



RPP: Zasadnicza zmiana nastawienia

X Obserwuj @BNP_rynk

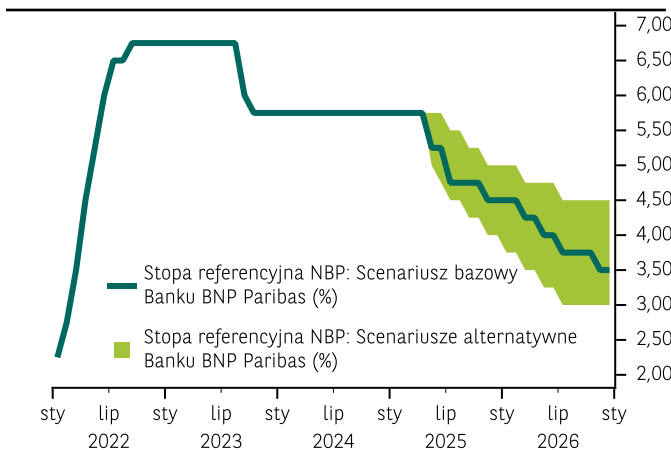
Choć w kwietniu Rada Polityki Pieniężnej (RPP) pozostawiła stopy procentowe Narodowego Banku Polskiego (NBP) na niezmiennym poziomie, to zakończone w środę posiedzenie RPP przyniosło zasadniczą zmianę w nastawieniu członków Rady do obniżek stóp procentowych. W trakcie czwartkowej konferencji prasowej Prezes NBP Adam Glapiński stwierdził, że w Radzie panuje obecnie przekonanie, iż w najbliższym czasie może pojawić się przestrzeń do złagodzenia polityki pieniężnej w Polsce, co naszym zdaniem sygnalizuje gotowość do takiego ruchu już na najbliższym posiedzeniu w maju.

W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że w przyszłym miesiącu stopy procentowe zostaną obniżone o 50pb (stopa referencyjna NBP w dół do 5,25%). W kolejnych miesiącach decyzje RPP będą wypadkową napływających danych makroekonomicznych. Mimo że dokładna ścieżka zejścia stóp procentowych z ich obecnego poziomu obarczona jest dużą niepewnością w dalszym ciągu uważamy, iż na koniec roku stopa referencyjna NBP spadnie do poziomu 4,50%, choć widzimy także możliwość głębszego cięcia do 4,00%. Jednocześnie nie zmieniamy naszej utrzymywanej od wielu miesięcy prognozy zakładającej, że docelowo stopa referencyjna w przyszłym roku zostanie obniżona do poziomu 3,50%.

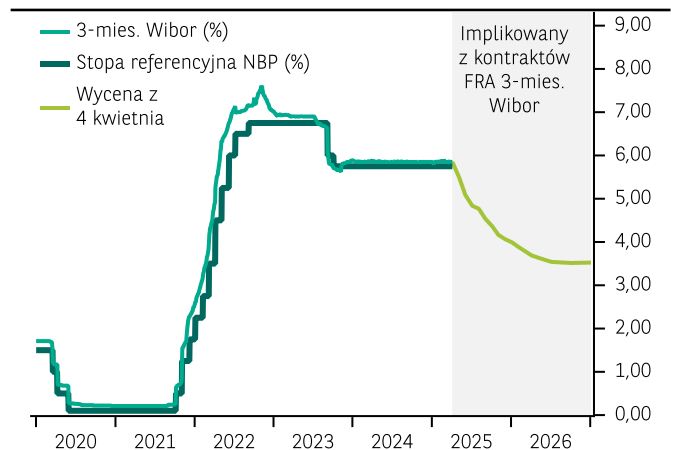
Fakt iż w obliczu niższych w ostatnim czasie danych o inflacji, wynagrodzeniach i aktywności gospodarczej w RPP doszło w kwietniu do złagodzenia stanowiska względem preferowanego poziomu stóp procentowych dało się już wyczuć w opublikowanym po środowym posiedzeniu komunikacie. Skalę tej „zasadniczej” jak nazwał ją Prezes Glapiński zmiany poznaliśmy jednak dopiero podczas czwartkowej konferencji szefa banku centralnego. O ile jeszcze w marcu Prezes wskazywał, iż większość Rady póki co nie widzi przesłanek do obniżenia stóp procentowych w Polsce, miesiąc później wydaje się, że to głosy nawołujące do braku zmian w polityce pieniężnej (bądź nawet jej zaostrzenia) stanowią mniejszość.

O ile od dłuższego czasu spodziewaliśmy się, że inflacja w Polsce zaskoczy i okaże się wyraźnie niższa od przewidywań Narodowego Banku Polskiego, co skłoni członków RPP do poparcia wniosków o obniżki stóp procentowych w tym roku, sądziliśmy że wykrystalizowanie się większości gotowej do zagłosowania za takim krokiem zajmie trochę czasu. Wygląda jednak na to, że Rada nie zamierza odwlekać tej decyzji w czasie. W efekcie obecnie pierwszej obniżki stóp procentowych w Polsce spodziewamy się już w maju, a nie jak dotychczas w lipcu.

Wykres 1: Stopa referencyjna NBP – prognoza BNP Paribas



Wykres 2: Przyszła ścieżka stóp procentowych – wycena rynkowa





Na taki scenariusz wskazał zresztą sam Prezes Glapiński, sugerując że jeśli najbliższe dane nie zaskoczą sam jest gotowy poprzeć decyzję o złagodzeniu polityki pieniężnej już w przyszłym miesiącu. Szacujemy skalę pierwszego cięcia na 25-50pb, jednak słaniamy się ku większej magnitudzie. W swoim wystąpieniu Prezes NBP wskazywał raczej na przestrzeń do dostosowania stóp procentowych, a nie rozpoczęcia cyklu. Poprzednio kiedy RPP zdecydowała się na „dostosowanie” parametrów polityki pieniężnej we wrześniu i październiku 2023 r. stopy procentowe zostały obniżone w dwóch ruchach łącznie o 100pb (75+25pb). Sądzymy, że obecnie większość Rady może optować za powtórzeniem takiego manewru w wersji 2 x 50pb z druga obniżką w czerwcu lub lipcu.

W sytuacji gdyby najbliższe dane o dynamice cen i/lub wynagrodzeniach nie były aż tak jednoznacznie dezinflacyjne jak statystyki z ostatnich miesięcy, nie wykluczamy, że Rada może zdecydować się na bardziej ostrożne kroki np. 2 obniżki po 25pb każda. Przy dużych niespodziankach w publikowanych w nadchodzących tygodniach danych, możliwe jest także opóźnienie decyzji o poluzowaniu polityki pieniężnej do lipca, kiedy przedstawiona zostanie kolejna przygotowywana przez analityków NBP projekcja inflacji.

Sądzymy, że w sytuacji podwyższonej niepewności co do otoczenia makroekonomicznego po redukcji stóp procentowych o 100pb, Rada zdecyduje się na przerwę. W efekcie w dalszym ciągu prognozujemy, iż na koniec roku stopa referencyjna spadnie do poziomu 4,50%. (jedna obniżka o 25pb jesienią jako domknięcie tegorocznego dostosowania). Przy utrzymaniu się spadkowej trajektorii inflacji, a także w sytuacji braku wyraźnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego w drugiej połowie bieżącego roku (dynamika PKB utrzymująca się w dalszym ciągu w przedziale 3-3,5%) widzimy możliwość głębszego spadku stóp procentowych do końca roku o dodatkowe 50pb.

Jednocześnie nie zmieniamy naszej utrzymywanej od wielu miesięcy prognozy zakładającej, że docelowo stopa referencyjna NBP w przyszłym roku zostanie obniżona do poziomu 3,50%. Na taki poziom wskazał również w trakcie swojej konferencji Prezes Glapiński. Chociaż w pierwszej połowie 2026 roku dynamika wzrostu PKB powinna zwyczajnie na skutek wydatkowania środków z Krajowego Planu Odbudowy oraz poluzowania fiskalnego w Unii Europejskiej (w tym zwłaszcza w Niemczech), to inflacja zmierną ku wynoszącemu 2,5% celowi NBP powinna pozwolić na dalsze stopniowe (w ruchach po 25pb) łagodzenie polityki pieniężnej 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.