

Komentarz ekonomiczny

Do celu wciąż daleko

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

Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie, zgodnie z oczekiwaniami – stopa referencyjna nadal wynosi 6.75%. Komunikat prasowy po posiedzeniu zawiera główne wnioski z nowej projekcji NBP, która (zgodnie z naszymi przewidywaniami) pokazała jedynie niewielkie zmiany w porównaniu z poprzednią projekcją opublikowaną w marcu. Prognoza inflacji CPI w 2023 r. jest bardzo zbliżona do wcześniejszych szacunków, w 2024 r. nieco niższa (środek przedziału 5,25%, -0,45 pp wobec marca), a w 2025 r. minimalnie wyższa (środek 3,6%, +0,1 pp). Prognoza wzrostu PKB została obniżona w 2023 r. (prognoza centralna w dół z 0,85% do 0,55%) i nieznacznie podwyższona w latach 2024-25. Poza tym komunikat nie zawierał żadnych znaczących zmian w porównaniu z poprzednim. Co ważne, nie zawierał też wzmianki o zakończeniu cyklu podwyżek. Wyniki projekcji sugerują, że – pomimo pewnej poprawy profilu inflacji w bliskim terminie (niższy poziom w 2024 r.) – moment powrotu inflacji do celu 2,5% nie przybliżył się istotnie. Tym bardziej, że perspektywy PKB na kolejne lata uległy nieznacznej poprawie (pomimo niższej prognozy na 2023 r.). Daje to naszym zdaniem niewiele powodów dla gotębiego skrótu w polityce pieniężnej RPP. Oczywiście, niektórzy członkowie Rady mogą uznać projekcję za „zbyt wysoką”, tak jak miało to miejsce w przeszłości, ale wciąż uważamy, że RPP jest znacznie dalej od poważnej dyskusji o obniżkach stóp procentowych niż wycenia to rynek. Jutro prezes NBP prawdopodobnie powie więcej o perspektywach polityki pieniężnej na konferencji prasowej rozpoczynającej się o 15:00. Sądzymy, że ton wypowiedzi będzie podobny jak w poprzednich miesiącach – Głapiński powtórzy, że mimo sukcesów w walce z inflacją, wszystkie opcje w polityce pieniężnej pozostają na stole, a przyszłe decyzje będą zależne od danych.

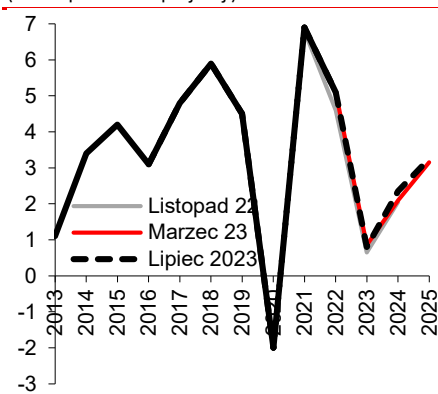
Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji:

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

	Wzrost PKB			
	Lip 22	Lis 22	Mar 23	Lip 23
2022	4.7 (±0.8)	4.6 (±0.3)	-	-
2023	1.25 (±1.05)	0.65 (±0.95)	0.85 (±0.95)	0.55 (±0.75)
2024	2.25 (±1.25)	2.05 (±1.05)	2.1 (±1)	2.35 (±0.95)
2025		3.1 (±1.3)	3.15 (±1.15)	3.25 (±1.15)
	Inflacja CPI			
	Lip 22	Lis 22	Mar 23	Lip 23
2022	14.3 (±1.1)	14.45 (±0.05)	-	-
2023	12.45 (±2.65)	13.2 (±2.1)	11.85 (±1.65)	11.90 (±0.80)
2024	4.1 (±1.9)	5.85 (±1.75)	5.7 (±1.8)	5.25 (±1.55)
2025		3.5 (±1.4)	3.5 (±1.5)	3.6 (±1.5)

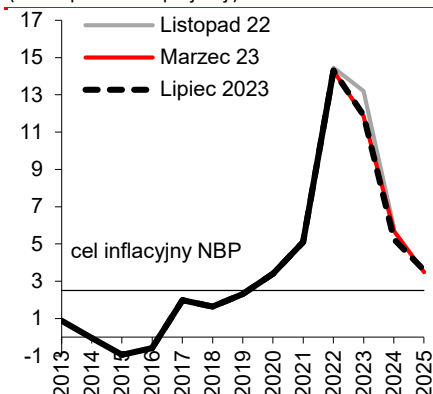
Źródło: NBP, Santander

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 691 393 119
Bartosz Biatas 22 534 1885
Cezary Chrapek, CFA 887 842 480
Marcin Luziński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

Komunikat RPP (zmiany wobec komunikatu z czerwca):

Koniunktura w gospodarce światowej – mimo poprawy części wskaźników w ostatnich miesiącach – pozostaje osłabiona. W strefie euro roczna dynamika aktywności w I kw. br. ~~nie~~ dalej się obniżyła, a w Niemczech nastąpił spadek PKB. Prognozy sygnalizują, że wzrost gospodarczy w otoczeniu polskiej gospodarki w bieżącym roku będzie niski. Jednocześnie utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw globalnej aktywności gospodarczej. W strefie euro, po spadku aktywności w poprzednich kwartałach, dynamika PKB w II kw. br. prawdopodobnie pozostała niska, w tym w związku z napięciami w sektorze bankowym w Stanach Zjednoczonych.

Towarzyszy temu spadek inflacji na świecie inflacja na świecie się obniża. W, choć w większości gospodarek roczna dynamika cen jest nadal jest ona jednak wysoka, do czego przyczyniają się wtórne efekty wcześniejszych szoków podaźowych, w tym na rynku energii, a także czynniki popytowe i rosnące koszty pracy. Jednak spadek cen wietru podwyższona. Spadek cen surowców wraz z ustąpieniem napięć w globalnych łańcuchach dostaw ogranicza presję cenową. Jest to, co jest widoczne w systematycznie obniżającej się dynamice wyrażnym spadku dynamiki cen produkcji. Jednocześnie inflacja bazowa pozostaje wysoka, choć w części w większości gospodarek następuje jej stopniowy spadek pozostaje podwyższona, choć stopniowo się obniża.

Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych i Europejski Bank Centralny w maju 2023 r. podwyższyły stopy procentowe. Z kolei wiele banków centralnych w gospodarkach wschodzących, w tym w Europie Środkowo-Wschodniej – po wcześniejszym silnym zacieśnieniu polityki pieniężnej – utrzymuje stopy procentowe bez zmian.

W warunkach osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie, również w Polsce nastąpiło spowolnienie dynamiki aktywności. Według wstępnego szacunku GUS roczna dynamika PKB w I kw. 2023 r. wyniosła -0,3%, przy dalszym ograniczeniu popytu konsumpcyjnego.

Jednocześnie nadal rosty inwestycje. W kwietniu br. sprzedaż Sprzedaż detaliczna i oraz produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa w maju 2023 r. obniżyły się w ujęciu rocznym. Mimo spowolnienia dynamiki aktywności gospodarczej utrzymuje się dobra sytuacja na rynku pracy, w tym niskie bezrobocie. Liczba pracujących pozostaje przy tym wysoka, choćale towarzyszy temu niski roczny wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyhamowuje.

Według szybkiego szacunku GUS inflacja roczny wskaźnik inflacji CPI w maju czerwcu 2023 r. obniżyła ponownie się do obniżył i wyniósł 11,5% (wobec 13,0% r/r wobec 14,7% r/r w kwietniu w maju br.). Jednocześnie drugi miesiąc z rzędu ogólny poziom cen konsumpcyjnych nie zmienił się. Do niższej inflacji w ujęciu rok do roku przyczynił się głównie spadek rocznej dynamiki zarówno cen energii oraz – w mniejszym stopniu – żywności i napojów bezalkoholowych, jak i oraz części pozostałych kategorii dóbr. Uwzględniając dane GUS, należy oczekiwać można szacować, że – po niewielkim spadku w kwietniu – w maju istotnie czerwcu ponownie obniżyła się także inflacja bazowa. Jednocześnie na poziom rocznego wskaźnika inflacji – pomimo osłabionej 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. W dalszym ciągu obniżają się jednak ceny surowców oraz Jednocześnie nadal silnie spada inflacja PPI, co sygnalizuje dalsze osłabianie się zewnętrznych szoków podaźowych. Wrz z niższą dynamiką aktywności gospodarczej będzie to oddziaływać w kierunku obniżenia krajowej dalszego obniżania dynamiki cen dóbr konsumpcyjnych w kolejnych kwartałach.

Rada zapoznała się z wynikami lipcowej projekcji inflacji i PKB z modelu NECMOD. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniając dane dostępne do 22 czerwca 2023 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 11,1 – 12,7% w 2023 r. (wobec 10,2 – 13,5% w projekcji z marca 2023 r.), 3,7 – 6,8% w 2024 r. (wobec 3,9 – 7,5%) oraz 2,1 – 5,1% w 2025 r. (wobec 2,0 – 5,0%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -0,2 – 1,3% w 2023 r. (wobec -0,1 – 1,8% w projekcji z marca 2023 r.), 1,4 – 3,3% w 2024 r. (wobec 1,1 – 3,1%) oraz 2,1 – 4,4% w 2025 r. (wobec 2,0 – 4,3%).

Rada ocenia, że osłabienie koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki wraz ze spadkiem cen surowców będzie nadal wpływać ograniczająco na globalną inflację, co będzie w dalszym ciągu oddziaływać również w kierunku niższej dynamiki cen w Polsce. Do spadku krajowej inflacji będzie się przyczyniać osłabienie dynamiki PKB, w tym konsumpcji, następujące w warunkach istotnego obniżenia dynamiki kredytu. W efekcie Rada ocenia, że dokonane wcześniej silne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP będzie prowadzić prowadzi 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, powrót inflacji do celu inflacyjnego NBP będzie następował stopniowo. Szybszemu obniżaniu inflacji sprzyjałoby umocnienie złotego, które w ocenie Rady byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

Dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej.

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. 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