



RPP: Niepewność wymaga ostrożności

Ostatnie posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej w środę 7 lutego nie przyniosło niespodzianek, a wysokość stóp procentowych Narodowego Banku Polskiego została pozostawiona bez zmian (w tym stopa referencyjna na poziomie 5,75%). W treści towarzyszącego decyzji RPP komunikatu dało się wyczuć pewne nowe „jastrzębie” akcenty, a w trakcie swojej czwartkowej konferencji Prezes NBP Adam Glapiński stwierdził, że jego zdaniem do końca bieżącego roku nie pojawi się przestrzeń do obniżek stóp procentowych w Polsce. Motywem przewodnim w retoryce RPP pozostaje jednak niepewność, która sprawia, że brak zmian w polityce pieniężnej w kolejnych miesiącach według nas nie jest jeszcze przesądzony.

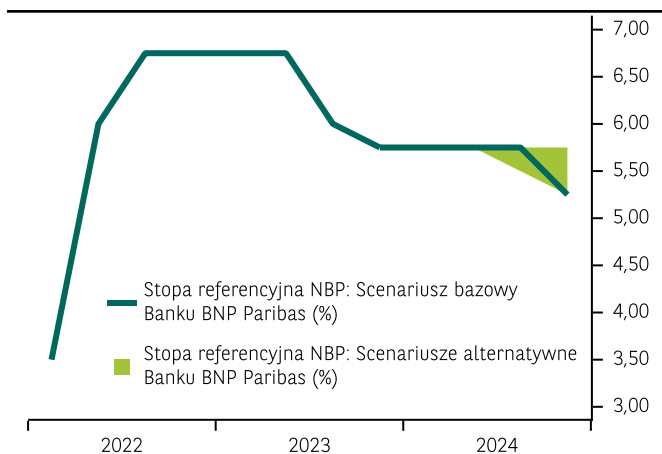
Podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą, że RPP nie będzie kwapić się z łagodzeniem polityki pieniężnej i przewidujemy, że ponowne nieznaczne obniżki stóp procentowych w Polsce będą możliwe dopiero pod koniec bieżącego roku. W świetle słów Prezesa Glapińskiego uważamy, jednak że prawdopodobieństwo scenariusza, w którym parametry polityki pieniężnej pozostają niezmiennione przez cały rok istotnie wzrosło.

Analizując łącznie komunikat opublikowany po ostatniej decyzji RPP jak i podsumowując ją konferencję Prezesa NBP Adama Glapińskiego uważamy, że poprzeczka do rychłego obniżenia stóp procentowych w Polsce ustawiona jest wysoko. Członkowie Rady podkreślają, że czynniki administracyjne, związane ze stawką VAT na żywność oraz cenami energii w drugiej połowie roku, mogą istotnie podwyższyć poziom inflacji i naszym zdaniem w warunkach niepewności, co do kształtowania się dynamiki cen, nie zamierzają oni spieszyć się ze wznowieniem cyklu obniżek stóp procentowych.

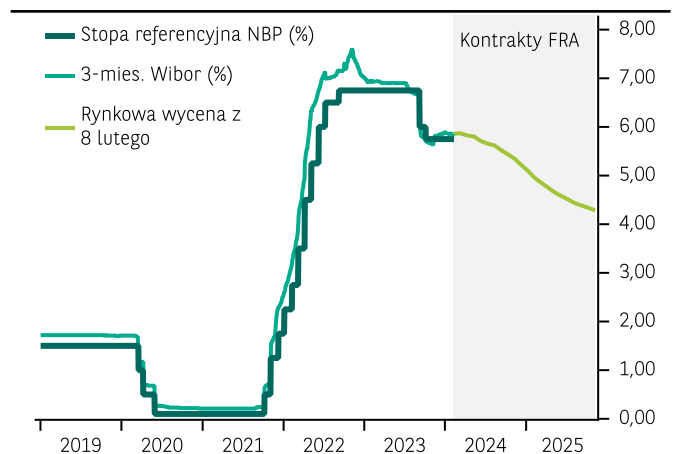
W przeciwieństwie do poprzednich miesięcy w lutym zwrócili oni w komunikacie również uwagę na to, że „w kierunku wyższej presji popytowej w gospodarce oddziaływać będzie podwyższona dynamika nominalnych wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym”. Ten nowy element jest według nas sygnałem, że mimo iż w krótkim terminie tempo wzrostu cen konsumpcyjnych wyraźnie zwolni (szacujemy, że w marcu może zbliżyć się do wynoszącego 2,5% celu Narodowego Banku Polskiego), to większość członków Rady nie uważa jeszcze walki z inflacją za w pełni wygraną. Wskazuje na to także fragment mówiący o tym, że działania RPP podejmowane są w celu zapewnienia „trwałego” powrotu inflacji do poziomów pożądanych przez bank centralny.

W podobnym tonie utrzymane były wypowiedzi Prezesa Glapińskiego podczas jego czwartkowej konferencji. Zwrócił on uwagę, że w zależności od ostatecznych decyzji podatkowo regulacyjnych inflacja CPI może znajdować się na koniec roku gdzieś w przedziale między 3 a 8% r/r. Powtórzył on również, że kluczowym punktem odniesienia w dalszych decyzjach Rady będzie inflacja bazowa (z wyłączeniem cen energii, paliw i żywności), która w najbliższym czasie zwalniać będzie w wolniejszym tempie niż inflacja CPI. Z całości jego wystąpienia dało się wyczuć, że nie jest orędownikiem luzowania polityki pieniężnej w najbliższym czasie.

Wykres 1: Stopa referencyjna NBP – prognoza BNP Paribas



Wykres 2: Przyszła ścieżka stóp procentowych – wycena rynkowa





Znalazło to odzwierciedlenie w stwierdzeniu Prezesa, iż jego zdaniem do końca bieżącego roku w Radzie nie znajdzie się większość popierająca wnioski o obniżkę stóp procentowych. Zastrzegł on jednak, że mówi on jedynie w swoim imieniu i że napływające w dalszej części roku dane z gospodarki mogą wpłynąć na jego optykę. Wśród elementów istotnych dla przyszłych decyzji Rady wymienił on także nową projekcję inflacyjną przygotowywaną przez analityków Narodowego Banku Polskiego, która zostanie przedstawiona członkom RPP w marcu.

Nie widzimy więc mocnych przesłanek przemawiających za obniżkami stop procentowych w horyzoncie najbliższych miesięcy. Sądzymy, że nowa projekcja, która po raz pierwszy obejmować będzie okres do końca 2026 roku, nie będzie na tyle jednoznacznie wskazywać na powrót inflacji do celu, aby pozwolić zbudować konsensus popierający łagodzenie polityki pieniężnej jeszcze w pierwszej połowie roku.

Uważamy, że przestrzeń do cięcia stóp procentowych w Polsce może pojawić się dopiero w listopadzie. Wówczas zniknie już niepewność związana z tym co stanie się ze stawką VAT na żywność i cenami energii. Jesienią najprawdopodobniej swój tegoroczny szczyt osiągną też inflacja CPI i bazowa, co może otworzyć nieco szerzej drzwi do rozważań na temat łagodzenia polityki pieniężnej. Dodatkowo zgodnie z wyceną rynkową Europejski Bank Centralny do tego czasu może obniżyć stopy procentowe nawet o 100pb, a podczas swojej konferencji Prezes Glapiński zauważył, że działania EBC także są dla RPP pewnym drogowskazem.

Biorąc pod uwagę, że wstrzemięźliwość Rady w najbliższych miesiącach oznaczać też będzie naszym zdaniem dalszą aprecjację kursu złotego (punktowa prognoza kursu EURPLN na poziomie 4,25 w połowie roku), mimo jastrzębiego przekazu ze strony RPP podtrzymujemy prognozę zakładającą 50pb obniżek stóp procentowych w czwartym kwartale bieżącego roku. W świetle słów Prezesa Glapińskiego dostrzegamy jednak, że prawdopodobieństwo scenariusza, w którym parametry polityki pieniężnej pozostają niezmienione przez cały rok istotnie wzrosło, natomiast głębsze i wcześniejsze obniżki stóp procentowych w tym roku wydają się bardzo mało realistyczne.



Departament Analiz Ekonomicznych i Sektorowych

Michał Dybula, Główny Ekonomista

Wojciech Stępień, Ekonomista ds. Europy Środkowo-Wschodniej

Marcin Kujawski, Starszy Ekonomista

Aleksandra Prus, Ekonomista

Piotr Zawadzki, Ekonomista

Tomasz Tyc, Ekonomista

Kontakt do Departamentu Sprzedaży

Produktów Rynków Finansowych:

tel.: +48 22 566 99 66

Osoba/y zaangażowane w sporządzenie raportu: Marcin Kujawski

Źródła do wykresów: NBP, Bloomberg, Macrobond, BNP Paribas Bank Polska

WAŻNA INFORMACJA: Niniejsza publikacja została przygotowana przez Bank BNP Paribas Bank Polska S.A. i stanowi publikację handlową w rozumieniu przepisów MiFID II (Dyrektywa 2014/65/EU). Nie stanowi badania inwestycyjnego w rozumieniu MiFID II i w związku z tym nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejsza publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny i nie może być traktowana jako doradztwo inwestycyjne. Nie stanowi również oferty ani propozycji zawarcia jakiegokolwiek transakcji, jak również nie jest formą reklamy ani oferty sprzedaży jakiegokolwiek usługi świadczonej przez Bank BNP Paribas Bank Polska S.A.

Przedstawione opinie i komentarze pozostają aktualne wyłącznie w momencie ich wydania. Przy ich opracowaniu wykorzystano źródła informacji, które są uważane za wiarygodne i dokładne, jednak zastrzegamy, iż mimo to mogą być one niekompletne lub skrócone.

Niniejszy dokument stanowi własność Banku. Kopiowanie i rozpowszechnianie niniejszego dokumentu w całości lub w części możliwe jest wyłącznie po uprzednim uzyskaniu pisemnej zgody Banku.

BNP Paribas Bank Polska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Kasprzaka 2, 01-211 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000011571, posiadający NIP 526-10-08-546 oraz kapitał zakładowy w wysokości 147 676 946 zł w całości wpłacony.

Bank BNP Paribas Bank Polska S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.