Makro Flash

Analizy Makroekonomiczne

4 listopada 2026

Bank Polski | Centrum Analiz

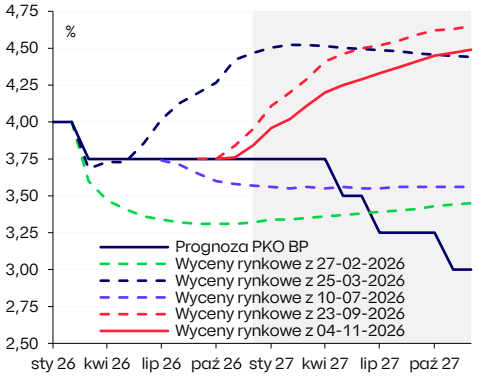
Stopy NBP bez zmian, ale inflacja w projekcji mocno rośnie

- **Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian (st. ref. 3,75%)**, zgodnie z konsensusem ekonomistów. **Decyzja została podjęta mimo projekcji wskazującej na znacząco wyższą ścieżkę inflacji w 2027 i 2028.**
- **Treść komunikatów od dawna nie ulega większym zmianom**, więc – z wyłączeniem wskazań projekcji – nie przynosi istotnych nowych informacji, które wpływałyby na ocenę przyszłej ścieżki stóp NBP. **Więcej najpewniej dowiemy się z jutrzejszej konferencji Prezesa NBP A.Glapińskiego.**
- **W komunikacie poznaliśmy kluczowe wyniki nowej projekcji NBP. Projekcja (środek 50-procentowych przedziałów prawdopodobieństwa) zakłada, że inflacja CPI w 2027 istotnie wzrośnie do 4,2%, o 1,5pp silniej niż NBP zakładał w projekcji lipcowej oraz o 0,9pp powyżej naszej obecnej prognozy**. Ekonomiści NBP podnieśli też prognozę inflacji na 2028 (do 2,8%, o 0,6pp powyżej lipcowej projekcji i o 0,4pp powyżej naszej prognozy). **NBP oczekuje więc zdecydowanie wolniejszego tempa powrotu inflacji do celu**, najpewniej za sprawą założenia wysokich ścieżek cen energii (paliwa + taryfy energetyczne), żywności oraz głębszej niż my zakładamy skali efektów drugiej rundy. **Znacznie mniej emocji budzi ścieżka PKB – nie zmieniła się istotnie względem lipca ani nie odbiega od naszych prognoz.** Szczegóły projekcji, w tym kluczowe szacunki inflacji bazowej, poznamy najpewniej w piątek lub w poniedziałek. Projekcja uwzględniała dane dostępne do 15 października, tj. nie musiała zakładać, że inflacja w październiku spadła tak silnie jak w rzeczywistości (do 3,5% r/r z 4,1% r/r we wrześniu). Nie uwzględniała też korekty cen surowców z ostatnich tygodni.
- W odróżnieniu od NBP zakładamy przejściowy wzrost inflacji powyżej 4,0% r/r na początku 2027, a następnie jej stopniowy spadek poniżej 3,5% r/r w 2h27. **W tym scenariuszu nie widzimy potrzeby podwyżek stóp, wbrew oczekiwaniom rynku zakładającym ich wzrost o ok. 75pb do końca 2027.** Spadkowi inflacji powinny sprzyjać normalizacja sytuacji geopolitycznej, spadek cen paliw oraz niższa inflacja bazowa, wspierana przez hamowanie dynamiki płac, konkurencję ze strony Chin i ograniczone możliwości przenoszenia wyższych kosztów energii na ceny. Proinflacyjnie oddziaływać mogą ceny żywności. **Główne czynniki ryzyka dla naszej prognozy stóp NBP to rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie i rynku paliw oraz obawy RPP przed efektami drugiej rundy.** W przypadku eskalacji napięć i realizacji projekcji inflacyjnej Rada może zdecydować się na podwyżkę stóp na początku 2027, by ograniczyć ryzyko utrwalenia podwyższonej inflacji, co sugerował m.in. prezes NBP.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
pkoresearch@pkobp.pl
𝕏 @PKO_Research
centrumanaliz.pkobp.pl

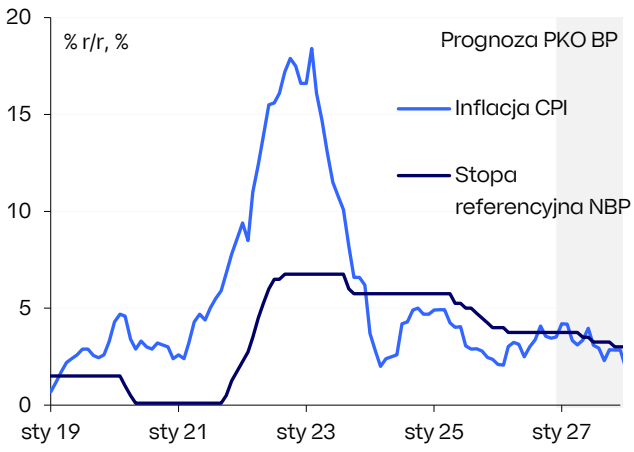
Kamil Pastor
kamil.pastor@pkobp.pl
tel. 723 670 836

Rynkowe wyceny stóp NBP na tle prognozy PKO BP

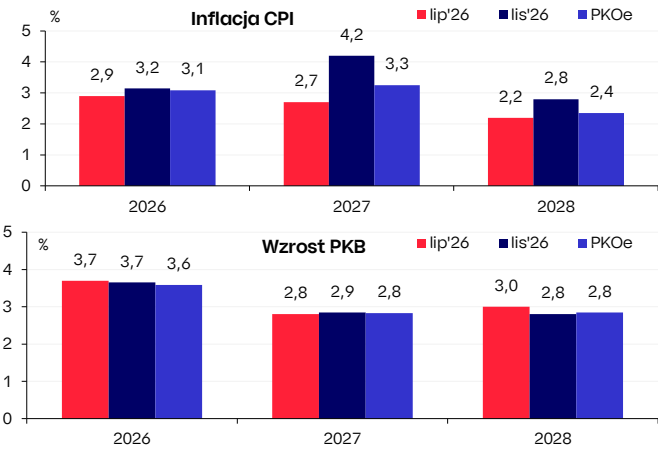


Źródło: NBP, Bloomberg, PKO Bank Polski, na podstawie stawek FRA.

Inflacja CPI i stopa referencyjna NBP



Wskazania bieżącej i poprzedniej projekcji NBP inflacji CPI i PKB*



Źródło: NBP, Macrobond, PKO Bank Polski. *środki 50-procentowych przedziałów prawdopodobieństwa.

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

Bank Polski | Centrum Analiz

Materiał zatwierdził(a): Urszula Kryńska

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 któregokolwiek 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.