

# KOMENTARZ BIEŻĄCY

6 grudnia 2023

## RPP tym razem nie zaskoczyła. Stopy NBP i konserwatywna retoryka Rady bez zmian.

- **Podczas grudniowego 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 była powszechnie oczekiwana. W listopadzie po nieoczekiwanej pauzie w obniżkach stóp prezes NBP wyraźnie zasygnalizował wstrzemięźliwość wobec dalszego rozluźniania polityki monetarnej przynajmniej do marca przyszłego roku, kiedy RPP zapozna się z kolejną projekcją makroekonomiczną NBP.
- **RPP powtórzyła w uzasadnieniu swej decyzji o pozostawieniu stóp bez zmian argumenty użyte po raz pierwszy w komunikacie po listopadowym posiedzeniu RPP. Wskazała na dokonane w poprzednich miesiącach dostosowanie stóp procentowych NBP, a także „niepewność co do kształtu przyszłej polityki fiskalnej i regulacyjnej oraz jej wpływu na inflację”, co interpretujemy jako podtrzymanie wstrzemięźliwości co do kolejnych obniżek stóp w najbliższych miesiącach.**
- Nowością w komunikacie jest odnotowanie przez Radę umocnienia kursu złotego, które wg RPP sprzyja obniżaniu inflacji oraz jest spójne z fundamentami polskiej gospodarki. W poprzednim komunikacie RPP wskazała jedynie, że „szybszemu obniżaniu inflacji sprzyjałoby umocnienie złotego”.
- Na podstawie dotychczasowych komunikatów i wypowiedzi „gołębich” dotychczas członków RPP nadal trudno określić jaka jest obecna funkcja reakcji RPP, czyli jakie warunki miałyby nastąpić, żeby RPP zdecydowała się na dalsze poluzowanie polityki monetarnej. Z dotychczasowego przekazu Rady można jedynie wywnioskować, że w krótkim okresie Rada wysoko zawiesiła poprzeczkę dla kolejnych obniżek stóp.
- **Wobec niepewności co do funkcji reakcji RPP pozostają raczej domniemania niż wnioski z komunikacji Rady. Domniemywamy zatem, że dla decyzji o kolejnym poluzowaniu polityki monetarnej potrzebne będzie spełnienie co najmniej dwóch warunków – trwałego spadku bieżącej inflacji w okolice stopy referencyjnej NBP i utrzymania prognozowanej w projekcji NBP inflacji poniżej 3,5% w perspektywie oddziaływania polityki monetarnej, tj. do w 2026 r.**
- Pierwszy z powyższych warunków (tj. spadek bieżącej inflacji w okolice stopy referencyjnej NBP) zależy w dużej mierze od ustawowych rozwiązań (utrzymanie „zamrożenia” cen nośników energii na bieżącym poziomie czy przywrócenie podstawowej stawki VAT na żywność). W coraz bardziej prawdopodobnym scenariuszu utrzymania w I połowie przyszłego roku „zamrożonych” cen nośników energii (zgodnie z projektem ustawy przedstawionym przez obecne partie opozycyjne, które zapewne jeszcze w

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

grudniu utworzą rząd) i przywrócenia podstawowej stawki VAT na żywność z początkiem 2024 r. (brak precyzyjnych informacji) szacujemy, że inflacja okresowo obniżyłaby się w I połowie roku w okolice 4,5% i powróciła powyżej 5% w II połowie roku. W takim scenariuszu potencjalnie warunki dla kolejnej obniżki stóp o 25 pkt. baz. mogłyby wystąpić już w marcu 2024 r.

- Choć powyższy scenariusz inflacyjny wydaje się coraz bardziej prawdopodobny, to trudno obecnie przyjmować go za bazowy do momentu powstania nowego rządu uchwalenia ustaw istotnych dla ścieżki inflacji w 2024 r. Po drugie zaś okresowy charakter proponowanych rozwiązań dot. zamrożenia cen nośników energii (tylko do czerwca 2024 r.) może być nadal podnoszony przez RPP jako źródło niepewności co do kształtu przyszłej polityki regulacyjnej i jej wpływu na inflację.

- W naszym bazowym scenariuszu inflacyjnym, w którym (niezależnie od wahań CPI w trakcie I półrocza) inflacja CPI ukształtuje się trwalej w okolicach 5,5% w II poł. 2024 r., wskazane warunki dla dalszego poluzowania polityki monetarnej powstaną właśnie w II połowie przyszłego roku. **Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem zmian stóp procentowych NBP wydaje nam się poluzowanie polityki monetarnej w II połowie 2024 r. łącznie o 50 baz. (dwie obniżki stóp po 25 pkt. baz.).**

- Ryzyko dla prognozy stóp NBP pozostaje podwyższone, zarówno ze względu na niepewność dot. ścieżki inflacji w 2024 r., jak również wskazaną niepewność co do faktycznej funkcji reakcji Rady.

- Jutro odbędzie się konferencja prasowa prezesa NBP. nt. perspektyw polityki monetarnej (g. 15.00). Trudno natomiast oczekiwać, aby przyniosła ona nowe informacje nt. funkcji reakcji RPP. Po pierwsze, wobec braku rozwiązań ustawowych kształtujących inflację w 2024 r. prezes NBP zapewne ponownie podniesie argument niepewności dot. przyszłej inflacji. Po drugie zaś, nie można wykluczyć, że większość jutrzejszej konferencji będzie dotyczyła ewentualnego wniosku o postawienie prezesa NBP przed Trybunałem Stanu.

	bieżący poziom	początek bieżącego cyklu		zmiany stóp		prognoza				
		data	z poziomu	ostatnia	najbliższa oczekiwana	1q24	2q24	3q24	4q24	
stopa referencyjna NBP	%	5,75	wrz-23	6,75	paź-23 (-25 p.b.)	lip-24 (-25 p.b.)	5,75	5,75	5,50	5,25

**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.