



RPP: Zdumiewające zaostrzenie nastawienia

Obserwuj @BNP_ryniki

Na ostatnim posiedzeniu 3-4 grudnia, Rada Polityki Pieniężnej (RPP) pozostawiła stopy procentowe Narodowego Banku Polskiego bez zmian, w tym stopę referencyjną na poziomie 5,75%. Decyzja ta była zgodna z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami.

Wydzwięk komunikacji płynącej ze strony RPP po decyzji odbieramy jednak jako jednoznacznie jastrzębi. Choć spodziewaliśmy się, że decyzja rządu o zamrożeniu cen energii elektrycznej w przyszłym roku i dość niepokojąca struktura wzrostu Produktu Krajowego Brutto w trzecim kwartale mogą nieco złagodzić nastawienie Rady, to wygląda na to, że członkowie RPP zaostrzyli stanowisko. Z wypowiedzi Prezesa NBP Adama Glapińskiego wynika, że rozważania dotyczące obniżki stóp procentowych w marcu stały się obecnie nieaktualne, a pierwszy taki krok mogłby mieć miejsce nawet dopiero w 2026 roku.

Oceniamy, że na ten moment lipiec przyszłego roku jest najbardziej prawdopodobnym terminem startu cyklu obniżek stóp procentowych w Polsce. Nadal zakładamy jednak, że stopy procentowe w 2025 roku spadną do 4,00%.

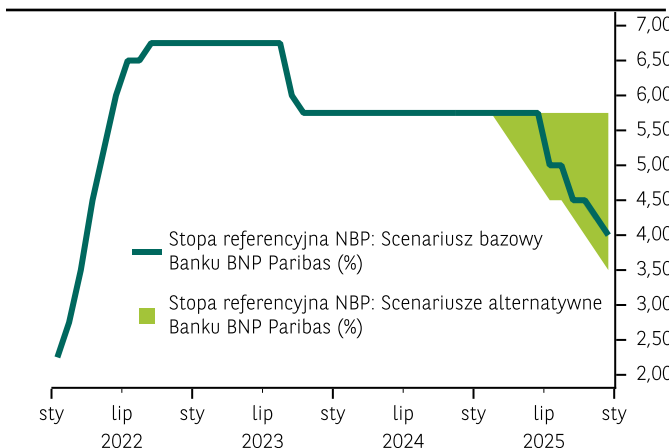
Jastrzębi ton w przekazie płynącym ze strony RPP dało się wyczuć już w publikowanym po środowej decyzji komunikacie. Ku naszemu zdziwieniu jego treść nie zawierała omówienia wyjątkowo słabych danych dotyczących struktury PKB w trzecim kwartale. Rada nie odniosła się ani do przyczyn ani potencjalnych skutków braku wzrostu popytu finalnego (konsumpcja, inwestycje i eksport), ograniczając się jedynie do powtórzenia danych opublikowanych w ubiegłym tygodniu przez GUS.

Co więcej Rada wyraźnie podkreśliła w komunikacie, że czynnikiem niepewności dotyczącym oczekiwanego horyzontu powrotu inflacji do celu pozostaje kształtowanie się cen energii ze względu na ich prawdopodobne odmrożenie w II połowie 2025 r. Wydaje się, że to właśnie ceny energii były języczkiem u wagi i to one przechyliły szalę w kierunku zaostrzenia retoryki.

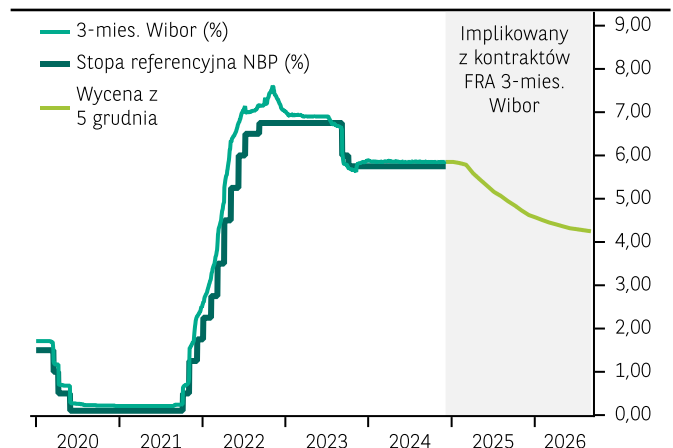
Podczas konferencji podsumowującej grudniowe posiedzenie RPP, Prezes Narodowego Banku Polskiego Adam Glapiński, zwrócił uwagę na to, że zgodnie z przyjętą przez parlament ustawą działania osłonowe chroniące gospodarstwa domowe przed skokiem cen prądu będą w drugiej połowie przyszłego roku stopniowo wycofywane (w lipcu przywrócenie opłaty mocowej, a w październiku wstrzymanie funkcjonowania mechanizmu ceny maksymalnej mrożącego koszt zakupu energii elektrycznej na poziomie 500 zł/MWh).

W efekcie rysowany przez NBP w listopadzie scenariusz zakładający osiągnięcie szczytu inflacji w pierwszej połowie 2025 roku, a następnie systematyczne wyhamowywanie dynamiki cen w kolejnych kwartałach, który wydawał się wspierać rozpoczęcie dyskusji na temat obniżki stóp procentowych na początku 2025 roku, w ocenie Prezesa Glapińskiego nie jest już obowiązujący.

Wykres 1: Stopa referencyjna NBP – prognoza BNP Paribas



Wykres 2: Przyszła ścieżka stóp procentowych – wycena rynkowa





Według Prezesa NBP w obecnej sytuacji temat luzowania polityki pieniężnej może pojawić się na stole dopiero w czwartym kwartale 2025 roku lub nawet później. Prezes Glapiński argumentował skupienie się na ryzyku wzrostu cen energii w drugiej połowie przyszłego roku obawami o wystąpienie tzw. efektów drugiej rundy i utrwalenie się presji inflacyjnej.

Tak mocne warunkowanie decyzji w sprawie stóp procentowych od wysokości opłat za energię elektryczną jest o tyle zaskakujące, iż ze strony rządu pojawiały się wypowiedzi wskazujące, że jeżeli sytuacja rynkowa nie będzie pozwalała na odmrożenie cen niewiążące się ze znaczącym wzrostem rachunków to działania osłonowe zostaną podtrzymane.

W zamyśle ustawodawcy wiosną przyszłego roku dostawcy energii elektrycznej mają wystąpić do Urzędu Regulacji Energetyki o zatwierdzenie nowych taryf, które nie będą istotnie odbiegać od ustanowionej obecnie na poziomie 500zł/MWh ceny maksymalnej. Bieżące ceny na rynku terminowym na Towarowej Giełdzie Energii wydają się sugerować, że takie założenie, przynajmniej w tym momencie, wydaje się uzasadnione.

W efekcie wygląda na to, że zarysowywana obecnie przez Prezesa Glapińskiego ścieżka stóp procentowych (w imieniu całej Rady, choć niekoniecznie popierana przez wszystkich jej członków na co wskazują komentarze Ludwika Koteckiego i Henryka Wnorowskiego) oparta jest na założeniu, które z dość dużym prawdopodobieństwem może się nie zmaterializować. W efekcie podchodzimy z pewnym dystansem do terminów obniżek, które przewijały się w trakcie wczorajszej konferencji Prezesa NBP.

Biorąc pod uwagę, że mocno jastrzębia postawa RPP będzie oddziaływać w kierunku mocniejszego złotego (co od dwóch tygodni widzimy już na rynku) i spadku popytu na kredyt, co będzie rzutować na perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji uważamy, że w kolejnych miesiącach będzie ona łagodzona i ostatecznie doprowadzi do obniżenia stóp procentowych w przyszłym roku. Sprzyjać takiemu ruchowi powinny też postępujący cykl obniżek stóp procentowych w strefie euro, umiarkowane ożywienie aktywności gospodarczej w Polsce i słabnąca presja inflacyjna (uważamy, że dane o inflacji bazowej będą w przyszłym roku niższe niż prognozuje to NBP).

Faktem jednak jest, iż do marca, kiedy to analitycy banku centralnego przedstawią zaktualizowaną projekcję inflacji, prawdopodobnie wciąż nie będzie pełnej jasności jak ostatecznie wyglądać będą ceny energii elektrycznej w drugiej połowie przyszłego i w 2026 r. Choć według Prezesa NBP nawet przy pełnym (i jak już wspominaliśmy mało prawdopodobnym) odmrożeniu cen prądu, inflacja powinna powrócić do wynoszącego 2,5% celu w drugiej połowie 2026 roku, to wydaje się że nie będzie to wystarczająco silny argument, aby znaleźć w Radzie większość popierającą cięcie stóp procentowych już pod koniec pierwszego kwartału.

Oceniamy, że na ten moment to lipiec przyszłego roku (kiedy wysokość rachunków za prąd powinna być już znana) jest najbardziej prawdopodobnym terminem początku cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w Polsce. Przesuwamy więc naszą prognozę startu obniżek stóp procentowych o cztery miesiące, choć mając na uwadze dość gwałtowne zwroty w retoryce Prezesa Glapińskiego nie uważamy, że wcześniejsza obniżka w marcu lub w trakcie drugiego kwartału jest zupełnie wykluczona.



Departament Analiz Ekonomicznych i Sektorowych

Michał Dybuła, Główny Ekonomista

Marcin Kujawski, Starszy Ekonomista

Wojciech Stępień, Starszy Ekonomista ds. Europy Środkowo-Wschodniej

Tomasz Tyc, Starszy Ekonomista Sektorowy

Aleksandra Prus, Ekonomista

Kontakt do Departamentu Sprzedaży

Produktów Rynków Finansowych:

tel.: +48 22 566 99 66

Osoba/y zaangażowane w sporządzenie raportu: Michał Dybuła, 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.