

Komentarz ekonomiczny

Liczy się tylko trwały powrót do celu

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

RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian w lutym, zgodnie z oczekiwaniami. Stopa referencyjna nadal wynosi 5,75%. RPP zwróciła uwagę w komunikacie, że presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostaje niska, co będzie sprzyjać spadkowi inflacji. Jednocześnie Rada podkreśliła, że niepewność związana z polityką fiskalną i ożywieniem gospodarczym pozostaje wysoka. Elementy te pozostają w miarę niezmienione w porównaniu z komunikatem sprzed miesiąca. Pojawiły się natomiast nowe elementy. Po pierwsze, RPP zauważa, że wzrost cen przyspieszy ze względu na wygaszenie „tarcz antyinflacyjnych” oraz na podwyżki płac w sektorze publicznym. Po drugie, Rada zmieniła nieco ostatni akapit swojego komunikatu. Wcześniej stwierdzała on, że NBP będzie kontynuować działania mające na celu obniżenie inflacji do celu. Teraz dodano, że NBP chce trwale obniżyć inflację do celu.

Sądzymy, że jest bardzo prawdopodobne, że CPI osiągnie 2,5% r/r w marcu, nim ponownie wzrośnie w okolice 6-7%. Domyślamy się, że RPP napisała o trwałości powrotu do celu, bo tak jak my spodziewa się jedynie tymczasowego powrotu inflacji CPI do 2,5% r/r. Zmianą tą Rada chce dać do zrozumienia, że nie skłoni jej to do złagodzenia polityki pieniężnej. Warte uwagi jest to, że RPP podkreśla czynniki, które mogą wpłynąć na podwyższenie CPI w przyszłości, a nie skupiła się na słabszych danych gospodarczych za IV kw. 2023 r., w szczególności tych powiązanych z konsumpcją prywatną, które mogłyby mieć odwrotny efekt na inflację.

Ogólnie, postrzegamy komunikat jako względnie jastrzębi i oczekujemy, że RPP powróci do łagodzenia polityki pieniężnej dopiero pod koniec roku i obniży stopy łącznie o 50 pb w IV kw. 2024 r.

Porównanie komunikatu RPP z lutego i ze stycznia

Koniunktura w gospodarce światowej pozostaje osłabiona, choć jest zróżnicowana między największymi gospodarkami. Napływające dane wskazują, że w IV kw. 2023 r. roczna dynamika aktywności gospodarczej PKB w strefie euro, w tym pozostała zbliżona do zera, a w Niemczech, ponownie była nadal niskiejemna. Natomiast w Stanach Zjednoczonych koniunktura dynamika PKB pozostała relatywnie korzystna wysoka. Utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw aktywności w największych gospodarkach.

W otoczeniu polskiej gospodarki trwa proces dezinflacji, przy czym w wielu krajach roczna dynamika cen jest nadal podwyższona. W kierunku spadku inflacji oddziałuje ograniczenie presji kosztowej, widoczne w spadku cen produkcji w przemyśle, jak również niska dynamika aktywności gospodarczej. W tych warunkach w wielu gospodarkach następuje spadek inflacji bazowej, choć jest ona nadal podwyższona.

W Polsce, napływające dane sygnalizują, że roczna dynamika aktywności gospodarczej w IV kw. 2023 r. wzrosła, jednak pozostała relatywnie niska. Po wcześniejszym wzroście w październiku 2023 r., sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa w listopadzie 2023 r. były niższe niż przed rokiem. Jednocześnie dalej rośnie produkcja budowlano-montażowa. Mimo osłabionej dynamiki aktywności gospodarczej zgodnie z wstępnym szacunkiem GUS, w 2023 r. dynamika PKB wyniosła 0,2%, co wskazuje, że w IV kw. 2023 r. roczne tempo wzrostu gospodarczego zwiększyło się, choć pozostało relatywnie niskie. Jednocześnie utrzymuje się dobra sytuacja na rynku pracy, w tym niskie bezrobocie. Choć liczba pracujących pozostaje wysoka, to zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w listopadzie grudniu 2023 r. było niższe niż na początku ubiegłego roku.

Według szybkiego szacunku GUS roczny wskaźnik inflacji CPI w grudniu 2023 r. obniżył się do 6,72% (z 6,6% w listopadzie 2023 r.). Uwzględniając dane GUS, można szacować, że doDo spadku inflacji w ujęciu rok do roku przyczyniło się przede wszystkim obniżenie rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych, a także inflacji bazowej. W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast wzrost rocznej dynamiki cen energii. W listopadzie grudniu 2023 r. ceny produkcji sprzedanej przemysłu były ponownie istotnie niższe niż przed rokiem, potwierdzając wygaszenie większości zewnętrznych szoków podaźowych oraz ograniczenie presji kosztowej. Wraz z relatywnie niską dynamiką aktywności gospodarczej oddziałuje to w kierunku spadku inflacji. Rada ocenia, że obniżaniu inflacji sprzyja umocnienie kursu złotego, które jest spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

W ocenie Rady napływające dane wskazują, że pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego, presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i spadku presji inflacyjnej za granicą oddziaływać będzieoddziałuje w kierunku stopniowego spadku niższej krajowej inflacji. W najbliższych miesiącach kw. 2024 r. roczna dynamika CPI prawdopodobnie istotnie spadnie, przy czym spadek inflacji bazowej będzie wolniejszy. Jednocześnie

W kolejnych kwartatach kształtowanie się inflacji w kolejnych kwartatach obarczone jest jednak niepewnością, w tym związaną z wpływem polityki fiskalnej i regulacyjnej na procesy cenowe, a także tempem ożywienia gospodarczego w Polsce. W przypadku przywrócenia wyższej stawki podatku VAT na żywność oraz podniesienia cen energii, w II połowie 2024 r. inflacja może istotnie wzrosnąć. Jednocześnie w kierunku wyższej presji popytowej w gospodarce

oddziaływać będzie podwyższona dynamika nominalnych wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym.

W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmienionym poziomie. Rada ocenia, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

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 trwałego powrotu inflacji do celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. NBP może stosować interwencje na rynku walutowym.

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

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