

Lakoniczny jak RPP

- Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła stopy procentowe bez zmian na wrześniowym posiedzeniu. Od marca 2026 stopa referencyjna wynosi 3,75%.
- **Komunikat po posiedzeniu jest lakoniczny.** Rada odnotowała w nim przyspieszenie wzrostu gospodarczego w 2q26, spowolnienie dynamiki wynagrodzeń oraz dalszy spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Za przyspieszeniem inflacji w sierpniu do 3,4% r/r, w ocenie Rady, stały ceny paliw. RPP odnotowała również prawdopodobny dalszy wzrost inflacji bazowej.
- **W części dotyczącej przyszłości dokument ma dokładnie takie samo brzmienie jak w lipcu.** Podtrzymano zapewnienie, że kolejne decyzje będą zależne od napływających danych, przy czym szczególnie istotna jest sytuacja w otoczeniu polskiej gospodarki, zwłaszcza kształtowanie się cen surowców w kontekście zmieniającej się sytuacji geopolitycznej. Wśród wewnętrznych czynników ryzyka dla inflacji Rada nadal wymienia kształt polityki fiskalnej, zmiany dynamiki aktywności w polskiej gospodarce oraz dalsze kształtowanie się dynamiki płac.
- **Zewnętrzne uwarunkowania polityki pieniężnej, w ciągu ostatnich dwóch miesięcy znacząco się zmieniły.** Od posiedzenia w lipcu po którym Prezes A.Głapiński zasugerował złożenie wniosku o obniżkę „po wakacjach” sytuacja na Bliskim Wschodzie uległa zaostrzeniu, a cena baryłki ropy naftowej wzrosła o 20 USD w okolice 100 USD. Również w zakresie wewnętrznych czynników ryzyka bilans jest nieco mniej korzystny niż w lipcu, ze względu na plany budżetowe odsuwające w czasie konsolidację fiskalną. Zdecydowanie gorzej wyglądają też bieżące procesy inflacyjne. Szacujemy, że inflacja CPI w 3q26 może być o 0,4pp wyższa niż zakładała lipcowa projekcja, a 4q26 może przynieść jej dalszy wzrost powyżej górnego ograniczenia celu NBP.
- **W takich warunkach nie ma przestrzeni do szybkich obniżek stóp procentowych i najpewniej Prezes A.Głapiński zasugeruje to na jutrzejszej konferencji prasowej.** Nie widzimy jednak potrzeby ich podnoszenia, tak jak sugerują obecne wyceny rynkowe. Choć inflacja bazowa wzrosła, to nie występują szeroko zakrojone efekty drugiej rundy, a przenikanie wyższych cen energii do innych elementów koszyka jest ograniczane, przez dużą ostrożność konsumentów i hamującą dynamikę wydatków. Istotnym czynnikiem ryzyka dla naszych prognoz jest kształtowanie się cen ropy naftowej, jednak widzimy szansę na spadek inflacji do celu NBP w połowie 2027. Pozwoliłoby to RPP wznowić ostrożny cykl obniżek stóp procentowych.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO_Research](#)

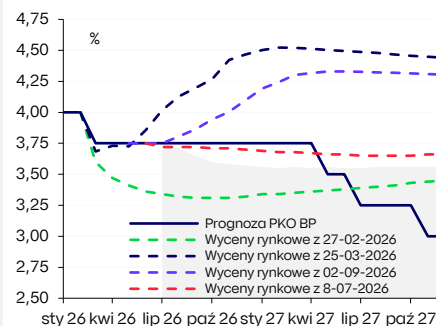
centrumanaliz.pkobp.pl

Urszula Kryńska

urszula.krynska@pkobp.pl

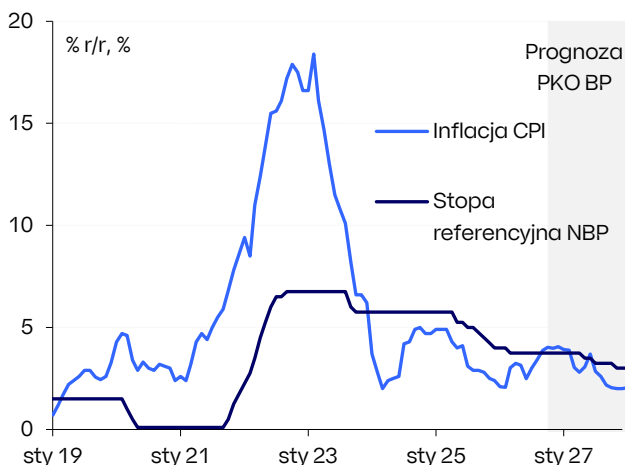
tel. 722 060 794

Rynkowe wyceny stóp NBP

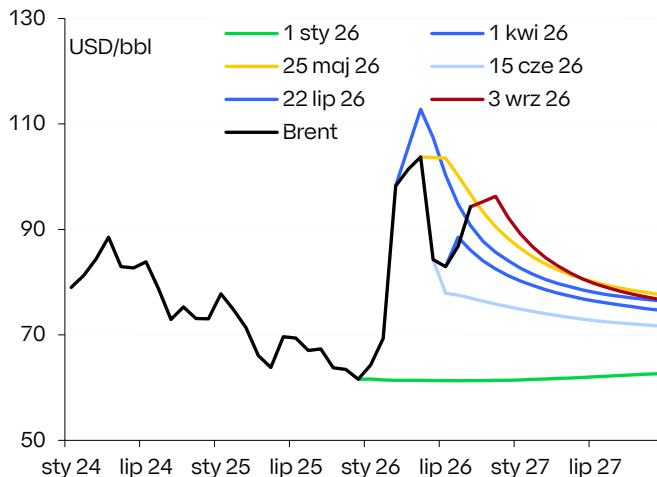


Źródło: NBP, Bloomberg, PKO Bank Polski, na podstawie stawek FRA.

Inflacja CPI i stopa referencyjna NBP



Kontrakty na ropę naftową



Departament Analiz Ekonomicznych

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

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektorka Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierowniczka)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
dr Anna Sznajderska	anna.sznajderska@pkobp.pl	722 050 645
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego?

Zapisz się: centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja

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

[X @PKO_Research](#)



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Szymon Fabiański

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 dolożył 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.