

### Projekcja daje szanse na obniżki stóp w 2027

- Rada Polityki Pieniężnej na posiedzeniu w lipcu nie zmieniła stóp procentowych, utrzymując stopę referencyjną na poziomie 3,75%. Decyzja była zgodna z oczekiwaniami.
- W [komunikacie](#) towarzyszącym decyzji poznaliśmy **kluczowe wnioski płynące z nowej projekcji inflacyjnej**. Według niej wzrost PKB w 2026 z 50-procentowym prawdopodobieństwem ukształtuje się w przedziale 3,0-4,4% (vs 3,1-4,7% wg projekcji z marca), w 2027 sięgnie 1,8-3,7% (2,0-3,8%) a w 2028 1,9-4,1% (1,8-4,1%). **Projekcja inflacji została zrewidowana w górę, głównie w bliskim horyzoncie**, w 2026 do 2,4-3,3% (z 1,6-2,9%), w 2027 do 1,5-4,0% (z 1,1-3,7%), a w 2028 inflacja ma wynieść 0,8-3,9% (0,9-4,0%). **Projekcja wskazuje więc, że wzrost inflacji, wywołany w głównej mierze kryzysem na Bliskim Wschodzie, będzie przejściowy, a w 2027 inflacja na trwałe powróci do celu inflacyjnego**. Szczegóły projekcji poznamy najpewniej w piątek lub poniedziałek.
- **Pozostała treść komunikatu nie uległa zasadniczym zmianom**. RPP zauważyła spadek cen surowców energetycznych w ostatnim miesiącu, podkreśliła, podwyższoną niepewność co do kształtowania się inflacji i wzrostu gospodarczego na świecie, wskazując, że sytuacja w otoczeniu zewnętrznym, w tym kształtowanie się cen surowców, będzie szczególnie istotna dla dalszych decyzji o stopach procentowych.
- **Nasza prognoza inflacji (wykres poniżej) zakłada, że pod koniec tego roku inflacja CPI osiągnie szczyt na poziomie zbliżonym do 4% r/r** – to w perspektywie najbliższych miesięcy zamyka przestrzeń do obniżek stóp procentowych, ale też nie niesie konieczności, by zacieśnić politykę pieniężną. **W 2027 inflacja będzie się naszym zdaniem obniżać, docelowo do ok. 2% r/r, co według nas w połowie przyszłego roku otworzy przestrzeń do obniżek stóp procentowych**. Projekcja, z nieznacznie niższą od naszej prognozy inflacją w 2026, i zrewidowaną lekko w dół ścieżką wzrostu gospodarczego, wg nas uwiarygadnia ten scenariusz i może skutkować narastaniem rynkowych oczekiwań na obniżki w 2027.
- Stabilizacja sytuacji na Bliskim Wschodzie, warunkująca taką ścieżkę inflacji i przestrzeń do obniżek stóp, pozostaje niepewna, o czym dobitnie świadczą wydarzenia z ostatnich godzin. Bazując na wypowiedziach rządowych zakładamy jednak, że w ewentualnym czarnym scenariuszu wznowienia konfliktu i kolejnego wzrostu cen ropy, rząd ponownie będzie stabilizował ceny paliw. To oznaczałoby, że negatywny scenariusz może opóźnić obniżki stóp, ale nie powinien przynieść konieczności zacieśnienia polityki pieniężnej.

#### Biuro Analiz Makroekonomicznych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO\\_Research](#)

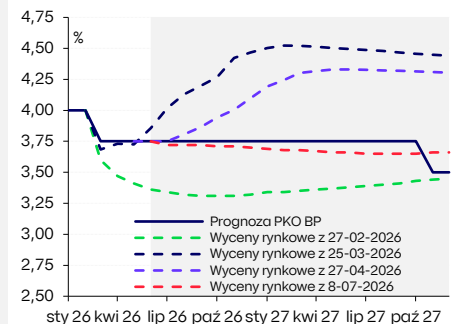
centrumanaliz.pkobp.pl

Marta Petka-Zagajewska

marta.petka-zagajewska@pkobp.pl

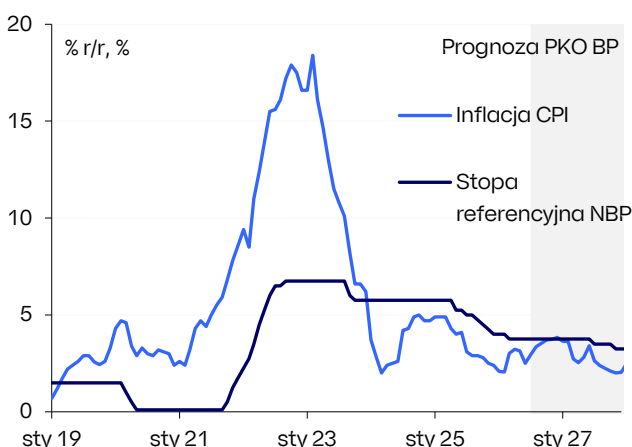
tel. 691 335 426

#### Rynkowe wyceny stóp NBP



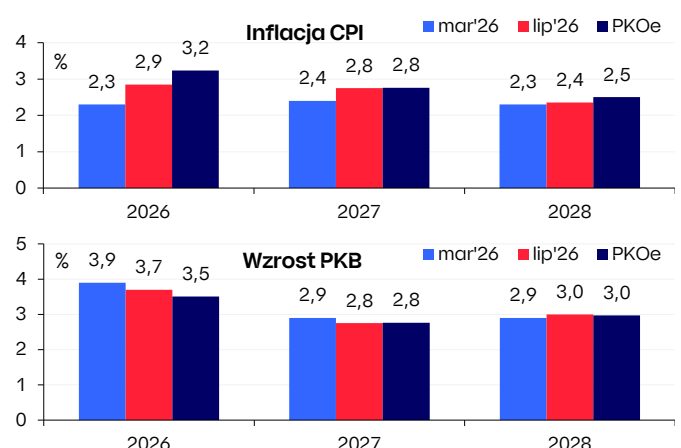
Źródło: NBP, Bloomberg, PKO Bank Polski, na podstawie stawek FRA.

#### Inflacja CPI i stopa referencyjna NBP



Źródło: NBP, Macrobond, PKO Bank Polski. \*Na podstawie kontraktów FRA.

#### Wskazania bieżącej i poprzedniej projekcji inflacji i PKB



## Departament Analiz Ekonomicznych

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

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl)

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektorka Biura)	<a href="mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl">marta.petka-zagajewska@pkobp.pl</a>	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierowniczka)	<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
dr Anna Sznajderska	<a href="mailto:anna.sznajderska@pkobp.pl">anna.sznajderska@pkobp.pl</a>	722 050 645
Anna Wojtyniak-Stefańska	<a href="mailto:anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl">anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl</a>	698 635 126

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego?

Zapisz się: [centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja](https://centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja)

Nasze analizy znajdziesz również na [X/Twitterze](#) oraz na stronie internetowej [Centrum Analiz PKO Banku Polskiego](#)

[X](#) @PKO\_Research



**Materiał zatwierdził(a):** Kamil Pastor

#### 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 przy ul. Świętokrzyskiej 36, 00-116 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla miasta stołecznego Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.