



# RPP: Spadek inflacji pozwoli na obniżki w br.

Obserwuj @BNP\_rynki

Zgodnie z przewidywaniami, na ostatnim posiedzeniu 11-12 marca Rada Polityki Pieniężnej (RPP) pozostawiła stopy procentowe Narodowego Banku Polskiego (NBP) bez zmian, w tym stopę referencyjną na poziomie 5,75%. Opierając się na przekazie płynącym z konferencji po posiedzeniu, uważamy, że chociaż RPP nie jest jeszcze gotowa na obniżki stóp procentowych, większość popierająca poluzowanie polityki pieniężnej w tym roku stopniowo się krystalizuje.

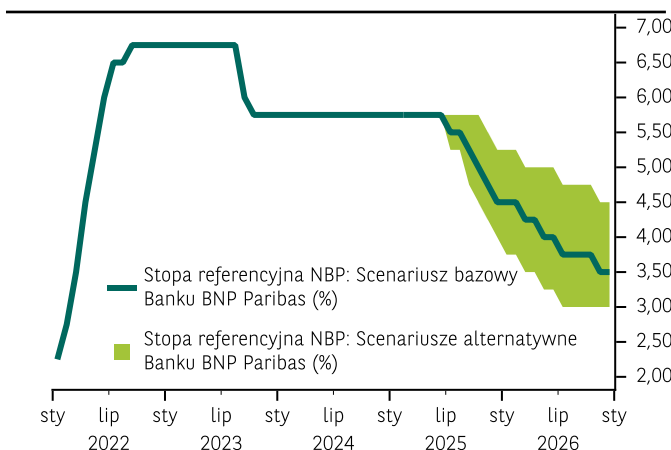
Podtrzymujemy zatem naszą prognozę i oczekujemy rozpoczęcia obniżek stóp procentowych w Polsce w lipcu 2025 roku. Biorąc jednak pod uwagę zwiększoną niepewność, co do globalnych (a w szczególności europejskich) perspektyw makroekonomicznych, a także szereg dość jastrzębich komentarzy prezesa NBP Adama Glapińskiego, uważamy, że cykl może postępować nieco wolniej niż wcześniej zakładaliśmy. Obecnie oczekujemy, że główna stopa procentowa banku centralnego spadnie do 4,50% do końca tego roku (poprzednio 4,00%). Nadal jednak przewidujemy, że do końca 2026 roku stopa referencyjna NBP zostanie obniżona do 3,50%.

Początek czwartkowej konferencji Prezesa NBP Adama Glapińskiego sprawiał mocno „jastrzębie” wrażenie. Prezes Glapiński powtórzył, że obecnie nie widzi przestrzeni do luzowania polityki pieniężnej. W swoich wypowiedziach wskazywał m.in. na inflację dwukrotnie przekraczającą cel banku centralnego, szybką (choć spowalniającą) dynamikę płac, dobre wyniki gospodarcze, a także podwyższoną niepewność na świecie, co ogólnie dało poczucie, że poprzeczka dla obniżek stóp procentowych w nadchodzących miesiącach może być ustawiona dość wysoko.

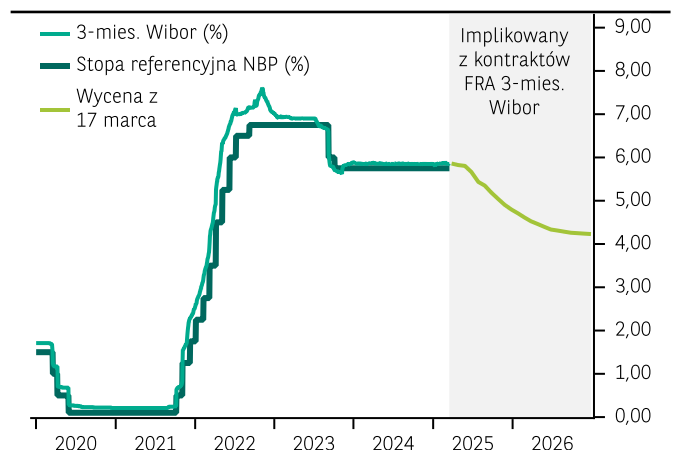
Uważamy jednak, że ogólne nastawienie RPP jest w rzeczywistości znacznie bardziej łagodne. Po pierwsze, prezes NBP powiedział, że nie ma z góry ustalonej ścieżki stóp procentowych i że decyzje będą podejmowane z posiedzenia na posiedzenie, co pozostawia na stole opcję obniżenia stóp w dalszej części roku. Po drugie, Prezes Glapiński wspominał, że już w marcu większość członków RPP prowadziła dyskusję na temat perspektyw obniżek stóp procentowych w Polsce.

Chociaż nie sądzimy, aby oznaczało to, że wnioski o cięcia stóp zostały złożone już w tym miesiącu, uważamy iż są one tylko kwestią czasu. Jeszcze przed publikacją niższych od oczekiwań danych o inflacji CPI za styczeń i luty, dwóch „gołębich” członków Rady (Ludwik Kotecki i Henryk Wnorowski) zasygnalizowało gotowość do poparcia głosowania za obniżką stóp procentowych w lipcu. Sądzimy, że po poznaniu statystyk inflacyjnych na początku roku ich dotychczasowe stanowisko uległo wzmocnieniu, co może skłonić także innych członków RPP do przyłączenia się do „gołębiego” obozu.

Wykres 1: Stopa referencyjna NBP – prognoza BNP Paribas



Wykres 2: Przyszła ścieżka stóp procentowych – wycena rynkowa





Po trzecie, prezes Glapiński podkreślił, że dane i perspektywy inflacji są kluczowe dla przyszłych decyzji Rady. Ponieważ uważamy, że ryzyko dla zaktualizowanych w marcu projekcji NBP odchylone jest mocno w górę (zwłaszcza biorąc pod uwagę niższą dynamikę cen w styczniu i lutym), uważamy że w trakcie roku, dla większości członków RPP argumenty za obniżką stóp procentowych staną się zdecydowanie bardziej jednoznaczne.

Głównym powodem, dla którego uważamy, że nowe prognozy banku centralnego mogą odbiegać od rzeczywistości, jest fakt, iż opierają się one na założeniu, że ceny energii elektrycznej dla gospodarstw domowych wzrosną o około 25% w czwartym kwartale. Tymczasem, biorąc pod uwagę sytuację na hurtowym rynku energii, a także komentarze płynące z rządu, wydaje się znacznie bardziej prawdopodobne, że pozostaną one niezmienione przez cały rok.

Ponadto bank centralny przewiduje, że inflacja bazowa okaże się bardzo „lepka” i będzie oscylować wokół 4% do końca 2025 roku. Po ostatniej publikacji CPI wydaje się znacznie bardziej prawdopodobne, że bazowe wskaźniki cen będą wahać się w przedziale 3-3,5% przez pozostałą część roku. W związku z tym, podczas gdy bank centralny przewiduje, że inflacja CPI zamknie rok na poziomie bliskim 5%, w naszej ocenie w grudniu tempo wzrostu cen dóbr i usług konsumpcyjnych może wynieść około 3,5% r/r (uwzględniając, że w lipcu na rachunkach gospodarstw domowych za prąd przywrócona zostanie opłata mocowa, która doda naszym zdaniem około 0,3pp do inflacji CPI).

Proinflacyjne czynniki ryzyka wciąż są jednak obecne, a w tym momencie głównym z nich jest naszym zdaniem wpływ impulsu fiskalnego w Europie na krajową gospodarkę. Komisja Europejska planuje uruchomienie programu ReArm, podczas gdy Niemcy prawdopodobnie przeforsują własny plan wydatków na obronność i infrastrukturę. W efekcie tych działań perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce poprawią się.

Chociaż na tym etapie jest zbyt wcześnie, aby jednoznacznie określić skalę wpływu poluzowania fiskalnego na aktywność gospodarczą w Polsce, nie można wykluczyć wzrostu PKB na poziomie około lub powyżej 4% zarówno w 2025, jak i 2026 roku. Dla Polski kluczową zmianą wydaje się przede wszystkim prawdopodobne wyłączenie wydatków obronnych z unijnej procedury nadmiernego deficytu, co spowolni według nas tempo konsolidacji fiskalnej w nadchodzących kwartałach (nie uwzględniając wpływu luźniejszej polityki fiskalnej w Europie, NBP przewidywał wzrost gospodarczy w Polsce w tym i przyszłym roku odpowiednio na poziomie 3,7% i 2,9%).

Biorąc pod uwagę, że krajowa gospodarka prawdopodobnie przyspieszy w nadchodzących kwartałach, przewidujemy, że członkowie RPP będą preferować obniżki stóp procentowych w małych krokach (25pb / posiedzenie). W rezultacie, chociaż nadal zakładamy rozpoczęcie cyklu łagodzenia polityki w lipcu, obecnie widzimy tylko miejsce na 125pb cięć do końca roku (stopa referencyjna na poziomie 4,50% na koniec 2025 r.).

Ryzyko dla tego scenariusza jest naszym zdaniem skierowane w stronę wolniejszego cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w br. Biorąc bowiem pod uwagę dużą niepewność, Rada może zdecydować się na jeszcze większą ostrożność i na przykład obcinać stopy w odstępach dwumiesięcznych (trzy cięcia w lipcu, wrześniu i listopadzie) lub rozpocząć cięcia nieco później (wrzesień/listopad). Chcemy jednak zaznaczyć, że bardziej zdecydowane obniżki stóp procentowych również nie są całkowicie wykluczone, jeśli inflacja nadal będzie zaskakiwać w dół i/lub złoty wyraźnie się umocni (obecnie prognozujemy spadek kursu EURPLN do 4,10 w połowie 2025 r. i powrót w kierunku 4,20 do końca roku).

Mimo że ścieżka przyszłych stóp procentowych obarczona jest dużą niepewnością, podtrzymujemy prognozę, że do końca przyszłego roku stopa referencyjna w Polsce zostanie obniżona do 3,50%. Innymi słowy, mniej cięć w tym roku oznaczałoby więcej luzowania w 2026 roku. Nasze szacunki dotyczące docelowego poziomu stóp procentowych w cyklu mogłyby potencjalnie zostać zrewidowane w górę, gdyby wdrożenie inicjatyw fiskalnych w Europie przyniosło trwałe ożywienie perspektyw wzrostu gospodarczego i zwiększyło presję inflacyjną. Na razie jednak postrzegamy te działania bardziej jako cykliczny impuls niż strukturalną zmianę, która przesunęłaby w górę naturalną stopę procentową w Polsce.



## Departament Analiz Ekonomicznych i Sektorowych

Michał Dybuła, Główny Ekonomista

Marcin Kujawski, Starszy Ekonomista

Wojciech Stępień, Starszy Ekonomista ds. rynków 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.