Analizy makroekonomiczne

KOMENTARZ BIEŻĄCY

30 października 2026

W październiku nieoczekiwanie głęboki spadek CPI do 3,5% r/r. Utrzymuje się obniżona inflacja bazowa.

- **Według wstępnego szacunku *flash* w październiku wskaźnik inflacji CPI spadł do 3,5% r/r wobec 4,1% r/r we wrześniu.** Wskaźnik CPI ukształtował się wyraźnie poniżej naszej prognozy (3,9% r/r) i mediany prognoz rynkowych Parkietu (3,7% r/r). W stosunku do poprzedniego miesiąca ceny towarów i usług spadły o 0,4% m/m.

dane		wrz 26	paź 26	prognoza BOŚ
inflacja CPI	% r/r	4,1	**3,5**	3,9
inflacja CPI	% m/m	0,7	**-0,4**	0,0
żywność i napoje bezalkoholowe	% m/m	0,1	**0,3**	0,4
energia elektr., gaz i ciepło	% m/m	1,0	**1,6**	1,4
paliwa i smary	% m/m	9,2	**-9,7**	-8,8

- Publikacja październikowej inflacji *flash* zaskoczyła skalą spadku rocznego wskaźnika. Co ciekawe, nie zaskoczyły trzy główne składowe inflacji publikowane w szacunku *flash*: żywność, energia elektryczna, gaz i ciepło oraz paliwa. Zmiany cen w tych kategoriach były bliskie naszym prognozom (por. tabela). **Głównym źródłem inflacyjnej niespodzianki była cała „reszta" niepublikowana przy okazji szacunku *flash* – czyli kategorie cen i usług zaliczane do inflacji bazowej.**

- **Na podstawie opublikowanych dzisiaj szczątkowych danych szacujemy, że w październiku wskaźnik inflacji bazowej obniżył się do 3,0% r/r wobec 3,1% r/r we wrześniu, przy zmianie w ujęciu m/m sytuującej się w przedziale 0,0-0,1%.**

- Lekkie obniżenie wskaźnika rocznego inflacji bazowej wraz ze stabilizacją wskaźnika miesięcznego na pierwszy rzut oka nie wydaje się czymś spektakularnym. Podobna sytuacja miała miejsce w październiku przed rokiem, kiedy inflacja bazowa wzrosła o 0,1% m/m i obniżyła się do 3,0% r/r wobec 3,2% r/r miesiąc wcześniej. Natomiast jeśli porównać październikową miesięczną zmianę inflacji bazowej ze średnią październikową z okresu 2015 – 2020 (sprzed ostatniego szoku inflacyjnego), która wynosi 0,3% m/m, to mieliśmy podstawy do założenia, że ubiegłoroczna październikowa niska dynamika inflacji bazowej była wyjątkiem, a nie nową regułą. W rezultacie założyliśmy, że w tym roku w październiku dynamika cen dóbr i towarów niezwiązanych bezpośrednio z cenami paliw zbliży się do wzorca sezonowego. A to w połączeniu z dalszym wzrostem dynamiki cen w usługach związanych z transportem (bilety lotnicze, transport drogowy) oraz kontynuacją wzrostu cen sprzętu komputerowego poskutkuje okresowo wyższym niż sezonowym wzrostem inflacji bazowej m/m. I w konsekwencji wzrostem inflacji rocznej w okolice 3,5% r/r.

- Tak się jednak nie stało. **Inflacja bazowa w ujęciu m/m pozostała niska biorąc pod uwagę wzorzec sezonowy.** Bez szczegółowych danych trudno wskazać tego przyczyny. Można jedynie spekulować, że może to być efekt okresowego wyhamowania wzrostu cen w obszarze usług związanych z transportem, silniejszego od oczekiwań dezinflacyjnego oddziaływania konkurencji cenowej importu z Chin (samochody, meble itp.), wyhamowania /

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

korekty dotychczasowego dynamicznego wzrostu cen sprzętu komputerowego czy silniejszego od sezonowego spadku cen w turystyce i hotelarstwie. Aby ocenić, który ze wskazanych czynników przyczynił się do korzystnego szacunku inflacji bazowej w październiku musimy poczekać na publikację 13 listopada szczegółowych danych nt. inflacji w październiku. Na tej podstawie będziemy mogli ocenić na ile ten wynik jest efektem czynników o trwalszym charakterze, a na ile jest zjawiskiem nietrwałym, które może zostać odwrócone w kolejnych miesiącach.

- Natomiast **generalnie możemy stwierdzić, że w świetle opublikowanych dzisiaj danych w kolejnym miesiącu z rzędu nie widać efektu „rozlewania" się inflacji cen paliw na pozostałe kategorie cen dóbr i usług. Biorąc pod uwagę trudne warunki na rynku surowców, czy osłabienie kursu złotego sytuacja w inflacji bazowej wygląda bardzo korzystnie**. Sprzyja temu zapewne wspomniana silna konkurencja cenowa importu z Azji, niska krajowa dynamika płac w kraju, czy umiarkowany popyt konsumpcyjny w konsekwencji niskiego wzrostu realnych dochodów.

- Przy stabilnej / nieco niższej inflacji bazowej, która oddziaływała w kierunku lekkiego obniżenia wskaźnika CPI, **w październiku głównym czynnikiem obniżającym inflację był skokowy spadek cen paliw o blisko 10%.** To efekt przywrócenia w październiku programu CPN z niższą stawką VAT i akcyzy na benzynę i olej napędowy.

- W przeciwnym kierunku – ograniczając skale obniżenia inflacji CPI oddziaływał wzrost cen żywności o 0,3% m/m, który co prawda pozwolił na utrzymanie w piątym miesiącu z rzędu ujemnej dynamiki rocznej cen żywności, ale ograniczył ją już do minimalnego poziomu (-0,1% r/r). Zapewne już w listopadzie dynamika roczna cen żywności powróci do wartości dodatniej.

- Drugim czynnikiem, który oddziaływał w kierunku wyższej inflacji był dalszy wzrost cen energii, gazu i ciepła, wg naszych szacunków był to efekt skokowego wzrostu cen węgla i pelletu oraz wzrostu cen ciepła.

- **Niższa od oczekiwań październikowa inflacja CPI, która powróciła do przedziału dopuszczanych wahań inflacji wokół celu NBP daje korzystny punkt wyjścia dla ścieżki inflacji w kolejnych miesiącach.**

- Jeśli struktura październikowej inflacji nie wskaże, że za niską inflacją bazową stoją czynniki nietrwałe, które mogą dynamicznie odwrócić się w kolejnych miesiącach, to przy obowiązującym przynajmniej do końca roku programie CPN **rośnie szansa na to, że inflacja CPI pozostanie w listopadzie w okolicach 3,5%, a w grudniu nie przekroczy 4% r/r.**

- W tym scenariuszu nadal zakładamy kontynuację stopniowego wzrostu cen żywności z dotychczasowych lokalnych minimów oraz wzrost inflacji bazowej za sprawą bardzo niskiej bazy odniesienia sprzed roku.

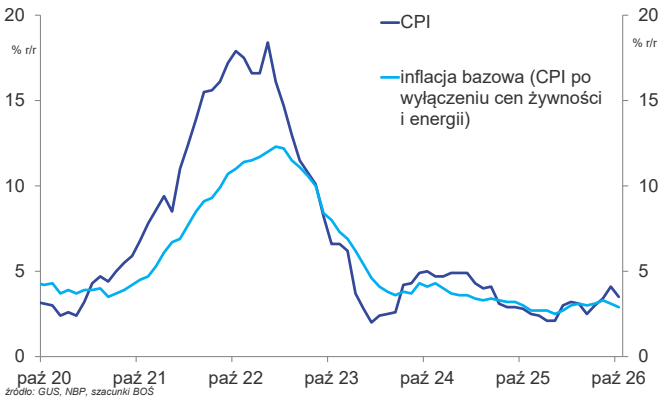
- Niezmiennie dla przebiegu ścieżki inflacji w nadchodzących miesiącach kluczowe pozostaje kształtowanie się cen paliw detalicznych na krajowym rynku. Choć oddziałuje program rządowy CPN, to zmienność cen paliw na rynkach światowych poprzez ceny hurtowe wpływa na kształtowanie się cen paliw detalicznych. W tym kontekście szczególnie istotny będzie rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie wobec spekulacji nt. możliwości wznowienia działań militarnych po zakończeniu 3 listopada wyborów połówkowych w USA.

- Począwszy od stycznia 2027 r. dla ścieżki inflacji istotne będą decyzje Urzędu Regulacji Energetyki dot. przyszłorocznych taryf na energię elektryczną i gaz w kontekście wysokich bieżących hurtowych cen energii i gazu w kontraktach 12-miesięcznych, które utrzymują się powyżej cen płaconych obecnie przez gospodarstwa domowych w ramach obowiązujących taryf URE.

- **Według naszego bazowego scenariusza w I kw. 2027 r. wskaźnik CPI ukształtuje się w okolicach 4,0% r/r, w II kw. powinien obniżyć się w okolice 3,5% r/r** (przy sporej zmienności z miesiąca na miesiąc). Natomiast w **II połowie roku** dzięki wysokim statycznym bazom odniesienia w przypadku cen paliw, powinien spaść **poniżej 3% r/r,** choć bieżące niskie efekty bazy będą okresowo hamować jego silniejszy spadek.

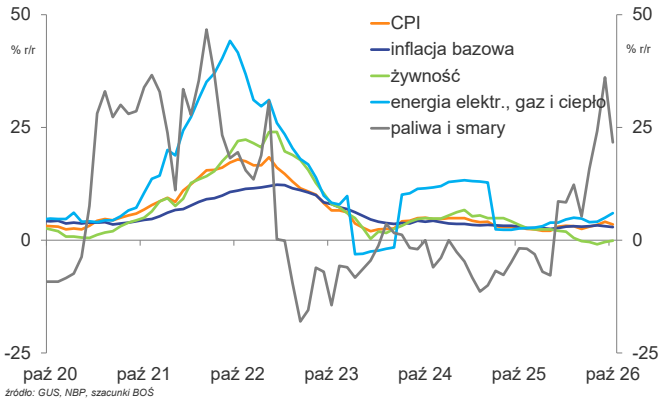
- **Biorąc pod uwagę powrót CPI w październiku do przedziału dopuszczalnych wahań inflacji wokół celu NBP i utrzymanie umiarkowanej inflacji bazowej dzisiejsza publikacja inflacji dodatkowo wspiera scenariusz braku podwyżki stóp na najbliższym listopadowym posiedzeniu RPP.**

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



źródło: GUS, NBP, szacunki BOŚ

Wpływ głównych kategorii cen na inflację



źródło: GUS, NBP, szacunki BOŚ

wskaźnik		lis 25	gru 25	sty 26	lut 26	mar 26	kwi 26	maj 26	cze 26	lip 26	sie 26	wrz 26	paź 26
inflacja CPI	% r/r	2,5	2,4	2,1	2,1	3,0	3,2	3,1	2,5	3,0	3,4	4,1	**3,5**
żywność i napoje bezalkoholowe	% r/r	2,7	2,4	2,4	2,4	2,1	1,9	0,5	-0,2	-0,4	-0,9	-0,4	**-0,1**
energia elektr., gaz i ciepło	% r/r	2,7	2,8	3,1	3,9	3,9	4,6	5,0	4,8	4,0	4,1	5,0	**6,0**
paliwa i smary	% r/r	-1,9	-3,1	-7,0	-7,8	8,6	8,4	12,3	5,3	15,8	24,2	36,1	**21,7**
infl. bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	2,7	2,7	2,7	2,5	2,7	3,0	3,1	3,0	3,1	3,3	3,1	**3,0***

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 jakiejkolwiek 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.