

KOMENTARZ BIEŻĄCY

3 grudnia 2025

RPP zakończyła 2025 rok obniżką stóp 25 pkt. baz. do 4,0% dla stopy referencyjnej. W 2026 r. oczekujemy dalszego, umiarkowanego poluzowania.

- Podczas kończącego się dziś posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe NBP o 25 pkt. baz. Stopy NBP wynoszą obecnie: – stopa referencyjna 4,00%, – stopa lombardowa: 4,50%, – stopa depozytowa: 3,50%, stopa redyskonta weksli: 4,05% oraz stopa dyskontowa weksli: 4,10%.
- Po tym jak październikowa inflacja CPI zaskoczyła spadając poniżej 2,5% oczekiwaliśmy, podobnie jak większość rynku, takiej decyzji RPP. Dodając do tego szacowany dalszy spadek listopadowej inflacji bazowej do ok. 2,7% r/r wobec 3,0% w październiku oraz kontynuację obniżenia dynamiki płać do 6,6% r/r (przetamianie kolejnej psychologicznej granicy) dzisiejsza obniżka stóp wydawała się praktycznie przesądzona. Do takiego wniosku skłaniała analiza dotychczasowych decyzji rady wskazująca, że funkcja reakcji RPP w mijającym roku była stricte adaptacyjna, czyli Rada reagowała na bieżącą inflację, ewentualnie oczekiwane zmiany inflacji w perspektywie kolejnego miesiąca.
- W komunikacie po posiedzeniu RPP jako argument za dzisiejszą obniżką stóp wskazała na „kształtowanie się” (przed miesiącem użyto słowa: „obniżenie”) inflacji oraz jej perspektywy w najbliższych kwartałach (przed miesiącem wskazano na „poprawę” perspektyw.
- W komunikacie powtórzono standardowy zapis, że kolejne decyzje będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. Natomiast Rada nieco zmodyfikowała zapisy dot. źródeł ryzyka i niepewności dla przeszłej inflacji, np. nie określa już dynamiki płać jako podwyższonej. Niezmiennie źródłem ryzyka dla przyszłej inflacji w ocenie Rady pozostaje polityka fiskalna oraz ożywienie popytu w gospodarce.
- Pomimo pewnych zmian w komunikacie nie sadzimy by akurat te zmiany odzwierciedlały zmiany nastawienia w RPP – w naszej ocenie **Rada nadal ogranicza do minimum komunikację swoich intencji, aby mieć wszelkie opcje otwarte w zależności od tego jakie napłyną dane z gospodarki** (głównie jaka będzie inflacja). Nie oznacza to jednak, że wśród członków Rady nie dojrzewa już poczucie, że należy zwolnić tempo luzowania polityki monetarnej. Naszym zdaniem tak jest i gdyby nie zaskakujące przyspieszenie spadku inflacji w ostatnich miesiącach skala obniżek pod koniec bieżącego roku byłaby nieco mniejsza.
- Naszym zdaniem, jeśli zgodnie z naszą prognozą spadek inflacji w najbliższych miesiącach wyhamuje, w Radzie dojdą do głosu zwolennicy już dużo bardziej rozłożonego w czasie procesu obniżania stóp. Zakładamy, że w okresie stabilizacji inflacji w okolicach celu NBP w 2026 r. Rada będzie dążyła do stopniowego obniżenia stopy realnej (tj. stopie NBP skorygowanej o inflację) w okolice 1 pkt. proc. wobec 1,5 pkt. proc. obecnie. Taki kierunek zmian stóp pobrzmiwał w ostatnich wypowiedziach kilku członków Rady.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

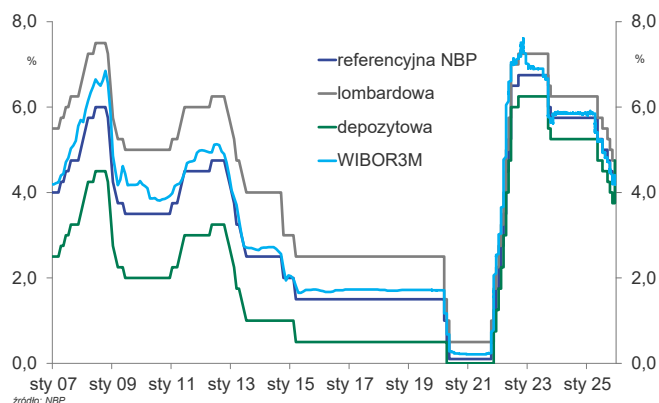
Aleksandra Świątkowska
Ekonomista
+48 515 111 698
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

Dlatego w 2026 r. roku oczekujemy, że skala poluzowania polityki monetarnej przez RPP będzie już znacznie mniejsza niż w tym roku i wyniesie 50 pkt. baz., a stopa referencyjna zostanie obniżona do poziomu 3,5% do połowy roku. Jednocześnie oczekujemy, że proces obniżania stóp będzie rozłożony w czasie – jedna obniżka stóp o 25 pkt. baz. na kwartał w I poł. 2026 r.

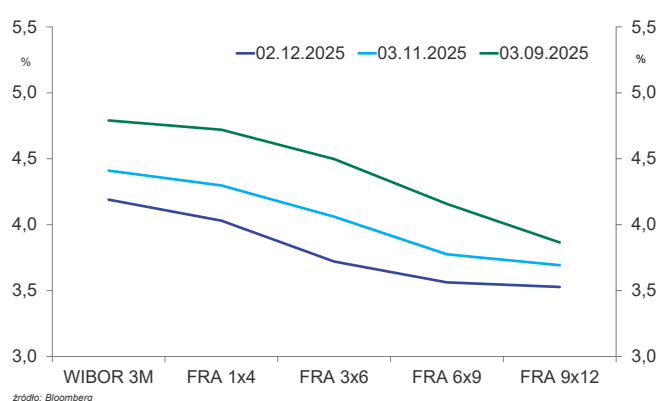
- Tak jak dotychczas dla określenia krótkoterminowych perspektyw polityki monetarnej RPP istotna będzie jutrzejsza konferencja prasowa prezesa NBP zaplanowana na g. 15:00. Choć zgodnie z dotychczasową praktyką trudno oczekiwać by prezes NBP śmiało określił intencje Rady w odniesieniu do przyszłych decyzji RPP. Natomiast nie będziemy bardzo zaskoczeni, jeśli z konferencji prasowej prezesa popłynie przekaz wskazujący na większą rezerwę Rady wobec dalszego poluzowania polityki monetarnej w najbliższym czasie, niż to miało miejsce podczas kilku ostatnich konferencji prezesa NBP.

		bieżący poziom	początek bieżącego cyklu		zmiany stóp		prognoza			
			data	z poziomu	ostatnia	najbliższa oczekiwana	1q26	2q26	3q26	4q26
stopa referencyjna NBP	%	4,00	wrz-23	6,75	gru-25 (-25 p.b.)	mar-26 (-25 p.b.)	3,75	3,50	3,50	3,50

Stopy procentowe NBP i WIBOR 3M



FRA – oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjny 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.