

# KOMENTARZ BIEŻĄCY

15 grudnia 2025

## Ostateczny wynik CPI w listopadzie: 2,5% r/r. Inflacja bazowa po 6 latach ponownie poniżej 3% r/r.

- Według ostatecznego szacunku GUS **wskaźnik inflacji CPI w listopadzie wyniósł 2,5% r/r, wobec szacunku flash 2,4% r/r** i wobec 2,8% r/r w październiku. W ujęciu miesięcznym wskaźnik cen towarów i usług wzrósł o 0,1%.

dane		paź 25	lis 25	prognoza BOŚ*
inflacja CPI	% r/r	2,8	<b>2,5</b>	2,6
inflacja CPI	% m/m	0,1	<b>0,1</b>	0,3
żywność i napoje bezalkoholowe	% m/m	0,0	<b>0,1</b>	0,4
nośniki energii	% m/m	0,6	<b>0,0</b>	0,6
paliwa	% m/m	1,0	<b>2,2</b>	1,6

\*przygotowana przed publikacją szacunku *flash*

- Lekka korekta w górę wskaźnika CPI nie jest niespodzianką. Tak jak wskazaliśmy w komentarzu do publikacji wstępnego szacunku listopadowej inflacji wg naszych szacunków CPI w listopadzie ukształtował się w okolicach 2,45% i zapewne niewielka zmiana szacunku cen poszczególnych składowych wystarczyła by podwyższyć ostateczny szacunek CPI.

- Listopadowy spadek wskaźnika inflacji CPI, był wynikiem obniżenia wskaźnika cen żywności oraz niższej inflacji bazowej** (kontynuacja tendencji z październikiem). Z kolei neutralne dla listopadowej inflacji były zmiany cen paliw i nośników energii.

- W listopadzie miesięczny wzrost cen żywności (0,1%) ukształtował się w okolicach średniej z lat 2015–2020 (0,2%) i zdecydowanie poniżej średniej z lat 2021–2024 (1,1%),** kiedy to miały miejsce bardzo silne szoki cenowe spowodowane skokowym wzrostem cen surowców na rynkach światowych. Zmiany cen żywności w ostatnich miesiącach wskazują, że następuje przyspieszenie dostosowania cen detalicznych żywności wobec widocznego już od kilku kwartałów spadku cen surowców żywnościowych. Dostosowanie to ma miejsce w większości kategorii cen żywności przetworzonej (oleje, tłuszcze, produkty mleczne) oraz z w przypadku mięsa, dodatkowo pomaga korzystniejsza niż rok temu sytuacja na rynku owoców – zarówno krajowych (jabłka), jak i zagranicznych (cytrusy i banany). W rezultacie dynamika roczna cen żywności spadła w listopadzie do 2,7% wobec 3,4% w październiku i wobec ponad 6% w I kw. br. **Żywność obniżyła listopadowy roczny wskaźnik inflacji CPI o 0,2 pkt. proc.**

- Szacujemy, że inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu cen żywności, paliw i nośników energii) obniżyła się w listopadzie do 2,7% r/r wobec 3,0% r/r w październiku** (oficjalna publikacja jutro, 16.12). Ostatnio inflacja bazowa ukształtowała się poniżej 3% r/r w listopadzie 2019 r., czyli dokładnie 6 lat temu. Szacujemy, że inflacja bazowa ujęta z listopadowego wskaźnika inflacji CPI około 0,1 pkt. proc.

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

- Szczegółowe dane dot. listopadowych zmian cen towarów i usług wskazują, że **do obniżenia listopadowej inflacji przyczyniły się zarówno usługi (wg GUS spadek dynamiki rocznej do 5,1% r/r wobec 5,5% r/r), jak i towary (po wyłączeniu cen żywności i energii)**. Szacujemy, że skala spadku cen towarów pogłębiła się w porównaniu z październikiem. W listopadzie głębszy spadek cen w ujęciu r/r miał miejsce m.in. w przypadku samochodów, sprzętu RTV, AGD, sprzętu komputerowego, mebli oraz odzieży i obuwia. Generalnie dynamikę cen towarów i usług obniża umiarkowany popyt, spadek dynamiki płac oraz nadal silny kursu złotego. Natomiast listopadowy nawrót silniejszych tendencji dezinflacyjnych w towarach może wskazywać, że dodatkowo oddziałuje efekt globalny – nadpodaż produktów azjatyckich (gł. chińskich), m.in. w wyniku gwałtownego spadku eksportu do USA.

- **Ceny nośników energii i paliw były praktycznie neutralne dla listopadowego wskaźnika CPI.** Wbrew naszym oczekiwaniom w listopadzie wyhamował proces dostosowywania cen ciepła w okresie grzewczym, po tym jak w połowie roku ustało ustawowe ograniczenie wzrostu cen ciepła. W kierunku lekkiego wzrostu cen ciepła oddziaływał wzrost detalicznych cen węgla na rynku krajowym. Z kolei miesięczny wzrost cen paliw o 2,2% (efekt wyższych cen ropy naftowej i osłabienia złotego wobec dolara), przy podobnym wzroście przed rokiem w listopadzie, przyniósł de facto stabilizację dynamiki rocznej cen paliw w okolicach -2,0% r/r.

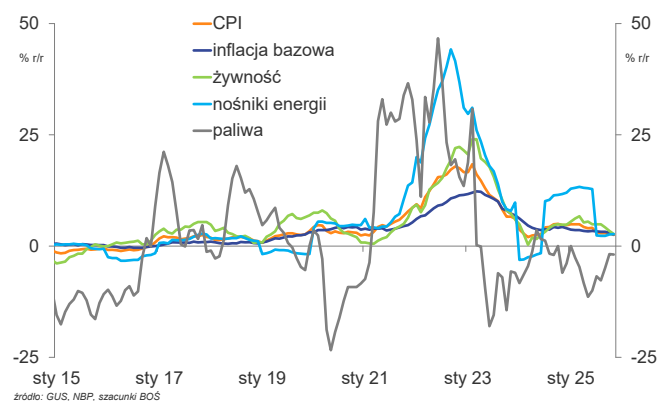
- **Wstępnie szacujemy, że w grudniu wskaźnik CPI ukształtuje się w przedziale 2,4-2,5%r/r.**

- **Prognozujemy, że w 2026 roku inflacja CPI będzie się utrzymywać w okolicach 2,5% w trakcie roku wahając się wokół tego poziomu** (z początkiem roku prawdopodobne okresowe obniżenie wobec grudniowego poziomu). Oczekujemy, że w kierunku obniżenia inflacji CPI oddziaływać będzie dalsze obniżenie inflacji bazowej (efekt niższej dynamiki kosztów pracy) i dynamiki cen żywności (kontynuacja wpływu obniżonych cen surowców żywnościowych). Spadek CPI będzie natomiast hamowany przez wzrost dynamiki paliw w związku z bardzo niską bazą odniesienia oraz przez wzrost cen nośników energii w warunkach wygaśnięcia ustawowej ochrony konsumentów wprowadzanej w okresie kryzysu energetycznego (wyższa dynamika r/r wobec notowanej na koniec 2025 r.). **Szczegóły scenariusza inflacyjnego w 2026 r. opisaliśmy w ostatnim [Przeglądzie kwartalnym](#).**

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Dynamika cen głównych kategorii dóbr i usług



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

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.