

## Piąta obniżka i projekcja pod kolejne

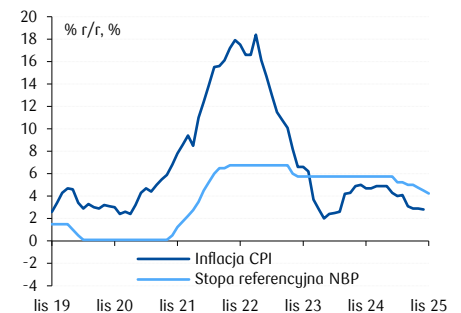
- Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 25pb. Łączna skala obniżek w tym roku wynosi już 150pb, jednak RPP każdorazowo nazywa je dostosowaniem, które nie oznacza cyklu. Stopa referencyjna NBP wynosi obecnie 4,25%.
- Rada zapoznała się z nową projekcją inflacji i PKB przygotowaną przy założeniu stałych stóp oraz uwzględniającą dane dostępne do 15 października (bez inflacyjnej niespodzianki w październiku i dzisiejszej obniżki). Prognoza inflacji na 2025 (środek 50-procentowego przedziału prawdopodobieństwa) została obniżona o 0,2pp, do 3,7%, na 2026 o 0,1pp do 3,0%, zaś na 2027 podwyższona o 0,2pp do 2,6%. Tym samym projekcja zakłada, że średnioroczna inflacja CPI w 2027 będzie się kształtować bardzo blisko celu inflacyjnego i nie różni się pod tym względem istotnie od lipcowej projekcji, choć opracowano ją dla niższego o 75pb poziomu stóp. Różnica w inflacji prognozowanej w 2026 przez nas i NBP może wynikać z założeń dotyczących cen energii, które w styczniu zostaną odmrożone. Na podstawie deklaracji resortu energii zakładamy, że ceny nie wzrosną istotnie względem obecnego poziomu mrożenia (500 PLN/MWh). Szczegółowe założenia projekcji poznamy najwcześniej jutro, na konferencji Prezesa NBP, oraz na prezentacji projekcji (w piątek lub poniedziałek). **Ścieżka wzrostu PKB także została skorygowana – w 2025 w dół o 0,1pp do 3,5%, zaś w 2026 i 2027 w górę o odpowiednio 0,6pp i 0,1pp, do 3,7% i 2,6%.**
- W [Komunikacie](#) wskazano, że obniżenie się inflacji oraz poprawa jej perspektyw w najbliższych kwartałach uzasadniały dostosowanie poziomu stóp procentowych. Wśród czynników ryzyka dla inflacji wymieniono politykę fiskalną, ożywienie popytu w gospodarce oraz dynamikę wynagrodzeń. Źródłem niepewności pozostaje m.in. poziom cen energii.
- **Rewizja prognoz inflacji w dół w 2025 i 2026 wspiera kontynuację obniżek stóp procentowych w przyszłym roku.** Zakładamy, że perspektywę inflacyjną okażą się lepsze niż obecnie zakłada NBP, co pozwoliłoby sprowadzić stopę referencyjną do poziomu 3,50% na koniec 2026. Więcej pewności co do przyszłych ruchów Rady będziemy jednak mieli dopiero po jutrzejszej konferencji i poznaniu założeń, w oparciu o które powstała projekcja.

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
analizy.makro@pkobp.pl

[@PKO\\_Research](#)  
<https://centrumanaliz.pkobp.pl/>

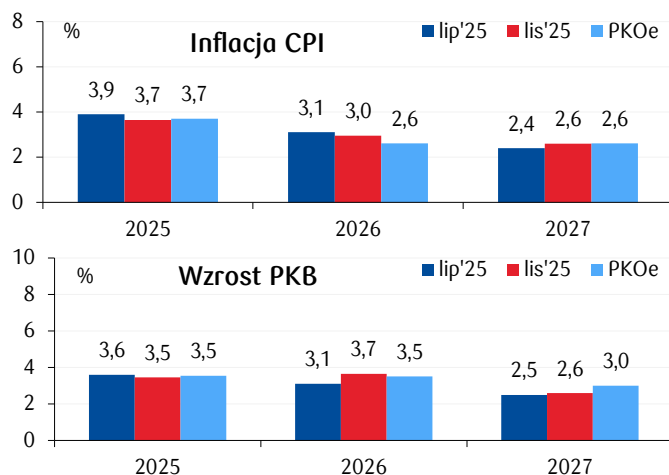
Michał Reczek  
Ekonomista  
michal.reczek@pkobp.pl  
tel. 783 552 546

### Inflacja CPI i stopa referencyjna NBP

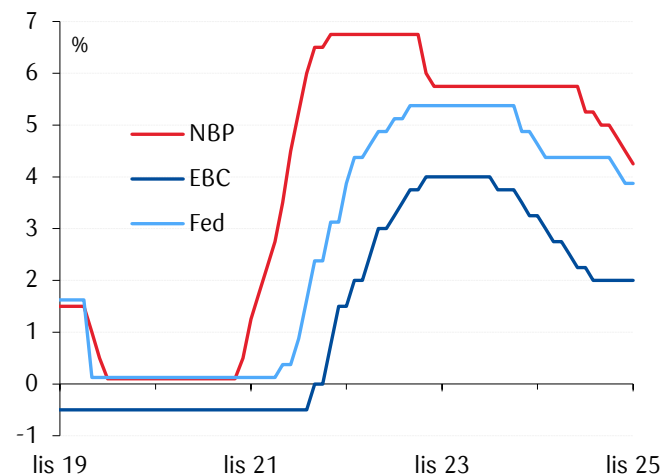


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

### Projekcja inflacji CPI (średniorocznie) i wzrostu PKB\*



### Stopy NBP na tle polityki Fed i EBC\*\*



Źródło: Macrobond, NBP, PKO Bank Polski. \*Dla prognozy z listopada 2025 na wykresie zaprezentowano środek 50% przedziału ufności opublikowanego w komunikacie po posiedzeniu RPP. Dla inflacji CPI jest to odpowiednio 3,6-3,7%, 1,9-4,0% oraz 1,1-4,1% w 2025, 2026 i 2027, zaś dla wzrostu PKB jest to 3,1-3,8%, 2,7-4,6% oraz 1,5-3,7% w 2025, 2026 i 2027. \*\*Dla EBC stopa depozytowa, dla Fed środek docelowego przedziału wahań stopy Fed Funds.

## Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.  
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa  
email: [analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl) 22 521 80 84

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	<a href="mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl">marta.petka-zagajewska@pkobp.pl</a>	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	<a href="mailto:urszula.krynska@pkobp.pl">urszula.krynska@pkobp.pl</a>	722 060 794
Szymon Fabiański	<a href="mailto:szymon.fabianski@pkobp.pl">szymon.fabianski@pkobp.pl</a>	722 051 585
Kamil Pastor	<a href="mailto:kamil.pastor@pkobp.pl">kamil.pastor@pkobp.pl</a>	723 670 836
Agnieszka Pierzak	<a href="mailto:agnieszka.pierzak@pkobp.pl">agnieszka.pierzak@pkobp.pl</a>	666 823 657
Michał Reczek	<a href="mailto:michal.reczek@pkobp.pl">michal.reczek@pkobp.pl</a>	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	<a href="mailto:anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl">anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl</a>	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:

[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

Nasze analizy znajdziesz również na X/Twitterze oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:

 [@PKO\\_Research](#)



Centrum  
Analiz

**Materiał zatwierdził(a):** Marta Petka-Zagajewska

### Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.