

## Komentarz ekonomiczny

### Prezes NBP znowu oddał perspektywę obniżek

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

Prezes NBP Adam Glapiński mocno zaskoczył inwestorów, rozpoczynając comiesięczną konferencję w bardzo jastrzębim tonie i deklarując, że po decyzji rządu o zamrożeniu cen energii do września 2025 r. rozpoczęcie w marcu dyskusji na temat obniżek stóp procentowych w Polsce nie jest już prawdopodobne i może się opóźnić mniej więcej do października 2025 roku. Co więcej, rozpoczęcie dyskusji nie oznacza jego zdaniem natychmiastowej decyzji w tej sprawie, w związku z czym najbliższa obniżka stóp procentowych może nastąpić dopiero w 2026 roku. Przypomnijmy: deklarację braku obniżek do 2026 r. Glapiński wyartykułował po raz pierwszy w lipcu br., po czym wycofał się z tego pod koniec sierpnia, na konferencji wrześniowej zaprzeczając, aby coś takiego w ogóle mówić. W październiku i listopadzie sugerował, że obniżki stóp mogą się zacząć w marcu, a teraz stwierdził, że perspektywa obniżek „ponownie” oddała się na 2026 r.

Powodem zmiany stanowiska RPP jest wg Glapińskiego fakt, że według modeli banku centralnego inflacja może „gwałtownie wzrosnąć” w IV kw. 2025 r., po wygaśnięciu zamrożenia cen energii, więc formułowany przez niego wcześniej warunek trwałej konwergencji inflacji do celu w prognozach NBP nie zostanie spełniony. Jego zdaniem moment powrotu inflacji do oficjalnego celu jest opóźniony o około 6 miesięcy przez decyzję rządu w sprawie cen energii. W trakcie konferencji prezes NBP zbagatelizował rozczarowujące dane o PKB za III kwartał, podkreślając, że październikowe dane pokazały odbicie i że dalsze ożywienie gospodarcze jest przewidywane w IV kw. 2024 oraz w 2025 roku. Zwrócił również uwagę na wysoką inflację bazową (ponad 4%), która nie wykazuje tendencji do spadku (jakiś czas temu ten sam prezes NBP twierdził, że inflacja poniżej 5% jest niska, praktycznie niedostrzegalna) oraz na ekspansywną politykę fiskalną w latach 2024-25, która sprzyja wyższej inflacji. Ogólnie rzecz biorąc, prezes NBP zebrał w swojej wypowiedzi wszystkie możliwe argumenty, aby uzasadnić, że nie należy spodziewać się złagodzenia polityki pieniężnej w najbliższym czasie. Powiedział też wprost, że marcową projekcja NBP nie przyniesie żadnego przełomu w rozumowaniu RPP, chociaż w poprzednich miesiącach on i inni członkowie Rady wskazywali, że będzie to kluczowy dokument, który może otworzyć pole do rozważania złagodzenia polityki pieniężnej.

Przekaz z dzisiejszej konferencji prezesa NBP całkowicie rozminął się z oczekiwaniami rynku finansowego, który w ostatnim okresie, po serii słabych danych gospodarczych i wzroście pesymizmu dot. perspektyw gospodarczych dla Europy, nie tylko wycenił rosnące prawdopodobieństwo pierwszej obniżki stóp w marcu, ale nawet w większej skali niż -25pb. My od dłuższego czasu utrzymywaliśmy opinię, że pierwsza obniżka stóp procentowych przez RPP może nastąpić w połowie 2025 r., najprawdopodobniej w lipcu, i nadal podtrzymujemy ten pogląd. Naszym zdaniem jest dość prawdopodobne, że do lipca może stać się jasne, że ceny energii nie muszą wzrosnąć pod koniec 2025 r. (w rzeczywistości widzimy dla nich nawet ryzyko w dół, ponieważ ceny hurtowe energii wykazują tendencję spadkową). Nadal zakładamy, że w skali całego 2025 r. możliwe są obniżki stóp o 100-125 pb.

*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

Marcin Luźniński 510 027 662

Grzegorz Ogonek 609 224 857