

KOMENTARZ TYGODNIOWY

12 października 2026

Stopy NBP bez zmian, RPP uzależnia decyzję w listopadzie od wyników projekcji NBP.

- Zgodnie z oczekiwaniami podczas ubiegłotygodniowego [posiedzenia RPP](#) utrzymała stabilne stopy procentowe, w tym stopę referencyjną na poziomie 3,75%. Podczas konferencji prasowej przekaz prezesa Głapińskiego był już zdecydowanie bardziej jastrzębi wobec wrześniowej konferencji. Wskazał, że członkowie Rady są w swoim nastawieniu „jastrzębi” i gotowi do podwyżek stóp, gdyby na taką konieczność wskazała analiza napływających danych i informacji. Tak jak oczekiwaliśmy, prezes wskazał, że podczas listopadowego posiedzenia, przy okazji publikacji najnowszej projekcji NBP i średniookresowych prognoz inflacji CPI, Rada będzie analizowała konieczność zacieśnienia polityki monetarnej.
- To co z kolei nieco zaskoczyło, to dość mocne zdystansowanie się samego prezesa wobec listopadowej podwyżki stóp, kiedy to Głapiński powiedział, że nie ma sygnałów, aby projekcja wskazała na scenariusz, w którym w perspektywie przełomu 2027 i 2028 r. inflacja pozostaje powyżej celu inflacyjnego RPP. W kolejnych dniach członkowie RPP L. Kotecki i H. Wnorowski wyraźnie dopuścili z kolei opcję podwyżki stóp podczas listopadowego posiedzenia RPP.
- Biorąc pod uwagę wystąpienie prezesa NBP, naszą prognozę bazową obniżenia inflacji w kierunku celu 2,5% r/r na przełomie 2027 i 2028 r. (tj. w horyzoncie oddziaływania decyzji Rady na inflację), założenia, że na taki scenariusz wskaże także projekcja NBP oraz prognozę spadku inflacji CPI w październiku i listopadzie poniżej 4,0% r/r (wpływ programu CPN), podtrzymujemy naszą dotychczasową prognozę utrzymania stabilnych stóp procentowych NBP w kolejnych miesiącach.
- Z drugiej strony wypowiedzi członków Rady, utrzymująca się bieżąca presja na ceny surowców, utrzymanie bieżącej inflacji powyżej poziomu 3,5% r/r, oczekiwany wzrost inflacji bazowej w IV kw. przekładają się na utrzymanie podwyższonego ryzyka korekcyjnej podwyżki stóp, w tym już w listopadzie. Zapewne na tę decyzję wpływ będą jeszcze miały, poza wynikami projekcji, publikacje danych dot. dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw oraz szacunek *flash* inflacji za październik. Zgodnie z wypowiedziami prezesa NBP, w kolejnych miesiącach z kolei na decyzje Rady w kontekście krótkoterminowych prognoz będą miały też wpływ decyzje URE dot. cen regulowanych energii elektrycznej i gazu, które istotnie będą wpływały na wskaźnik inflacji na początku 2027 r. Te decyzje będą natomiast podejmowane dopiero w grudniu, najwcześniej pod koniec listopada.
- Ani decyzja RPP, ani późniejsza konferencja prasowa prezesa NBP nie wpłynęły na ceny krajowych aktywów finansowych. Zmiany rentowności SPW czy stawek FRA w skali tygodnia były mniejsze niż 5 pkt. baz. Inwestorzy w dalszym ciągu oczekują zacieśnienia polityki pieniężnej o blisko 75 pkt. baz.

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

w kolejnych 6 miesiącach. Kurs złotego natomiast utrzymywał się w minionym tygodniu poniżej, ale blisko poziomu 4,40 PLN/EUR.

- Jak na razie na krajowe aktywa nie wpłynęła także ubiegłotygodniowa informacja o przyjęciu przez Sejmową Komisję Odpowiedzialności Konstytucyjnej sprawozdania ws. wstępnego wniosku o pociągnięcie do odpowiedzialności konstytucyjnej przed Trybunałem Stanu prezesa NBP Adama Glapińskiego. Należy jednak mieć na uwadze, że ewentualna eskalacja problemu oraz potencjalny chaos instytucjonalny, gdyby do niej doszło, mogą wpłynąć negatywnie na ceny krajowych aktywów finansowych.
- Stabilizacji notowań krajowych aktywów sprzyjała także generalnie ograniczona zmienność na rynku globalnym. Rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych w minionym tygodniu zmieniały się minimalnie (w przypadku USA w dół, w przypadku Niemiec w górę). Kurs dolara wobec euro oscylował wokół poziomu 1,12 USD/EUR. Wciąż publikacje niezłych danych ze sfery realnej gospodarki sprzyjały wzrostom cen akcji, choć tendencje były mniej jednoznaczne, przy wzrostach w USA, ale spadkach w strefie euro oraz stabilizacji w grupie rynków wschodzących (syntetyczny indeks MSCI EM).
- Utrzymuje się sytuacja sprzed tygodnia, minimalnych oczekiwań na zacieśnienie polityki pieniężnej Fed i EBC na posiedzeniach w październiku oraz blisko 100% prawdopodobieństwo podwyżek na posiedzeniach w grudniu. Z tymi założeniami generalnie spójne były wypowiedzi członków komitetu FOMC i rady EBC raczej ostrożne co do tempa dalszego zacieśnienia polityki monetarnej. Niewiele nowych informacji wniosły publikacje stenogramów z posiedzeń FOMC oraz rady EBC, na których generalnie wskazywano na obawy dot. perspektyw inflacji oraz ewentualną potrzebę dalszych podwyżek stóp (bardziej jednoznacznie Fed), ale też nie padały żadne zapowiedzi decyzji.
- Tych stabilnych nastrojów nie zmieniło także lekkie pogorszenie sytuacji na rynku surowców. W skali tygodnia o kilka dolarów wzrosły ceny ropy naftowej (zarówno stawek spot jak i kontraktów 1-mies.) oraz ceny benzyny, a ceny gazu na rynku europejskim ponownie wzrosły powyżej 80 EUR/MWh. Z początkiem dzisiejszego dnia silniej obniżają się ceny rynkowe oleju napędowego, na co może wpływać weekendowa decyzja prezydenta Trumpa o imporcie USA oleju napędowego z Rosji, niemniej skala tego spadku pozostaje ograniczona, a ceny powróciły do poziomu notowanego we wcześniejszym tygodniu.
- W niedzielę prezydent Trump ogłosił także „energetyczny rozejm” pomiędzy Rosją i Ukrainą, tj. zapowiedział, że oba kraje przestaną wzajemnie atakować obiekty infrastruktury energetycznej. Prezydent Ukrainy powiedział, że dostosuje się do rozejmu, o ile będzie on przestrzegany przez Rosję. Wcześniejsze deklaracje prezydenta Trumpa co do zawieszenia tych ataków nie okazały się skuteczne, a informacje dot. ataków na obiekty infrastruktury energetycznej w niedzielę oraz w nocy z niedzieli na poniedziałek wskazują na ryzyko, że sytuacja powtórzy się.
- W kontekście sytuacji na Bliskim Wschodzie w trakcie tygodnia, że skala transportu surowca z Zatoki Perskiej wzrosła do ok. 80% poziomów sprzed wojny. W trakcie tygodnia zaatakowany został natomiast tankowiec u wybrzeża Kataru, a w weekend doszło do ataku rakietowego na lotnisko w Rijadzie, którego mieli dokonać jemeńscy Huti. Prezydent USA powtórzył deklarację, że do wyborów

połówkowych (3 listopada) nie będzie wznowiał ataków na Iran, z drugiej strony pojawiły się informacje medialne, że do takiego ataku może jednak dojść, a Pentagon finalizuje przygotowania do wznowienia działań wojennych na dużą skalę.

- Jeżeli faktycznie do czasu wyborów połówkowych walki nie zostaną wznowione, można zakładać, że w nadchodzących tygodniach także sytuacja w kontekście cen surowców nie będzie się istotnie zmieniać.
- Przy takim założeniu tym silniej na sytuację rynkową będzie wpływać publikacja danych nt. wrześniowej CPI w USA, bardzo istotna z punktu widzenia oczekiwań dot. przyszłych decyzji Fed. Z kolei publikacje dot. wrześniowej produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w USA oraz dane ze sfery realnej gospodarki Chin w przyszły poniedziałek będą kolejną dawką informacji dot. kondycji sfery realnej gospodarki globalnej.
- W kraju GUS opublikuje ostateczny szacunek inflacji CPI za wrzesień, z czego najistotniejszą kwestią będzie struktura inflacji bazowej, która (wg szacunków na podstawie danych *flash*) zaskoczyła wyrażnie *in minus*.

Kalendarz najważniejszych publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

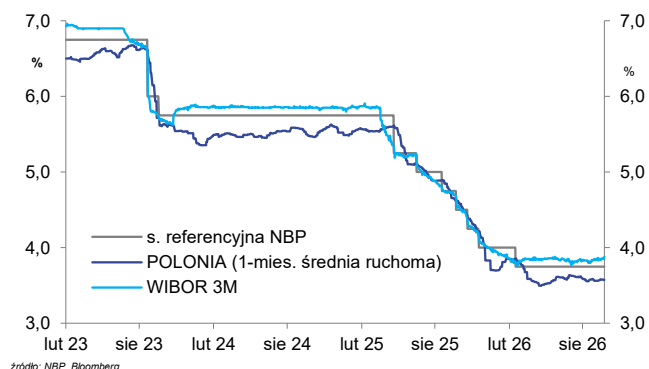
środa 14 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Eksport	wrz	25,0% r/r	25,3% r/r	-
03:00	CHN	Import	wrz	28,2% r/r	23,5% r/r	-
03:30	CHN	Inflacja CPI	wrz	0,8% r/r	1,1% r/r	-
04:10	EMU	Wystąpienie prezes EBC Ch. Lagarde w Bangkoku na wydarzeniu MFW i BŚ	paź	-	-	-
09:30	PL	Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	wrz	4,0% r/r (wst.)	-	4,0% r/r
10:30	EMU	Wystąpienie prezes EBC Ch. Lagarde w Bangkoku na wydarzeniu MFW i BŚ	paź	-	-	-
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	sie	-2,419 mld EUR	-2,503 mld EUR	-2,027 mld EUR
14:30	US	Inflacja CPI	wrz	3,4% r/r	3,6% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	wrz	2,4% r/r	2,5% r/r	-
czwartek 15 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	sie	-0,1% m/m	-0,2% m/m	-
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	wrz	3,3% r/r	-	3,0-3,1% r/r*
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	wrz	1,2% m/m	0,8% m/m	-
piątek 16 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
15:15	US	Produkcja przemysłowa	wrz	0,0% m/m	0,3% m/m	-
poniedziałek 19 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Produkcja przemysłowa	wrz	5,2% r/r	5,0% r/r	-
03:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	wrz	0,4% r/r	0,7% r/r	-
03:00	CHN	Inwestycje	sty-wrz	-7,2% r/r	-7,2% r/r	-
03:00	CHN	PKB	III kw.	4,3% r/r	4,5% r/r	-

* szacunek na podstawie danych z flash CPI

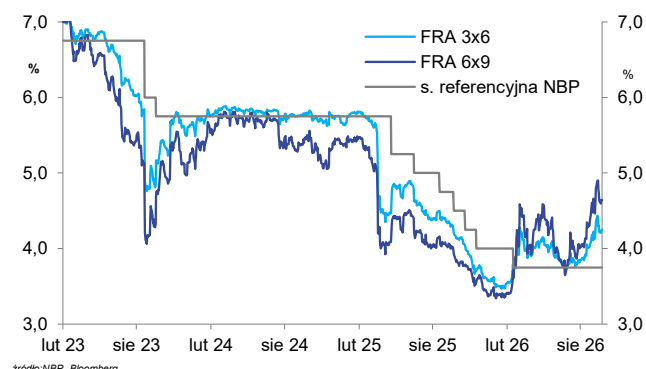
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

Rynki finansowe

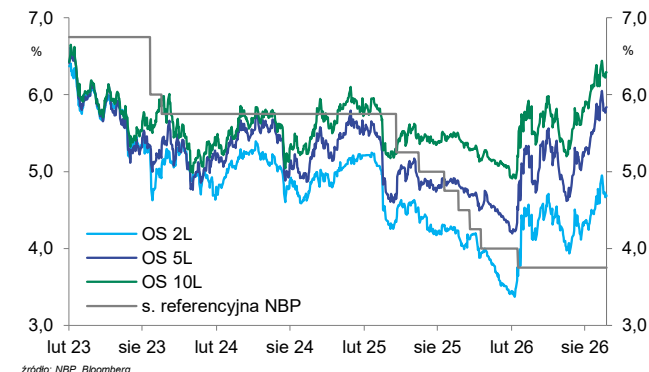
Krajowe stopy procentowe



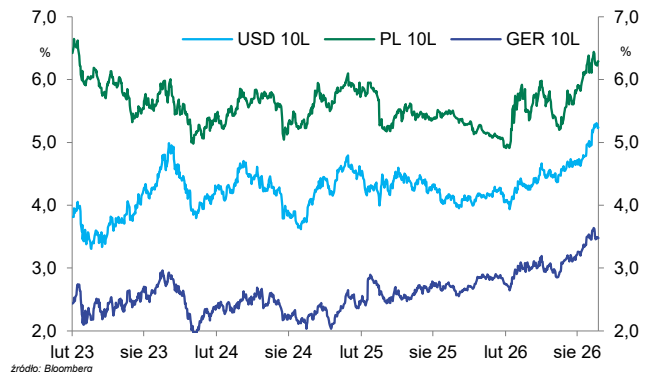
Uczekiwanie rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



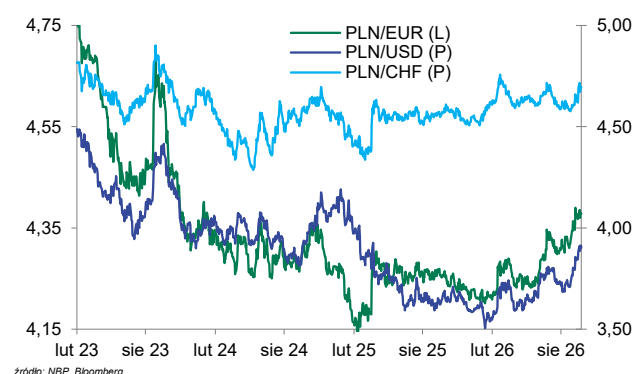
Kontowności obligacji skarbowych - Polska



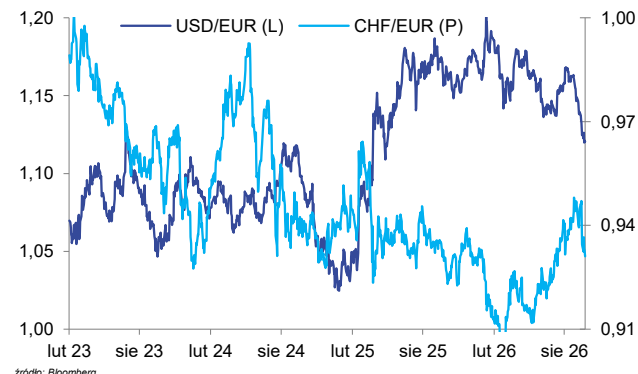
Kontowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



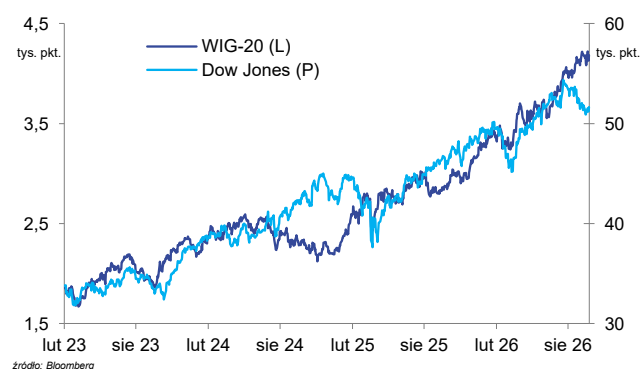
Notowania kursu złotego



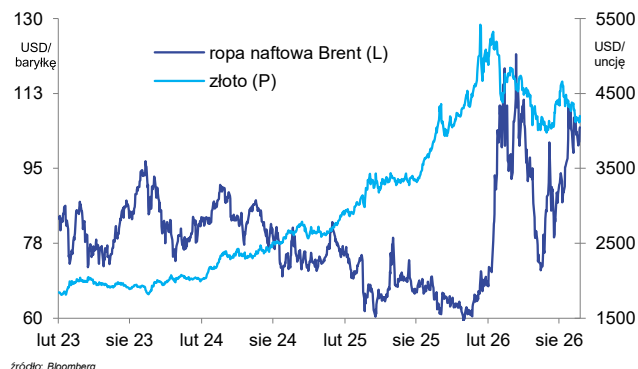
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

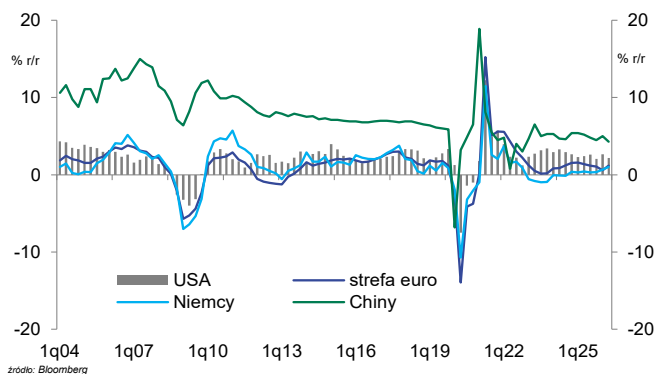


Ceny surowców

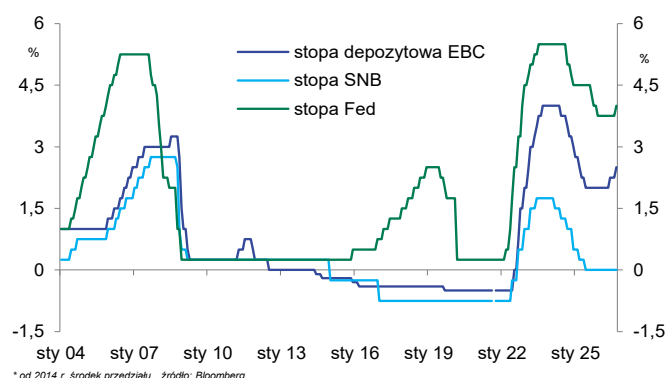


Gospodarka

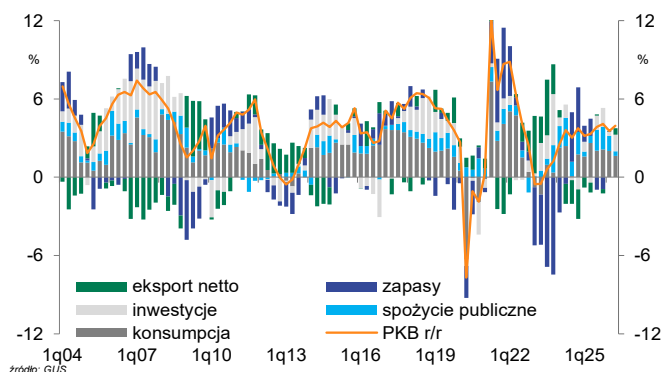
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



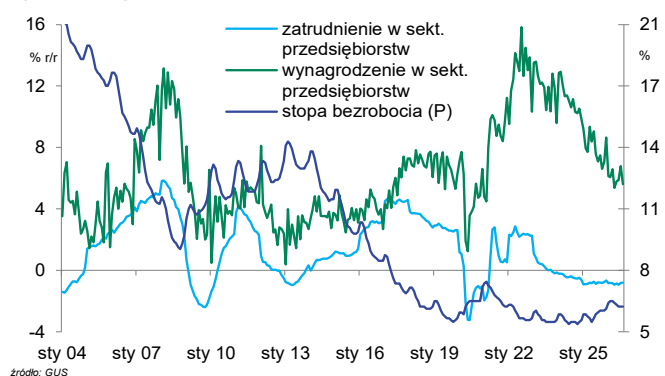
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



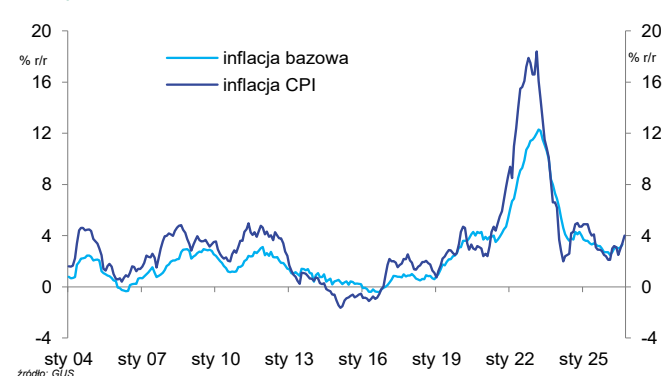
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



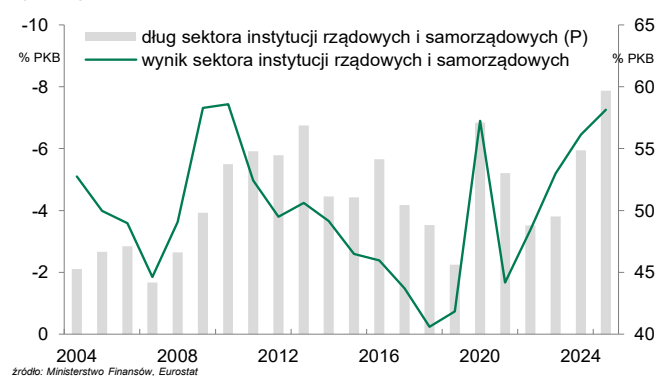
Rynek pracy



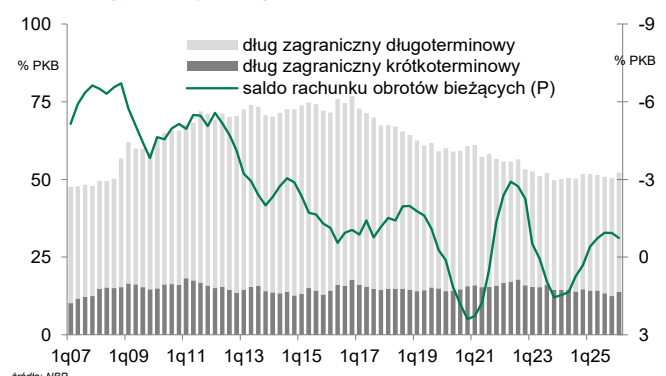
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Rynki finansowe – bieżące tendencje i prognozy

		zmiana			prognoza		
		09.10.2026	ost. 7 dni	ost. 14 dni	31.10.2026	30.11.2026	31.12.2026
Stopa lombardowa NBP	%	4,25	0,0	0,0	4,25	4,25	4,25
Stopa referencyjna NBP	%	3,75	0,0	0,0	3,75	3,75	3,75
Stopa depozytowa NBP	%	3,25	0,0	0,0	3,25	3,25	3,25
WIBOR 3M	%	3,88	0,03	0,02	3,85	3,85	3,85
FRA 3x6	%	4,25	0,03	-0,13	-	-	-
FRA 6x9	%	4,65	0,01	-0,17	-	-	-
FRA 9x12	%	4,80	0,02	-0,20	-	-	-
IRS 2L	%	4,72	0,03	-0,13	-	-	-
IRS 5L	%	4,99	0,02	-0,12	-	-	-
IRS 10L	%	5,34	0,03	-0,06	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,68	-0,03	-0,18	4,70	4,60	4,50
Obligacje skarbowe 5L	%	5,84	0,05	-0,11	5,80	5,75	5,70
Obligacje skarbowe 10L	%	6,29	0,05	-0,06	6,30	6,25	6,15
PLN/EUR	PLN	4,38	0,00	0,00	4,35	4,35	4,35
PLN/USD	PLN	3,90	0,01	0,06	3,85	3,82	3,80
PLN/CHF	PLN	4,69	0,00	0,06	4,68	4,68	4,68
USD/EUR	USD	1,12	-0,01	-0,02	1,13	1,14	1,15
Stopa Fed	%	4,00	0,00	0,00	4,00	4,00	4,25
Stopa depozytowa EBC	%	2,50	0,00	0,00	2,50	2,50	2,75
Stopa SNB	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	5,24	-0,03	0,08	5,25	5,15	5,05
Obligacje skarbowe GER 10L	%	3,48	0,02	-0,12	3,45	3,45	3,40

źródło danych: NBP, Bloomberg, prognozy: 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.