

## Komentarz ekonomiczny

### Obniżki dopiero w połowie roku (chyba, że gospodarka spowolni)

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

W dzisiejszym wystąpieniu prezes NBP Adam Glapiński powrócił do swojego wcześniejszego „forward guidance” nt. perspektyw polityki pieniężnej, koncentrującego się głównie na zachowaniu głównego wskaźnika inflacji CPI. Określając warunki dla rozpoczęcia dyskusji o obniżkach stóp procentowych powiedział, że Rada będzie do tego gotowa natychmiast po tym, jak zobaczy, że inflacja przestaje rosnąć, kiedy zobaczy w danych jej stabilizację, a dostępne wówczas prognozy potwierdzą spadek CPI w kolejnych kwartałach. Takie warunki, jeśli potraktujemy je poważnie, sugerują naszym zdaniem, że dyskusja o łagodzeniu polityki pieniężnej przed majem-czerwcem jest mało prawdopodobna, biorąc pod uwagę nasze własne prognozy inflacji czy wyniki projekcji NBP. Projekcja została ponownie przygotowana w dwóch wersjach – jedna zakładająca całkowite wygaśnięcie tarcz antyinflacyjnych z końcem br., druga zakładająca kontynuację zamrożenia cen energii – ale obie pokazują przyspieszenie CPI w I kw. 2025 (choć w innej skali). Jeśli tak, to na marcowym posiedzeniu RPP bank centralny nie zobaczy żadnych oznak stabilizacji inflacji, gdyż ostatnim dostępnym punktem danych o CPI będzie wówczas odczyt styczniowy (i to nie ostateczny, a przed przeliczeniem wg nowych wag), najprawdopodobniej wyższy niż w grudniu. Mimo to, Glapiński powiedział, że dyskusja o obniżkach stóp może rozpocząć się już na marcowym posiedzeniu RPP, kiedy pojawi się nowa projekcja NBP. Jednocześnie, prezes NBP powiedział też, że "na pewno" propozycja obniżki stóp procentowych nie pojawi się przed marcem, gdyż byłoby to całkowicie nieodpowiedzialne, oraz podkreślił, że ekspansywna polityka fiskalna jest czynnikiem opóźniającym ewentualne luzowanie monetarne – tym samym wyraźnie schłodził oczekiwania co do ewentualnego luzowania polityki pieniężnej przed marcem. Stwierdził też, że skala pierwszej obniżki stóp będzie uzależniona od tempa prognozowanego spadku inflacji w projekcjach, więc nie można wykluczyć mocniejszego ruchu niż 25pb (wcześniej taką możliwość wykluczał).

W naszej ocenie warunków formułowanych przez prezesa Glapińskiego nie należy traktować zbyt dosłownie - wiemy z doświadczenia, że jego opinie potrafią się zmieniać z upływem czasu. Wciąż uważamy, że tak naprawdę to dynamika wzrostu gospodarczego w najbliższych miesiącach/kwartałach może być ważniejsza dla funkcji reakcji RPP niż trajektoria CPI, nawet jeśli retoryka prezesa NBP jest obecnie inna. Jeśli zobaczymy w kolejnych danych sygnały wskazujące, że perspektywy PKB nadal się pogarszają, to prawdopodobieństwo wcześniejszych cięć wzrośnie. W sytuacji wyraźnie słabnącej gospodarki czekanie z decyzjami na marcowy szczyt CPI będzie miało ograniczony sens. Dopóki jednak gospodarka będzie rosła w tempie bliskim potencjału (ok. 3% r/r) – co jest zgodne z naszymi obecnymi prognozami i projekcją NBP – Rada Polityki Pieniężnej najprawdopodobniej będzie wolała poczekać z pierwszymi cięciami, aż inflacja przestanie rosnąć. Pozostajemy więc przy opinii, że obniżki stóp rozpoczną się raczej bliżej połowy 2025 roku niż bliżej marca. Niemniej, ostatnie krajowe dane, ale też możliwe konsekwencje wyborów prezydenckich w USA, kładą się pewnym cieniem na perspektywach wzrostu gospodarczego, dlatego ryzyko wcześniejszych obniżek rośnie.

*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