

## Komentarz ekonomiczny

### Gołębim rosną szpony

Piotr Bielski, tel. +48 691 393 119, [piotr.bielski@santander.pl](mailto:piotr.bielski@santander.pl)

Dzisiejsza konferencja prezesa NBP Adama Glapińskiego była wyjątkowo krótka i rzeczowa, i naszym zdaniem zasygnalizowała kolejną zmianę w nastawieniu banku centralnego, ponownie w kierunku bardziej jastrzębiej polityki. Podobnie jak w miesiącach poprzedzających kwietniowy gołębi zwrot, Adam Glapiński zdawał się umniejszać znaczenie informacji pozytywnych dla perspektyw inflacji, jednocześnie wyraźnie podkreślając wszystkie możliwe ryzyka dla inflacji. Prezes NBP odnotował lekki spadek inflacji CPI w kwietniu do 4,1% r/r, podkreślając jednak, że pozostaje ona „wyraźnie powyżej celu”. Zwrócił też uwagę na decyzję URE nt. obniżki taryf gazowych, przyznając, że inflacja CPI może zbliżyć się w III kwartale do 3%, ale jednocześnie wskazał na to, że scenariusz inflacyjny obarczony jest nadal dużą niepewnością i zwracał uwagę na ryzyka, które mogą pogorszyć perspektywy inflacji w dalszym horyzoncie. Wśród nich znalazły się lepsze od oczekiwań dane o aktywności ekonomicznej, odbicie wzrostu płac, możliwy brak konsolidacji fiskalnej oraz brak decyzji o obniżce cen energii elektrycznej w IV kwartale. Przyznał, że na posiedzeniu niektórzy członkowie RPP wciąż zastanawiali się nad możliwą obniżką stóp w lipcu, kiedy zostanie przedstawiona nowa projekcja NBP, podczas gdy inni twierdzili, że lepiej poczekać z decyzjami do jesieni.

Prezes NBP kilkakrotnie podkreślił, że w lipcu RPP nie będzie jeszcze znała projektu budżetu na 2026 r. i decyzji ws. cen prądu - a te dwa elementy będą kluczowe dla kolejnych decyzji w sprawie stóp procentowych. Naszym zdaniem była to wyraźna sugestia, że RPP prawdopodobnie poczeka z kolejnymi obniżkami stóp przynajmniej do września. Nadal spodziewamy się, że główne stopy procentowe mogą spaść o 50 pb do końca tego roku, ale termin najbliższej obniżki przesuwamy na wrzesień, a kolejnej na listopad. Widzimy również ryzyko, że w 2026 r. skala luzowania będzie niższa niż 100 pb, które obecnie zakładamy w naszym scenariuszu bazowym.

Glapiński powiedział, że RPP rozmawiała w tym tygodniu o systemie rezerwy obowiązkowej, ale nie z zamiarem zmiany jego parametrów, a jedynie aby zapoznać się z analizą przygotowaną przez ekspertów NBP nt. tego jak to wygląda w różnych krajach.

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 którymkolwiek 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 którymkolwiek 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