

Jesienny nastrój RPP (jeszcze?) nie jest jastrzębi

- Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła stopy procentowe bez zmian. Stopa referencyjna wynosi więc nadal 3,75%.
- Bardzo krótki [komunikat](#) po posiedzeniu nie przynosi przełomu, jeśli chodzi o ocenę bilansu ryzyka dla stabilności cen. Rada, podobnie jak przed miesiącem, stwierdziła, że inflacja na świecie jest wyższa niż na początku roku. Dodatkowo odnotowała utrzymanie wzrostu aktywności w krajowej gospodarce, dalsze hamowanie dynamiki wynagrodzeń oraz wzrost inflacji CPI we wrześniu do 4,0% r/r, przy jednoczesnym spadku inflacji bazowej.
- Dalsze decyzje będą nadal podejmowane w oparciu o napływające dane. Lista globalnych czynników ryzyka dla inflacji jest niezmieniona i obejmuje sytuację makroekonomiczną oraz kształtowanie się cen energii. Do krajowych czynników ryzyka dla inflacji, obok polityki fiskalnej, aktywności w gospodarce i kształtowania się dynamiki płac dodano decyzje regulacyjne w zakresie cen energii. Nastąpiło to najpewniej w reakcji na wprowadzenie przez rząd kolejnej odsłony programu CPN.
- Lakoniczny i niewiele wnoszący komunikat przesuwa naszą uwagę na jutrzejsze wystąpienie Prezesa NBP. Jego wymowa jest niezwykle istotna w obliczu gwałtownego rozjazdu w oczekiwaniach dotyczących stóp procentowych – rynki finansowe wyceniają gwałtowne podwyżki stóp, a konsensus ekonomistów zakłada ich stabilizację w tym roku. Przemówienie Prezesa A. Głapińskiego z 30 września miało znacznie bardziej jastrzębią wymowę niż jego wcześniejsze wypowiedzi. Wystąpienie, w którym Prezes podkreślał przedłużający się szok energetyczny i wyrażał obawy przed „efektem zarażania” oraz przenoszenia wyższych cen paliw na inne elementy koszyka miało jednak miejsce przed decyzją o ponownym obniżeniu podatków pośrednich od sprzedaży paliw.
- Dla przyszłej ścieżki stóp procentowych kluczowe będą wyniki projekcji NBP, które RPP pozna na posiedzeniu w listopadzie. **W naszej ocenie bieżące perspektywy inflacji nie wymuszają podwyżek stóp procentowych** – nie widzimy obecnie oznak nasilania się efektów drugiej rundy, inflacja bazowa jest stabilna, rynek pracy pozostaje schłodzony, a przejściowy charakter szoków podaźowych sprawia, że inflacja pod koniec 2027 znajdzie się, zgodnie z naszą prognozą, w okolicy celu NBP. Nasz scenariusz bazowy nadal zakłada stabilizację stóp w tym roku. Wprawdzie realna stopa procentowa w ujęciu ex-post jest obecnie ujemna, jednak w ujęciu ex-ante jest i pozostanie na plusie. **Jednocześnie niepewność dotycząca przyszłej ścieżki stóp jest wysoka.** Wiele zagranicznych banków centralnych skłania się ku sygnałnym podwyżkom, nawet jeśli bieżące ryzyko odskoku oczekiwań inflacyjnych jest niewielkie.

Biurowe Analizy Makroekonomicznych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO_Research](#)

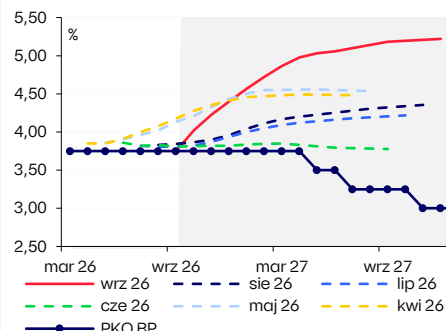
centrumanaliz.pkobp.pl

Urszula Kryńska

urszula.krynska@pkobp.pl

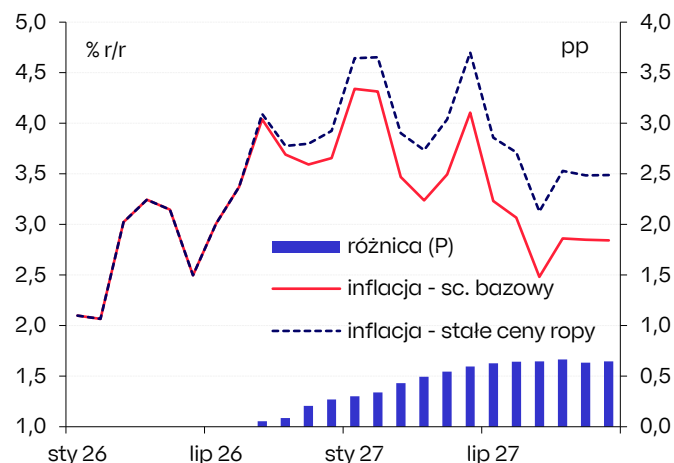
tel. 722 060 794

Rynkowe wyceny stóp NBP

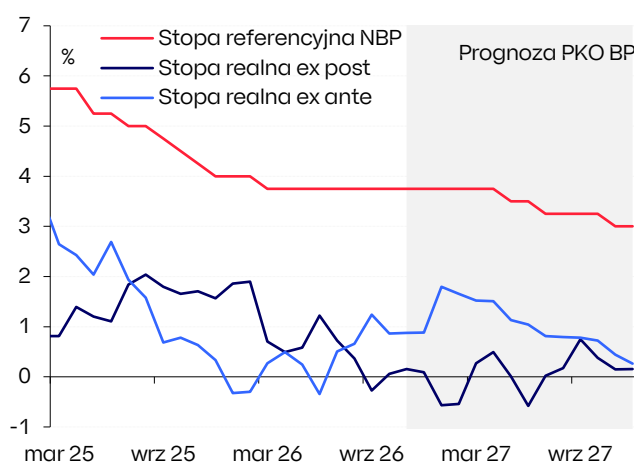


Źródło: NBP, Bloomberg, PKO Bank Polski, na podstawie stawek FRA.

Prognoza inflacji w zależności od cen ropy naftowej



Stopy procentowe NBP w ujęciu realnym i nominalnym



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): 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 dolozył 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.