

Komentarz ekonomiczny

Zbliżamy się do końca cyklu?

Piotr Bielski, tel. 691 393 119, piotr.bielski@santander.pl

Rada Polityki Pieniężnej obniżyła główne stopy procentowe o 25 punktów bazowych, zgodnie z konsensusem rynkowym – w rezultacie stopa referencyjna wynosi teraz 4,25%.

Zaktualizowana projekcja NBP pokazuje, że środkowy punkt 50-proc. przedziału ufności dla prognozy inflacji wynosi 3,65% w 2025 roku (o 0,3 pkt proc. mniej niż w lipcu), 2,95% w 2026 roku (o 0,15 pkt proc. mniej) oraz 2,6% w 2027 roku (o 0,25 pkt proc. więcej niż w lipcu). Prognoza PKB została nieznacznie obniżona na 2025 rok (o 0,15 pkt proc., do 3,45%), istotnie podniesiona na 2026 rok (o 0,55 pkt proc., do 3,65%) oraz lekko na 2027 rok (o 0,1 pkt proc., do 2,6%). Oficjalny komunikat RPP po posiedzeniu nie różni się znacząco od wersji z października i nie zawiera nowych wskazówek dotyczących przyszłej polityki pieniężnej. Lista czynników ryzyka dla inflacji pozostała praktycznie bez zmian.

Nadal zakładamy, że RPP może zakończyć ten cykl łagodzenia polityki pieniężnej przy stopie referencyjnej na poziomie 4,0%, biorąc pod uwagę przewidywaną stabilizację inflacji w nadchodzących kwartalach w przedziale między celem inflacyjnym 2,5% a poziomem 3% oraz dalsze przyspieszenie wzrostu PKB (w obu przypadkach aktualne wskazania projekcji są mniej więcej zgodne z naszymi oczekiwaniami).

Uważamy, że kolejna obniżka stóp procentowych jest bardziej prawdopodobna w I kwartale 2026 roku (prawdopodobnie w styczniu) niż w grudniu, biorąc pod uwagę podejście („tradycyjne”) RPP zgodnie z którym Rada unika zmian w polityce na grudniowym posiedzeniu, o ile okoliczności nie są naprawdę wyjątkowe.

Teraz uwaga skupi się na czwartkowej konferencji prezesa NBP. Sądzymy, że ponownie podkreśli on zależność przyszłych decyzji RPP od napływających danych, unikając jednoznacznych wskazówek nt dalszych działań. Nowy Raport o Inflacji z szczegółową projekcją NBP prawdopodobnie zostanie opublikowany w piątek.

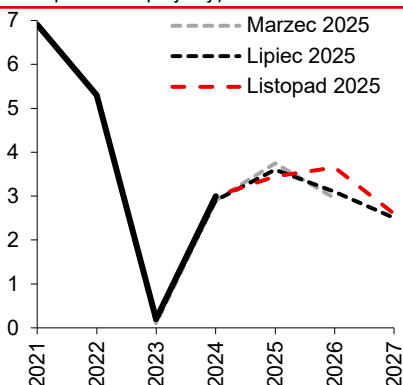
Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji:

Uwaga: środki i zakres przedziałów, w których wzrost PKB i inflacja CPI znajdują się z 50-procentowym prawdopodobieństwem.

	Wzrost PKB			
	Lis 24	Mar 25	Lip 25	Lis 25
2024	2.70 (±0.4)	-	-	-
2025	3.35 (±0.95)	3,75 (±0,85)	3,60 (±0,7)	3,45 (±0,35)
2026	2.85 (±1.1)	2,95 (±1,05)	3,10 (±1,0)	3,65 (±0,95)
2027		2,30 (±1,2)	2,50 (±1,2)	2,60 (±1,1)
	Inflacja CPI			
2024	3.65 (±0.05)	-	-	-
2025	5.40 (±1.2)	4,90 (±0,8)	3,95 (±0,45)	3,65 (±0,05)
2026	2.75 (±1.35)	3,40 (±1,4)	3,10 (±1,4)	2,95 (±1,05)
2027		2,50 (±1,4)	2,35 (±1,45)	2,60 (±1,5)

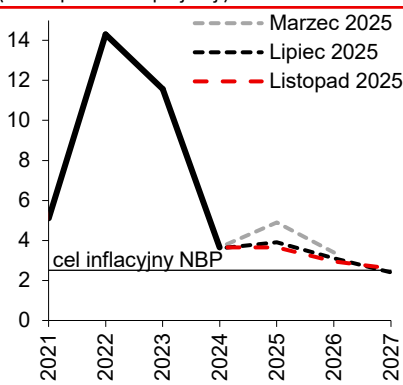
Źródło: NBP, Santander

Projekcje NBP dla wzrostu PKB
(środki przedziału projekcji)



Źródło: NBP, Santander

Projekcje NBP dla inflacji CPI
(środki przedziału projekcji)



Źródło: NBP, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
email: ekonomia@santander.pl
www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
Piotr Bielski 691 393 119
Bartosz Białas 517 881 807
Adrian Domitrz 571 664 004
Marcin Luźniński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

Komunikat RPP (zmiany wobec komunikatu z października):

Roczna dynamika PKB w III kw. 2025 r. w strefie euro wyniosła 1,5%, a 3% r/r. Również w Stanach Zjednoczonych 2,1%. W świetle dostępnych danych w III kw. br. wzrost PKB w tych gospodarkach prawdopodobnie spowolnił w ujęciu rocznym. Inflacja w strefie euro jest bliska celowi inflacyjnemu Europejskiego Banku Centralnego, przy czym inflacja bazowa pozostaje nieco wyższa. W Stanach Zjednoczonych inflacja kształtuje się powyżej celu Rezerwy Federalnej, przy ~~rosnącej~~ podwyższonej inflacji bazowej. Perspektywy aktywności i inflacji na świecie obciążone są niepewnością, w tym w związku ze zmianami polityki handlowej.

W Polsce w sierpniu 2025 r. najnowsze dane sugerują utrzymywanie się korzystnej koniunktury. W szczególności we wrześniu w ujęciu rocznym wzrosła sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa, a produkcja budowlano-montażowa spadła. Jednocześnie – pomimo pewnego obniżenia – roczna dynamika wynagrodzeń w gospodarce narodowej w II kw. pozostała podwyższona. Nadane kwartalne z sektora przedsiębiorstw wskazują na stopniowe obniżanie się dynamiki płac, wskazują dane z sektora przedsiębiorstw wynagrodzeń przy dalszym spadku zatrudnienia w ujęciu rocznym.

Według szybkiego szacunku GUS roczny wskaźnik inflacji CPI we wrześniu października 2025 r. wyniósł 2,98% r/r (wobec 2,9% r/r w sierpniu we wrześniu br.), na co wpływ miał w największym stopniu spadek rocznej dynamiki cen żywności. Uwzględniając dane GUS można szacować, że inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii ukształtowała się na poziomie zbliżonym do sierpnia br., również się obniżyła, przy wciąż podwyższonej rocznej dynamice cen usług.

Rada zapoznała się z wynikami listopadowej projekcji inflacji i PKB z modelu NECMOD. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 15 października 2025 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,6 – 3,7% w 2025 r. (wobec 3,5 – 4,4% w projekcji z lipca br.), 1,9 – 4,0% w 2026 r. (wobec 1,7 – 4,5%) oraz 1,1 – 4,1% w 2027 r. (wobec 0,9 – 3,8%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,1 – 3,8% w 2025 r. (wobec 2,9 – 4,3% w projekcji z lipca br.), 2,7 – 4,6% w 2026 r. (wobec 2,1 – 4,1%) oraz 1,5 – 3,7% w 2027 r. (wobec 1,3 – 3,7%).

Biorąc pod uwagę obniżenie się inflacji oraz poprawę jej perspektyw inflacji w najbliższym czasie najbliższych kwartałach, w ocenie Rady uzasadnione stało się dostosowanie poziomu stóp procentowych NBP.

Dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. Czynnikiem ryzyka dla niskiej inflacji pozostaje kształt polityki fiskalnej, ożywienie popytu konsumpcyjnego w gospodarce oraz podwyższona dynamika płac. Źródłem niepewności jest poziom administrowanych cen nośników energii oraz kształtowanie się inflacji na świecie, w tym ze względu na zmiany polityki handlowej głównych gospodarek.

NBP będzie nadal podejmował wszelkie niezbędne działania dla zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej, w tym przede wszystkim dla utrzymania inflacji na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP w średnim okresie. NBP może stosować interwencje na rynku walutowym.

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, www.santander.pl