

KOMENTARZ TYGODNIOWY

9 lutego 2026

RPP nie zmieniła stóp, ale prezes NBP *de facto* zapowiedział obniżkę stóp w marcu. Publikacja CPI ujawni skalę spadku inflacji z początkiem roku.

- W minionym tygodniu pierwszoplanowym wydarzeniem na krajowym rynku finansowym było posiedzenie RPP, na którym Rada utrzymała stopy procentowe na dotychczasowym poziomie.
- Wobec tradycyjnie lakonicznego komunikatu RPP bogatsza w informacje okazała się czwartkowa konferencja prasowa prezesa NBP. Najistotniejszym elementem konferencji była twierdząca odpowiedź prezesa Głapińskiego na pytanie, czy jego zdaniem obniżka stóp w marcu jest możliwa. Prezes NBP zastrzegł, że jest to jego opinia (a nie RPP) oraz że dla ostatecznej decyzji istotna będzie marcowa projekcja NBP i brak „niespodziewanych wydarzeń”. Niemniej jednak, biorąc pod uwagę dotychczasowe decyzje RPP w sytuacji, gdy prezes NBP był zwolennikiem redukcji stóp, wypowiedź prezesa NBP traktujemy jako *de facto* zapowiedź obniżenia stóp procentowych NBP o 25 pkt. baz. na najbliższym, marcowym posiedzeniu RPP.
- W naszej ocenie oczekiwany wyraźny spadek inflacji w styczniu dodatkowo uprawdopodobni marcową obniżkę stóp. Prognozujemy bowiem, że w styczniu inflacja obniżyła się do 1,8% r/r wobec 2,4% r/r w grudniu ub.r. Publikacja planowana jest w najbliższy piątek – będzie to wstępny szacunek przygotowany w oparciu o system wag obowiązujący w 2025 r., a ostateczne dane zostaną opublikowane w połowie marca.
- W perspektywie miesiąca kształt polityki pieniężnej NBP wydaje się zatem dość przewidywalny. W odniesieniu do dłuższej perspektywy prezes NBP pytany, czy nadal docelowym poziomem stopy NBP w średnim okresie kształtuje się w okolicach 3,5%, nie odpowiedział jednoznacznie, choć dopuścił taką możliwość. Jednocześnie odżegnał się od określenia warunków, które mogłyby sprowadzić stopę NBP poniżej tego poziomu. W odniesieniu do przewidywanej w przyszłości inflacji kilkakrotnie powtórzył, że ukształtuje się ona w tym roku w celu inflacyjnym NBP i trwale tam pozostanie.
- Taki przekaz prezesa NBP jest komfortowy z punktu widzenia naszego bazowego scenariusza, w którym po oczekiwanej marcowej obniżce stóp w II kw. RPP zdecyduje się na kolejną obniżkę do poziomu 3,50% dla stopy referencyjnej NBP. Jednocześnie w naszej ocenie przekaz prezesa NBP z konferencji prasowej nie odzwierciedla bilansu ryzyka dla ścieżki inflacji w tym roku – w naszej ocenie prawdopodobieństwo, że inflacja w III kw. okresowo spadnie poniżej 1,5%, jest wysokie. Ostateczna ocena będzie możliwa po opublikowaniu przez GUS w połowie marca danych inflacyjnych za styczeń i luty wg nowego koszyka inflacyjnego. Jeśli taki scenariusz zmaterializowałby się w trakcie roku, to biorąc pod uwagę dotychczasową adaptacyjną funkcję reakcji RPP i często określany przez członków RPP pożądany poziom realnej stopy NBP w okolicach 1 pkt proc., bilans ryzyka dla bazowej prognozy stabilizacji stopy referencyjnej NBP w II poł. roku (3,50%) ciąży w kierunku nieco niższego poziomu stóp.

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

- Dla ostatecznego oszacowania tego bilansu ryzyka kluczowe będą wspomniane publikacje inflacji – najpierw szacunek styczniowej inflacji w najbliższy piątek, a następnie pełna publikacja danych za styczeń i luty w połowie marca.
- Dalszy wzrost prawdopodobieństwa obniżki stóp NBP w marcu wsparł w minionym tygodniu notowania krajowych krótkoterminowych papierów skarbowych – rentowności 2-letnich obligacji obniżyły się w skali tygodnia o 4 pkt. baz. do 3,47%. Jednocześnie rentowności na dłuższym końcu krzywej dochodowości pozostały stabilne (5,07% dla 10-latek). W warunkach braku jednoznacznego kierunku zmian na globalnym rynku finansowym WIG lekko zyskał (0,4%) po silniejszych wzrostach we wcześniejszych tygodniach, z kolei kurs złotego lekko stracił w relacji do koszyka walut (0,4%), przy stabilizacji w relacji do euro (ok. 4,21 PLN/EUR) i osłabieniu w relacji do dolara (w okolicach 3,58 PLN/USD).
- Na globalnym rynku miniony tydzień przyniósł wyraźne ograniczenie zmienności na rynku surowców, w szczególności złota i srebra, po wcześniejszych skokowych zmianach. W trakcie minionego tygodnia nastąpiło pozytywne odreagowanie notowań po wcześniejszych spadkach i stabilizacja cen złota nieco poniżej 5 tys. dolarów za uncję, czyli w okolicach sprzed krótkotrwałego skokowego wzrostu notowań pod koniec stycznia.
- Na rynkach akcji i obligacji, które doświadczyły zdecydowanie mniejszych zmian notowań na przełomie stycznia i lutego, zmiany w ubiegłym tygodniu związane z sytuacją makroekonomiczną były ograniczone, natomiast na rynku akcji spora zmienność notowań panowała w sektorze technologicznym.
- Na rynkach bazowych obligacji w skali tygodnia rentowności papierów 10-letnich nie zmieniły się istotnie notując na koniec tygodnia poziomy 4,21% dla USA i 2,84% dla Niemiec, choć w trakcie tygodnia pojawił się okresowy ruch w górę rentowności.
- W minionym tygodniu dolar kontynuował trend pozytywnego odreagowania rozpoczętego pod koniec wcześniejszego tygodnia w reakcji na ogłoszenie nominacji Kavana Warsha na prezesa Fed. W skali tygodnia dolar zyskał w relacji do koszyka walut 0,3% i na koniec tygodnia ukształtował się na poziomie 1,18 dolara za euro vs. blisko 1,19 tydzień wcześniej.
- Globalne notowania w ograniczonym stopniu reagowały na informacje i wydarzenia gospodarcze, w tym na [posiedzenie rady EBC](#), która utrzymała stopy i retorykę co do przyszłej polityki monetarnej bez zmian oraz w reakcji na niejednoznaczne dane z niemieckiej gospodarki (bardzo mocne zamówienia w przemyśle i jednocześnie słaby wynik produkcji przemysłowej w grudniu). Z opublikowanych w minionym tygodniu danych z USA wyróżnił się mocny wzrost styczniowego ISM w przemyśle (o blisko 5 pkt. do 52,6 pkt.), przy stabilizacji w usługach (53,8 pkt.). Z oczekiwanych danych z rynku pracy USA liczba nieobsadzonych etatów w USA, według ankiety JOLTS, w grudniu 2025 r. spadła do nieco ponad 6.5 mln wobec 6,9 mln odnotowanych miesiąc wcześniej, wyraźnie poniżej oczekiwań na poziomie 7,25 mln.
- Ze względu na okresowy shutdown w USA, w minionym tygodniu nie zostały opublikowane najbardziej oczekiwane dane – nt. zatrudnienia i bezrobocia w USA w styczniu. Zakończenie shutdownu oznacza, że poznamy je w najbliższą środę. Dane te wraz z piątkową publikacją nt. inflacji w USA będą istotne z punktu

widzenia oceny perspektyw polityki Fed (obecnie rynek wycenia w tym roku dwie obniżki stóp, najbliższą w czerwcu, kolejną we wrześniu lub grudniu).

- Na polskim rynku oprócz wspomnianej publikacji wstępnego szacunku inflacji za styczeń, w czwartek opublikowany zostanie szacunek PKB za IV kw. Na podstawie całorocznego szacunku GUS (zakładając standardowo brak korekt za okres I – III kw.) szacujemy, że w IV kw. wzrost PKB ukształtował się w przedziale 3,9% – 4,2% r/r.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **PKB w IV kw. 2025 r. – szacunek wstępny (12 lutego)**

Prognozujemy, że w IV kw. 2025 r. dynamika wzrostu PKB wyniosła 4,0% r/r, rosnąc z 3,8% w III kw. Szacunek wzrostu PKB w całym 2025 r. (opublikowany przed dwoma tygodniami) wskazuje, że w samym IV kw. (zakładając standardowo brak korekt za okres I – III kw.) dynamika mogła ukształtować się w przedziale 3,9% – 4,2% r/r. Biorąc pod uwagę, że szacunek roczny pozwolił na przybliżony szacunek wyników w IV kw., w tym także składowych PKB, sam szacunek *flash* (który nie zawiera żadnych informacji nt. struktury wzrostu PKB) nie dostarczy już istotnych nowych informacji, poza właśnie doprecyzowaniem jak silna była skala przyspieszenia wzrostu w ostatnim kwartale 2025 r. oraz szacunku wzrostu w ujęciu zmian kwartalnych oczyszczonych z sezonowości.

- **Wskaźnik inflacji CPI w styczniu (13 lutego)**

Prognozujemy, że w styczniu wskaźnik inflacji CPI spadł do 1,8% r/r wobec 2,4% r/r grudniu 2025 r.

Prognozujemy, że w styczniu wskaźnik inflacji CPI obniżył się do 1,8% r/r. Szacujemy, że do niższej inflacji przyczynił się skokowy spadek dynamiki żywności i pogłębienie ujemnej dynamiki cen paliw, przy stabilizacji inflacji bazowej. Z kolei spowalniając na spadek inflacji oddziaływał lekki wzrost dynamiki cen nośników energii, głównie za sprawą wzrostu rachunku za energię elektryczną od stycznia br. (szacujemy, że o ok. 4,3% m/m). To wypadkowa obniżenia ceny energii elektrycznej w taryfach URE o 1,0% względem tzw. ustawowego poziomu obowiązującego w 2025 r. oraz wzrostu większości pozostałych składowych rachunku za energię (głównie opłat handlowych, opłaty mocy, a także opłat za dystrybucję).

Tradycyjnie szacunki inflacji na początku roku kalendarzowego są obarczone niepewnością związaną z coroczną zmianą koszyka inflacyjnego. Piątkowy szacunek styczniowej inflacji jeszcze przygotowany w oparciu o dotychczasowy system wag obowiązujący w 2025 r. Jak co roku dopiero w połowie marca GUS opublikuje ostateczne dane nt. CPI za styczeń oraz dane za luty w oparciu o nowy system wag obowiązujący w 2026 r.

Ponadto z początkiem 2026 r. weszła w życie zaktualizowana klasyfikacja wydatków gospodarstw domowych (COICOP 2018), która zastąpiła dotychczasową klasyfikację ECOICOP, co dodatkowo zwiększa niepewność oszacowań wskaźnika CPI w styczniu.

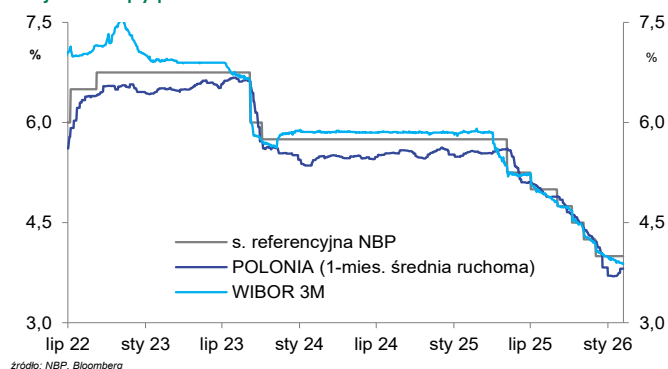
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 9 lutego		okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
17:00	EMU	Wystąpienie publiczne prezes EBC Ch. Lagarde na debacie w PE w Strasburgu	lut	-	-
wtorek 10 lutego		okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	gru	0,6% m/m	0,4% m/m
					-
środa 11 lutego		okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Inflacja CPI	sty	0,8% r/r	0,4% r/r
					-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	sty	50,0 tys.	70,0 tys.
					-
14:30	US	Stopa bezrobocia	sty	4,4%	4,4%
					-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	sty	3,8% r/r	3,7% r/r
					-
czwartek 12 lutego		okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Dynamika PKB (wst.)	IV kw.	3,8% r/r	-
					3,9-4,2% r/r
piątek 13 lutego		okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	sty	2,4% r/r	1,9% r/r
					1,8% r/r
11:00	EMU	Dynamika PKB (rew.)	IV kw.	0,3% kw/kw(wst.)	-
					-
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	gru	-0,460 mld EUR	-1,252 mld EUR
					-1,074 mld EUR
14:30	US	Wskaźnik inflacji CPI	sty	2,7% m/m	2,5% m/m
					-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej CPI	sty	2,6% m/m	2,5% m/m
					-
poniedziałek 16 lutego		okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	gru	0,7% m/m	-
					-

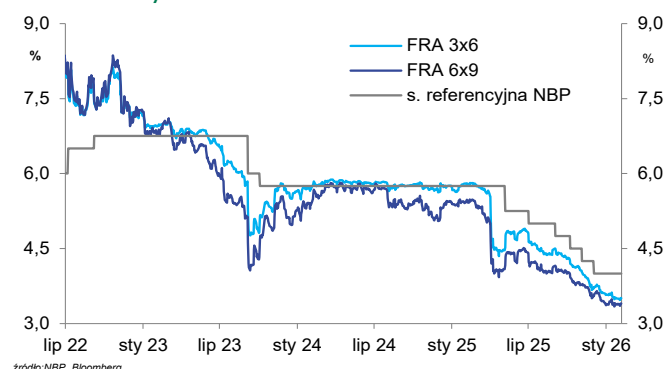
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

Rynki finansowe

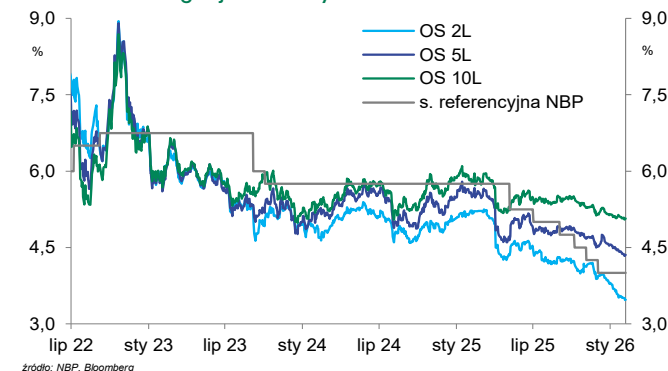
Krajowe stopy procentowe



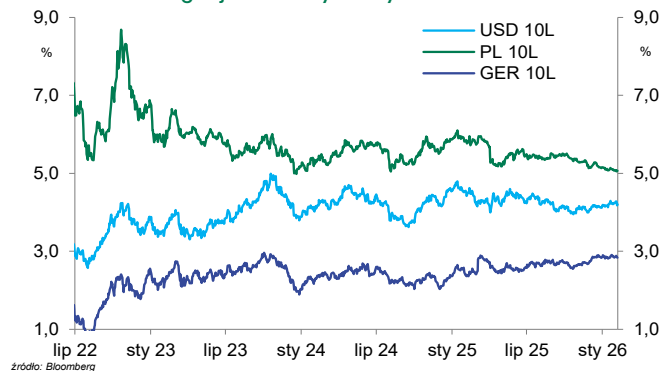
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



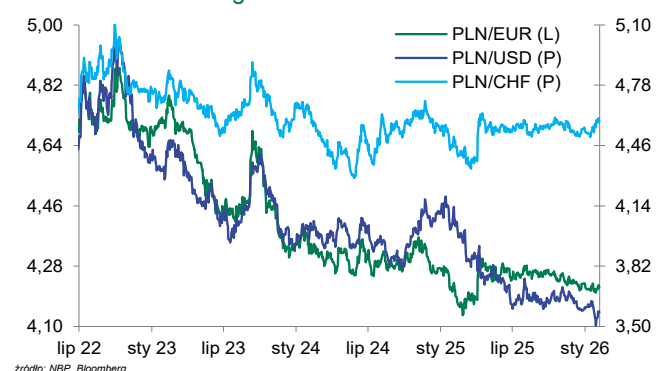
Rentowności obligacji skarbowych – Polska



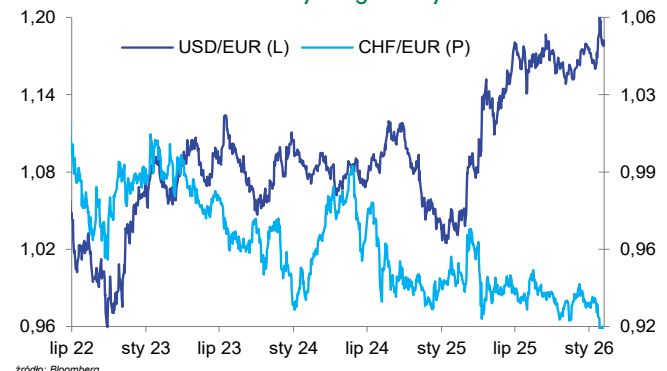
Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



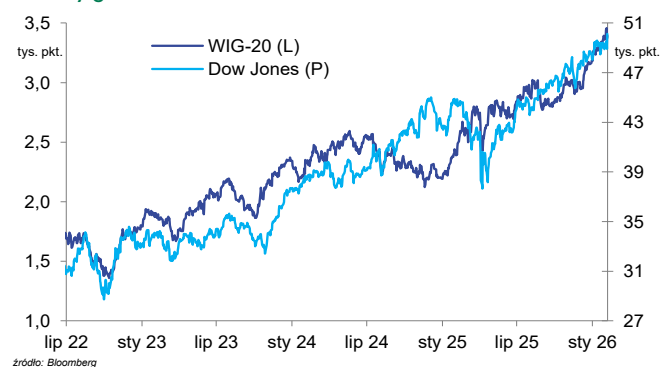
Notowania kursu złotego



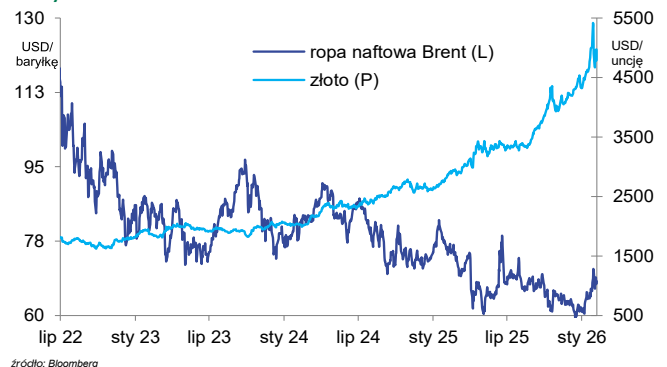
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

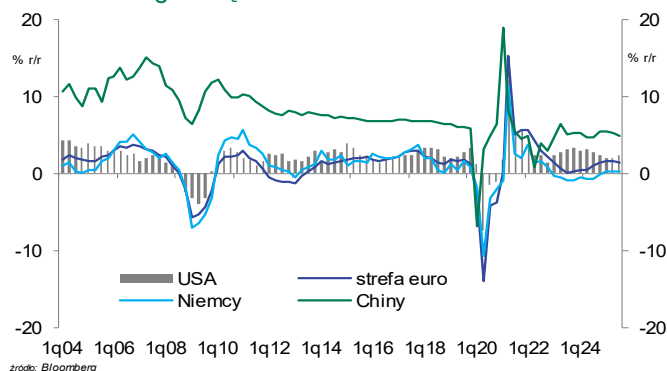


Ceny surowców

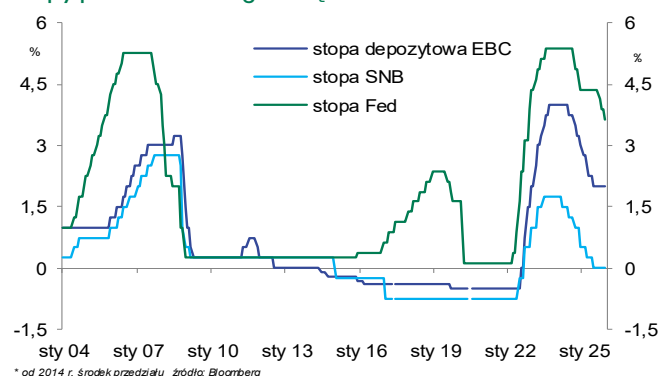


Sfera realna

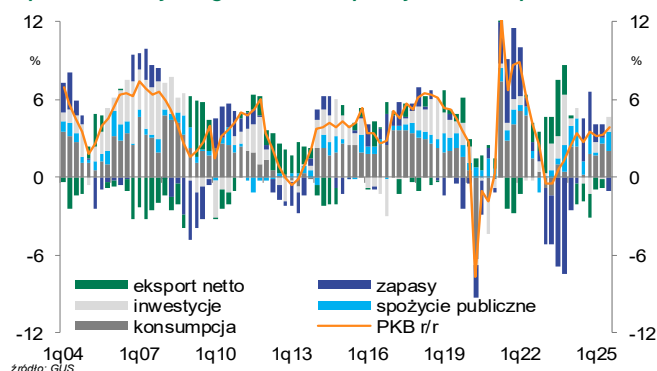
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



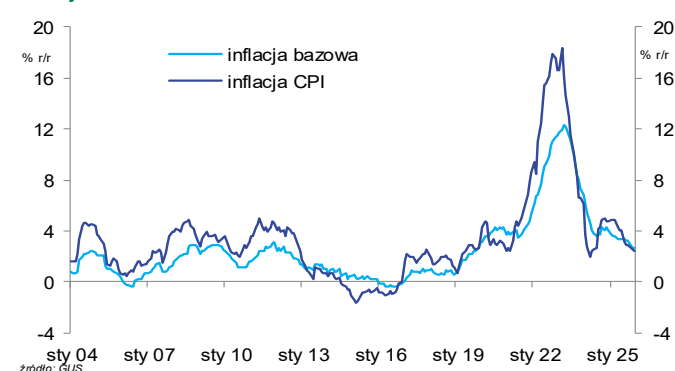
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



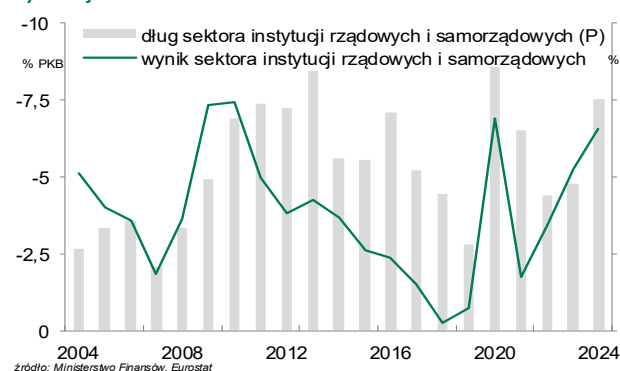
Rynek pracy



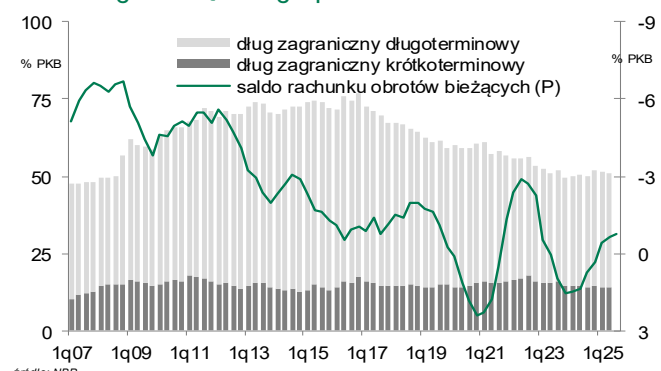
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzną gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.01.2026	30.01.2026	06.02.2026	28.02.2026	31.03.2026	30.06.2026
Stopa lombardowa NBP	%	4,50	4,50	4,50	4,25	4,25	4,00
Stopa referencyjna NBP	%	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	3,50
Stopa depozytowa NBP	%	3,50	3,50	3,50	3,25	3,25	3,00
WIBOR 3M	%	3,90	3,90	3,88	3,75	3,70	3,55
FRA 3x6	%	3,50	3,50	3,51	-	-	-
FRA 6x9	%	3,39	3,39	3,40	-	-	-
FRA 9x12	%	3,38	3,38	3,39	-	-	-
IRS 2L	%	3,61	3,61	3,61	-	-	-
IRS 5L	%	3,84	3,84	3,83	-	-	-
IRS 10L	%	4,29	4,29	4,26	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	3,51	3,51	3,47	3,60	3,60	3,55
Obligacje skarbowe 5L	%	4,37	4,37	4,36	4,50	4,45	4,35
Obligacje skarbowe 10L	%	5,07	5,07	5,07	5,15	5,10	5,05
PLN/EUR	PLN	4,21	4,21	4,22	4,22	4,22	4,24
PLN/USD	PLN	3,54	3,54	3,57	3,58	3,59	3,64
PLN/CHF	PLN	4,60	4,60	4,59	4,53	4,53	4,53
USD/EUR	USD	1,19	1,19	1,18	1,18	1,18	1,17
Stopa Fed	%	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50
Stopa depozytowa EBC	%	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Stopa SNB	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,24	4,24	4,21	4,20	4,20	4,10
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,84	2,84	2,84	2,85	2,85	2,80

źródła danych historycznych: NBP, 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.