

Komentarz ekonomiczny

Lekki retusz projekcji, RPP podkreśla ważność celu

Marcin Luziński, tel. 510 027 662, marcin.luzinski@santander.pl

RPP nie zmieniła stóp procentowych podczas marcowego posiedzenia, zgodnie z oczekiwaniami. Stopa referencyjna NBP pozostaje na poziomie 6,75%. Nowe prognozy NBP nie zmieniły się w stosunku do listopada: środkowa prognoza CPI na 2023 r. spadła do 11,9% z 13,2%, ale oczekiwania co do CPI w latach 2024-25 oraz cała ścieżka wzrostu PKB na lata 2023-2025 pozostały w zasadzie nietknięte. Komunikat po posiedzeniu zmienił się nieco w stosunku do lutego. W szczególności w ostatnim akapicie w zdaniu: „NBP będzie nadal podejmował wszelkie niezbędne działania dla zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej, w tym przede wszystkim dla powrotu inflacji do celu inflacyjnego NBP w średnim okresie”. Wcześniejsze komunikaty nie zawierały odniesienia do celu inflacyjnego (w tym miejscu znajdował się zapis „w tym przede wszystkim dla ograniczenia ryzyka utrwalenia się podwyższonej inflacji”). Ponadto RPP zwróciła uwagę na to, że w spadku inflacji sprzyjać będzie spowolnienie gospodarcze, widoczne zwłaszcza w konsumpcji i kredytach. Choć komunikat może brzmieć nieco bardziej jastrzębio niż ostatnio, ze względu na twardą deklarację orientacji na cel inflacyjny, to uważamy, że jest mało prawdopodobne, aby RPP wznowiła cykl podwyżek. Jak zwykle czekamy na jutrzejszą konferencję prezesa NBP, która – być może – pozwoli nieco więcej powiedzieć o perspektywach polityki pieniężnej.

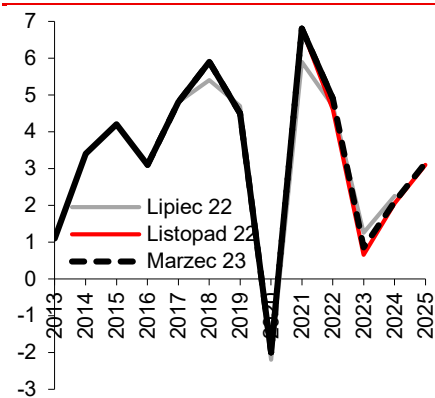
Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji:

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

	Wzrost PKB			
	Mar 22	Lip 22	Lis 22	Mar 23
2022	4.35 (±0.95)	4.7 (±0.8)	4.6 (±0.3)	-
2023	3 (±1.1)	1.25 (±1.05)	0.65 (±0.95)	0.85 (±0.95)
2024	2.7 (±1.3)	2.25 (±1.25)	2.05 (±1.05)	2.1 (±1)
2025			3.1 (±1.3)	3.15 (±1.15)
Inflacja CPI				
2022	10.75 (±1.45)	14.3 (±1.1)	14.45 (±0.05)	-
2023	9 (±2)	12.45 (±2.65)	13.2 (±2.1)	11.85 (±1.65)
2024	4.25 (±1.45)	4.1 (±1.9)	5.85 (±1.75)	5.7 (±1.8)
2025			3.5 (±1.4)	3.5 (±1.5)

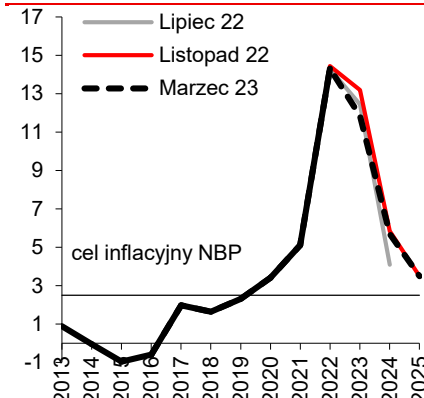
Źródło: NBP, Santander

Projekcje NBP dla wzrostu PKB
(środki przedziału projekcji)



Źródło: NBP, Santander

Projekcje NBP dla inflacji CPI
(środki przedziału 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 Luziński 510 027 662
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

Komunikat RPP (zmiany wobec komunikatu z lutego):

Wzrost gospodarczy na świecie w IV kw. 2022 r. spowolnił. W strefie euro – mimo pewnej poprawy w ostatnich miesiącach – koniunktura gospodarcza pozostaje osłabiona. Jednocześnie prognozy sygnalizują w największych gospodarkach obniżoną roczną dynamikę PKB. W szczególności w strefie euro nastąpił dalszy spadek tempa wzrostu gospodarczego. Choć wskaźniki koniunktury w tej gospodarce w ostatnim czasie nieznacznie się poprawiły, to prognozy w dalszym ciągu wskazują na wyraźne spowolnienie wzrostu PKB w br. Na aktywność w gospodarce światowej oraz jej perspektywę negatywnie oddziałują konsekwencje agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę, w tym wysokie ceny energii, a także zacieśnianie polityki pieniężnej na świecie. Utrzymuje się niepewność dotycząca dalszego wpływu tych szoków na koniunkturę globalną. 2023 r. Inflacja w wielu największych gospodarkach w ostatnim czasierozwiniętych obniżyła się, choć pozostaje. W większości gospodarek nadal jest ona jednak wysoka. Wysoka dynamika cen pozostaje pod silnym wpływem wysokich cen energii, wtórnych efektów, do czego przyczyniają się wtórne efekty wcześniejszych szoków podaźowych, w tym na rynkach surowcowych rynku energii, a także czynników popytowych: czynniki popytowe i rosnących kosztów wnoszące koszty pracy. W tych warunkach inflacja bazowa w większości krajów również jest wysoka. W ostatnich miesiącach obniżyły się jednak ceny niektórych surowców. Jednocześnie skata energetycznych, co wraz z ustępowaniem napięć w globalnych łańcuchach dostaw pozostaje wyraźnie niższa niż w I połowie ogranicza presję cenową. Jest to widoczne w systematycznie obniżającej się w konsekwencji następuje ograniczenie presji cenowej, co znajduje odzwierciedlenie w niższej dynamice cen produkcji w wietu krajach. Jednocześnie inflacja bazowa pozostaje wysoka.

W warunkach osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie, również w Polsce następuje spowolnienie aktywności gospodarczej. Zgodnie z wstępnym szacunkiem GUS w 2022 r. dynamika PKB obniżyła się do 4,9%, co wskazuje, że w IV kw. 2022 r. ub. r. roczna dynamika PKB najprawdopodobniej ponownie się obniżyła. Mimo osłabienia wzrostu, utrzymuje się dobra sytuacja na rynku pracy, w tym na niskim poziomie kształtuje się stopa bezrobocia. Jednocześnie dane z sektora przedsiębiorstw wskazują, że nominalny roczny wzrost przeciętnego wynagrodzenia w grudniu 2022 r. spowolnił wobec poprzedniego miesiąca. Inflacja CPI w Polsce w grudniu 2022 r. realna dynamika PKB obniżyła się do 16,6% r/r. Do spadku inflacji w ujęciu rok do roku względem listopada przyczyniła się w głównej mierze niższa dynamika cen nośników energii i paliw w związku ze spadkiem cen opatu i ropy naftowej. W całym 2022 r. zarówno inflacja CPI, jak i inflacja bazowa kształtowały się na wysokim poziomie. W warunkach wzrostu popytu następowało 2,0% r/r. W kierunku obniżenia wzrostu gospodarczego oddziaływało ograniczenie popytu konsumpcyjnego. Jednocześnie nadal rosną inwestycje. Mimo spowolnienia aktywności gospodarczej utrzymuje się dobra sytuacja na rynku pracy, w tym niskie bezrobocie. Liczba pracujących pozostaje przy tym wysoka, choć widoczny jest jej spadek w sektorze prywatnym.

Inflacja CPI w styczniu 2023 r. – według wstępnych danych GUS – wyniosła 17,2% r/r. Do wzrostu inflacji względem grudnia przyczyniło się w istotnej mierze podwyższenie stawek VAT na produkty energetyczne. Jednocześnie na poziom inflacji – pomimo stabilnej dynamiki popytu – wciąż oddziaływało przenoszenie na ceny dóbr konsumpcyjnych istotnego wzrostu kosztów, związanego z wcześniejszym silnym wzrostem cen surowców na rynkach światowych i zaburzeniami w globalnych łańcuchach dostaw. Ograniczając na dynamikę cen konsumpcyjnych w 2022 r. oddziaływała natomiast tzw. Tarcza Antyinflacyjna. W ostatnich miesiącach 2022 r. obniżyły się. Od kilku miesięcy obniżają się jednak ceny surowców oraz inflacja PPI, a zaburzenia w globalnych sieciach podaźowych były wyraźnie mniejsze niż wcześniej, co wraz z oczekiwanym spowolnieniem gospodarczym sygnalizuje stopniowe osłabianie się zewnętrznych szoków podaźowych. Wraz z osłabieniem aktywności gospodarczej będzie to oddziaływać w kierunku stopniowego osłabiania obniżenia krajowej dynamiki cen dóbr konsumpcyjnych: w kolejnych kwartałach.

Rada zapoznała się z wynikami marcowej projekcji inflacji i PKB z modelu NECMOD. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 28 lutego 2023 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 10,2 – 13,5% w 2023 r. (wobec 11,1 – 15,3% w projekcji z listopada 2022 r.), 3,9 – 7,5% w 2024 r. (wobec 4,1 – 7,6%) oraz 2,0 – 5,0% w 2025 r. (wobec 2,1 – 4,9%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -0,1 – 1,8% w 2023 r. (wobec -0,3 – 1,6% w projekcji z listopada 2022 r.), 1,1 – 3,1% w 2024 r. (wobec 1,0 – 3,1%) oraz 2,0 – 4,3% w 2025 r. (wobec 1,8 – 4,4%).

Rada ocenia, że osłabienie koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki wraz z zacieśnieniem polityki pieniężnej przez główne banki centralne będzie ze spadkiem cen surowców będzie nadal wpływać ograniczając na globalną inflację i ceny surowców. Pogorszenie koniunktury światowej działa także w kierunku obniżenia dynamiki wzrostu gospodarczego w Polsce. W takich warunkach dotychczasowe istotne, co oddziaływać będzie również w kierunku niższej dynamiki cen w Polsce. Do spadku krajowej inflacji będzie się przyczyniać osłabienie tempa wzrostu PKB, w tym konsumpcji, następujące w warunkach istotnego obniżenia dynamiki kredytu. W efekcie Rada ocenia, że dokonane wcześniej silne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP będzie sprzyjać obniżaniu prowadzić do obniżania się inflacji w Polsce w kierunku celu inflacyjnego NBP. Jednocześnie ze względu na skalę i trwałość oddziaływania wcześniejszych szoków, które pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, w krótkim okresie inflacja pozostanie wysoka, a powrót inflacji do celu inflacyjnego NBP będzie następował stopniowo. Taką ocenę wspiera marcowa projekcja inflacji i PKB.

Dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej, w tym od wpływu agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę na polską gospodarkę. 3/3 NBP będzie.

NBP będzie nadal podejmował wszelkie niezbędne działania dla zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej, w tym przede wszystkim dla ograniczenia ryzyka utrwalenia się podwyższonej powrotu inflacji do celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. 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 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