

KOMENTARZ BIEŻĄCY

3 września 2025

RPP nie zaskoczyła i obniżyła stopy o 25 pkt. baz. Teraz oczekiwana konferencja prezesa NBP.

- **Podczas kończącego się dziś posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe NBP o 25 pkt. baz. Stopy banku centralnego wynoszą obecnie: - stopa referencyjna 4,75%, - stopa lombardowa: 5,25%, - stopa depozytowa: 4,25%, stopa redyskonta weksli: 4,80% oraz stopa dyskontowa weksli: 4,85%.**

- **Decyzja o redukcji stóp NBP była oczekiwana przez nas i przez zdecydowaną większość analityków rynkowych.** Sądzymy, że główną przesłanką dla decyzji rady było dostosowania stóp procentowych do bieżącego spadku inflacji w okolice celu inflacyjnego NBP (2,8% r/r w sierpniu) i niższej inflacji bazowej, przy prognozowanym w projekcji makroekonomicznej NBP średniookresowym obniżeniu inflacji do poziomu 2,5%. Na perspektywę ponownej obniżki stóp wraz ze spadkiem bieżącej inflacji wskazywały też wypowiedzi prezesa NBP podczas konferencji prasowej po lipcowym posiedzeniu RPP oraz pojedyncze wypowiedzi pozostałych członków RPP w ostatnich tygodniach (np. H. Wnorowskiego).

- Jednocześnie sygnalizowaliśmy w zapowiedzi do dzisiejszej decyzji RPP, że prognoza wrześniowej obniżki stóp obciążona jest ryzykiem, którego źródłem jest ogłoszenie przez Ministerstwo Finansów planu wyższego od oczekiwań deficytu budżetu państwa na 2026 r., co oznacza luźniejszą od oczekiwań politykę fiskalną (np. wobec założeń przyjętych w lipcowej projekcji NBP). Prezes NBP i członkowie RPP wielokrotnie wskazywali w przeszłości, że luźna polityka fiskalna jest jednym z głównych czynników, na które RPP zwraca uwagę przy ustalaniu stóp NBP.

- Póki co w komunikacie po posiedzeniu RPP nie znajdujemy silniejszego niż w lipcu wyeksponowania ryzyka dla przyszłej inflacji płynącego z luźniejszej polityki fiskalnej. RPP praktycznie nie zmieniła treści fragmentu dot. perspektyw polityki monetarnej i czynników, które będą ją kształtowały. **Rada podtrzymała ocenę, że dalsze jej decyzje będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej.** Według RPP czynnikiem niepewności pozostaje kształt polityki fiskalnej, zmiany presji popytowej i sytuacji na rynku pracy w kolejnych kwartałach, poziom administrowanych cen nośników energii. oraz kształtowanie się inflacji na świecie, w tym ze względu na zmiany polityki handlowej głównych gospodarek.

- W komunikacie po posiedzeniu Rady, podobnie jak w maju i lipcu (kiedy obniżyła stopy) Rada użyła określenia „dostosowanie” stóp, co dotychczas było zinterpretowane przez prezesa NBP jako sygnał, że Rada nie ma intencji sygnalizowania, że polityka monetarna znajduje się w cyklu następujących po sobie obniżek stóp.

- Wobec braku nowych informacji z RPP, póki co podtrzymujemy ocenę, że RPP będzie w kolejnych kwartałach kontynuowała rozluźnianie polityki monetarnej dostosowując stopy procentowe do inflacji, która pozostanie w

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

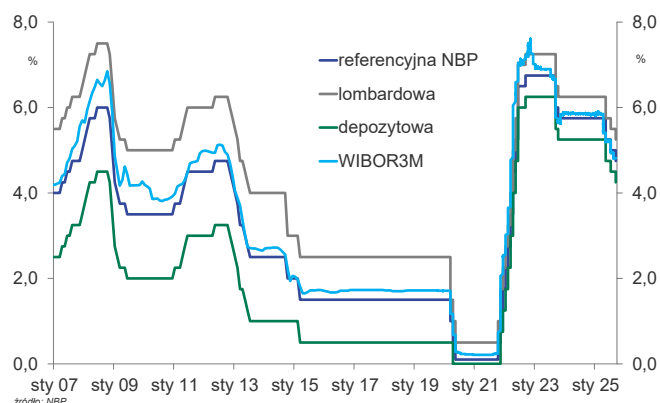
okolicach celu inflacyjnego NBP – tj. w przedziale dopuszczalnych wahań inflacji wokół 2,5% (według naszych prognoz w okolicach 3% na przełomie 2025 i 2026 r.)

- Szätzimy, że będzie to proces rozłożony w czasie, w tempie średnio 25 pkt. baz na kwartał. Biorąc pod uwagę dotychczasową skalę poluzowania polityki monetarnej i zakładając utrzymanie dotychczasowego konserwatywnego nastawienia większości RPP **podtrzymujemy scenariusz jeszcze jednej obniżki stóp o 25 pkt. baz. do końca roku (w listopadzie) i kolejne 100 pkt. baz. w 2026 r. w tempie 25 pkt. baz. na kwartał.**

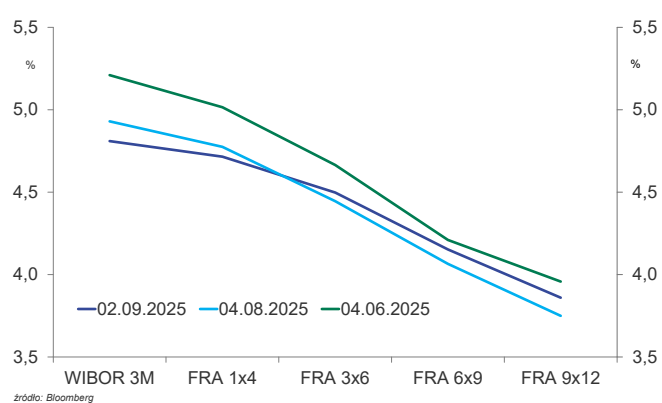
- Natomiast **więcej informacji nt. intencji RPP co do przyszłej polityki pieniężnej poznamy zapewne podczas jutrzejszej konferencji prasowej prezesa NBP. Szätzimy, że prezes Glapiński nieco zaostrzy przekaz co do kolejnych decyzji RPP w kontekście perspektywy luźniejszej polityki fiskalnej.** Nie szätzimy, aby prezes NBP jednoznacznie zamknął „okno” kolejnych obniżek, ale obstawiamy, że zabrzmi mniej „gotębio” niż w lipcu, kiedy de facto zapowiedział dalsze rozluźnianie polityki monetarnej po wakacjach. Oczekujemy bardziej wyważonego tonu eksponującego ryzyka i utrzymanego w trybie warunkowym – tj. zależnego od sytuacji gospodarczej, ostatecznego kształtu projektu budżetu państwa na 2026 r. i od wyników listopadowej projekcji makroekonomicznej NBP.

		bieżący poziom	początek bieżącego cyklu		zmiany stóp		prognoza			
			data	z poziomu	ostatnia	najbliższa oczekiwana	4q25	1q26	2q26	3q26
stopa referencyjna NBP	%	4,75	wrz-23	6,75	wrz-25 (-25 p.b.)	lis-25 (-25 p.b.)	4,50	4,25	4,00	3,75

Stopy procentowe NBP i WIBOR 3M



FRA – oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



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.