

KOMENTARZ TYGODNIOWY

5 października 2026

Nowy CPN obniży inflację o ok. 0,6 pkt. proc. Prezes Głapiński zaostrzył przekaz. Dane z USA osłabiają presję na szybkie podwyżki stóp Fed.

- Po decyzji prezydenta Karola Nawrockiego o podpisaniu ustawy o nadmiarowych zyskach koncernów paliwowych, w piątek zostało podpisane rozporządzenie obniżające stawkę VAT oraz akcyzy na benzynę oraz olej napędowy oraz przywrócono ceny maksymalne dla tych paliw „nowy CPN”. W efekcie od soboty cena benzyny e95 została obniżona się o ok. 1,4 zł, a oleju napędowego o 1,2 zł. Niższe stawki podatku mają obowiązywać przynajmniej do końca bieżącego roku. Wdrożenie tych zmian, przy pozostałych warunkach niezmiennych obniża ścieżkę inflacji CPI w najbliższych miesiącach o ok. 0,6 pkt. proc. Po tych zmianach CPI w październiku i listopadzie powinna obniżyć się do ok. 3,8% r/r. Przy założeniu stabilnych cen paliw (tj. przy założeniu braku zmian sytuacji na rynku surowców) inflacja jeszcze okresowo (grudzień – luty) wzrosłaby lekko powyżej 4,0% r/r.

- Minimalnie niższy wskaźnik [wrześniowej inflacji](#) wg szacunku *flash* (wzrost do 4,0% wobec konsensusu 4,1% r/r) oraz szacowany spadek wrześniowej inflacji bazowej, w połączeniu z późniejszą decyzją o wdrożeniu mechanizmu CPN były głównym czynnikiem wpływającym na krajowy rynek stopy procentowej. Rentowności krajowych papierów obniżyły się o 15 pkt. baz. na krótszym końcu oraz o 11 pkt. baz. na długim końcu krzywej. Obniżyły się także stawki kontraktów FRA oraz IRS.

- Jak na razie inwestorzy nie zareagowali na pewną zmianę przekazu prezesa NBP dot. perspektyw polityki pieniężnej. Podczas ubiegłotygodniowej konferencji promującej publikację „Współczesny bank centralny. Wybrane aspekty działalności NBP” prezes Głapiński odniósł się do bieżącej sytuacji gospodarczej oraz polityki monetarnej, wskazując na przekroczenie przez wskaźnik CPI celu inflacyjnego NBP, na obecne „jastrzębie” nastawienie polityki monetarnej, na ryzyko podwyższonej inflacji związane z przedłużającym się okresem wysokich cen surowców oraz na dokonane przez Fed i EBC zacieśnienie polityki pieniężnej.

- Taki przekaz prezesa NBP wskazuje na wyraźną zmianę nastawienia prezesa NBP, który jeszcze w lipcu wskazywał na opcję obniżki stóp, a miesiąc temu podczas wrześniowej konferencji prasowej po posiedzeniu RPP wskazał, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest stabilizacja stóp NBP do połowy 2027 r. Wypowiedź prezesa NBP wskazuje na poważnie rozważaną opcję podwyżki stóp w krótkiej perspektywie. Z drugiej strony w wystąpieniu prezes nie uwzględnił skokowego obniżenia cen paliw z tytułu przywrócenia CPN (decyzja w piątek) obniżenie ścieżki inflacji z tego tytułu i prawdopodobny spadek wskaźnika październikowego inflacji poniżej 4,0% r/r. („jeśli natychmiast by się w przyszłym tygodniu to nie zmieniło, ceny nie wróciły do jakichś niższych poziomów, no to, to niestety będzie trwało...”). Można bowiem przypuszczać, co dotychczas było naszym założeniem bazowym, że obniżka ścieżki cen paliw (czy

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

to z powodu warunków rynkowych czy też zmian podatkowych) może być istotnym czynnikiem obniżającym ryzyko podwyżki stóp.

- Zapewne czwartkowa konferencja prasowa po posiedzeniu RPP (6-7.10) da więcej informacji, jak członkowie Rady oceniają prawdopodobieństwo podwyżki stóp w świetle obecnie oczekiwanej krótkoterminowej ścieżki inflacji oraz w świetle oczekiwanej w listopadzie najnowszej projekcji NBP. Na ile prezes Glapiński będzie wskazywał na bieżące tendencje inflacyjne (inflacja powyżej celu NBP), a na ile będzie podkreślał średniookresowe perspektywy inflacyjne (projekcja inflacyjna może wskazać na obniżenie inflacji CPI w kierunku celu 2,5% na przełomie 2027 i 2028 r.).
- Choć przy silnie adaptacyjnej Radzie i często gwałtownych zmianach nastawienia jej członków trudno całkowicie wykluczyć podwyżkę stóp na posiedzeniu już w tym tygodniu, to jednak zaraz po decyzji rządu o wprowadzeniu programu CPN i poprawie bieżących perspektyw inflacyjnych, prawdopodobieństwo takiego ruchu uważamy za niskie.
- Na rynku globalnym z kolei oczekiwania dot. skali podwyżek stóp procentowych Fed i EBC lekko obniżyły się. Te tendencje wsparły raczej ostrożne wypowiedzi przedstawicieli FOMC i rady EBC dot. ścieżki zacieśnienia polityki monetarnej. Prezes Lagarde wskazała, że silny wzrost długoterminowych stóp procentowych zmniejsza skalę koniecznego zacieśnienia polityki pieniężnej EBC.
- Na brak konieczności szybkich podwyżek stóp wskazały także publikowane w minionym tygodniu dane makroekonomiczne z USA, najpierw niższy odczyt sierpniowego wskaźnika inflacji PCE, w tym obniżenie wskaźnika bazowego do poziomu 3,0% r/r (po części z powodu rewizji danych wstecz), a potem słabsze miesięczne dane z rynku pracy. We wrześniu wzrost zatrudnienia na poziomie 29 tys. okazał się sporo słabszy wobec oczekiwań, dodatkowo stopa bezrobocia minimalnie wzrosła do 4,2%, a dynamika wynagrodzeń obniżyła się do 3,0% r/r. Choć wskaźnik ISM dla przemysłu potwierdził solidną koniunkturę gospodarczą, wynik ten okazał się mniej spektakularny od opublikowanego wcześniej wskaźnika koniunktury PMI. Dane te, o ile nie zaskoczy w górę silnie wrześniowa inflacja CPI (publikowana w połowie października), powinny pozwolić komitetowi FOMC wstrzymać się z kolejną podwyżką stóp do grudnia, szczególnie wobec faktu, że październikowe posiedzenie FOMC odbędzie się raptem kilka dni przed wyborami połówkowymi w USA, a zwyczajowo Fed unikał zmian stóp w okresach wyborczych.
- Dla oczekiwań dot. decyzji Fed i EBC istotne będą jeszcze publikowane w bieżącym tygodniu stenogramy z wrześniowych posiedzeń komitetu FOMC i rady EBC.
- Z kolei w aspekcie sytuacji geopolitycznej miniony tydzień nie przyniósł nowych istotnych informacji ani w kierunku porozumienia ani eskalacji działań militarnych. Dane dot. transportu surowców z Zatoki Perskiej wskazują na poprawiającą się sytuację wobec warunków sprzed miesiąca. Pomimo tych tendencji, w skali tygodnia lekko wzrosły ceny spot ropy Brent, lekko obniżyły się natomiast kontrakty 1-miesięczne, praktycznie nie zmieniły się kontrakty 12-miesięczne. Ceny gazu wahały się w mniejszym stopniu wobec tygodni wcześniejszych. Pod koniec tygodnia silnie obniżyły się ceny rynkowe benzyny oraz oleju napędowego, ponadto piątkowa decyzja MAE o udostępnieniu rezerw

strategicznych oleju napędowego oraz informacja prezydenta Trumpa o rezygnacji z pomysłu zakazu eksportu oleju napędowego z USA powinny wspierać sytuację na tym rynku na początku tygodnia bieżącego. Z drugiej strony perspektyw cen rynkowych paliw nie poprawiają raczej eskalujące wypowiedzi władz Ukrainy i Rosji dot. ewentualnych kolejnych ataków na rafinerie (w Rosji) oraz na elektrownie (na Ukrainie), ani dzisiejsze doniesienia Arabii Saudyjskiej o ponownym wstrzymaniu przesyłu ropy rurociągiem Wschód-Zachód.

- Publikacje makroekonomiczne wsparły ceny obligacji w USA tylko na krótkim końcu krzywej. Rentowności 10-latek wzrosły natomiast powyżej 5,25% w warunkach utrzymującej się niepewności co do średnioterminowych perspektyw inflacji, sytuacji geopolitycznej oraz narastających obaw rynkowych dot. perspektyw fiskalnych globalnie. To zapewne paradoksalnie ten czynnik wspierał natomiast spadek rentowności 10-letnich papierów w Niemczech (do 3,45%). W minionym tygodniu gwałtownie wzrosły bowiem (o 20-30 pkt. baz.) spready rentowności części krajów strefy euro (w tym Francji, Włoch, Hiszpanii) względem rentowności papierów niemieckich.
- Wzrost globalnej awersji do ryzyka przekładał się także na spadki indeksów giełdowych, szczególnie w Europie oraz na osłabienie notowań wspólnej waluty przy lekkiej aprecjacji dolara. W efekcie kurs euro do dolara obniżył się w kierunku 1,12 USD/EUR. Słabsze nastroje osłabiły także złotego, który w relacji do koszyka walut osłabił się w o 0,6%, a w relacji do euro na początku bieżącego tygodnia wzrósł do poziomu 4,38 PLN/EUR.
- Tradycyjnie już kluczowe dla sytuacji rynkowej w tygodniu kolejnym kluczowe pozostaną wszelkie informacje z Bliskiego Wschodu. Jednocześnie jednak sytuacja z tygodni minionych nie daje przesłanek dla oczekiwań konkretniejszych / przełomowych informacji w krótkim okresie. Tym samym sytuacja rynkowa będzie skupiać się na analizie skali negatywnego wpływu dotychczasowego szoku podażowego na perspektywy inflacyjne, gospodarcze oraz fiskalne w warunkach rosnących kosztów finansowania długu.
- Ponownie czynniki krajowe – decyzja RPP oraz konferencja prezesa Głapińskiego mogą silniej wpływać na tendencje na krajowym rynku stopy procentowej.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (6-7 października)**

Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej utrzyma stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie 3,75%.

Zgodnie z ostatnią ankietą Parkietu decyzji RPP o utrzymaniu stóp bez zmian oczekują wszyscy ankietowani analitycy.

W ostatnim okresie niektórzy członkowie RPP wskazali na wzrost prawdopodobieństwa podwyżki stóp w najbliższym czasie m.in. w kontekście wysokiej bieżącej inflacji, która we wrześniu osiągnęła 4,0% r/r. Ludwik Kotecki wskazał, że „najprawdopodobniej w listopadzie będziemy zmuszeni do podwyższenia stóp”, z kolei prezes NBP podczas ubiegłotygodniowego wystąpienia na konferencji na SGH wskazał, że polityka monetarna nastawiona jest „jastrzębio” z powodu przekroczenia przez inflację celu NBP.

Z drugiej strony wejście w życie nowej odłony programu CPN obniży od października ścieżkę inflacji o 0,6 pkt. proc. w okolice 3,7-3,8% r/r, we wrześniu szacowana inflacja bazowa obniżyła się, a ponadto wrześniowa dynamika płac okazała się niższa od oczekiwań.

W tych warunkach najbardziej prawdopodobnym wydaje nam się utrzymanie stabilnych stóp NBP na najbliższym posiedzeniu Rady i odbycie gruntownej dyskusji nt. zaostreżenia polityki monetarnej podczas listopadowego posiedzenia w oparciu o wyniki nowej projekcji NBP.

Jednocześnie pamiętając z przeszłości, że RPP potrafi bardzo gwałtownie zmieniać politykę w reakcji na bieżące dane, przy generalnie bardzo niedoskonałej polityce komunikacyjnej oraz biorąc pod uwagę ostatnie „jastrzębie” wystąpienie prezesa NBP trudno całkowicie wykluczyć podwyżkę stóp już na posiedzeniu w tym tygodniu. Niemniej prawdopodobieństwo takiego ruchu oceniamy jako niskie.

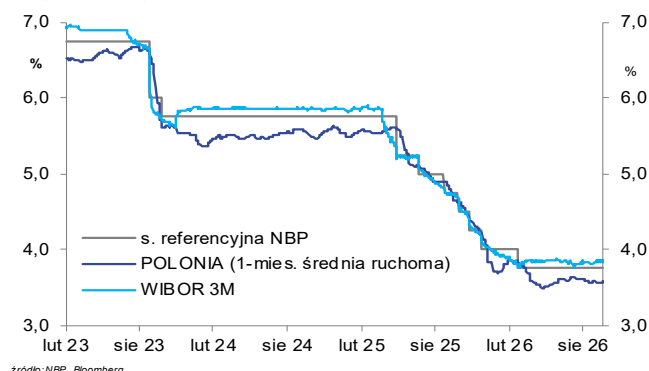
Kalendarz najważniejszych publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 5 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	wrz	55,4 pkt.	55,1 pkt.	-
wtorek 6 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	sie	2,5% m/m	-1,0% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	sie	-0,6% m/m	0,3% m/m	-
środa 7 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	sie	-1,1% m/m	1,4% m/m	-
-	PL	Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych	paź	3,75% (ref)	3,75% (ref)	3,75% (ref)
16:00	PL	Komunikat po posiedzeniu RPP	paź	-	-	-
20:00	US	Publikacja <i>minutes</i> z wrześniowego posiedzenia FOMC	wrz	-	-	-
czwartek 8 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
13:30	EMU	Publikacja <i>minutes</i> z wrześniowego posiedzenia EBC	wrz	-	-	-
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	paź	-	-	-
piątek 9 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Publikacja protokołu z wrześniowego posiedzenia RPP	wrz	-	-	-
16:00	US	Indeks Uniwersytetu Michigan	paź	48,1 pkt.	47,6 pkt.	-

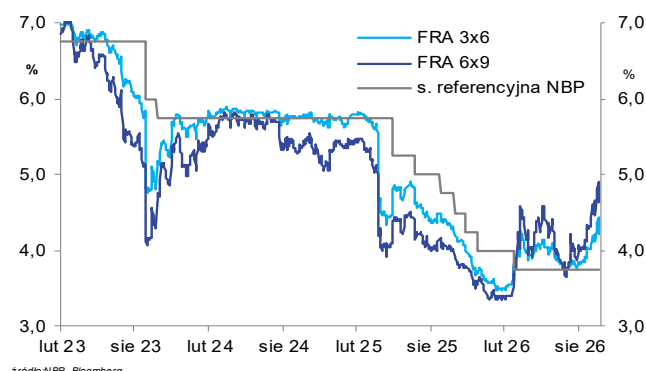
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

Rynki finansowe

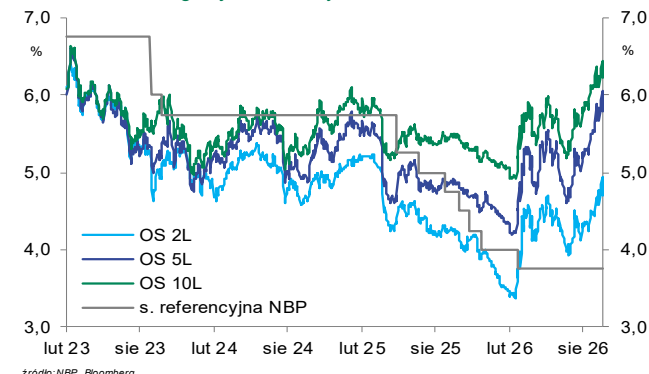
Krajowe stopy procentowe



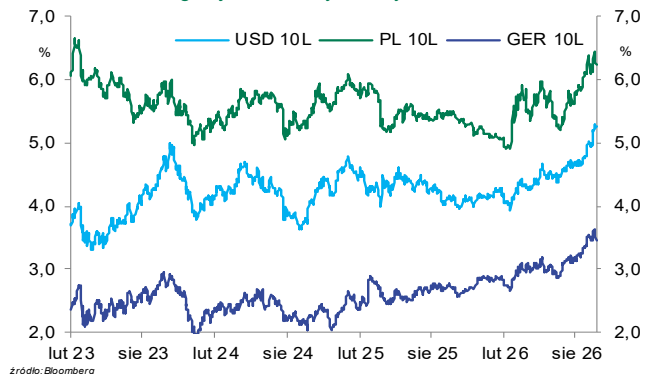
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR3M



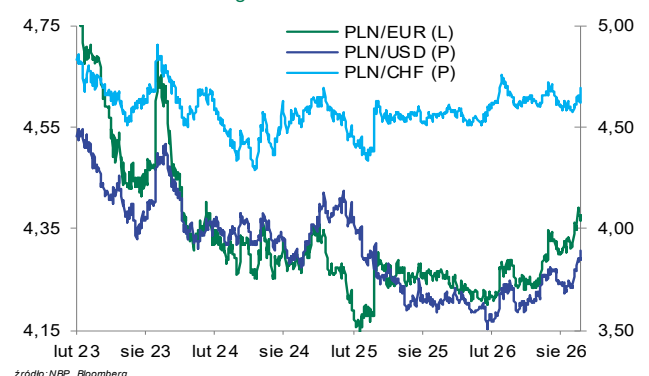
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



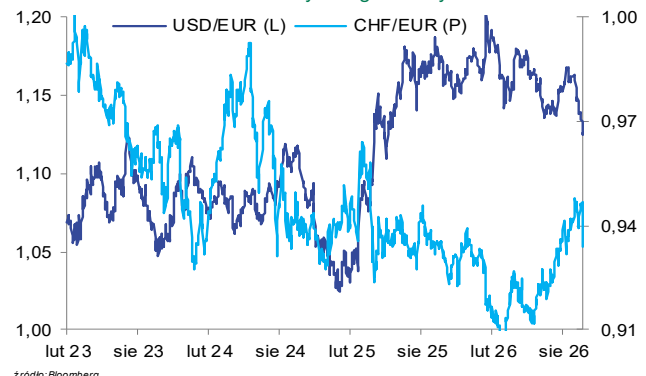
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



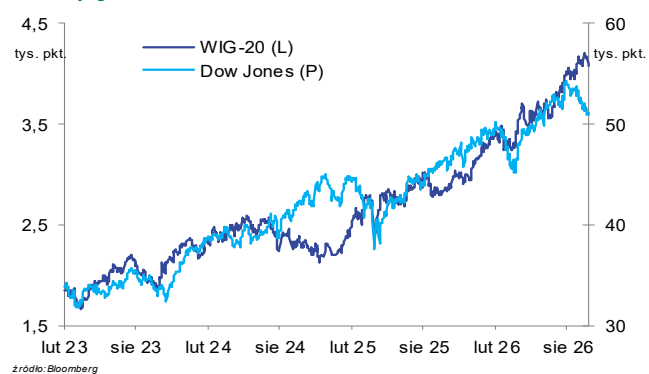
Notowania kursu złotego



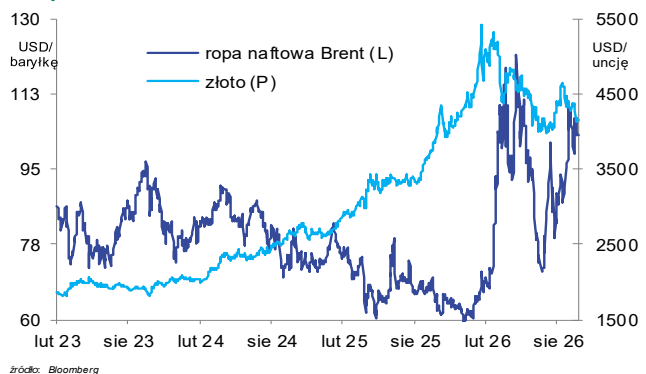
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

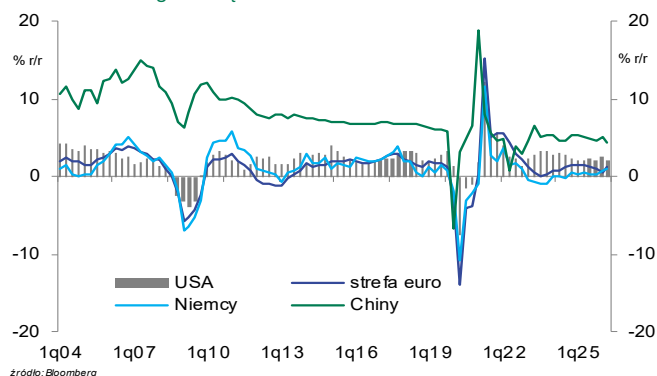


Ceny surowców

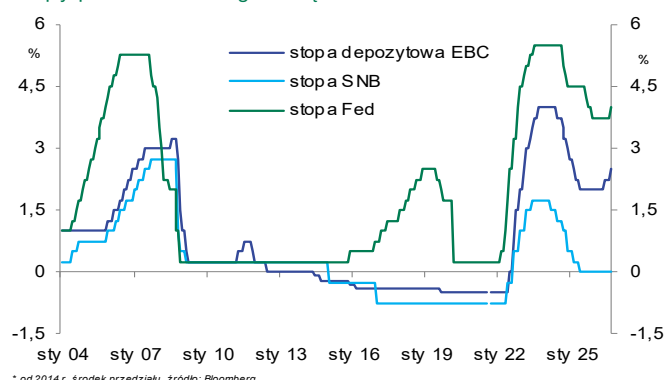


Gospodarka

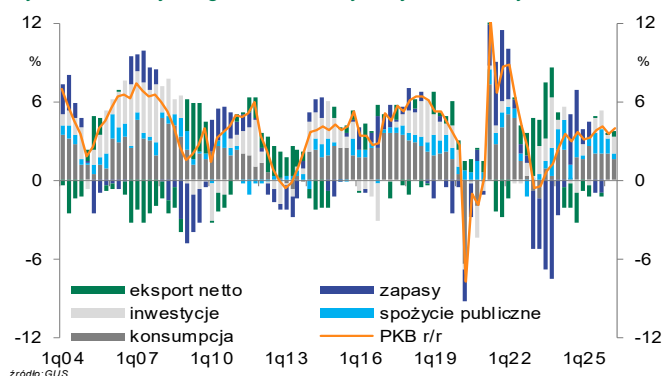
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



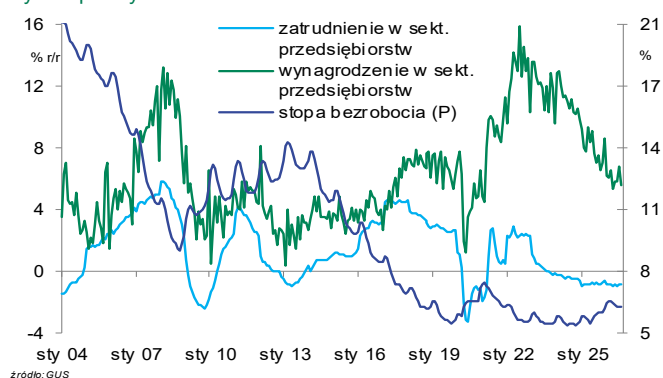
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



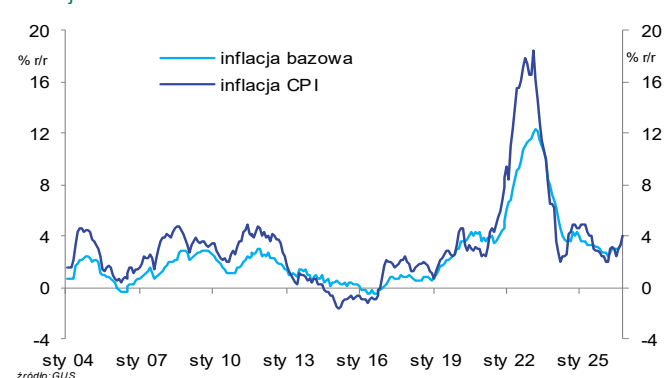
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



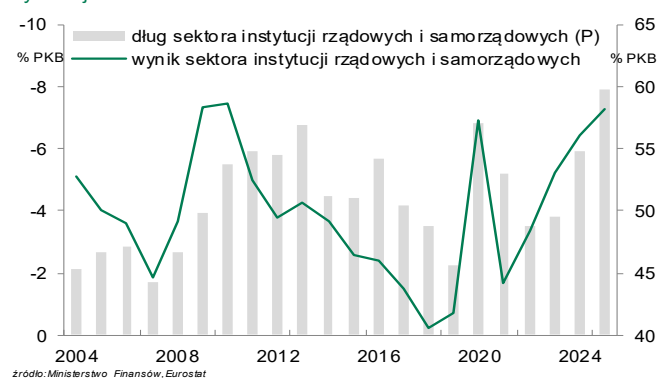
Rynek pracy



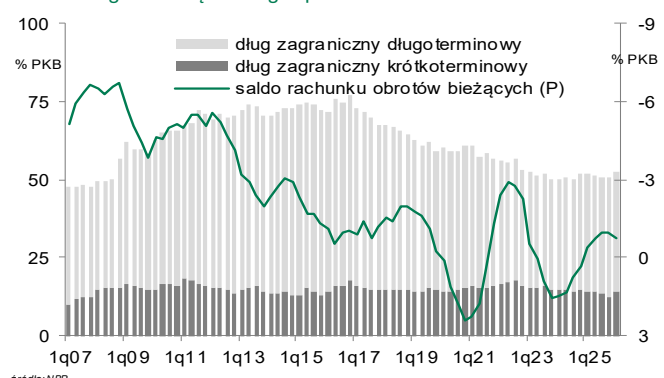
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Rynki finansowe – bieżące tendencje i prognozy

		zmiana			prognoza		
		02.10.2026	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	%	3,85	-0,01	0,00	3,85	3,85	3,85
FRA 3x6	%	4,22	-0,16	-0,01	-	-	-
FRA 6x9	%	4,63	-0,18	-0,03	-	-	-
FRA 9x12	%	4,78	-0,22	-0,02	-	-	-
IRS 2L	%	4,70	-0,16	-0,03	-	-	-
IRS 5L	%	4,97	-0,14	-0,01	-	-	-
IRS 10L	%	5,31	-0,10	0,03	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,71	-0,15	-0,06	4,65	4,60	4,50
Obligacje skarbowe 5L	%	5,79	-0,15	-0,06	5,75	5,65	5,55
Obligacje skarbowe 10L	%	6,24	-0,11	-0,02	6,35	6,20	6,05
PLN/EUR	PLN	4,37	0,00	0,01	4,32	4,31	4,30
PLN/USD	PLN	3,89	0,05	0,09	3,76	3,75	3,74
PLN/CHF	PLN	4,69	0,06	0,09	4,67	4,66	4,65
USD/EUR	USD	1,13	-0,01	-0,02	1,15	1,15	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	%	5,27	0,11	0,27	4,95	4,90	4,85
Obligacje skarbowe GER 10L	%	3,46	-0,14	-0,06	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.