

## Komentarz ekonomiczny

### Geopolityka ucisza gotębie

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

Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian, utrzymując stopę referencyjną na poziomie 3,75%. Decyzja ta była dość oczywista, zważywszy na niedawny skok cen surowców, który podniósł inflację CPI do 3% w marcu oraz zwiększył niepewność co do perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. Co więcej, kilku członków RPP – w tym także tych postrzeganych jako najbardziej gotębich – wyraźnie w ostatnich dniach sygnalizowało, że nie zamierzają zmieniać polityki pieniężnej w najbliższym czasie.

Oficjalny komunikat po posiedzeniu wskazywał na znaczącą niepewność dotyczącą globalnych perspektyw gospodarczych, powtarzał, że kolejne decyzje będą uzależnione od napływających danych, oraz podkreślał, że prognozy w dużej mierze zależą od sytuacji geopolitycznej i rozwoju wydarzeń na rynkach surowców.

Na konferencji prasowej po posiedzeniu prezes NBP zaznaczył, że inflacyjne skutki obecnego szoku surowcowego będą najprawdopodobniej znacznie słabsze niż efekty rosyjskiej agresji na Ukrainę w 2022 r. – z wielu powodów (w tym z uwagi na inną fazę cyklu koniunkturalnego i sytuację na rynku pracy, inny poziom stóp procentowych na starcie, znacznie mniejszą reakcję cen gazu, węgla, energii i żywności oraz bardziej stabilny kurs walutowy). Jednocześnie przyznał, że RPP bierze pod uwagę, że sytuacja na Bliskim Wschodzie przełoży się na nieco wyższą ścieżkę inflacji oraz potencjalnie nieco niższy wzrost gospodarczy. W związku z tym Adam Glapiński powiedział, że nie przewiduje zmian stóp procentowych w najbliższym okresie.

Dopytywany o perspektywę na nadchodzące miesiące, prezes NBP początkowo stwierdził, że o podwyżce stóp procentowych nie ma mowy, ponieważ wydaje się, że sytuacja na Bliskim Wschodzie „jest już w jakimś sensie ustabilizowana”, natomiast obniżka stóp – wcześniej sugerowana przez niektórych członków RPP – stanęła teraz pod znakiem zapytania. Później przyznał jednak, że jeśli wojna z Iranem uległaby eskalacji, RPP nie zawaha się podnieść stóp procentowych w celu obrony stabilności cen w średnim okresie. Dodał przy tym, że nie spodziewa się takiego scenariusza, gdyż jest z natury optymistą.

Podsumowując, naszym zdaniem RPP utrzyma stopy procentowe bez zmian do końca tego roku, a być może nawet do końca 2027 r., ponieważ profil inflacji pogorszył się w wyniku wojny na Bliskim Wschodzie. Nasze obecne prognozy wskazują, że nawet jeśli konflikt nie będzie już dalej eskalował, to krajowa inflacja nie powróci do celu 2,5% przed końcem przyszłego roku.

#### 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  
Adrian Domitrz 571 664 004  
Marcin Luźniński 510 027 662  
Grzegorz Ogonek 609 224 857

## Komunikat RPP (zmiany wobec komunikatu z lutego):

W [I 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 wzrosły 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 wzrosła 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 zapoznana się z wynikami marcowej projekcji inflacji CPI w I kw. 2026 r. i PKB z modelu NECMOD. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych 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 kwartałach:

W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym 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 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