Analizy makroekonomiczne

KOMENTARZ BIEŻĄCY

5 listopada 2026

Stopy NBP bez zmian pomimo wyraźnego wzrostu prognozowanej inflacji w projekcji NBP.

- Podczas zakończonego wczoraj dwudniowego posiedzenia **Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Stopy NBP wynoszą nadal: - stopa referencyjna 3,75%,** - stopa lombardowa: 4,25%, - stopa depozytowa: 3,25%, stopa redyskonta weksli: 3,80% oraz stopa dyskontowa weksli: 3,85%. Dzisiejsza decyzja była zgodna z powszechnymi oczekiwaniami.

- **Najistotniejszą informacją komunikatu RPP po posiedzeniu jest znaczące podwyższenie prognozy inflacji w najnowszej projekcji NBP.** Listopadowa projekcja NBP przewiduje, że średnioroczny wskaźnik inflacji CPI ukształtuje się w 2027 r. w okolicach 4,20% (wobec 2,70% w projekcji z lipca), a w 2028 r. około 2,90% (wobec 2,20% w projekcji z lipca). **Oznacza to, że według projekcji wskaźnik CPI pozostanie przez większość miesięcy lub przez cały 2027 rok powyżej 3,5%, czyli górnego przedziału dopuszczalnych wahań inflacji wokół celu NBP, a w 2028 r. może nie osiągnąć celu NBP na poziomie 2,5%** (choć nie można wykluczyć spadku inflacji w okolice 2,5% pod koniec 2028 roku - tego dowiemy się po publikacji projekcji). Prognoza dynamiki PKB w najnowszej projekcji nie zmieniła się znacząco w porównaniu z poprzednią projekcją. Podobnie jak w lipcowej projekcji NBP prognozuje, że po solidnym wzroście PKB w 2026 r. o ok. 3,7%, w l. 2027 – 2028 wzrost gospodarczy spowolni w okolice 3%.

- **Korekta w górę projekcji inflacji nie jest zaskoczeniem, natomiast skala tej korekty jest pewną niespodzianką.** Według naszych prognoz średnioroczny wskaźnik inflacji powinien w 2027 r. pozostać poniżej 3,5%, a w 2028 r. zbliżyć się do 2,5%. Także wypowiedź prezes NBP z październikowej konferencji prasowej sugerowała raczej ograniczoną skalę korekty prognoz w projekcji NBP.

- **W tym kontekście powstaje pytanie jakie argumenty przeważyły w RPP za utrzymaniem stóp NBP na dotychczasowym poziomie pomimo tak wyraźnego podwyższenia prognozy inflacji w projekcji NBP. Odpowiedź na nie jest kluczowa z punktu widzenia przewidywania kolejnych decyzji RPP.**

- **Do tej odpowiedzi nie przybliża nas komunikat RPP, w którym nie dokonano żadnych zmian dotyczących oceny perspektyw polityki pieniężnej.** W odniesieniu do przyszłości Rada powtórzyła w komunikacie, że dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej w Polsce. Rada wskazała, że szczególnie istotna jest sytuacja makroekonomiczna w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym kształtowanie się cen surowców i inflacji na świecie w kontekście zmieniającej się sytuacji geopolitycznej. Według Rady czynnikami ryzyka pozostają także: kształt polityki fiskalnej, zmiany dynamiki aktywności w polskiej gospodarce oraz dalsze kształtowanie się dynamiki płac oraz decyzje regulacyjne w zakresie cen energii

- **W tej sytuacji do czasu dzisiejszej konferencji prasowej prezesa NBP możemy jedynie snuć hipotezy.**

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

- **RPP może potrzebować więcej informacji dla potwierdzenia słuszności prognozy inflacji w projekcji NBP.** Do tego mogły ją skłonić ostatnie dane z gospodarki, w tym nieoczekiwanie niska inflacja CPI w październiku wraz z zaskakującym szacowanym obniżeniem inflacji bazowej czy obniżona dynamika wynagrodzeń.

- Do czasu opublikowania Raportu o inflacji z pełnym opisem projekcji, nie wiemy też jaka kombinacja czynników wpłynęła na istotne podwyższenie prognozy inflacji – na ile trwały i znaczący jest wzrost inflacji bazowej, a na ile za podwyższoną inflacją stoją założenia dot. czynników podażowych – cen paliw czy nośników energii. W tym kontekście szczególnie istotne jest to jakie założenia poczyniono w odniesieniu do długości trwania programu CPN, czy skali podwyżek rachunków za energię i gaz. W przypadku CPN zapewne założono - zgodnie z treścią rozporządzenia RM - zakończenie programu z początkiem przyszłego roku To wydaje się mało prawdopodobne biorąc pod uwagę, że będzie to rok wyborów parlamentarnych. Niepewna pozostaje też skala podwyżek od stycznia 2027 r. opłat za energię elektryczną i gaz wobec wypowiedzi przedstawicieli rządu dot. planowanego wdrożenia programów osłonowych. **Możliwe, że wobec niepewności dot. przyszłych decyzji regulacyjnych Rada zdecydowała o wstrzymaniu się z decyzją do czasu wyklarowania się sytuacji w tych obszarach. Może też uzależniać przyszłe swe decyzje od tego czy kolejne programy osłonowe wejdą w życie.**

- **Zatem podczas konferencji prasowej prezesa NBP istotna będzie ocena czy RPP wstrzymała się z decyzją o podwyżce, aby pozyskać więcej informacji i upewnić się co do słuszności założeń projekcji, czy też pomimo nowej projekcji RPP uważa, że bazowym scenariuszem pozostaje stabilizacja stóp procentowych..**

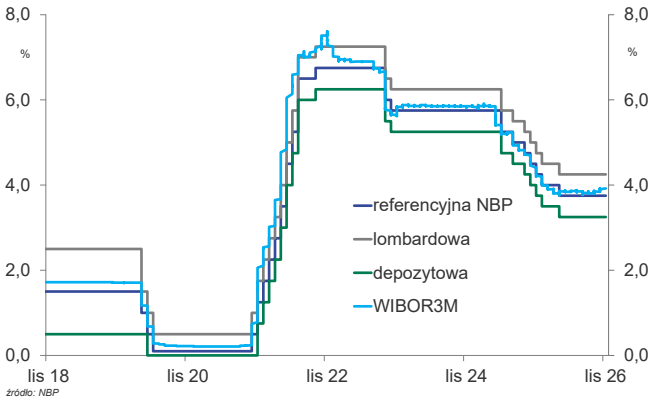
- Biorąc pod uwagę wysoką prognozę inflacji w projekcji NBP, a w krótkim okresie nasz bazowy scenariusz, w którym wskaźnik CPI pozostanie w listopadzie prawdopodobnie w okolicach 3,5%, ale w okresie grudzień br. - luty przyszłego roku wzrośnie w okolice 4,0% (przy jednoczesnym okresowym wzroście inflacji bazowej) **ryzyko podwyżki stóp w najbliższych miesiącach, szczególnie z początkiem przyszłego roku, pozostaje wysokie (zbliżone do 50%).**

- **Natomiast w świetle listopadowej decyzji RPP o utrzymaniu stóp bez zmian pomimo wyraźnie wyższej prognozy inflacji w projekcji NBP oraz wobec naszej bazowej prognozy inflacji niższej od tej prognozowanej przez NBP nie mamy przesłanek do korekty naszego dotychczasowego bazowego scenariusza stabilizacji stóp NBP w perspektywie najbliższych trzech kwartałów.**

- Należy przy okazji wspomnieć, że w związku z tym, że wczoraj premier Donald Tusk złożył kontrasygnatę pod wnioskiem prezydenta o powołanie na członków zarządu NBP trzech obecnych członków RPP: Ludwika Koteckiego, Przemysława Litwiniuka, Marcina Zarzeckiego, w najbliższych dniach przestaną oni pełnić funkcję członków Rady. Oznacza to konieczność wyboru nowych członków - dwóch przez Senat i jednego przez prezydenta RP. W tym momencie nie są znane nazwiska kandydatów do RPP, natomiast generalnie zakładamy, że zmiana składu RPP nie będzie oznaczała znaczącej zmiany w polityce monetarnej.

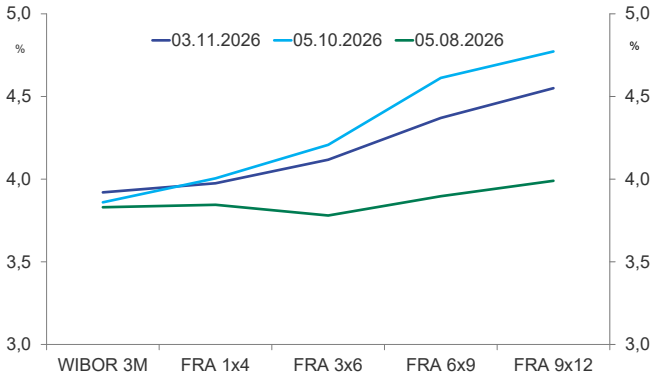
		bieżący poziom	początek bieżącego cyklu		zmiany stóp		prognoza				
			data	z poziomu	ostatnia	najbliższa oczekiwana	4q26	1q27	2q27	3q27	bilans ryzyka dla prognozy
stopa referencyjna NBP	%	3,75	wrz-23	6,75	mar-26 (-25 p.b.)	II poł. 2027 (-25 p.b.)	3,75	3,75	3,75	3,75	wyższe stopy

Stopy procentowe NBP i WIBOR 3M



źródło: NBP

FRA - oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



źródło: Bloomberg

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.