

## Komentarz ekonomiczny

### II kw. 2025 to optymalny moment na obniżkę?

Piotr Bielski, tel. 691 393 119, [piotr.bielski@santander.pl](mailto:piotr.bielski@santander.pl)

Wystąpienie prezesa NBP na dzisiejszej konferencji prasowej brzmiało, naszym zdaniem, bardziej gołębio niż wcześniejsze. Prezes Glapiński wyraził nadzieję, że marcowa projekcja inflacji NBP stworzy warunki do rozpoczęcia dyskusji w RPP na temat rozpoczęcia obniżek stóp procentowych. Nie był jednak przekonany, czy marzec będzie odpowiednim momentem na pierwszą obniżkę stóp. Zamiast tego zasugerował, że pierwszy ruch prawdopodobnie nastąpi po marcu, wskazując II kwartał jako "optymalny" moment na taką decyzję. Co więcej, powiedział, że będzie to rozpoczęcie "cyklu" obniżek stóp, co kontrastuje z jego wypowiedzią sprzed miesiąca, kiedy podkreślił, że pierwsza obniżka stóp nie będzie zwiastować rozpoczęcia cyklu.

Glapiński poświęcił sporo czasu na rozważania o tym, że jest dość możliwe, że w pewnym momencie zostanie przegłosowany przez większość członków RPP. Traktujemy to jako kolejny sygnał, że być może prezes NBP czuje, że w zakresie kształtowania polityki pieniężnej traci poparcie swoich dotychczas lojalnych stronników w Radzie Polityki Pieniężnej. Pierwszym sygnałem tego zjawiska było w naszej ocenie dość nagłe wycofanie się prezesa Glapińskiego z deklaracji o terminie pierwszej obniżki stóp procentowych dopiero w 2026 r., które nastąpiło tuż po jednodniowym posiedzeniu roboczym RPP pod koniec sierpnia. Oznaczałoby to, że poglądy Adama Glapińskiego mogą nie być już tak ważne dla przyszłych decyzji banku centralnego jak były kiedyś, a zamiast tego powinniśmy z większą uwagą śledzić opinie innych członków RPP i oceniać jak kształtuje się większość.

Glapiński powtórzył deklarację, że kolejne decyzje RPP będą uzależnione od napływających danych i nowych prognoz, a kiedy Rada nabierze pewności, że inflacja przestała rosnąć i będzie spadać w kolejnych kwartałach (co potwierdzą nowe prognozy), może rozpocząć luzowanie polityki.

Podtrzymujemy opinię, że marzec przyszłego roku wydaje się zbyt wczesnym momentem do rozpoczęcia obniżek stóp procentowych (tak długo, jak wierzymy w nasze prognozy solidnego wzrostu PKB i inflacji CPI, osiągającej lokalny szczyt dopiero w marcu 2025). Niemniej, dzisiejsze wypowiedzi prezesa Glapińskiego zdają się sugerować, że większość członków RPP może nie być na tyle cierpliwa, aby czekać z rozpoczęciem cyklu luzowania do lipca. Rośnie więc prawdopodobieństwo pierwszej obniżki stóp w II kwartale 2025. Zakładamy, że kiedy już cykl się rozpocznie, RPP będzie się poruszać krokami o 25pb na każdym posiedzeniu, do momentu zejścia z poziomem stóp do poziomu, który uzna za neutralny. W naszej ocenie ten docelowy poziom może być w okolicy 3,5-4,0%.

*Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.*

*W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: [ekonomia@santander.pl](mailto:ekonomia@santander.pl), [www.santander.pl](http://www.santander.pl)*

#### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
email: [ekonomia@santander.pl](mailto:ekonomia@santander.pl)  
www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://santander.pl/serwis-ekonomiczny)  
Piotr Bielski 691 393 119  
Bartosz Białas 517 881 807  
Cezary Chrapek, CFA 887 842 480  
Marcin Luźniński 510 027 662  
Grzegorz Ogonek 609 224 857