

Komentarz ekonomiczny

Projekcja bez większych zmian, poglądy RPP też

Marcin Sulewski, CFA tel. 22 534 18 84, marcin.sulewski@santander.pl

Marcin Luziński, tel. 22 534 18 85, marcin.luzinski@santander.pl

Zgodnie z oczekiwaniami, RPP nie zmieniła stóp procentowych, a komunikat nie różnił się w kluczowych punktach od poprzedniego. Ponownie podkreślone zostały relatywnie niski globalny wzrost gospodarczy za granicą oraz niepewność co do kształtowania się koniunktury w przyszłości.

Jednocześnie Rada – opierając się na najnowszych prognozach NBP – wciąż uważa, że mimo pewnego spowolnienia oczekiwanego w 2020 tempo wzrostu PKB w Polsce pozostanie relatywnie wysoko, a inflacja nie powinna w horyzoncie prognozy opuścić pasma dopuszczalnych wahań.

Adam Glapiński podtrzymał swój pogląd, że widzi duże prawdopodobieństwo braku zmian stóp do końca kadencji i wtórował mu Rafał Sura, który dodatkowo zasugerował ryzyko w dół dla prognoz inflacji. Większość w RPP popiera stabilizację stóp i naszym zdaniem nie dojdzie do zmian stóp ani w tym, ani w przyszłym roku.

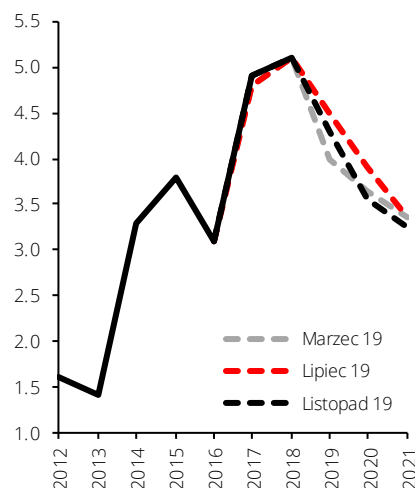
Zgodnie z oczekiwaniami, RPP nie zmieniła stóp procentowych, a komunikat nie różnił się w kluczowych punktach od poprzedniego. Ponownie podkreślone zostały relatywnie niski globalny wzrost gospodarczy za granicą oraz niepewność co do kształtowania się koniunktury w przyszłości.

Nowa projekcja pokazała nieznacznie niższą ścieżkę wzrostu PKB przy praktycznie niezmienionej ścieżce inflacji – największa różnica (+0,3 punktu procentowego) dotyczyła prognoz na 2019 r. Zdaniem Rady lekkie spowolnienie wzrostu w 2020 r. przy utrzymywaniu się inflacji w paśmie odchyleń wokół celu wspierają strategię utrzymywania stóp bez zmian.

Adam Glapiński podtrzymał swój pogląd, że widzi duże prawdopodobieństwo braku zmian stóp do końca kadencji (a gdyby były zmiany stóp to raczej w dół niż w górę). Wtórował mu Rafał Sura, który dodatkowo zasugerował ryzyko w dół dla prognoz inflacji (założono wzrost cen energii o 8% r/r, dodający 0,3 pp do inflacji, który mógłby się nie zrealizować). Łukasz Hardt podkreślił występowanie czynników proinflacyjnych: szybkiego wzrostu płac, cen usług, akcji kredytowej. Zdaniem Hardta optymalną strategią teraz jest „wait-and-see”, ale gdyby czynniki proinflacyjne przeważały nad spowolnieniem gospodarki i inflacja pozostałaby w okolicy 3% r/r, to rozważyłby lekkie dostosowanie stóp. Jednak większość w RPP popiera stabilizację stóp i naszym zdaniem nie dojdzie do zmian stóp ani w tym, ani w przyszłym roku.

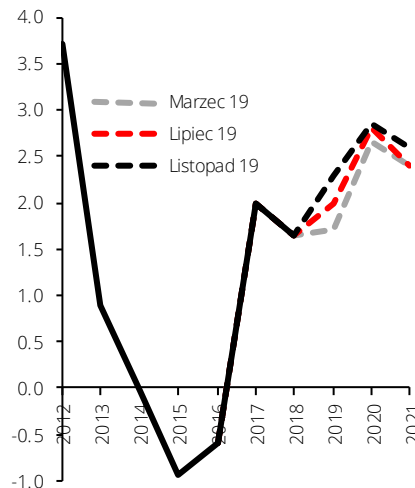
RPP podjęła uchwałę o zmianie reguł tworzenia rezerwy na ryzyko kursowe. Dotychczasowe przepisy obligowały NBP do tworzenia rezerwy z całości nadwyżki przychodów nad kosztami, obecne umożliwiają wykorzystanie w tym celu jedynie przychodów z dodatnich różnic kursowych netto (tak przynajmniej wynika z artykułu Adama Glapińskiego dla „Rzeczpospolitej”). W praktyce oznacza to, że rezerwa kursowa będzie budowana wolniej (wymagany poziom to 11,9 mld zł, równy kwocie niepokrytej skumulowanej straty z lat ubiegłych, a poziom rezerwy na koniec 2018 r. to 3,9 mld zł), a NBP będzie mógł przekazywać swój zysk do budżetu centralnego (z mocy ustawy trafia tam 95% zysku NBP) nawet gdy rezerwa nie będzie uzupełniona, czyli w praktyce w przyszłym roku. Według prezesa NBP zmiana ta będzie wspierała zdolność banku centralnego do osiągnięcia nadwyżki finansowej, co z kolei będzie korzystne na jego wiarygodności. Naszym zdaniem wypłata zysku przy nieodbudowanych rezerwach jest raczej dla wiarygodności banku centralnego ujemna i trudno wskazać argument za takim rozwiązaniem, poza zwiększeniem wpłaty do budżetu centralnego w najbliższych latach.

Prognozy inflacji PKB wg NBP (ścieżka centralna)



Źródło: NBP, Santander Bank Polska

Prognozy wzrostu CPI wg NBP (ścieżka centralna)



Źródło: NBP, Santander Bank Polska

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
 email: ekonomia@santander.pl
 Strona www: skarb.santander.pl
 Piotr Bielski 22 534 18 87
 Marcin Luziński 22 534 18 85
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23
 Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji

Uwaga: środki i zakres przedziałów, w których wzrost PKB i inflacja CPI znajdują się z 50-procentowym prawdopodobieństwem.

	Wzrost PKB			
	Lis 18	Mar 19	Lip 19	Lis 19
2018	4,8 (±0,4)	-	-	-
2019	3,55 (±0,85)	4,0 (±0,7)	4,5 (±0,6)	4,3 (±0,4)
2020	3,25 (±0,95)	3,65 (±0,95)	3,9 (±0,9)	(3,55±0,85)
2021	-	3,35 (±0,95)	3,35 (±0,95)	(3,25±0,95)
	Inflacja CPI			
2018	1,8 (±0,1)	-	-	-
2019	3,25 (±0,65)	1,7 (±0,5)	2,0 (±0,3)	2,3 (±0,1)
2020	2,9 (±1,0)	2,65 (±0,95)	2,8 (±0,9)	2,85 (±0,75)
2021	-	2,4 (±1,1)	2,4 (±1,1)	2,6 (±1,0)

Komunikat RPP (zmiany wobec październikowego komunikatu)

Napływające dane wskazują, że tempo wzrostu w gospodarce światowej pozostaje relatywnie niskie, a perspektywy oraz utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw kształtowania się globalnej koniunktury nadal się pogarszają. W strefie euro tempo wzrostu aktywności gospodarczej – wobec trwającej dekonunktury, wraz z trwającą dekonunkturą w przemyśle – utrzymuje się na niskim poziomie. Czynnikiem ograniczającym skalę spowolnienia wzrostu w tej strefie jest nadal dobra sytuacja w sektorze usług, roczna dynamika PKB w III kw. br. obniżyła się. W Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje dobra, choć odczyty wskaźników koniunktury sygnalizują osłabienie aktywności, wciąż jest relatywnie dobra, jednak tempo wzrostu PKB w III kwartale – w tej gospodarce również się zmniejszyło. Jednocześnie w Chinach napływające dane wskazują na dalsze obniżanie się tempa wzrostu gospodarczego dynamika aktywności gospodarczej w dalszym ciągu spowalnia.

We wrześniu nastąpił wzrost cen ropy naftowej na rynkach światowych, jednak ich poziom jest nadal niższy niż przed rokiem. Jednocześnie inflacja w wielu krajach utrzymuje obniżoną się w ostatnich miesiącach i nadal kształtuje się na umiarkowanym poziomie, czemu sprzyjają niższe niż przed rokiem ceny ropy naftowej. W szczególności niska jest inflacja w strefie euro.

Europejski Bank Centralny istotnie poluzował politykę pieniężną, obniżając stopę depozytową – po obniżeniu stopy depozytowej głębiej poniżej zera i ogłaszając wznowienie programu skupu aktywów oraz łagodząc warunki długoterminowych operacji refinansujących we wrześniu – utrzymuje ją na niezmiennym poziomie. Jednocześnie EBC zasygnalizował prawdopodobnie wznowił program skupu aktywów i sygnalizuje utrzymywanie stóp procentowych na obecnym lub niższym poziomie luznej polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach. Także Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych złagodziła politykę pieniężną, ponownie obniżając październiku po raz kolejny obniżyła stopy procentowe.

W Polsce utrzymuje się dobra koniunktura, chociaż napływające dane wskazują na prawdopodobne obniżenie się tempa wzrostu gospodarczego w III kw., do czego przyczynia się głównie osłabienie koniunktury za granicą. Stabilizująco na dynamikę PKB oddziałuje natomiast rosnąca konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń społecznych. Nadal rosną także inwestycje. Napływające dane wskazują jednocześnie na dalszy, choć wolniejszy wzrost inwestycji w gospodarce.

Inflacja we wrześniu październiku br. – według szybkiego szacunku GUS – wyniosła 2,65% r/r. Dynamika cen żywności, pomimo stopniowego obniżania się, pozostaje podwyższona i oddziałuje w kierunku wyższej dynamiki cen – oddziałuje głównie wcześniejszy istotny wzrost cen żywności i inflacji. Ograniczająco na dynamikę cen wpływają natomiast niższe niż przed rokiem ceny energii, w tym paliw. Jednocześnie inflacja bazowa utrzymuje się w ostatnim okresie wzrosła, pozostając jednak na umiarkowanym poziomie.

Rada zapoznała się z wynikami listopadowej projekcji inflacji i PKB przygotowanej przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP. Listopadowa projekcja uwzględnia dane i informacje opublikowane do 18 października br. Zgodnie z listopadową projekcją z modelu NECMOD roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,2–2,4% w 2019 r. (wobec 1,7–2,3% w projekcji z lipca 2019 r.), 2,1–3,6% w 2020 r. (wobec 1,9–3,7%) oraz 1,6–3,6% w 2021 r. (wobec 1,3–3,5%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,9–4,7% w 2019 r. (wobec 3,9–5,1% w projekcji z lipca 2019 r.), 2,7–4,4% w 2020 r. (wobec 3,0–4,8%) oraz 2,3–4,2% w 2021 r. (wobec 2,4–4,3%).

W ocenie Rady perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB – mimo oczekiwanego obniżenia – utrzyma się w najbliższych latach kwartałach na relatywnie wysokim poziomie. Wzrosła jednak jednocześnie utrzymuje się niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą oraz jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą. Inflacja – po przejściowym wzroście w I kw. 2020 r. – w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Taką ocenę wspierają wyniki listopadowej projekcji inflacji i PKB.

Rada ocenia, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Rada przyjęła Raport o inflacji – listopad 2019 r., podjęła uchwałę w sprawie zasad tworzenia i rozwiązywania rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych w Narodowym Banku Polskim oraz uchwałę zmieniającą uchwałę w sprawie zasad rachunkowości NBP.

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istnieje prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl