

Początek inflacyjnego „płaskowyzu”

- **Inflacja CPI we wrześniu wzrosła do 4,0% r/r z 3,4% r/r w sierpniu, nieznacznie słabiej od oczekiwań** (kons.: 4,1% r/r, PKOe: 4,1% r/r). W ujęciu miesięcznym ceny wzrosły o 0,7%. Przyspieszenie CPI wynikało przede wszystkim z mocnego wzrostu cen paliw oraz nośników energii. **Źródłem lekkiego pozytywnego zaskoczenia była spadająca inflacja bazowa.**
- **Ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły we wrześniu o 0,1% m/m, ale były o 0,5% niższe niż przed rokiem.** W kolejnych miesiącach oczekujemy dalszego stopniowego przyspieszenia miesięcznej dynamiki cen żywności. Ryzyko w górę tworzą trudne warunki pogodowe zarówno w Polsce, jak i na świecie, które mogą przełożyć się na podaż produktów rolnych, jednak dezinflacyjne działać będzie mniejszy popyt na europejskie produkty rolne z Chin.
- **Ceny paliw i smarów wzrosły aż o 9,2% m/m i były o 36,1% r/r.** Paliwa generują zdecydowanie najsilniejszy impuls ostatnich miesięcy. Dalsze zachowanie cen paliw, a szczególnie kierunek działań regulacyjnych, pozostaje głównym źródłem krótkoterminowej niepewności dla inflacji, zarówno przez ich bezpośredni udział w koszyku, jak i możliwy wpływ na koszty transportu.
- **Ceny nośników energii wzrosły o 0,9% m/m, a ich roczna dynamika przyspieszyła do 4,9% r/r z 4,1% r/r poprzednio.** Energia była zatem drugim, obok paliw, źródłem wzrostu CPI we wrześniu. Po nowym roku rachunki za prąd najpewniej wzrosną, jednak oczekujemy niewielkiej skali podwyżki.
- **Szacujemy, że inflacja bazowa we wrześniu obniżyła się do 3,0-3,2% r/r z 3,3% r/r w sierpniu.** Spadek przy jednoczesnym silnym wzroście cen paliw wskazuje, że **fundamentalna presja inflacyjna nie nasila się.** Inflacja bazowa pozostaje na razie odporna na szok paliwowy, szczególnie po wyłączeniu kategorii transportowych bezpośrednio powiązanych z cenami paliw. **Nie obserwujemy szerokich efektów drugiej rundy.**
- **Inflacja CPI po raz pierwszy od ponad roku znalazła się powyżej pasma odchyłań od celu NBP, wchodząc na "płaskowyz" na którym pozostanie przez kilka miesięcy z „4 z przodu”.** Od marca 2027 może jednak ponownie znaleźć się w paśmie odchyłań od celu. Wzrost CPI pozostaje skoncentrowany w cenach paliw i energii, podczas gdy spadek inflacji bazowej ogranicza obawy o trwałe nasilenie presji cenowej i powinien wstrzymać RPP przed podwyżkami stóp. W kolejnych miesiącach głównymi czynnikami ryzyka w górę będą ceny żywności, paliw oraz rachunków za energię. Jeżeli "inflacyjny płaskowyz" okaże się przejściowy, RPP nie będzie musiała reagować podwyżkami stóp procentowych w krótkim terminie.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO_Research](#)

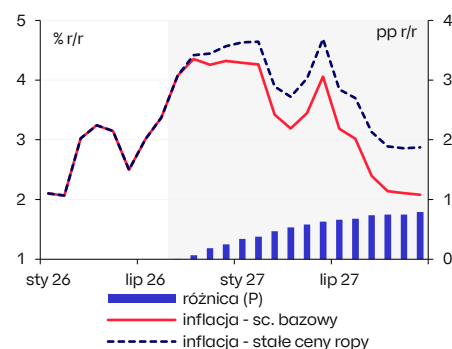
centrumanaliz.pkobp.pl

Szymon Fabiański

szymon.fabianski@pkobp.pl

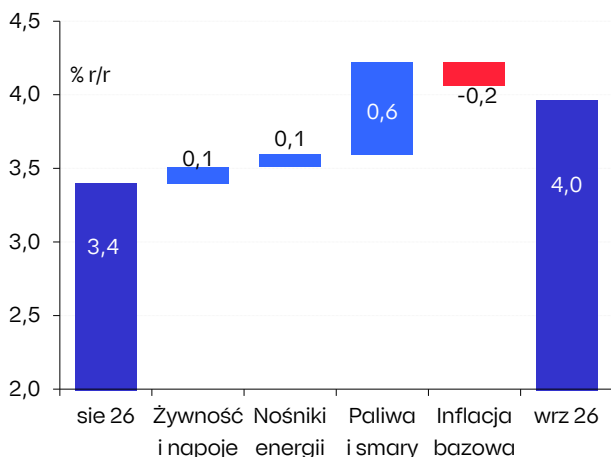
tel. 722 051 585

Scenariusze inflacji CPI w zależności od trajektorii cen ropy*

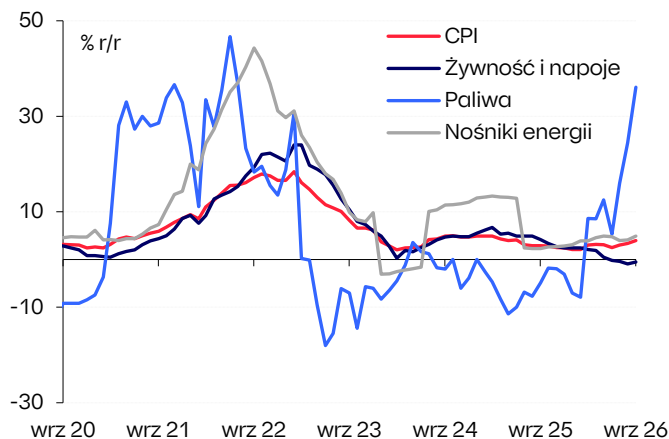


Źródło: GUS, PKO Bank Polski, *w scenariuszu bazowym założono spadek cen ropy do ok. 90 USD/b na koniec 2027, w scenariuszu stałych cen ropy założono, że utrzymują się one na poziomie z września, nieco powyżej 100 USD/b.

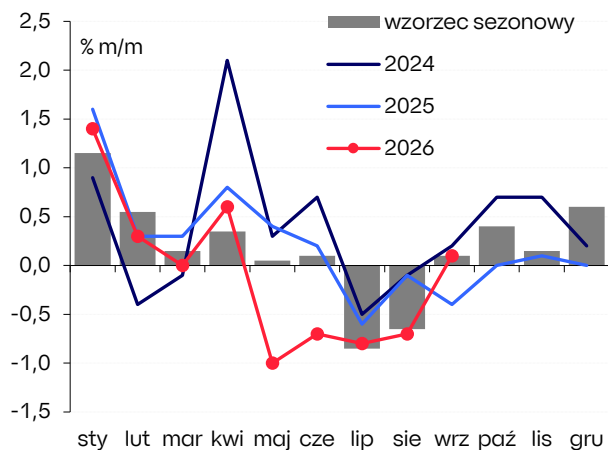
Dekompozycja zmiany inflacji CPI



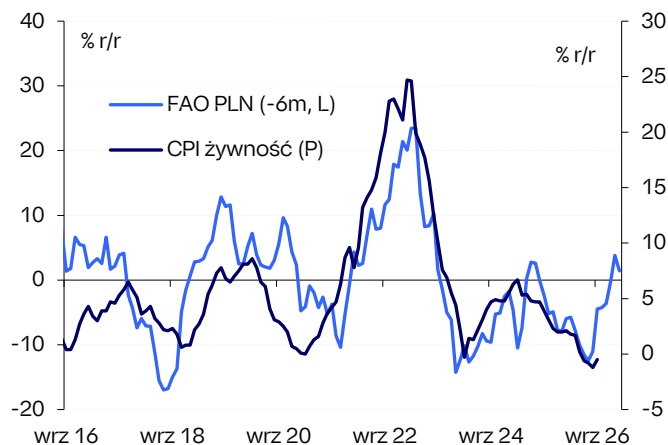
Główne składowe CPI



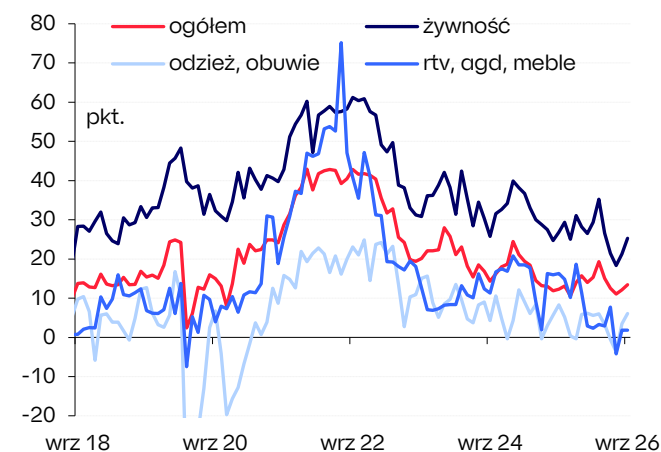
Zmiany cen żywności na tle wzorca sezonowego



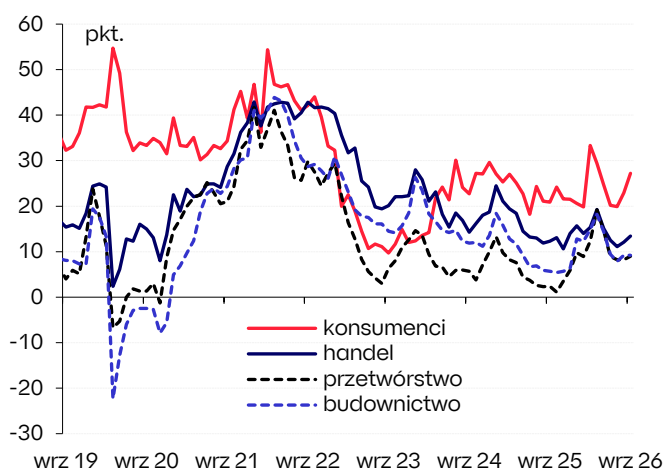
Światowe ceny żywności vs inflacja żywnościowa CPI w Polsce



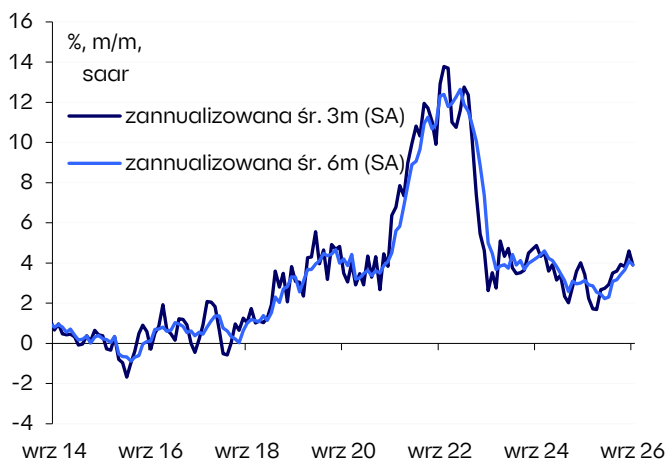
Oczekiwania cenowe w handlu detalicznym



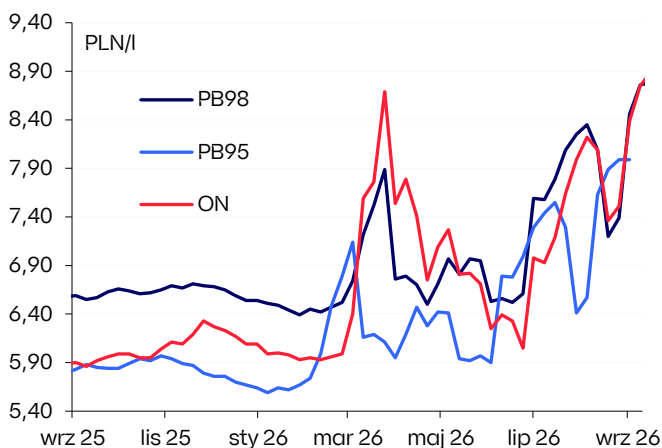
Oczekiwania cenowe na najbliższe 12 miesięcy



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



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Anna Sznajderska

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 dolozył 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.