Makro Flash

Analizy Makroekonomiczne

13 listopada 2026

Bank Polski | Centrum Analiz

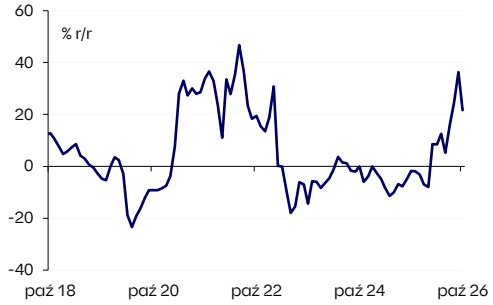
Inflacja w (szerokim) celu

- **Inflacja CPI w październiku spadła do 3,5% r/r z 4,1% r/r we wrześniu, zgodnie z szybkim szacunkiem GUS.** Głównym źródłem spowolnienia inflacji (–0,8pp) były niższe ceny paliw. Szacujemy, że inflacja bazowa obniżyła się do około 2,9% r/r z 3,1% r/r miesiąc wcześniej, co potwierdza brak rozlewania się szoku paliwowego i występowania efektów drugiej rundy.
- **Deflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych nadal trwała, choć październik mógł być jej ostatnim miesiącem.** Ceny wzrosły o 0,4% m/m (wst.: 0,3% m/m) i były o 0,1% niższe niż przed rokiem (vs –0,4% r/r we wrześniu). Za wzrostem dynamiki cen żywności stał m.in. koniec deflacji cen warzyw (1,6% r/r vs –0,3% r/r miesiąc wcześniej) i owoców (0,7% r/r vs –2,6% r/r), a także płytsza deflacja cen olejów i tłuszczy (–13,8% r/r). Dynamika cen pieczywa (2,0% r/r) oraz mięsa (–2,7% r/r) nie zmieniła się względem września. Zakładamy, że już za miesiąc zakończy się deflacja cen żywności, a za sprawą słabszych zbiorów i niekorzystnych pespektyw na globalnych rynkach (por. wykres na 2. stronie) dynamika cen będzie rosła w kolejnych miesiącach.
- **Ceny nośników energii w październiku wzrosły o 1,7% m/m oraz o 6,1% r/r (wst. 1,6% m/m, 6,0% r/r), przyspieszając trzeci miesiąc z rzędu.** Za wzrost odpowiadały droższe o 7,4% m/m paliwa stałe (m.in. węgiel i pellet) oraz wyższe o 2,9% m/m ceny paliw płynnych, przy niewielkim wzroście cen gazu (0,4% m/m) i stabilnych cenach prądu. W 2027 oczekujemy niskich, jednocyfrowych wzrostów rachunków za prąd i gaz, m.in. dzięki wdrożeniu zapowiadanych przez rząd programów ochronnych.
- **Ceny paliw w październiku spadły o 9,7% m/m, co przełożyło się na spowolnienie dynamiki rocznej do 21,7% z 36,1% r/r we wrześniu.** Głównym powodem spadku cen w październiku jest ponowne wprowadzenie z początkiem miesiąca programu CPN, który obniżył VAT i akcyzę na paliwa. Z danych ze stacji paliw wynika, że w listopadzie ceny dalej się obniżały. Gdyby do końca listopada pozostały na obecnym poziomie, to miesięczny spadek cen mógłby wynieść ok. 5%, wspierając dalszy spadek inflacji CPI.
- **Inflacja bazowa w październiku najpewniej obniżyła się do około 2,9% r/r z 3,1% r/r we wrześniu,** co oznaczałoby drugi spadkowy miesiąc z rzędu**.** Jednocześnie impet inflacji bazowej (zannualizowana średnia odsezonowana zmiana miesięczna) spadł znacząco, a w kategoriach bazowych nie obserwujemy efektów drugiej rundy, których wystąpienie byłoby ważnym sygnałem dla RPP.
- **Oczekujemy, że w listopadzie inflacja CPI może spaść ponownie, a do końca roku pozostanie w przedziale dopuszczalnych odchyleń od celu NBP (poniżej 3,5% r/r).** Większą niepewnością obarczone są prognozy inflacji w styczniu 2027, gdy może wzrosnąć powyżej 4% r/r (m.in. z powodu zakończenia programu CPN i wejścia w życie nowych taryf energetycznych). Nie widzimy ryzyka podwyżki stóp RPP na posiedzeniu w grudniu, a w 2h27, w pozytywnym scenariuszu geopolitycznym wraz z trwałym powrotem inflacji do celu, widzimy przestrzeń do ostrożnych obniżek stóp.

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

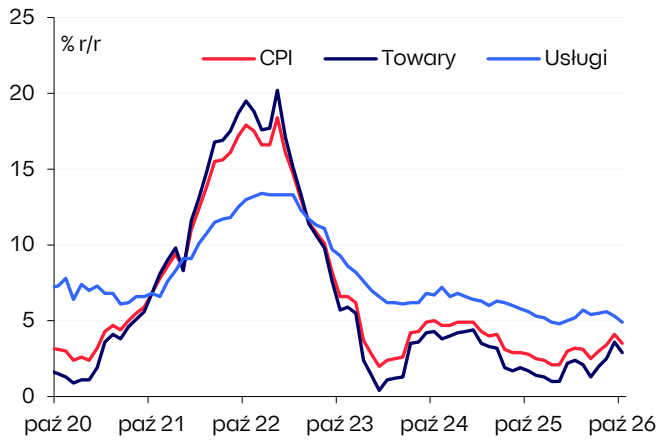
Michał Reczek
michal.reczek@pkobp.pl
tel. 783 552 546

Zmiana cen paliw

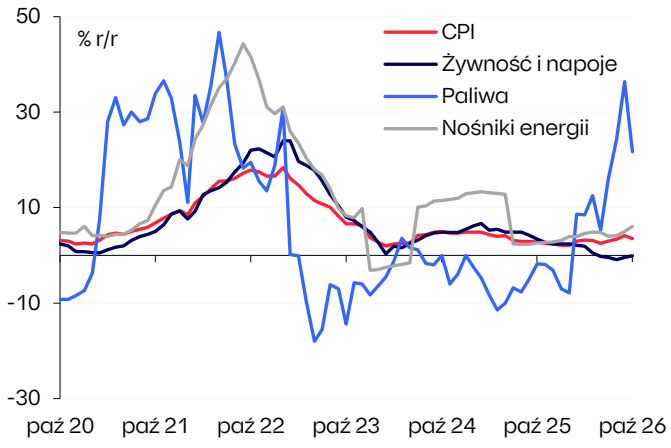


Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Inflacja cen towarów i usług

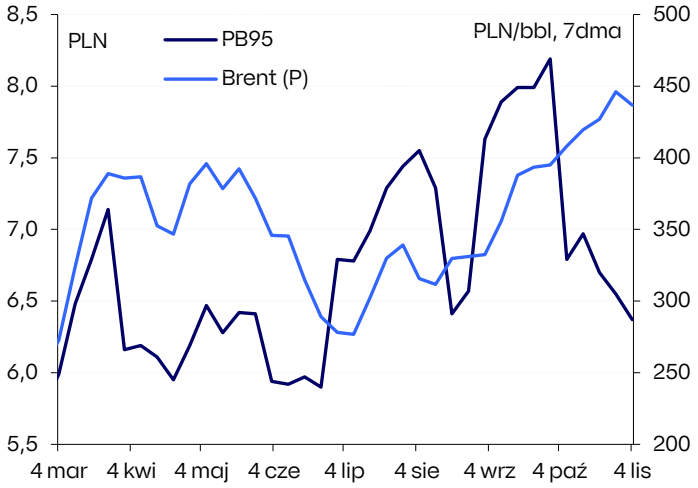


Główne składowe CPI

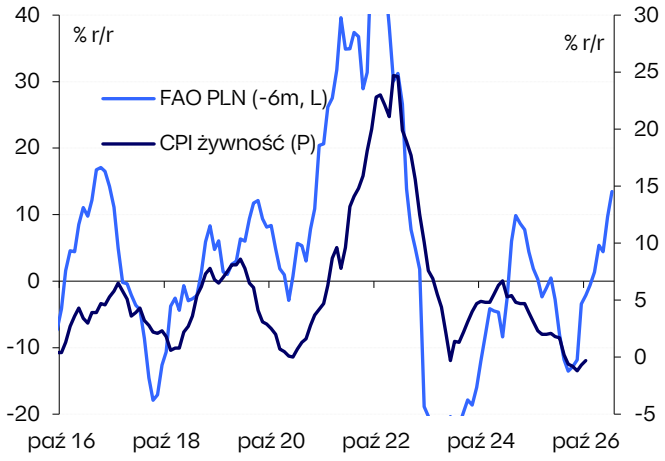


 Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

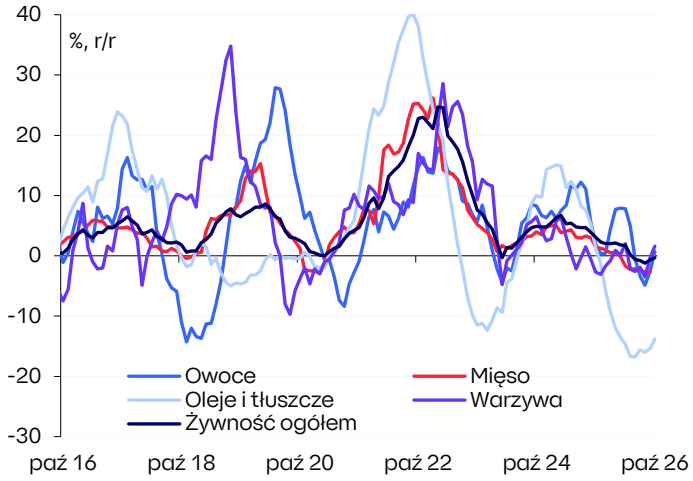
Ceny paliw na stacjach na tle cen ropy naftowej



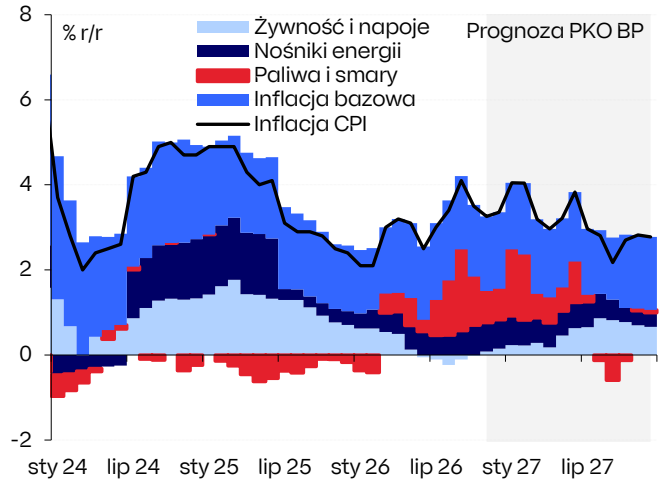
Światowe ceny żywności vs inflacja żywnościowa CPI w Polsce



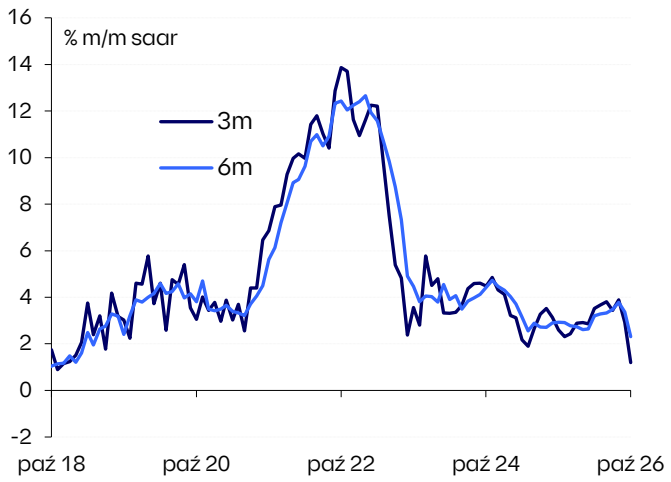
Ceny wybranych kategorii żywnościowych



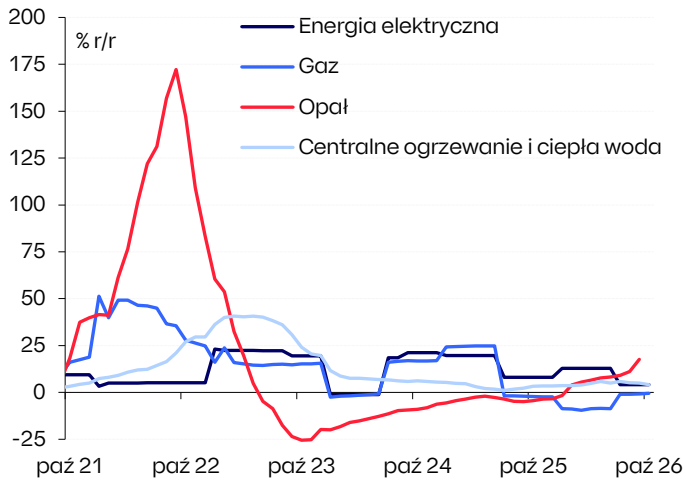
Dekompozycja inflacji CPI



Zannualizowany impet inflacji bazowej w Polsce



Ceny nośników energii



Źródło: GUS,NBP, 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): Kamil Pastor

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.