



RPP: Niejednoznaczne sygnały prezesa NBP

[X Obserwuj @BNP_rynk](#)

W listopadzie Rada Polityki Pieniężnej (RPP) obniżyła stopy procentowe Narodowego Banku Polskiego (NBP) o 25pb, w tym główną stopę referencyjną do 4,25%. Decyzja była zgodna zarówno z naszą prognozą, jak i oczekiwaniami rynku. Powodem dalszego łagodzenia polityki pieniężnej jest niższa inflacja CPI i bazowa w październiku, a także korzystne perspektywy inflacji (pomimo już znacznego złagodzenia warunków monetarnych).

Zgodnie z nowymi projekcjami NBP, inflacja CPI wyniesie w tym roku średnio 3,7%, w 2026 roku spadnie do 3,0%, a w 2027 roku do 2,6%. Prognozy na lata 2025–26 są niższe niż w NBP zakładał w lipcu, zaś projekcja inflacji na 2027 rok jest tylko nieznacznie wyższa niż cztery miesiące temu. Jednocześnie nowe prognozy PKB zakładają szybszy wzrost gospodarczy zarówno w tym, jak i w przyszłym roku – odpowiednio o 3,5% i 3,7%. W 2027 roku tempo ekspansji ma spowolnić do 2,6%, ale prognoza ta jest i tak wyższa niż lipcowa.

Ciekawsza i ważniejsza od samej decyzji RPP i komentarza Rady po posiedzeniu była konferencja prasowa prezesa NBP i dwie istotne kwestie. Po pierwsze, prezes Glapiński nie wykluczył możliwości kolejnej obniżki stóp procentowych już na nadchodzącym posiedzeniu w grudniu. Po drugie zaś, jastrzębi komentarz szefa banku centralnego na temat ostatecznego poziomu stóp procentowych w obecnym cyklu luzowania polityki pieniężnej.

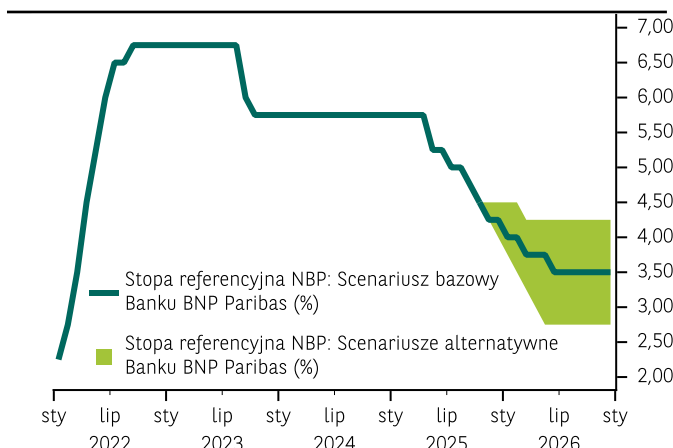
Prezes NBP wydaje się być bardziej przekonany co do możliwości kolejnej obniżki stóp procentowych, która miałaby miejsce już na grudniowym posiedzeniu, choć decyzja za miesiąc będzie oczywiście zależała od nadchodzących danych. Niemniej jego wypowiedź może stwarzać szansę na to, aby NBP dokonał jeszcze jednej obniżki stóp procentowych przed końcem roku.

Jednocześnie jednak prezes Glapiński zaostrzył swoją retorykę w sprawie docelowego poziomu głównej stopy referencyjnej. Szef NBP powiedział, że preferowałby główną stopę referencyjną na poziomie 4,00%, co wydaje się być wyraźną zmianą przekazu, gdyż ostatnio sugerował on jej docelowy poziom w przedziale 3,50-4,00%.

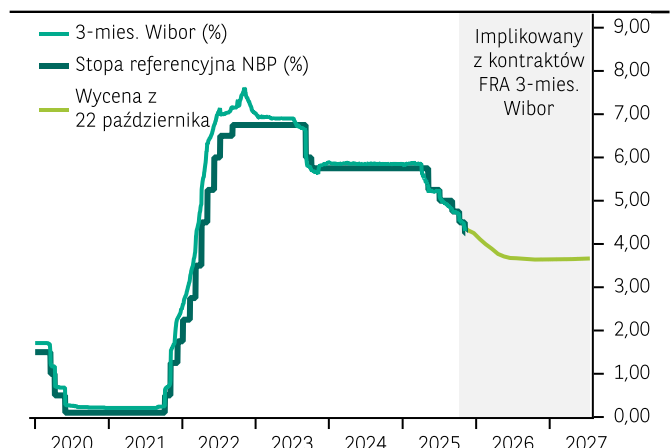
Ogólnie rzecz biorąc, wydźwięk konferencji prasowej zostanie prawdopodobnie zinterpretowany przez rynek jako jastrzębi, przy czym w centrum uwagi znajdują się wyższe szacunki prezesa NBP dotyczące docelowego poziomu stopy procentowej. Wrażenie jastrzębiego nastawienia banku centralnego może zostać dodatkowo wsparte przez innych członków Rady Polityki Pieniężnej w najbliższych dniach, którzy mogą być bardziej sceptyczni co do możliwości kolejnej obniżki stóp procentowych już w przyszłym miesiącu.

Jeśli chodzi o nasze oczekiwania, uważamy, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest utrzymanie przez RPP stóp procentowych na niezmiennym poziomie w grudniu. Sądzymy również, że docelowo stopa referencyjna spadnie do 3,50% w połowie przyszłego roku. Naszym zdaniem głównym powodem, dlaczego NBP zdecyduje się na dalsze korekty stóp procentowych, są perspektywy inflacji. Prognozujemy bowiem, że w przyszłym roku inflacja CPI będzie oscylować wokół celu NBP i będzie ogólnie niższa, niż bank centralny zakłada w swojej obecnej projekcji na 2026 rok.

Wykres 1: Stopa referencyjna NBP – prognoza BNP Paribas



Wykres 2: Przyszła ścieżka stóp procentowych – wycena rynkowa





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: Michał Dybuła

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.