



RPP: Podtrzymanie jastrzębiego stanowiska

Obserwuj @BNP_ryнки

Zgodnie z przewidywaniami Rada Polityki Pieniężnej (RPP) na ostatnim posiedzeniu 15-16 stycznia, pozostawiła stopy procentowe Narodowego Banku Polskiego bez zmian, w tym stopę referencyjną na poziomie 5,75%. Zarówno treść opublikowanego po decyzji komunikatu jak i późniejsza konferencja Prezesa NBP Adama Glapińskiego wskazują, że póki co Rada nie dostrzega silnych przesłanek przemawiających za redukcją stóp procentowych w Polsce. Uważamy, że zbudowanie większości popierającej obniżkę stóp procentowych w RPP zajmie trochę czasu, a cykl złagodzenia polityki pieniężnej rozpocznie się w lipcu.

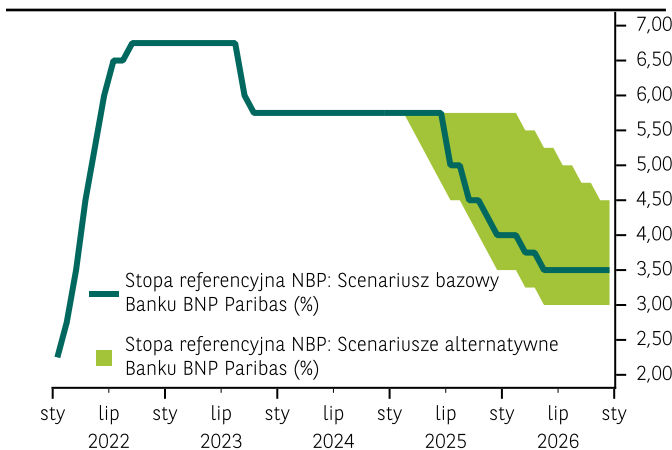
W scenariuszu bazowym zakładamy, że stopa referencyjna do końca roku spadnie o 175pb do 4,00%. Biorąc jednak pod uwagę zachowawczą (wyjściowo) postawę Rady nie wykluczamy, iż tegoroczna skala cięć będzie mniejsza. W naszej ocenie byłoby to jednak równoważne z wyraźniejszym luzowaniem polityki monetarnej w 2026 roku. Prognozujemy, że docelowo do połowy przyszłego roku stopa referencyjna osiągnie poziom 3,50%.

Po tym jak w grudniu Prezes NBP Adam Glapiński zaostrzył swoje nastawienie i odsunął w czasie możliwość obniżki stóp procentowych w Polsce, przekaz płynący ze strony RPP po styczniowym posiedzeniu utrzymany został w duchu bardziej jastrzębiej retoryki. W podsumowującym decyzję komentarzu członkowie Rady nie umieścili np. fragmentów dotyczących niskiej presji popytowej i kosztowej w krajowej gospodarce czy dezinflacyjnego wpływu kursu walutowego.

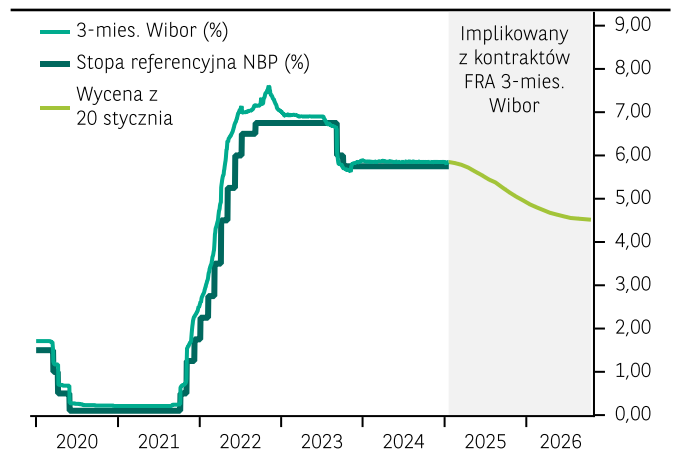
Pojawiło się natomiast nieobecne wcześniej stanowisko, iż w kolejnych miesiącach podwyższona pozostanie prawdopodobnie inflacja bazowa. Wydaje się więc, że choć członkowie Rady różnią się w swoich ocenach, co do tego kiedy kwestia obniżenia stóp procentowych powinna ponownie pojawić się na stole, to większość z nich zajmuje stanowisko spójne z tym prezentowanym przez Prezesa Glapińskiego.

Zdaniem szefa banku centralnego dyskusja na temat złagodzenia polityki pieniężnej w Polsce jest obecnie niemożliwa ze względu na prognozowaną ścieżkę inflacji, według której dynamika cen konsumpcyjnych w drugiej połowie bieżącego roku przyspieszy na skutek prawdopodobnego wzrostu kosztów zakupu energii elektrycznej. Według szacunków zaprezentowanych przez Prezesa Glapińskiego przywrócenie od lipca na rachunkach za prąd tzw. opłaty mocowej podniosłoby roczne tempo wzrostu wskaźnika CPI o 0,4pp, zaś zniesienie mechanizmu mrożenia cen od października dodałoby dodatkowe 0,7pp do rocznej dynamiki cen. Choć zgadzamy się z samymi wyliczeniami, to stawiamy duży znak zapytania nad zasadnością kreślenia scenariuszy kształtowania się polityki pieniężnej w oparciu o założenia, których realizacja jest dalece niepewna. Dotyczy to zwłaszcza skali ewentualnego wzrostu cen energii elektrycznej jesienią (szczegóły na kolejnej stronie).

Wykres 1: Stopa referencyjna NBP – prognoza BNP Paribas



Wykres 2: Przyszła ścieżka stóp procentowych – wycena rynkowa





Choć obecnie zatwierdzona przez Urząd Regulacji Energetyki (URE) taryfa na zakup energii elektrycznej przez gospodarstwa domowe wynosi 623 zł / MWh, to w zamyśle rządu wiosną dostawcy energii elektrycznej mają wystąpić do URE o zatwierdzenie nowych taryf, które nie będą istotnie odbiegać od ustanowionej ustawowo na poziomie 500zł/MWh ceny maksymalnej (faktyczna cena płacona obecnie przez gospodarstwa domowe). W efekcie odmrożenie cen w październiku nie wiązałoby się ze skokiem rachunków, a tym samym wyraźnym przyspieszeniem inflacji konsumenckiej. Bieżące ceny na rynku terminowym na Towarowej Gieldzie Energii wydają się sugerować, że takie założenie, przynajmniej w tym momencie, wydaje się uzasadnione.

Widzimy więc duże prawdopodobieństwo, iż ostateczny profil inflacji w nadchodzących miesiącach będzie odbiegał od tego rysowanego obecnie przez Prezesa Głapińskiego. W efekcie uważamy, że prawdopodobieństwo obniżek stóp procentowych w tym roku jest wciąż wysokie, choć uważamy, że łagodzenie polityki pieniężnej rozpocznie się dopiero latem. Przemawia za tym większa jasność (do tego czasu), co do faktycznego kształtowania się cen energii elektrycznej, kalendarz polityczny (po wyborach prezydenckich), jak i samo stanowisko Prezesa Głapińskiego.

W trakcie ostatniej konferencji, zaznaczył on iż obniżka stóp procentowych w Polsce będzie możliwa, kiedy inflacja osiągnie swój szczyt, a w perspektywie kolejnych kwartałów dynamika cen będzie systematycznie zwalniać w kierunku wynoszącego 2,5% celu NBP. Zakładając, że URE zatwierdzi nowe taryfy na zakup energii elektrycznej do końca pierwszej połowy roku uważamy, że obie te przesłanki będą spełnione w lipcu, kiedy zaprezentowane zostaną nowe przygotowywane przez analityków banku centralnego projekcje makroekonomiczne.

Za luzowaniem polityki pieniężnej w trzecim kwartale przemawiać powinny także napływające w pierwszej połowie roku dane. Choć spodziewamy się, że aktywność gospodarcza nieco się rozkręci, to nie widzimy ryzyka przegrzewania się gospodarki. W efekcie prognozujemy, że inflacja bazowa będzie w kolejnych miesiącach stopniowo zwalniać, czemu sprzyjać powinna też niższa dynamika wynagrodzeń związana w dużym stopniu z mniejszą niż w ubiegłych latach podwyżką płacy minimalnej. W tym świetle uważamy, że do połowy roku wyraźnie osłabną argumenty, które obecnie mogą uzasadniać ostrożną postawę RPP.

Dodatkowo biorąc pod uwagę opóźnienie z jakim polityka pieniężna działa na gospodarkę z biegiem czasu członkowie Rady coraz większą uwagę siłą rzeczy zaczną przywiązywać do prognoz na 2027 rok, które po raz pierwszy zostaną uwzględnione w projekcjach banku centralnego w marcu. Spodziewamy się, że estymacje NBP przewidywać będą stabilny powrót inflacji do celu NBP w horyzoncie dwóch lat, za czym przemawiać będzie m.in perspektywa wyhamowania wzrostu gospodarczego. O ile przewidujemy, że w 2025 i 2026 roku tempo wzrostu PKB zostanie podbite przez istotny napływ funduszy europejskich w 2027 roku, efekt ten najprawdopodobniej w dużym stopniu wygaśnie.

O ile jesteśmy mocno przekonani o starcie cyklu obniżek stóp procentowych jeszcze w tym roku, to uważamy że łączna skala luzowania polityki pieniężnej może być mniejsza niż zakładamy w scenariuszu bazowym (175pb). Zachowawcza wyjściowo postawa członków RPP może skłaniać ich do mniej agresywnych cięć na początku procesu łagodzenia warunków monetarnych i mniej stromej ścieżki zejścia z wysokiego poziomu stóp procentowych. Przykładowo zakładając, że począwszy od lipca Rada decydowałaby się obniżać stopy procentowe co drugi miesiąc (wrzesień, listopad) o 25pb stopa referencyjna spadłaby do końca bieżącego roku tylko do poziomu 5,00%.

W naszej ocenie mniej zdecydowana redukcja w poziomie stóp procentowych w tym roku byłaby jednak równoważna z wyraźniejszym luzowaniem polityki monetarnej w przyszłym roku. Prognozujemy, że docelowo do połowy przyszłego roku stopa referencyjna NBP osiągnie poziom 3,50% (2,5% cel inflacyjny NBP + 1% dodatnia realna stopa procentowa). Na taki docelowy poziom stóp procentowych w Polsce wskazywał też w niedawnym wywiadzie jeden z członków RPP Ireneusz Dąbrowski.



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: 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.