

KOMENTARZ BIEŻĄCY

4 kwietnia 2025

Prezes NBP zapowiedział rychłe obniżenie stóp. Już w maju prawdopodobne cięcie o 50 pkt. baz.

• Podczas czwartkowej konferencji prasowej po posiedzeniu RPP prezes NBP Adam Glapiński poinformował, że „**radykałnie**” zmieniło się nastawienie większości członków RPP. Prezes NBP wskazał, że większość członków RPP „**oczekuje, że sytuacja będzie się zmieniać w kierunku obniżki stóp procentowych i (...) w najbliższym czasie może pojawić się przestrzeń do dostosowania polityki pieniężnej**”.

• Prezes Glapiński uzasadnił tak radykalną zmianę nastawienia większości Rady opublikowanymi w ostatnim okresie danymi z gospodarki: wyraźnie niższą dynamiką płać, korektą w dół inflacji CPI na początku roku (w konsekwencji zmiany wag w koszyku inflacyjnych obowiązującym w 2025 r.), obniżeniem inflacji bazowej (w pobliże górnej granicy odchyień od celu NBP), słabszymi wynikami sprzedaży detalicznej i produkcji w lutym. Prezes NBP powołał się także na deklaracje minister Klimatu i Środowiska nt. intencji stabilizacji cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych po III kw., kiedy przestaną obowiązywać zapisy ustawy o zamrożeniu cen energii dla gospodarstw domowych. Prezes NBP zaprezentował zrewidowaną ścieżkę inflacji na kolejne kwartały, która wg szacunków NBP, począwszy w I kw. 2025 r. wyniesie 4,9% wobec 5,4% z marcowej projekcji, w II kw. 4,5% wobec 5,2%, w III kw. 3,5% wobec 4,1%, w IV kw. 4,2% wobec 4,8%.

• Odpowiadając na pytania dziennikarzy o termin najbliższej obniżki stóp prezes NBP poinformował, że **obniżka stóp może nastąpić zarówno już w maju, jak i w każdym następnym miesiącu**. Na pytanie o skalę pierwszej obniżki prezes Glapiński odpowiedział, że **jeśli napłyną dobre dane (niższy CPI, niższa dynamika płać) to skala obniżki może wynieść 50 pkt. baz., natomiast jeśli dane będą gorsze to 25 pkt. baz.** Na pytanie o skalę obniżki w tym roku prezes wskazał, że „**gdyby było tak, że kolejne dane będą coraz lepsze to myślę, że to dostosowanie w tym roku może to wynieść 0,5% i 0,5% to na ten rok i tak byłoby już dużo, ale jeszcze coś na ten rok będzie można dodać, (...) w przyszłym roku stopy procentowe mogą znaleźć się w przedziale 3,5%**”.

• Choć w naszym dotychczasowym bazowym scenariuszu, zakładając obniżkę stóp w lipcu (czyli w nieodległej już perspektywie) można było się liczyć z potencjalnym złagodzeniem „nastawienia” RPP, to tak radykalna zmiana przekazu prezesa NBP jest niespodzianką. Przypomnijmy, że w ciągu ostatniego miesiąca prezes przeszedł od przekazu sygnalizującego, że nie wiadomo, czy obniżki w tym roku w ogóle nastąpią, do poinformowania, że do obniżki może dojść na najbliższym posiedzeniu i dopuszczeniu możliwości cięcia większego niż 25 pkt. baz. Jeszcze podczas marcowej konferencji prasowej prezes NBP mocno eksponował m.in. proinflacyjny wpływ luźnej polityki fiskalnej rządu. Ponadto w szeregu wypowiedzi członków RPP z ostatnich dni nie pojawił się wątek obniżek stóp w II kw., a wywiad sprzed kilku dni wiceprezes NBP Marty Kightley był utrzymany w konserwatywnym tonie, co można było odczytać jako sygnał utrzymania dotychczasowej linii myślenia prezesa NBP.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista
+48 515 111 698
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

- Tym samym RPP, podobnie jak to miało miejsce w przeszłości, ponownie zaskoczyła otoczenie, co świadczy o utrzymujących się wyzwaniach dla komunikacji banku centralnego.
- Próbuując znaleźć wytłumaczenie dla tak radykalnego zwrotu w komunikacji skłaniamy się do hipotezy, że **istotną rolę odegrała kombinacja bardziej sprzyjających warunków inflacyjnych (inflacja poniżej psychologicznego poziomu 5% na początku roku, wzrost prawdopodobieństwa, że w III kw. inflacja spadnie okresowo poniżej 3,5%) przy jednoczesnym wzroście obaw przed scenariuszem wyraźnego osłabienia aktywności gospodarczej, w szczególności w warunkach eskalacji napięć w handlu międzynarodowym.**
- Biorąc pod uwagę ułomną politykę komunikacyjną RPP sporym wyzwaniem jest określenie bazowej ścieżki stóp procentowych NBP w nadchodzących miesiącach, w szczególności w średniej perspektywie.
- Doświadczenie z jesieni 2023 r. uczy, że jeśli prezes NBP komunikuje intencję obniżki stóp, wtedy większość Rady nie zwleka z działaniami, pomimo zastrzeżenia się prezesa, że zmiany nie zostały jeszcze przesądzone, i że przyszła decyzja RPP zależy od napływających danych. Dlatego naszym zdaniem **w bazowym scenariuszu należy przyjąć, że już na najbliższym majowym posiedzeniu RPP dokona rozluźnienia polityki monetarnej.** Oznacza to przesunięcie w przód o dwa miesiące momentu oczekiwanej obniżki stóp (dotychczas zakładaliśmy obniżkę stóp w lipcu). Naszym zdaniem obniżce stóp w maju będzie sprzyjać spadek kwietniowego wskaźnika CPI w okolicie 4,5% – Rada ma adaptacyjną funkcję reakcji, w której bardzo dużo waży bieżąca inflacja.
- Większy dylemat dotyczy skali majowej obniżki stóp. Prezes NBP wskazał na 25 pkt. baz. lub 50 pkt. baz. w zależności od napływających danych. Ponownie, historia wskazuje, że jeśli prezes NBP dopuszcza większą skalę zmian, to następnie ona się materializuje. Wśród czynników, które mogą mieć znaczenie dla ostatecznej skali majowej obniżki stóp będą – po stronie większej skali obniżki stóp – kwietniowy spadek inflacji CPI w okolicie 4,5%, inflacja bazowa w okolicach 3,5%, ostateczne wprowadzenie zadeklarowanych przez 2.04 USA ceł wobec poszczególnych państw, które mają wejść w życie 9.04 (wzrost prawdopodobieństwa osłabienia aktywności gospodarczej). Z kolei po stronie mniejszej obniżki można wskazać – oczekiwane odreagowanie na bazie większej liczby dni roboczych dynamiki marcowych danych z gospodarki polskiej (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłu), oczekiwany wzrost marcowej dynamiki płać wobec wyniku z lutego, ewentualne odsunięcie w czasie przez USA wprowadzenia ogłoszonych ceł wobec poszczególnych krajów (spadek ryzyka osłabienia aktywności gospodarczej).
- **Obecnie większe prawdopodobieństwo przypisujemy majowej obniżce o 50 pkt. baz.** Za takim scenariuszem przemawiają m.in. dzisiejsze wypowiedzi członków RPP: Koteckiego i Kochalskiego wskazujących na wysokie prawdopodobieństwo takiej decyzji.
- Im dalszy horyzont prognozy tymi większa niepewność i większy wachlarz scenariuszy, szczególnie, że interpretowanie komunikacji prezesa NBP w odniesieniu do dłuższego okresu pozostaje wyzwaniem, a także wobec wysokiej zmienności otoczenia gospodarczego. Najkrócej ujmując, **oczekujemy, że w**

tym roku RPP łącznie obniży stopy o 100 pkt. baz. do 4,75% na koniec roku, uwzględniając: – sygnalizowane przez prezesa NBP oraz wspomnianych członków RPP przestrzeni do obniżek stóp rzędu ok. 100 pkt. baz.; – prognozowane przez nas utrzymanie inflacji powyżej 3,5% na koniec roku; – zakładane uniknięcie silnego spowolnienia gospodarki polskiej (uniknięcie skrajnie negatywnych scenariuszy dla gospodarki globalnej i europejskiej). Tym samym lekko skorygowaliśmy dotychczasowy nasz bazowy scenariusz (łączna obniżka stóp w tym roku o 75 pkt. baz.).

- **Przy założeniu, że Rada obniży stopy w maju o 50 pkt. baz. oceniamy, że do kolejnej obniżki stóp dojdzie w lipcu (25 pkt. baz.) – w oparciu o najnowszą projekcję inflacyjną NBP, a następnie we wrześniu (25 pkt. baz.)** – po sierpniowym okresowym spadku inflacji w okolice 3,5% lub poniżej. Oceniamy, że pod koniec roku Rada wyhamuje okresowo cykl obniżek z powodu obicia bieżącej inflacji powyżej górnej granicy celu NBP oraz wobec spadku bieżącej realnej stopy procentowej NBP.

- Jednocześnie biorąc pod uwagę bardzo nagłą zmianę retoryki RPP, dość chaotyczny przekaz prezesa podczas ostatniej czwartkowej konferencji (np. początkowo wskazanie jako preferowanego przez prezesa scenariusza jednorazowego dostosowania, a w dalszej części konferencji preferowanych dwóch obniżek o 50 pkt. baz. i ewentualnej dodatkowej obniżki w tym roku) prognozowana ścieżka stóp procentowych pozostaje bardzo niepewna. Być może w kolejnych kwartałach pojawią się nowe informacje rzucające więcej światła na powody nagłego zwrotu Rady, co pozwoliłoby lepiej określić bieżącą funkcję reakcji Rady i łącznie z uwzględnieniem scenariusza makroekonomicznego przedstawić „pewniejsze” prognozy kolejnych decyzji Rady.

	bieżący poziom	początek bieżącego cyklu		zmiany stóp		prognoza			
		data	z poziomu	ostatnia	najbliższa oczekiwana	2q25	3q25	4q25	1q26
stopa referencyjna	%	5,75		paź-23	maj-25	5,25	4,75	4,75	4,50
NBP		wrz-23	6,75	(-25 p.b.)	(-50 p.b.)				

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.