

# KOMENTARZ BIEŻĄCY

9 listopada 2023

## RPP tym razem zaskoczyła konserwatyzmem i nie zmieniła stóp procentowych.

- **Podczas listopadowego posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe NBP na dotychczasowym poziomie. Stopy banku centralnego wynoszą nadal: - stopa referencyjna NBP 5,75%, - stopa lombardowa: 6,25%, - stopa depozytowa: 5,25%, stopa redyskonta weksli: 5,80% oraz stopa dyskontowa weksli: 5,85%.**
- Decyzja RPP o utrzymaniu stóp bez zmian rozminęła się z powszechnymi oczekiwaniami – zdecydowana większość analityków (i my także) oraz rynki finansowe oczekiwały podczas listopadowego posiedzenia obniżki stóp NBP o 25 pkt. baz.
- W bazowym scenariuszu listopadowej obniżki stóp zakładaliśmy, że większość RPP podtrzyma dotychczasowy tryb „dostosowania” (zgodnie z terminologią RPP) stóp NBP do spadku bieżącej inflacji, Stąd po tym, jak w październiku inflacja obniżyła się o 1,7 pkt. proc. do 6,5% zakładaliśmy redukcję stóp o 25 pkt. pkt.. W [zapowiedzi](#) do decyzji Rady wskazaliśmy na ryzyko, że RPP może zmienić funkcję reakcji w warunkach oczekiwanego wyhamowania spadku inflacji na przełomie 2023 i 2024 r. w następstwie zmian administracyjnych tj. przywrócenia VAT-u na żywność, podwyżek cen energii. Takiemu scenariuszowi przypisaliśmy jednak niskie prawdopodobieństwo.
- **RPP uzasadniła swoją decyzję „dokonanym w poprzednich miesiącach dostosowaniem stóp procentowych NBP, a także niepewnością co do kształtu przyszłej polityki fiskalnej i regulacyjnej oraz jej wpływu na inflację”. Odniesienie do polityki fiskalnej i regulacyjnej wskazuje na przesunięcie akcentów w funkcji reakcji Rady z bieżącej inflacji na przyszłe tendencje inflacyjne i czynniki je kształtujące.**
- Jednocześnie, co ciekawe, pomimo przesunięcia akcentów na przyszłą inflację, najnowsza projekcja makroekonomiczna NBP nie wskazała na istotne pogorszenie perspektyw inflacji wobec projekcji z lipca, a wyniki projekcji nie zostały wskazane przez RPP jako przesłanki do decyzji o stabilizacji stóp . W najnowszej projekcji ścieżka prognozowanej inflacji została obniżona dla 2023 r. i 2024 r., a jedynie w przypadku 2025 r. została nieznacznie podwyższona. Zgodnie z komunikatem Rady najnowsza projekcja NBP przewiduje, że w 2023 r. inflacja z 50-proc. prawdopodobieństwem ukształtuje się w przedziale 11,3–11,5% (środek przedziału 11,4%) wobec 11,9% projekcji z lipca, 3,2–6,2% w 2024 r. (środek przedziału 4,7%) wobec 5,2% prognozowanych w lipcu, a w 2025 r. w przedziale 2,2–5,3% (środek przedziału 3,75%) wobec 3,6% w projekcji z lipca.
- Prognoza dynamiki PKB została obniżona dla 2023 r. i podwyższona dla I. 2024–2025. Projekcja NBP przewiduje, że dynamika PKB z 50-proc. prawdopodobieństwem ukształtuje się w 2023 r. w przedziale (-0,1)–0,6% (środek przedziału 0,25%) wobec 0,6% projekcji z lipca, 1,9–3,8% w 2024 r. (środek przedziału 2,85%) wobec 2,4% prognozowanych w lipcu) oraz 2,4–4,7% w 2025 r.

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

(środek przedziału 3,45%) wobec 3,3% w projekcji z lipca. Pełna projekcja wraz z „Raportem o inflacji” zostanie zaprezentowana w najbliższy piątek 10 listopada.

- Na podstawie decyzji RPP wnioskujemy, że póki co RPP zrezygnowała z dotychczasowej polityki „dostosowywania” stóp do spadającej bieżącej inflacji. Jeśli RPP nie zdecydowała się na obniżkę w reakcji na skokowy spadek inflacji i wskazała na ryzyko regulacyjne dot. inflacji, **praktycznie do zera spadło prawdopodobieństwo obniżek stóp co najmniej w najbliższych kilku miesiącach**, gdyż w tym okresie wg naszych oczekiwań inflacja znajdzie się w trendzie bocznym wahając się w okolicach bieżącego poziomu lub okresowo wzrośnie z początkiem 2024 r. Jednocześnie do początku przyszłego roku utrzyma się niepewność co do ostatecznych decyzji administracyjnych nowego rządu determinujących inflację w 2024 r.

- **Oceniamy, że w świetle dzisiejszej decyzji Rada wyraźnie podwyższyła poprzeczkę dla kolejnych obniżek stóp. Obecnie wydaje nam się, że dla decyzji o kolejnym poluzowaniu polityki monetarnej potrzebne będzie spełnienie co najmniej dwóch warunków – wzrostu realnych stóp procentowych NBP mierzonych bieżącą inflacją w okolice zera (tj. spadek bieżącej inflacji w okolice stopy referencyjnej NBP) i utrzymanie prognozowanej inflacji poniżej 3,5% w perspektywie oddziaływania polityki monetarnej (w 2025 r., a po wydłużeniu projekcji NBP – w 2026 r.).**

- Jeśli te założenia są słuszne, to naszym zdaniem potencjalne warunki dla kolejnej obniżki stóp o 25 pkt. baz. wystąpią najwcześniej w marcu 2024 r., w optymistycznym scenariuszu umiarkowanego przełożenia się przywrócenia VAT na żywność z początkiem 2024 r. i utrzymania „zamrożonych” cen nośników energii. W naszym bazowym scenariuszu inflacyjnym, w którym inflacja CPI ukształtuje się w okolicach 5,5% w II poł. 2024 r. wskazane warunki do kolejnych obniżek wystąpią w tym okresie. **Zatem obecnie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem zmian stóp procentowych NBP wydaje nam się poluzowanie polityki monetarnej w 2024 r. w przedziale 50–75 pkt. baz., z decyzjami rozłożonymi w czasie.**

- Pewną wskazówką, czy kierunek naszego wnioskowania jest poprawny może przynieść jutrzejsza konferencja prasowa prezesa NBP, dlatego z ostateczną prognozą stóp NBP wstrzymujemy się do jutrzejszej konferencji prezesa NBP.

- Jednocześnie należy zaznaczyć, że wobec ostatnich tak znaczących zmian retoryki RPP prognoza ścieżki stóp NBP w 2024 r. pozostanie obciążona bardzo wysokim ryzykiem.

**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.