

Komentarz ekonomiczny

RPP zaskoczyła obniżką stóp o 25 pb

Marcin Luziński, tel. 510 027 662, marcin.luzinski@santander.pl

RPP obniżyła stopy procentowe o 25 pb, zaskakując rynek (choć część jego uczestników spodziewała się obniżki) i sprowadzając stopę referencyjną do 5,00%. Jako powód obniżki RPP wskazała oczekiwany spadek inflacji poniżej górnej granicy pasma odchyłań od celu NBP, ale pozostałe fragmenty komunikatu nie uległy większym zmianom. RPP nadal twierdzi, że dalsze decyzje będą zależne od napływających danych. Polityka fiskalna ponownie została wymieniona jako jeden z kluczowych czynników ryzyka, ale tym razem na pierwszym miejscu, przed presją popytową, sytuacją na rynku pracy i poziomem administrowanych cen energii.

Zgodnie z oczekiwaniami, projekcja inflacji NBP została zrewidowana w dół: w 2025 r. do 4,0% z 4,9% w marcu, w 2026 r. do 3,1% z 3,4%. Sądzymy, że rewizja ścieżki inflacyjnej w dół była głównie spowodowana decyzją rządu w sprawie cen energii (obniżka cen gazu ziemnego, wydłużenie okresu obowiązywania maksymalnych cen energii elektrycznej). W 2027 r. punkt środkowy projekcji inflacji znalazł się poniżej celu. Oczekiwania co do wzrostu PKB zostały zrewidowane w niewielkim stopniu i wyniosły 3,6% w 2025 r. (wobec 3,7% w marcowej projekcji) i 3,1% w 2026 r. (poprzednio 2,9%).

Na jutro zaplanowane jest wystąpienie prezesa NBP Adama Glapińskiego. Przed tym wydarzeniem ciężko nam korygować oczekiwania co do dalszego przebiegu stóp procentowych - dzisiejsza decyzja i komunikat nie dają jasności, czy RPP uruchomiła właśnie do cykl obniżek, czy po prostu zdecydowała się na zwiększenie skali majowego dostosowania stóp.

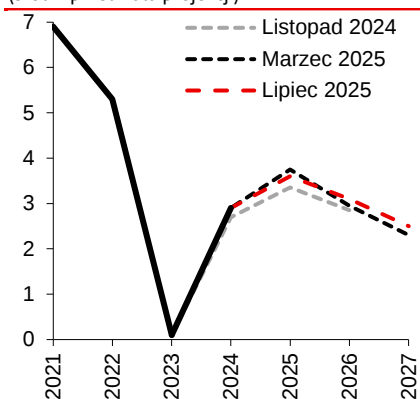
Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji:

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

	Wzrost PKB			
	Lip 24	Lis 24	Mar 25	Lip 25
2024	3.00 (±0.70)	2.70 (±0.4)	-	-
2025	3.80 (±1.00)	3.35 (±0.95)	3,75 (±0,85)	3,60 (±0,7)
2026	3.10 (±1.20)	2.85 (±1.1)	2,95 (±1,05)	3,10 (±1,0)
2027			2,30 (±1,2)	2,50 (±1,2)
	Inflacja CPI			
	Lip 24	Lis 24	Mar 25	Lip 25
2024	3.70 (±0.60)	3.65 (±0.05)	-	-
2025	5.25 (±1.35)	5.40 (±1.2)	4,90 (±0,8)	3,95 (±0,45)
2026	2.80 (±1.50)	2.75 (±1.35)	3,40 (±1,4)	3,10 (±1,4)
2027			2,50 (±1,4)	2,35 (±1,45)

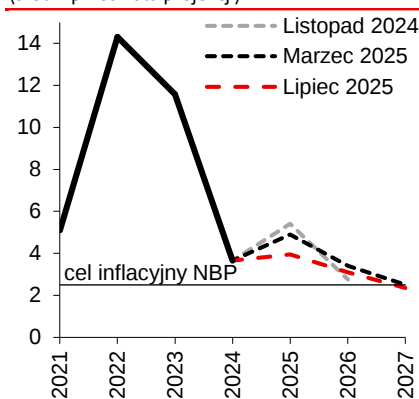
Źródło: NBP, Santander

Projekcje NBP dla wzrostu PKB
(środkie przedziały projekcji)



Źródło: NBP, Santander

Projekcje NBP dla inflacji CPI
(środkie przedziały 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 Luziński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

Komunikat RPP (zmiany wobec komunikatu z czerwca):

W strefie euro roczna dynamika PKB w I kw. 2025 r. – podobnie jak w IV kw. 2024 r. – wyniosła 1,2%⁵, tj. była bliska wieloletniej średniej. Natomiast w Stanach Zjednoczonych aktywność gospodarcza w I kw. roczna dynamika PKB ~~br.~~ obniżyła się poniżej wieloletniej średniej i w I kw. 2025 r., co przetożyło się na spadek rocznej dynamiki PKB do -2,1% wyniosła 2,0%. W świecie napływających danych, w II kw. br. roczna dynamika aktywności w obu gospodarkach była prawdopodobnie zbliżona do odnotowanej w I kw. Jednocześnie inflacja kształtuje się w pobliżu celów inflacyjnych ~~na~~ na poziomach zgodnych z celami inflacyjnymi banków centralnych. Perspektywy aktywności i inflacji na świecie obciążone są niepewnością, w tym w związku ze zmianami polityki handlowej.

W Polsce według wstępnego szacunku GUS roczna dynamika PKB wyniosła 3,2% w I kw. , w maju 2025 r. 2025 r. ~~(wobec 3,4% w IV kw. 2024 r.)~~. Dodatkowo na roczną dynamikę PKB oddziaływał wzrost popytu krajowego, w tym konsumpcji i inwestycji. W kwietniu br. roczne dynamiki sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej były dodatnie, natomiast produkcja budowlano-montażowa po raz kolejny obniżyła się w ujęciu rocznym. Na rynku pracy utrzymuje się niskie bezrobocie i wysoka liczba pracujących, choć zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w kwietniomaju 2025 r. było niższe niż rok wcześniej. Roczna dynamika wynagrodzeń w gospodarce narodowej w I kw. 2025 r. obniżyła się, a w sektorze. Także dane z sektora przedsiębiorstw w kwietniu 2025 r. wzrastała maj wskazują na spowolnienie wzrostu wynagrodzeń.

Według szybkiego szacunku GUS roczny wskaźnik inflacji CPI w majoczerwcu 2025 r. wyniósł 4,1% (wobec 4,30% w kwietniomaju br.). W kierunku niższej inflacji oddziaływało głównie pogłębienie się spadku cen paliw w związku z niższymi cenami ropy naftowej na rynku światowym. Uwzględniając dane GUS można szacować, że w majoczerwcu br. nieznacznie obniżyła się również inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii była zbliżona do notowanej w maju, przy wciąż podwyższonej dynamice cen usług. Wcześniejszy wzrost administrowanych cen nośników energii, a także nadal podwyższona roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych przekładają się na wciąż podwyższony poziom inflacji CPI.

W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada ocenia, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

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

Zgodnie z dostępnymi prognozami inflacja CPI w najbliższych miesiącach obniży się poniżej górnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego NBP. Biorąc to pod uwagę, 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 niepewności pozostaje kształtowanie się kształt polityki fiskalnej, zmiany presji popytowej i sytuacji na rynku pracy w kolejnych kwartałach, oraz poziom administrowanych cen nośników energii oraz kształt polityki fiskalnej. Źródłem niepewności jest również 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 trwałego powrotu inflacji do celu inflacyjnego 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. i 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. i 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