



## RPP: Konserwatywny rozsądek

Obserwuj @BNP\_rynk

Na ostatnim posiedzeniu w środę 6 marca Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe Narodowego Banku Polskiego na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną w wysokości 5,75%. Wydzwięk opublikowanego po decyzji komunikatu jak i czwartkowej konferencji Prezesa NBP Adama Glapińskiego praktycznie nie zmienił się względem poprzedniego posiedzenia w lutym. W obliczu niepewnej trajektorii inflacji w kolejnych miesiącach, członkowie RPP optują za utrzymaniem stóp procentowych na niezmiennym poziomie, co Prezes Glapiński nazwał „konserwatywnym rozsądkiem”.

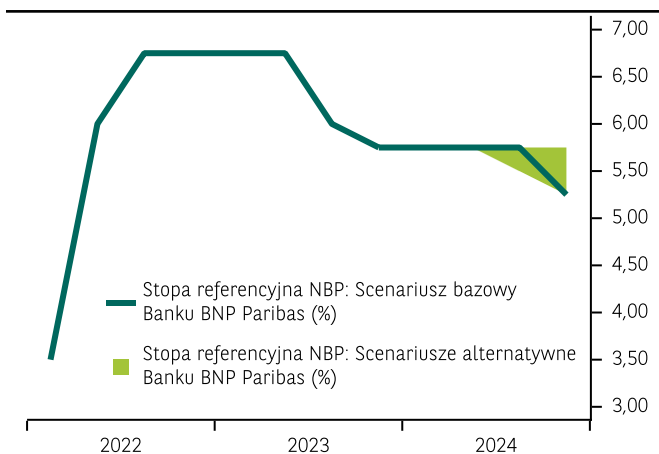
W tym świetle podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą, że RPP nie będzie kwapić się z łagodzeniem polityki pieniężnej i przewidujemy, że ponowne nieznaczne obniżki stóp procentowych w Polsce będą możliwe dopiero pod koniec bieżącego roku. Dalej dostrzegamy jednak istotne ryzyko, że stopy procentowe pozostaną na obecnym poziomie przez cały rok.

Przed marcowym posiedzeniem RPP analitycy rynkowi głównie zastanawiali się nad tym jaki wpływ na optykę członków Rady będzie mieć zaprezentowana przez ekonomistów NBP nowa projekcja inflacyjna. Rzeczywistość okazała się mało ekscytująca, gdyż wydaje się, że był on znikomy jeśli nie żaden. Członkowie RPP jak mantrę powtarzają, że ze względu na czynniki podatkowo-regulacyjne trajektoria inflacji w kolejnych miesiącach obciążona jest dużą niepewnością, co przemawia za ostrożnością i utrzymaniem stóp procentowych na obecnym poziomie, przynajmniej w tym momencie.

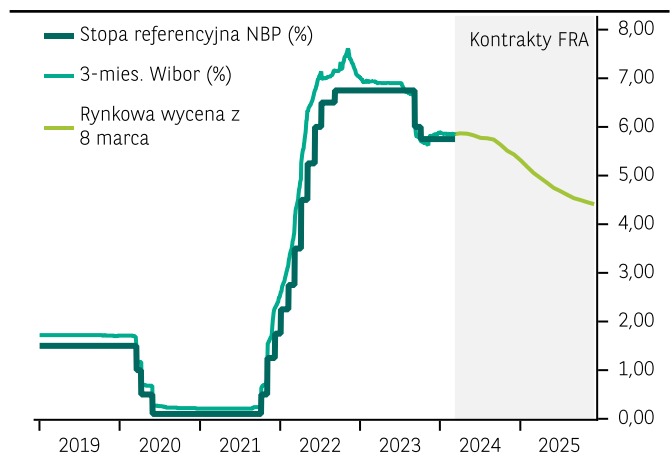
Choć szczegółowe informacje na temat projekcji banku centralnego poznamy dopiero w poniedziałek, kiedy zostanie ona przedstawiona opinii publicznej, w trakcie swojego wystąpienia Prezes Glapiński nakreślił pewne główne płynące z niej wnioski. Według szacunków analityków NBP inflacja CPI znajdzie się na koniec bieżącego roku gdzieś w przedziale między 3% a 8%, w zależności od ostatecznych decyzji w kwestii przywrócenia 5%-owej stawki podatku VAT na żywność i odmrożenia cen zakupu energii elektrycznej i gazu przez gospodarstwa domowej. Co naszym zdaniem jest jednak dużo ważniejsze w kontekście przyszłych działań RPP, pod koniec horyzontu projekcji tj. w czwartym kwartale 2026 roku, inflacja powinna spaść w okolice 2,5% (cel inflacyjny NBP) niezależnie od bieżących decyzji administracyjnych.

Naszym zdaniem takie wskazania projekcji (przygotowanej przy założeniu niezmiennego poziomu stóp procentowych do końca 2026 roku) w praktyce zamykają drzwi do jakiegokolwiek dyskusji na temat ponownych podwyżek stóp procentowych. Jednocześnie sugerują według nas, że jesienią, kiedy zniknie niepewność związana ze skalą wzrostu cen żywności i energii w tym roku, pojawi się przestrzeń do nieznacznego złagodzenia warunków monetarno-finansowych w Polsce. W scenariuszu bazowym zakładamy, że Rada Polityki Pieniężnej obetnie stopy procentowe o 50pb w czwartym kwartale.

**Wykres 1: Stopa referencyjna NBP – prognoza BNP Paribas**



**Wykres 2: Przyszła ścieżka stóp procentowych – wycena rynkowa**





Za takim ruchem przemawia szereg czynników. Po pierwsze, po przyspieszeniu w okresie letnim, na przełomie roku swój szczyt powinny osiągnąć zarówno inflacja CPI jak i inflacja bazowa (z wyłączeniem cen energii, paliw i żywności). Po drugie wówczas trwać już najprawdopodobniej będą cykle obniżek stóp procentowych w strefie euro i USA. Po trzecie, wstrzemięźliwość RPP przy łagodzeniu polityki pieniężnej przez Fed i Europejski Bank Centralny powinna przyczynić się do umocnienia złotego, co nie wprost sugerował także Prezes Glapiński podczas swojej czwartkowej konferencji. Według naszej punktowej prognozy kurs EURPLN spadnie do poziomu 4,25 już w połowie bieżącego roku.

W efekcie choć gospodarka będzie przyspieszać i spodziewamy się dwucyfrowego tempa wzrostu wynagrodzeń uważamy, że pewne nieznaczne dostosowanie stóp procentowych w dół jeszcze w tym roku jest prawdopodobne. Dalej dostrzegamy jednak istotne ryzyko, że stopy procentowe pozostaną na obecnym poziomie przez cały 2024 rok. W lutym Prezes Glapiński stwierdził, że nie spodziewa się, aby w tym roku w Radzie pojawiła się większość popierająca wniosek o obniżkę stóp procentowych. Jeśli jednak kolejne projekcje NBP w lipcu i listopadzie będą potwierdzać, że prognozowana inflacja trwale powraca do 2,5% celu banku centralnego w horyzoncie 6 – 8 kwartałów nie wykluczamy, że zmieni on zdanie.



## Departament Analiz Ekonomicznych i Sektorowych

Michał Dybuła, 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 jakiejkolwiek transakcji, jak również nie jest formą reklamy ani oferty sprzedaży jakiejkolwiek 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.