilizowały się. Ustalane administracyjnie ceny prądu i gazu nie zmieniły się.
- **Szacujemy, że inflacja bazowa w maju wyniosła 3,0-3,1% r/r wobec 3,0% r/r w kwietniu, co również jest pozytywną niespodzianką** – spodziewaliśmy się dalszego jej wzrostu. To dowodzi ograniczonej skali dostosowań i efektów drugiej rundy – przynajmniej na razie. Impet inflacji pozostaje bez zmian (3,0-3,5% r/r), co również wskazuje na brak rozlewania się szoku.
- **Tak duża pozytywna niespodzianka inflacyjna istotnie obniża prognozowaną ścieżkę inflacji – wcześniej zakładaliśmy, że do końca roku inflacja zbliży się do 4,0% r/r, obecnie nie jest wykluczone, że nie przekroczy 3,5% r/r.** Niepewność pozostaje podwyższona, a skuteczność prognoz jest niestety ograniczona. Z perspektywy RPP dane zwiększają jej komfort w postawie *„wait-and-see"* i zmniejszają potrzebę sygnalizacyjnej podwyżki stóp. Podtrzymujemy prognozę braku zmiany stóp RPP do końca roku.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
pkoresearch@pkobp.pl
𝕏 @PKO_Research
centrumanaliz.pkobp.pl

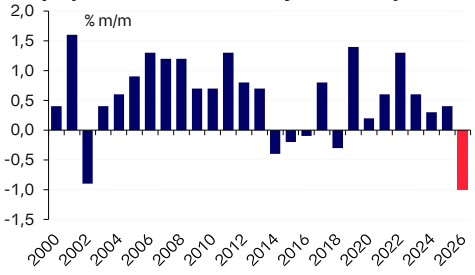
Kamil Pastor
kamil.pastor@pkobp.pl
tel. 723 670 836

Zaskoczenie publikacją danych inflacyjnych względem konsensusu Parkietu



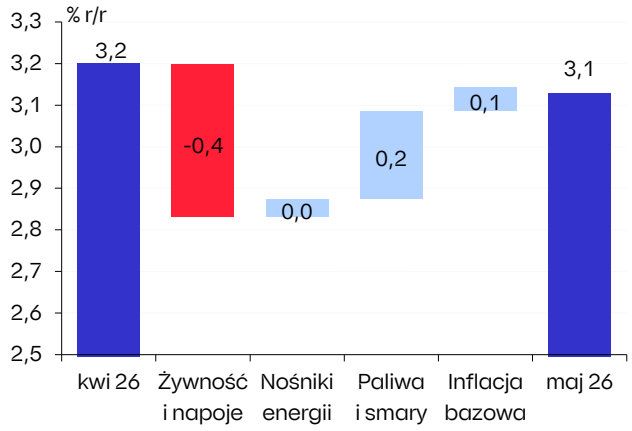
Źródło: Parkiet, GUS, PKO Bank Polski.

Miesięczna zmiana cen żywności i napojów bezalkoholowych w maju

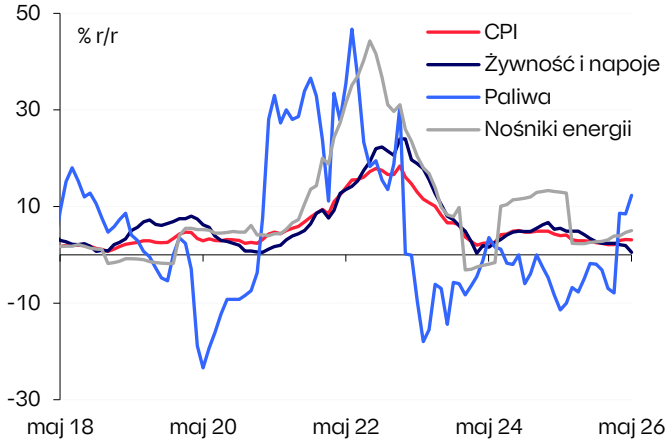


Źródło: Parkiet, GUS, PKO Bank Polski.

Dekompozycja zmiany inflacji CPI

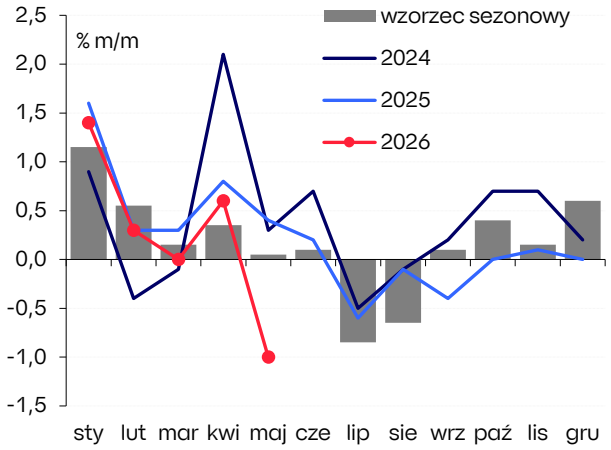


Główne składowe CPI

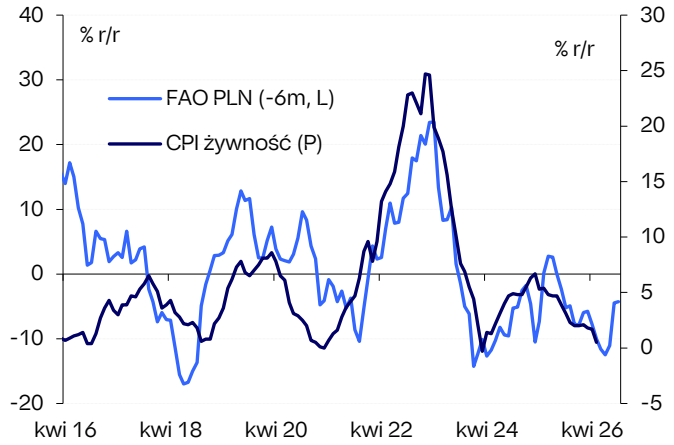


Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

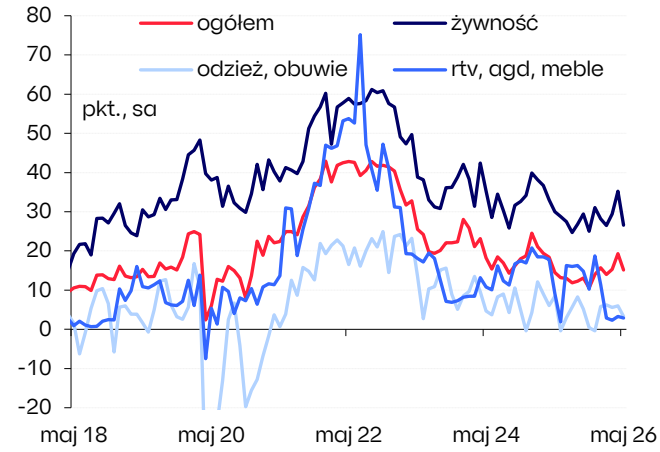
Zmiany cen żywności na tle wzorca sezonowego



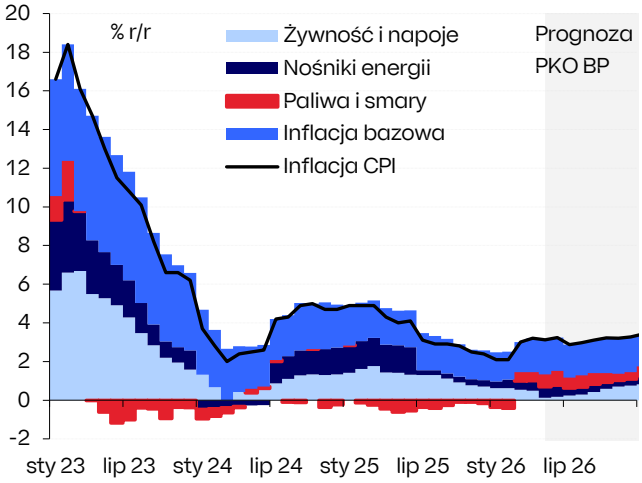
Światowe ceny żywności vs inflacja żywnościowa CPI w Polsce



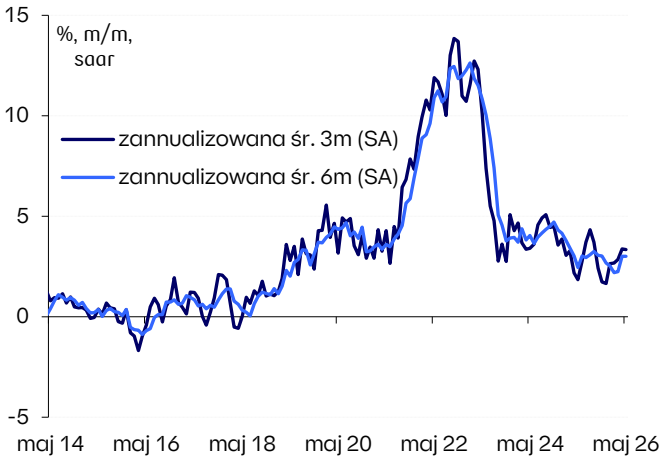
Oczekiwania cenowe w handlu detalicznym



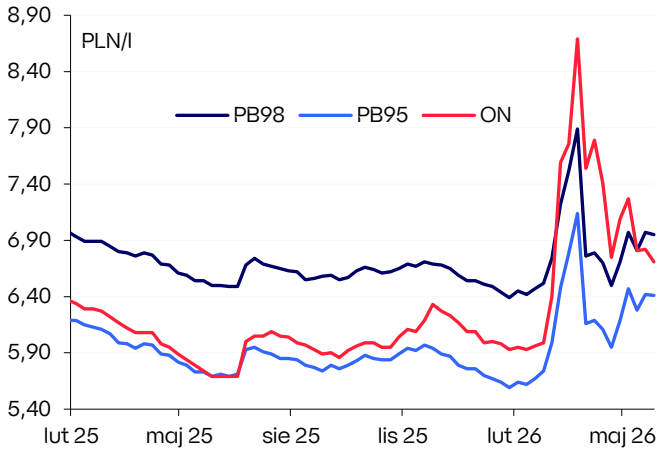
Dekompozycja inflacji CPI



Szacowany impet inflacji bazowej



Ceny paliw na stacjach



Źródło: GUS,NBP, e-petrol, Macrobond, PKO Bank Polski.

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

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektorka Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierowniczka)	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
dr Anna Sznajderska	anna.sznajderska@pkobp.pl	722 050 645
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

X @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 któregokolwiek 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.