

## A jednak pauza!

- RPP pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie, stopa referencyjna wynosi nadal 5,75%. Decyzja stanowi pewne zaskoczenie, ponieważ większość prognoz wskazywała na kolejną obniżkę o 25pb.
- Rada dysponowała na posiedzeniu nową projekcją PKB i inflacji. Inaczej niż miało to miejsce rok temu, horyzont projekcji w listopadowej edycji nie został wydłużony na kolejny rok (2026). **Nowa ścieżka inflacji CPI jest nieco niższa w krótkim terminie, ale w 2025 ma być wyższa niż wynikało z lipcowej projekcji.** Możliwe więc, że w szczegółowych danych kwartalnych inflacja CPI nie wraca do dopuszczalnego pasma odchyień od celu (w lipcowej ścieżce inflacja CPI była niższa niż 3,5% r/r dopiero w 4q25). W przypadku PKB prognoza na 2023 została obniżona, a na 2024 i 2025 podniesiona. RPP podkreśliła, że kształtowanie się inflacji jest obciążone niepewnością, w tym związaną z przyszłą polityką fiskalną i regulacyjną.
- W **komunikacie** z posiedzenia odnotowano lekką poprawę aktywności w krajowej gospodarce, która jednak nadal pozostaje niska. Rada zauważyła spadek bieżącej inflacji, wygasanie większości zewnętrznych szoków podażowych i ograniczenie presji kosztowej. Ponadto, RPP spodziewa się dalszego stopniowego spadku krajowej inflacji. Decyzja o stabilizacji stóp została umotywowana zmianami dokonanymi w poprzednich miesiącach oraz niepewnością co do kształtu przyszłej polityki fiskalnej i regulacyjnej, a także ich wpływu na inflację. **RPP oceniła, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.**
- Naszym zdaniem fakt, że horyzont projekcji nie został wydłużony na 2026, kiedy inflacja miałaby szansę na trwałe zagościć w przedziale dopuszczalnych odchyień od celu, oraz podkreślanie niepewności związanej z polityką fiskalną (w domyśle nowego rządu) wskazuje na możliwą zmianę funkcji reakcji RPP. **W najbliższych miesiącach RPP może zmniejszyć nacisk na wzrost gospodarczy (który będzie przyspieszał) i ponownie zwiększyć determinację w walce z inflacją.** W takim scenariuszu RPP dokonałaby mniej obniżek stóp procentowych niż zakładaliśmy do tej pory. Nie sądzimy jednak by prawdopodobny był powrót do podwyżek stóp. Więcej na temat obecnego nastawienia RPP dowiemy się zapewne na konferencji prasowej Prezesa NBP i do tego momentu wstrzymujemy się z rewizją oczekiwanej ścieżki stóp procentowych.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

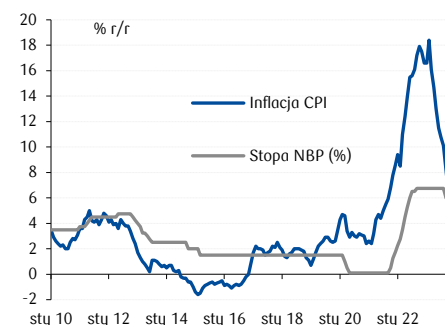
analizy.makro@pkobp.pl

@PKO\_Research

[www.pkobp.pl/centrum-analiz](http://www.pkobp.pl/centrum-analiz)

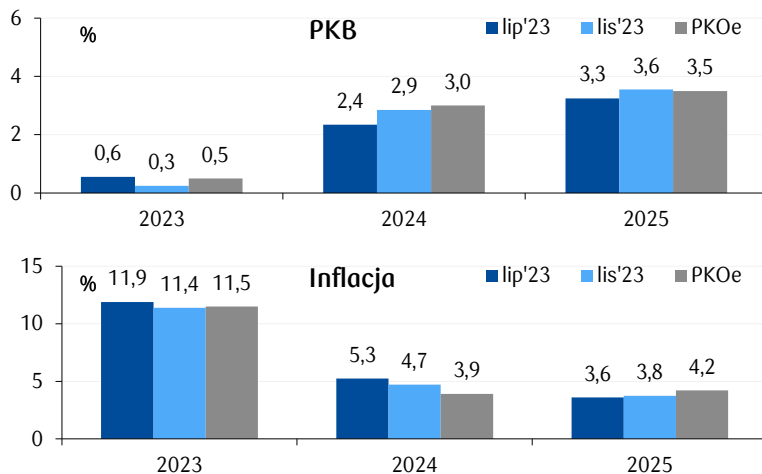
Urszula Kryńska  
Kierownik Zespołu  
urszula.krynska@pkobp.pl  
tel. 722 060 794

## Inflacja i stopa referencyjna NBP

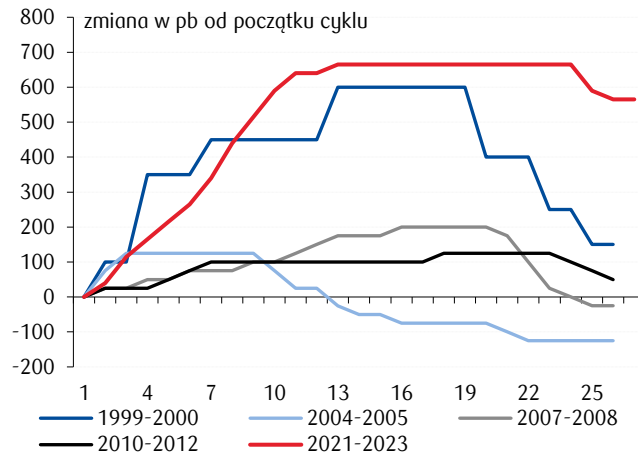


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

## Projekcje PKB i inflacji



## Historyczne cykle zmian stóp procentowych



## Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.  
ul. Puławska 15, 02-515 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) 693 333 127

### 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
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
Anna Wojtyniak	<a href="mailto:anna.wojtyniak@pkobp.pl">anna.wojtyniak@pkobp.pl</a>	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas: [DAE@pkobp.pl](mailto:DAE@pkobp.pl)

Nasze analizy znajdziesz również w serwisie X oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:



Centrum  
Analiz

### Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

#### 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. Puławska 15, 02-515 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.