

Komentarz ekonomiczny

Polityka nierównych kroków

Marcin Luziński, tel. 510 026 662, marcin.luzinski@santander.pl

Piotr Bielski, tel. 691 393 119, piotr.bielski@santander.pl

Rada Polityki Pieniężnej ponownie zaskoczyła rynek podwyżką stóp, choć tym razem podniosła stopy mniej od oczekiwań (o 75 pb, wobec prognoz 100 pb). Stopa referencyjna wzrosła zatem do 5,25%. Złoty osłabił się o niecały 1% po decyzji Rady.

Kluczowe akapity w oficjalnym komunikacie RPP nie zmieniły się: dalsze decyzje wciąż będą zależały od napływających danych i brak wskazania, że cykl miałby się zbliżyć ku końcowi. Podobnie więc jak w poprzednich miesiącach komunikat w niewielkim stopniu pomaga nam wyjaśnić funkcję reakcji i sposób rozumowania RPP. Być może więcej światła rzuci na to jutrzejsza konferencja prasowa prezesa NBP o 15:00.

Naszym zdaniem zmniejszenie skali podwyżek może być odzwierciedleniem faktu, że wrażliwość banku centralnego na ewentualne pogorszenie koniunktury gospodarczej jest większa niż się wydawało uczestnikom rynku. Wprawdzie ostatnie dane ekonomiczne były lepsze od prognoz, ale wyhamowanie wzrostu gospodarczego jest na horyzoncie i prawdopodobnie świadomość tego w banku centralnym zaczyna rosnąć. Jednocześnie przyspieszenie inflacji w kwietniu miało mniejszą skalę niż miesiąc wcześniej, a złoty pozostawał stabilny. Powrót do nieco mniejszej skali podwyżek może sygnalizować nadzieję RPP, że stopy procentowe uda się zatrzymać docelowo na poziomie, który nie zaszkodzi nadmiernie wzrostowi PKB i bezrobociu. O tym czy to się faktycznie uda przesądzi zapewne dynamika inflacji w kolejnych miesiącach. Czy podwyżka w maju o 75pb przekreśla możliwość powrotu do większych kroków w kolejnych miesiącach? Naszym zdaniem nie. Wprawdzie wydaje się, że byłoby to ze szkodą dla wiarygodności banku centralnego, ale wykluczyć tego scenariusza raczej nie można gdyby wzrost CPI znów zaskoczył w górę bardzo mocno. W tej chwili zakładamy jednak, że wzrost inflacji w najbliższych miesiącach będzie miał mniejszą skalę niż ostatnio i w takim scenariuszu spodziewamy się, że RPP podniesie stopy o 75 punktów bazowych w czerwcu i 50 punktów bazowych. Jeśli – zgodnie z naszym scenariuszem – inflacja osiągnie szczyt w połowie roku, cykl podwyżek stóp procentowych może zakończyć się w lipcu na poziomie 6,50%. W sierpniu nie ma posiedzenia decyzyjnego RPP, a po wakacjach pogorszenie koniunktury gospodarczej będzie już naszym zdaniem mocno widoczne w danych. Rynek FRA wycenia wzrost stóp do ok. 7,50% na koniec roku.

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
email: ekonomia@santander.pl
www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
Piotr Bielski 22 534 18 87
Marcin Luziński 510 026 662
Grzegorz Ogonek 22 534 18 84

Zmiany wobec kwietniowego komunikatu

Na początku W I kw. 2022 r. koniunktura w gospodarce światowej pozostawała relatywnie korzystna, choć dynamika aktywności w części gospodarek się obniżyła się. Negatywnie na globalną koniunkturę oddziaływały utrzymujące się zaburzenia w handlu międzynarodowym oraz wysokie ceny surowców. Agresja zbrojna Rosji przeciw Ukrainie przyczyniła się do nasilenia tych czynników, a także do istotnego wzrostu niepewności dotyczącej dalszego kształtowania się sytuacji makroekonomicznej na świecie oraz wyraźnego pogorszenia nastrojów. Jednocześnie nastąpił dalszy wzrost cen surowców, a także nasiliły się zaburzenia w handlu międzynarodowym podmiotów gospodarczych. W efekcie w ostatnich miesiącach obniżone zostały prognozy wzrostu gospodarczego dla części gospodarek.

W wielu krajach nadal silnie rosła inflacja, osiągając najwyższe poziomy od dekad. Wysokie ceny surowców oraz przedłużające się zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży i transporcie międzynarodowym pozostają głównym źródłem wzrostu dynamiki cen. W części gospodarek do wzrostu cen przyczyniają się także rosące koszty pracy. W efekcie rośnie również inflacja bazowa. W związku z gospodarczymi konsekwencjami rosyjskiej agresji jednocześnie wyraźnie podwyższono też prognozy inflacji na najbliższe kwartały.

W warunkach silnego wzrostu inflacji wiele banków centralnych wycofuje akomodację monetarną, zacieśnia politykę pieniężną. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych w marcu zakończyła skup netto aktywów i po raz pierwszy od ponad trzech lat podwyższyła stopy procentowe. Z kolei EBC utrzymuje ujemne stopy procentowe, jednak zmniejsza skalę skupu aktywów. Jednocześnie banki centralne w Europie Środkowo-Wschodniej kontynuują podwyższanie stóp procentowych.

Dostępne dane wskazują, że w Polsce – po silnym wzroście PKB w IV kw. ub.r. – w I kw. br. utrzymała się wysoka dynamika aktywności gospodarczej. W marcu – pomimo pogorszenia nastrojów podmiotów gospodarczych w reakcji na co wskazują dane o agresję zbrojną Rosji przeciw Ukrainie – dynamika sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej pozostała wysoka. Jednocześnie nadal rośnie zatrudnienie, czemu towarzyszy wyraźny wzrost wynagrodzeń. Agresja zbrojna Rosji przeciw Ukrainie przyczyniła się do pogorszenia nastrojów podmiotów gospodarczych i stanowi istotny czynnik niepewności dla kształtowania się przyszłej aktywności gospodarczej na świecie i w Polsce. Niemniej jednak, m.in. ze względu na niewielki udział eksportu do Rosji i Ukrainy w polskiej sprzedaży zagranicznej, w kolejnych kwartałach można oczekiwać utrzymywania się korzystnej krajowej koniunktury w kolejnych kwartałach, choć prognozowane jest stopniowe spowolnienie wzrostu gospodarczego, a perspektywy koniunktury, zarówno w Polsce, jak i na świecie, obciążone są znaczną niepewnością związaną z wpływem rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie.

Inflacja w Polsce – według wstępnych danych GUS – wzrosła w marcu kwietniu 2022 r. do 10,912,3% r/r, do czego przyczynił się głównie silny wzrost cen paliw i innych nośników energii żywności ze względu na wzrost cen surowców rolnych na rynkach światowych związany z agresją zbrojną Rosji na Ukrainę. W kierunku istotnie podwyższonej inflacji nadal oddziałują także wcześniejszy wzrost cen wysokie światowe ceny surowców energetycznych i rolnych oraz wcześniejsze wzrosty regulowanych krajowych taryf na energię elektryczną, gaz ziemny i energię ciepłą. Jednocześnie wzrostom cen sprzyja także trwające ożywienie gospodarcze, w tym wzrost popytu stymulowany rosnącymi dochodami gospodarstw domowych. Inflację ograniczania natomiast obniżenie części stawek podatkowych w ramach Tarczy Antyinflacyjnej. W 2022 r. nadchodzących kwartałach inflacja pozostanie jednak istotnie podwyższona, do czego oprócz ze względu na dalsze oddziaływanie czynników wcześniej obecnie podwyższających dynamikę cen – przyczynią się ekonomiczne skutki rosyjskiej agresji zbrojnej, w tym związanych z rosyjską agresją zbrojną przeciw Ukrainie. W kolejnych latach, wraz z wygasaniem wpływu szoków obecnie podbijających ceny, inflacja będzie się obniżała. Obniżaniu inflacji powinno sprzyjać także umocnienie złotego, które w ocenie Rady będzie spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

Rada oceniła, że utrzymuje się ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Aby ograniczyć to ryzyko, a więc dążąc do obniżenia inflacji do celu NBP w średnim okresie, Rada postanowiła ponownie podwyższyć stopy procentowe NBP. Podwyższenie stóp procentowych NBP będzie także oddziaływać w kierunku ograniczenia oczekiwań inflacyjnych.

Dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej, w tym od wpływu agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie na polską gospodarkę.

NBP będzie podejmował wszelkie niezbędne działania w celu zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej, w tym przede wszystkim w celu ograniczenia ryzyka utrwalenia się podwyższonej inflacji. NBP może stosować interwencje na rynku walutowym, w szczególności w celu ograniczenia niezgodnych z kierunkiem prowadzonej polityki pieniężnej wahań kursu złotego.

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 istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązują 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