

Komentarz ekonomiczny

Jastrzębie łagodnieją

Piotr Bielski, tel. 691393119, piotr.bielski@santander.pl

Rada Polityki Pieniężnej podniosła stopy procentowe o 50 pb, mniej niż oczekiwano (konsensus rynkowy i nasza prognoza wynosiły 75 pb). Była to dziesiąta podwyżka z rzędu, a główna stopa referencyjna wzrosła tym samym do poziomu 6,50%.

Nowa projekcja NBP pokazuje znacznie wyższą inflację CPI w latach 2022-23 (środek przedziału w jakim inflacja znajdzie się z 50-proc. prawdopodobieństwem to odpowiednio 14,3% i 12,45%, oba poziomy ok. 3,5pp powyżej projekcji marcowej) i nieco niższą w 2024 r. (4,10%). Domyślamy się, że projekcja zakłada wygaśnięcie tarczy antyinflacyjnej w październiku 2022 r., zgodnie z obecnie obowiązującym stanem prawnym, co naszym zdaniem jest założeniem mało nierealistycznym; bardziej prawdopodobne jest, że tymczasowe obniżki podatków zostaną utrzymane aż do wyborów parlamentarnych (koniec 2023 r.). Oznacza to, że projekcja przeliczująca inflację w latach 2022-23 i niedoszacowuje w roku 2024. Prognoza PKB została obciążona w porównaniu z marcem o 1,75 pp w 2023 r. i o 0,5 pp w 2024 r. (odpowiednio do 1,25% i 2,25%). Nasza prognoza na 2023 r. jest bardzo zbliżona, co oznacza, że NBP bierze obecnie pod uwagę scenariusz technicznej recesji na przełomie 2022/2023.

Oficjalny komunikat RPP nie zawiera zbyt wielu informacji dotyczących perspektyw polityki pieniężnej, do czego zdążyliśmy się już przyzwyczaić - w kluczowych akapitach dokumentu nie ma praktycznie żadnych zmian. Jak pisaliśmy wcześniej, komunikat RPP stracił swoją funkcję ukierunkowywania oczekiwań rynkowych. Kluczowym kanałem komunikacji banku centralnego jest obecnie konferencja prasowa prezesa NBP, zaplanowana na piątek o 15:00.

Uważamy, że mniejsza od oczekiwań skala podwyżki stóp jest sygnałem, że RPP jest coraz bardziej zaniepokojona pogarszającymi się perspektywami wzrostu gospodarczego i oczekujemy, że jutro usłyszymy jeszcze więcej sygnałów od prezesa Glapińskiego o zbliżającym się końcu cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. Taki przekaz z NBP będzie negatywnym czynnikiem dla złotego w najbliższych tygodniach, gdyż główne światowe banki centralne prawdopodobnie pozostaną przy jastrzębiej retoryce. EURPLN skoczył na chwilę powyżej 4,80 zaraz po decyzji RPP, ale nie zdołał utrzymać tego poziomu, do czego mogła się przyczynić aktywność na rynku walutowym państwowego banku BGK. Na razie podtrzymujemy pogląd, że stopy NBP mogą osiągnąć szczyt na poziomie ok. 7% po wakacjach.

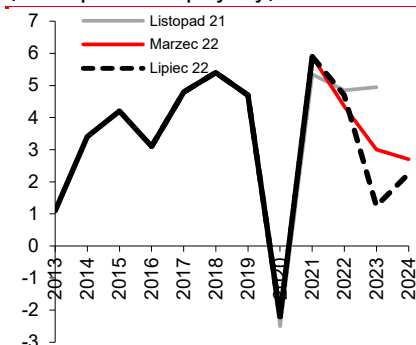
Projekcje inflacji i PKB w kolejnych *Raportach o inflacji*

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

	Wzrost PKB			
	Lip 21	Lis 21	Mar 22	Lip 22
2022	5.35 (±1.15)	4.85 (±1.05)	4.35 (±0.95)	4.7 (±0.8)
2023	5.3 (±1.2)	4.95 (±1.15)	3 (±1.1)	1.25 (±1.05)
2024	-	-	2.7 (±1.3)	2.25 (±1.25)
	Inflacja CPI			
	Lip 21	Lis 21	Mar 22	Lip 22
2022	3.3 (±0.8)	5.8 (±0.7)	10.75 (±1.45)	14.3 (±1.1)
2023	3.35 (±0.95)	3.65 (±0.95)	9 (±2)	12.45 (±2.65)
2024	-	-	4.25 (±1.45)	4.1 (±1.9)

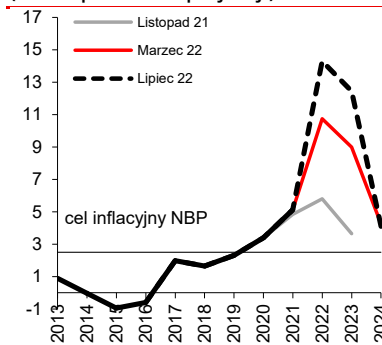
Źródło: NBP, Santander

Projekcje NBP dla wzrostu PKB
(środkie przedziały projekcji)



Źródło: NBP, Santander

Projekcje NBP dla inflacji CPI
(środkie przedziały projekcji)



Źródło: NBP, Santander

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
 Jarosław Kosaty 887 842 480
 Marcin Luźniński 510 027 662
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

Komunikat RPP (zmiany wobec komunikatu z czerwca)

Napływające informacje wskazują, że dynamika aktywności w gospodarce światowej stopniowo spowalnia. W II kw. br. ostatnich miesiącach nastąpiło wyraźne pogorszenie koniunktury. Koniunktura w największych gospodarkach rozwiniętych była relatywnie korzystna. Jednocześnie jednak w części gospodarek wschodzących, w tym w Chinach, przy wciąż relatywnie korzystnej koniunkturze w największych gospodarkach rozwiniętych dynamika aktywności gospodarczej wyraźnie się pogorszyła. W ostatnim okresie nasilają się także sygnały wyraźnego pogarszania perspektyw wzrostu gospodarki światowej. Negatywnie na aktywność gospodarczą na świecie oraz jej perspektywy oddziałują wysokie ceny surowców i komponentów do produkcji, utrzymujące się zaburzenia w funkcjonowaniu globalnych sieci dostaw oraz konsekwencje agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie.

Inflacja na świecie nadal rośnie, osiągając w wielu krajach najwyższe poziomy od dekad. Jednocześnie wyraźniej dalszym ciągu podwyższone są prognozy inflacji na najbliższe kwartały. Głównym źródłem wzrostu dynamiki cen pozostają wysokie ceny surowców oraz przedłużające się zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży i transporcie międzynarodowym, nasilone przez efekty wojny. W części gospodarek do wzrostu cen przyczyniają się także wysoka dynamika popytu i rosnące koszty pracy. W efekcie rośnie również inflacja bazowa.

W warunkach silnego wzrostu inflacji wiele banków centralnych zacieśniło w ostatnim okresie zacieśniało politykę pieniężną. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych zakończyła skup netto aktywów i podwyższa podwyższyła stopy procentowe. Z kolei EBC utrzymuje ujemne stopy procentowe, jednak zmniejsza skalę skupu aktywów. Banki centralne wielu gospodarek, w tym w Europie Środkowo-Wschodniej, kontynuują kontynuowały podwyższanie stóp procentowych.

W Polsce – według wstępnego szacunku GUS – wzrost PKB w I kw. dostępnego wyniósł 8,5% r/r, przy czym duży wkład do wzrostu miał przyrost zapasów, a dynamika konsumpcji i inwestycji obniżyła się. Dostępne dane miesięczne wskazują, że koniunktura w II kw. utrzymuje się, pozostawała korzystna, jednak dynamika aktywności gospodarczej obniżyła się. Jednocześnie nadal rośnie zatrudnienie, czemu towarzyszy dalszy spadek obniżenia się. Towarzyszy temu rekordowo niska stopa bezrobocia oraz wyraźny wzrost wynagrodzeń. W kolejnych kwartałach można oczekiwać utrzymywania się relatywnie korzystnej koniunktury, choć prognozowane jest dalsze spowolnienie wzrostu gospodarczego, a perspektywy koniunktury, zarówno w Polsce, jak i na świecie, obciążone są znaczną niepewnością.

Inflacja w Polsce – według wstępnego szacunku GUS – wzrosła w maju czerwca 2022 r. do 13,9-15,6% r/r. Podwyższona Wysoka inflacja wynika głównie z wcześniejszego silnego wzrostu światowych cen cen surowców energetycznych i rolnych – w znacznej części będących będącego konsekwencją rosyjskiej agresji przeciw Ukrainie – oraz wcześniejszych wzrostów regulowanych krajowych taryf na energię elektryczną, gaz ziemny i energię ciepłą. Inflacja jest także podwyższana przez efekty zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw i wysokie koszty transportu w handlu międzynarodowym. Jednocześnie wzrostowi cen w Polsce sprzyja utrzymujący się wysoki popyt pozwalający przenosić przedsiębiorstwom wzrost kosztów na ceny finalne. Inflację ogranicza natomiast obniżenie części stawek podatkowych w ramach Tarczy Antyinflacyjnej. W nadchodzących kwartałach oczekiwane jest utrzymanie się oddziaływania czynników obecnie podwyższających dynamikę cen, w tym związanych z rosyjską agresją zbrojną przeciw Ukrainie. Jednocześnie podwyższanie stóp procentowych NBP wraz z wygasaniem wpływu szoków obecnie podbijających ceny będzie oddziaływać w kierunku stopniowego obniżania się inflacji w kolejnych latach. Obniżaniu inflacji powinno sprzyjać sprzyjałoby także umocnienie złotego, które w ocenie Rady będzie byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

Rada zapoznała się z wynikami lipcowej projekcji inflacji i PKB z modelu NECMOD. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 22 czerwca 2022 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 13,2-15,4% w 2022 r. (wobec 9,3-12,2% w projekcji z marca 2022 r.), 9,8-15,1% w 2023 r. (wobec 7,0-11,0%) oraz 2,2-6,0% w 2024 r. (wobec 2,8-5,7%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,9-5,5% w 2022 r. (wobec 3,4-5,3% w projekcji z marca 2022 r.), 0,2-2,3% w 2023 r. (wobec 1,9-4,1%) oraz 1,0- 3,5 % w 2024 r. (wobec 1,4-4,0%).

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 którymkolwiek 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 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