

Komentarz ekonomiczny

Jedna mocna obniżka zamiast trzech mniejszych?

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

Rada Polityki Pieniężnej RPP obniżyła główną stopę procentową o 75 pb, do 6,00%. Znacznie większa od oczekiwań obniżka (nikt z analityków nie przewidywał zmiany o więcej niż 25pb, my obstawialiśmy, że nieco bardziej prawdopodobne jest odłożenie obniżki o 25pb na październik) spowodowała natychmiastowe ostabienie złotego (EURPLN z 4,50 na 4,56) i wystromienie krzywej rentowności (2L -15pb, 10L początkowo lekko w dół, a potem w górę).

W komunikacie prasowym RPP data do zrozumienia, że powodem decyzji były słabsze od oczekiwań dane o aktywności gospodarczej, które zdaniem RPP "sygnalizują niższą od oczekiwań presję popytową", która z kolei będzie działać w kierunku szybszego powrotu inflacji do celu. Wzrost PKB w II kw. 23 wyniósł -0,6% r/r wobec -0,1% w lipcowej projekcji NBP, popyt krajowy wyniósł -4,1% wobec -2,2% r/r w projekcji. Stabe były też pierwsze odczyty z III kwartału i odczyty PMI. Rozczarowanie musiało być na tyle duże, żeby uzasadnić po pierwsze odejście od warunku rozpoczęcia obniżek sformułowanego przez prezesa NBP w lipcu, a po drugie zaaplikowanie od razu bardzo agresywnego ruchu. Przypomnijmy, że w lipcu prezes NBP stwierdził, że warunkiem do rozpoczęcia redukcji stóp jest inflacja CPI na poziomie jednocyfrowym (w sierpniu było blisko, ale jednak powyżej 10% r/r), a dodatkowo zapewnił, że Rada nie będzie dokonywać gwałtownych zmian stóp i będzie poruszać się małymi krokami o 25 pb.

RPP napisała w komunikacie, że "dokonała dostosowania" stóp procentowych, które będzie sprzyjać realizacji celu inflacyjnego NBP w średnim okresie, biorąc pod uwagę m.in. opóźnienia w transmisji monetarnej, a kolejne decyzje Rady będą zależały od napływających danych. Użycie sformułowania o "dostosowaniu" stóp (którym w ostatnich latach się nie posługiwano) mogłoby teoretycznie sugerować jednorazowe działanie, a nie rozpoczęcie cyklu obniżek. Jednak z treści komunikatu RPP nie wyciągalibyśmy zbyt daleko idących wniosków. Więcej nt. perspektyw polityki pieniężnej zapewne przekaze jutrzejsza konferencja prezesa NBP. Przypomnijmy, że w lipcu oficjalny komunikat w ogóle nie wspominał o zakończeniu cyklu podwyżek; ogłosił to dopiero Adam Glapiński na konferencji.

Zakładamy, że dokonana we wrześniu redukcja stóp była jednorazowym skonsumowaniem skali łagodzenia polityki pieniężnej wycenianej przez rynek finansowy na ten rok i pozwoli RPP na pauzę w kolejnych miesiącach. W październiku RPP wstrzyma się z działaniami twierdząc, że musi poczekać na więcej danych i nową projekcję inflacji. Z kolei w listopadzie projekcja, uwzględniająca m.in. wpływ dzisiejszej obniżki stóp, słabszego złotego, wyższych cen ropy, ekspansywnej polityki fiskalnej w 2024 r., nie powinna naszym zdaniem dać argumentów za dalszym luzowaniem polityki pieniężnej, pokazując, że powrót inflacji do celu nie przybliży się, a być może oddala. W kolejnych miesiącach będzie naszym zdaniem coraz bardziej widoczne przewidywane przez nas ożywienie gospodarcze i wyhamowanie spadkowego trendu inflacji. Dlatego utrzymujemy nasze wcześniejsze założenie, że główna stopa referencyjna NBP zakończy ten rok na poziomie 6,0% i w kolejnych miesiącach pozostanie przynajmniej do połowy 2024 r.

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 Białas 22 534 1885
Cezary Chrapek, CFA 887 842 480
Marcin Luźniński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

Komunikat RPP (zmiany wobec komunikatu z lipca):

Koniunktura w gospodarce światowej pozostaje osłabiona. Jednocześnie utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw globalnej aktywności gospodarczej największych gospodarek. W strefie euro, po spadku aktywności w poprzednich kwartalach, roczna dynamika PKB w II kw. 2023 r. br. prawdopodobnie pozostała niska, ponownie spowolniła, przy czym w Niemczech była ujemna. Dane napływające w III kw. wskazują na dalsze pogorszenie koniunktury w strefie euro.

Towarzyszy temu dalszy spadek inflacji na świecie, choć w wielu gospodarkach, przy czym w większości gospodarek krajów roczna dynamika cen jest nadal podwyższona. Spadek cen niższe ceny surowców wraz z ustąpieniem napięć w globalnych łańcuchach dostaw ogranicza ograniczają presję cenową, co jest widoczne w wyraźnym spadku dynamiki cen produkcji w wielu gospodarkach. Jednocześnie inflacja bazowa w większości gospodarek pozostaje podwyższona, choć stopniowo się obniża.

W warunkach osłabienia wzrostu gospodarczego osłabionej koniunktury na świecie, również w Polsce nastąpiło spowolnienie/obniżenie dynamiki aktywności. Według wstępnego szacunku GUS roczna dynamika PKB w II kw. 2023 r. wyniosła -0,6%, przy dalszym ograniczeniu popytu konsumpcyjnego. Jednocześnie nadal rosti inwestycje. Sprzedaż detaliczna oraz produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa w maju lipcu 2023 r. obniżyły się w ujęciu rocznym. Mimo spowolnienia dynamiki aktywności gospodarczej utrzymuje się dobra sytuacja na rynku pracy, w tym niskie bezrobocie. Liczba/choć liczba pracujących pozostaje przy tym wysoka, ale towarzyszy temu niski to wyhamowuje roczny wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw.

Według szybkiego szacunku GUS roczny wskaźnik inflacji CPI w czerwcu/sierpniu 2023 r. ponownie wyraźnie się obniżył i wyniósł 11,5/10,1% (wobec 13,0/10,8% w maju/lipcu br.). Jednocześnie drugi miesiąc z rzędu w ujęciu miesięcznym ogólny poziom cen konsumpcyjnych – po spadku o 0,2% w lipcu br. – w sierpniu nie zmienił się. Do niższego spadku inflacji w ujęciu rok do roku przyczynił się głównie spadek rocznej dynamiki cen energii oraz – w mniejszym stopniu – żywności i napojów bezalkoholowych oraz części pozostałych kategorii dóbr. Uwzględniając dane GUS, można szacować, że w czerwcu/sierpniu ponownie obniżyła się także inflacja bazowa. Jednocześnie nadal silnie spada inflacja PPI, co sygnalizuje dalsze osłabianie się w lipcu br. ceny produkcji sprzedanej przemysłu były niższe niż przed rokiem, potwierdzając wygasanie zewnętrznych szoków podażowych oraz ograniczenie presji kosztowej. Wraz z niższą dynamiką aktywności gospodarczej będzie to oddziaływać w kierunku dalszego obniżania spadku dynamiki cen dóbr konsumpcyjnych w kolejnych kwartałach.

Rada zapoznana się z wynikami lipcowej projekcji Wyraźnemu spadkowi inflacji i PKB z modelu NECMOD. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 22 czerwca – towarzyszy obniżeniu się oczekiwań inflacyjnych, co oddziałuje 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. Rada ocenia, że silne zacieśnienie/wzrostu restrykcyjności polityki pieniężnej NBP prowadzi do obniżania się inflacji w Polsce w kierunku.

W ocenie Rady napływające w ostatnim czasie dane wskazują na mniejszą od wcześniejszych oczekiwań presję popytową, co będzie oddziaływać w kierunku szybszego powrotu inflacji do celu inflacyjnego NBP. Jednocześnie ze względu na skalę i trwałość oddziaływania wcześniejszych szoków, które pozostają poza wpływem krajowej Biorąc pod uwagę te uwarunkowania – a także opóźnienia, z jakimi decyzje w zakresie polityki pieniężnej, powrót inflacji do wpływają na gospodarkę – Rada dokonała dostosowania stóp procentowych NBP, które będzie sprzyjać realizacji celu inflacyjnego NBP będzie następował stopniowo. Szybszemu w średnim okresie. Rada podtrzymała ocenę, że 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