

KOMENTARZ BIEŻĄCY

28 listopada 2025

Inflacja w listopadzie na poziomie 2,4% przeważa szalę za grudniową obniżką stóp NBP.

• Według wstępnego szacunku *flash* wskaźnik inflacji CPI w listopadzie wyraźnie obniżył się do 2,4% z 2,8% r/r w październiku. W efekcie inflacja znalazła się lekko poniżej celu inflacyjnego NBP na poziomie 2,5%. Listopadowy wskaźnik CPI ukształtował się poniżej naszej prognozy oraz mediany prognoz rynkowych wg ankiety Parkietu (w obu przypadkach 2,6% r/r). W stosunku do poprzedniego miesiąca ceny towarów i usług wzrosły o 0,1%.

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

• Listopadowy skokowy spadek wskaźnika inflacji CPI wynikał – podobnie jak w październiku – z wyraźnie niższego wskaźnika cen żywności oraz niższej inflacji bazowej. Z kolei neutralne dla listopadowej inflacji były zmiany cen paliw i nośników energii.

• Według naszych obliczeń dokładniejszy szacunek listopadowego wskaźnika CPI to 2,45%, zatem nie jest wykluczona korekta w górę CPI w ostatecznej publikacji GUS. Natomiast jeśli faktycznie GUS skoryguje lekko w górę listopadowy odczyt inflacji nie zmieni to obrazu wyraźnego przyspieszania spadku inflacji w IV kw.

• W listopadzie miesięczny wzrost cen żywności 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 mamy do czynienia z przyspieszeniem dostosowania cen detalicznych żywności wobec widocznego już od kilku kwartałów spadku cen surowców żywnościowych. Sądzymy, że dostosowanie to ma miejsce w większości kategorii cen żywności przetworzonej oraz z w miesiące, 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. i w efekcie żywność pomniejszyła listopadowy roczny wskaźnik inflacji CPI o 0,2 pkt. proc.

• W kierunku spadku inflacji w listopadzie oddziaływał też szacowany spadek inflacji bazowej (CPI po wyłączeniu cen żywności, paliw i nośników energii) do 2,6–2,7% r/r wobec 3,0% r/r w październiku oraz wobec 2,8% szacowanego przez nas przed dzisiejszą publikacją GUS. Tak jak zawsze, szczegóły poznamy przy okazji ostatecznej publikacji GUS za dwa tygodnie, ale

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

wygląda na to, że postępuje proces dostosowywania dynamiki cen towarów i usług zaliczanych do inflacji bazowej w warunkach umiarkowanego popytu, obniżenia dynamiki płac oraz nadal silnego kursu złotego. Ten kierunek był przez nas oczekiwany, choć w samym październiku i listopadzie zaskoczył tempem dostosowania, po tym jak z kolei w III kw. inflacja bazowa okazała się bardziej „oporna” wobec oczekiwań na jej obniżenie. Inflacja bazowa ujęta z listopadowego wskaźnika inflacji CPI nieco ponad 0,1 pkt. proc.

- **Ceny nośników energii i paliw w listopadzie były praktycznie neutralne dla wskaźnika CPI.** Wzrost cen nośników o 0,1% wskazuje, że w listopadzie, wbrew naszym oczekiwaniom, nie był kontynuowany proces dostosowywania cen ciepła w okresie grzewczym, po tym jak w połowie roku ustało ustawowe ograniczenie wzrostu cen ciepła. 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, oznacza de facto stabilizację dynamiki rocznej cen paliw lekko poniżej -2,0% r/r.

- **Listopadowy wynik inflacji wskazuje, że bieżący rok zakończy się wskaźnikiem CPI w okolicach 2,5% – czyli celu inflacyjnego NBP.**

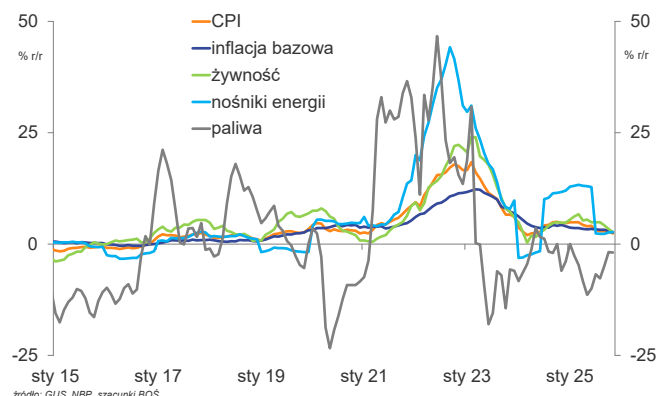
- **Prognozujemy, że w 2026 roku inflacja CPI będzie się utrzymywać w okolicach 2,5% w trakcie roku wahając się wokół tego poziomu.** Oczekujemy, że w kierunku obniżenia inflacji CPI oddziaływać będzie dalsze obniżenie inflacji bazowej (efekt niższej dynamiki kosztów pracy) i dynamiki cen żywności (kontynuacja 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. **Szczegóły scenariusza inflacyjnego na 2026 r. opisaliśmy w naszym najnowszym Przeglądzie kwartalnym.**

- W naszej ocenie spadek listopadowego wskaźnika inflacji nieco poniżej celu NBP wraz z dalszym szacowanym spadkiem inflacji bazowej oraz dynamiki płac **przechyla szalę za kolejną obniżką stóp NBP o 25 pkt. baz. już na najbliższym posiedzeniu RPP 3-4 grudnia do poziomu 4,0% dla stopy referencyjnej NBP.**

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	2,4
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	2,6-2,7*

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.