

Komentarz ekonomiczny

RPP obniżyła stopy pomimo niepewności

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

Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 25 punktów bazowych, w efekcie główna stopa referencyjna znajdzie się od jutra na poziomie 3,75%. Decyzja, która jeszcze tydzień temu wydawała się przesądzona, stała się w ostatnich dniach znacznie mniej oczywista ze względu na niepewność spowodowaną konfliktem na Bliskim Wschodzie. Najwyraźniej członkowie RPP zostali przekonani do kolejnego obniżenia stóp przez wyniki nowej projekcji NBP, a być może też postanowili pokazać, że ich decyzje nie ulegają wpływom krótkoterminowych wahań rynkowych, a raczej są pochodną średnioterminowych trendów.

Nowa projekcja NBP, której główne wnioski prezentuje komunikat RPP, pokazała ścieżkę inflacji CPI obniżoną o 0,7 pp w 2026 r. i o 0,2 pp w 2027 r. Środkowy punkt prognozy inflacji na 2028 r. (pokazany po raz pierwszy) jest dokładnie zgodny z celem inflacyjnym 2,5%. Prognoza PKB na lata 2026-27 została nieznacznie podwyższona (o 0,3 pp), a na rok 2028 bank centralny przewiduje wzrost ok. 3%, czyli wciąż niezły.

Oficjalny komunikat RPP po posiedzeniu jak zwykle nie oferuje zbyt wielu odpowiedzi nt. dalszych perspektyw polityki pieniężnej. Dokument tylko pobieżnie odnosi się do sytuacji na Bliskim Wschodzie, wspominając o zwiększonej niepewności spowodowanej sytuacją geopolityczną i wyższych cenach surowców. Pozostała część komunikatu jest bardzo podobna do poprzednich miesięcy. Oczekujemy na więcej wskazówek dotyczących przyszłej polityki pieniężnej podczas jutrzejszej konferencji prezesa NBP Adama Glapińskiego. Spodziewamy się, że dzisiejsza decyzja może zostać przedstawiona jako „jastrzębia obniżka”, tj. jutrzejsze wypowiedzi i komentarze będą w jeszcze większym stopniu niż w ostatnich miesiącach podkreślać, że luzowanie polityki pieniężnej zaszło już daleko, a obecnie bank centralny znajduje się w końcowej fazie dostosowywania, więc musi działać ostrożnie. To, czy w kwietniu lub maju możliwe będzie kolejne obniżenie stóp procentowych, będzie zależało głównie od rozwoju sytuacji na Bliskim Wschodzie oraz od tego, jak szybko (i czy w ogóle) ceny ropy i gazu spadną z obecnego poziomu. Jeśli tak by się nie stało, szanse na dalsze tagodzenie polityki pieniężnej zdecydowanie spadną, ponieważ w takim scenariuszu inflacja prawdopodobnie od marca zaczęłaby się pięć w górę.

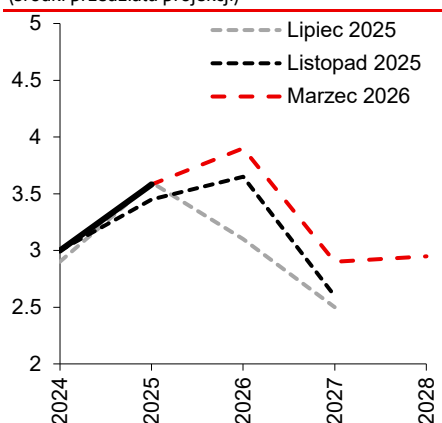
Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji:

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

	Wzrost PKB			
	Mar 25	Lip 25	Lis 25	Mar 26
2025	3,75 (±0,85)	3,6 (±0,7)	3,45 (±0,35)	-
2026	2,95 (±1,05)	3,1 (±1)	3,65 (±0,95)	3,9 (±0,8)
2027	2,3 (±1,2)	2,5 (±1,2)	2,60 (±1,1)	2,9 (±0,9)
2028	-	-	-	2,95 (±1,15)
	Inflacja CPI			
	Mar 25	Lip 25	Lis 25	Mar 26
2025	4,9 (±0,8)	3,95 (±0,45)	3,65 (±0,05)	-
2026	3,4 (±1,4)	3,1 (±1,4)	2,95 (±1,05)	2,25 (±0,65)
2027	2,5 (±1,4)	2,35 (±1,45)	2,60 (±1,5)	2,4 (±1,3)
2028	-	-	-	2,45 (±1,55)

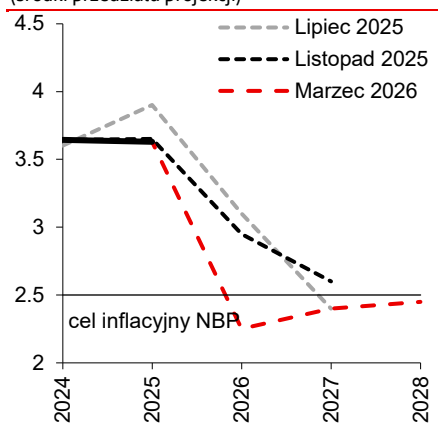
Źródło: NBP, Santander Bank Polska

Projekcje NBP dla wzrostu PKB
(środki przedziału projekcji)



Źródło: NBP, Santander Bank Polska

Projekcje NBP dla inflacji CPI
(środki przedziału projekcji)



Źródło: NBP, Santander Bank Polska

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 Łuziński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

Komunikat RPP (zmiany wobec komunikatu z lutego):

W [II kw. 2025 r.](#) w głównych gospodarkach rozwiniętych roczna dynamika aktywności była zbliżona do wieloletnich średnich. Inflacja w ostatnich miesiącach w strefie euro kształtowała się w pobliżu celu Europejskiego Banku Centralnego, natomiast w Stanach Zjednoczonych była nadal wyższa od celu Rezerwy Federalnej. [Jednocześnie na rynkach światowych w ostatnim okresie wzrosty ceny surowców są energetycznych. Z kolei ceny surowców rolnych pozostają wyraźnie niższe niż rok wcześniej. Perspektywy aktywności i inflacji na świecie obciążone są niepewnością, w szczególności w związku z sytuacją geopolityczną.](#)

W Polsce, zgodnie ze wstępnym szacunkiem według wstępnego szacunku GUS, w 2025 r. dynamika PKB wyniosła 3,6%, co sygnalizuje, że [wzrost PKB wyniósł 4,0% r/r w IV kw. 2025 r.](#) wzrost gospodarczy był prawdopodobnie zbliżony do obserwowanego 2025 r. (wobec 3,8% r/r w III kw. 2025 r. Dane z rynku pracy wskazują, że dynamika wynagrodzeń 2025 r.). Dodatkowo na roczną dynamikę PKB oddziaływał wzrost popytu krajowego, w tym konsumpcji i inwestycji, przy nieznacznie ujemnym wkładzie eksportu netto. W styczniu br. w ujęciu rocznym wzrósł sprzedaż detaliczna, natomiast produkcja przemysłowa i produkcja budowlano-montażowa się obniżyły. Jednocześnie roczna dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw – mimo wzrostu w grudniu – obniżyła się na przestrzeni ubiegłego roku w styczniu br. była wyraźnie niższa niż w poprzednim miesiącu. Towarzyszył temu dalszy spadek zatrudnienia w tym sektorze.

Inflacja CPI w grudniu 2025 r. obniżyła się do 2,4% r/r (wobec 2,5% r/r w listopadzie ub.r.). Inflacja – po spadku w ciągu 2025 r. – według wstępnych danych GUS w styczniu 2026 r. ponownie się obniżyła (do 2,2% z 2,4% w grudniu 2025 r.). Na przestrzeni ubiegłego roku obniżyła się również inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii na przestrzeni ubiegłego roku obniżyła się i w grudniu 2025 r. wyniosła 2,7% r/r. Napływające informacje sugerują możliwość spadku.

Rada zapoznała się z wynikami marcowej projekcji inflacji CPI w I kw. 2026 r. i PKB z modelu NECMOD. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmienionych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 19 lutego 2026 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,6 – 2,9% w 2026 r. (wobec 1,9 – 4,0% w projekcji z listopada 2025 r.), 1,1 – 3,7% w 2027 r. (wobec 1,1 – 4,1%) oraz 0,9 – 4,0% w 2028 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,1 – 4,7% w 2026 r. (wobec 2,7 – 4,6% w projekcji z listopada 2025 r.), 2,0 – 3,8% w 2027 r. (wobec 1,5 – 3,7%) oraz 1,8 – 4,1% w 2028 r.

Biorąc pod uwagę kształtowanie się inflacji oraz jej utrzymywanie się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP w nadchodzących perspektywy w kolejnych kwartalach:

W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmienionym poziomie.

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. Czynniki ryzyka dla perspektyw inflacji pozostają kształt polityki fiskalnej, oczekiwane ożywienie popytu w gospodarce, dalsze kształtowanie się dynamiki płac oraz sytuacja makroekonomiczna za granicą, w tym zmiany cen surowców i inflacji na świecie w kontekście napięć geopolitycznych.

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