

Komentarz ekonomiczny

Więcej optymizmu w prognozach NBP

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

Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian, w tym stopę referencyjną na poziomie 5,75%, zgodnie z oczekiwaniami.

Wyniki nowej projekcji NBP, ujawnione w komunikacie RPP, wskazują na bardziej optymistyczny scenariusz wzrostu PKB w latach 2024-2025 (średnia odpowiednio 3,5% i 4,25%) oraz niższą trajektorię inflacji: średnio 3,55% w 2024 r., 3,60% w 2025 r., 2,9% w 2026 r. Taki poziom inflacji w 2026 roku oznacza zapewne, że pod koniec horyzontu prognozy następuje powrót do celu 2.5%.

Projekcje nadal opierają się na niezbyt realistycznym założeniu, że tzw. tarcze antyinflacyjne zostaną utrzymane do końca horyzontu prognozy. Na marginesie, ciekawe będzie jak bank centralny uzasadni mocne obniżenie punktu startowego projekcji inflacji wobec listopada. Nasze prognozy CPI w tym czasie przesunęły się w dół głównie ze względu na wydłużenie przez rząd działań ostonowych w zakresie cen żywności i energii (odpowiednio do końca marca i czerwca), natomiast w projekcjach NBP to założenie nie uległo przecież zmianie.

RPP przyznaje w komunikacie, że w związku z przyjętym założeniem dot. działań ostonowych ryzyko dla projekcji inflacji jest wysoce asymetryczne (w górę) i inflacja może znacząco wzrosnąć w drugiej połowie 2024 roku. Podkreśla też, że szybki wzrost płac sprzyjałby wyższej presji inflacyjnej w średnim terminie. Obecny poziom stóp procentowych jest nadal postrzegany przez Radę jako spójny z doprowadzeniem inflacji do celu w średnim okresie, a kolejne decyzje mają być determinowane przez przyszłe informacje o perspektywach inflacji i aktywności gospodarczej.

Podsumowując, komunikat RPP postrzegamy jako potwierdzenie, że Rada nie zamierza w najbliższym czasie łagodzić polityki pieniężnej. Od listopada widzimy zmianę w funkcji reakcji RPP i większe niż wcześniej skupienie na średnioterminowych perspektywach inflacji, na ryzyku wydłużenia powrotu inflacji do celu z uwagi na odporność gospodarki, napięcia na rynku pracy, dość ekspansywną politykę fiskalną. Coraz bardziej optymistyczne perspektywy wzrostu gospodarczego i prognoza inflacji, która wprawdzie zbiega do celu w średnim terminie, ale bazuje na założeniach, które najprawdopodobniej nie wytrzymają konfrontacji z rzeczywistością, pozwolą na uzasadnienie utrzymania polityki pieniężnej bez zmian.

Czekając na konferencję prezesa Głapińskiego w czwartek o 15:00 która może przynieść nowe wskazówki nt perspektyw polityki pieniężnej, wciąż zakładamy, że stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian jeszcze przynajmniej przez rok. Temu scenariuszowi sprzyja fakt, że rozpoczęcie cyklu obniżek przez główne banki centralne (Fed, EBC) też raczej się nie przybliży, a oddala w czasie.

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.

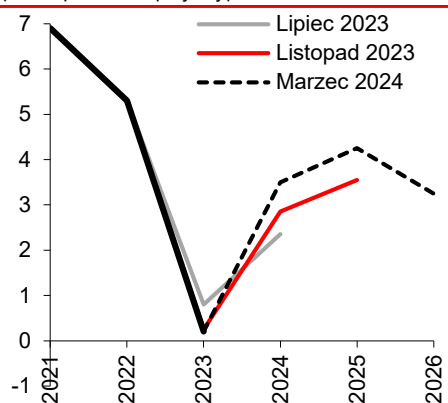
	Wzrost PKB			
	Mar 23	Lip 23	Lis 23	Mar 24
2023	0.85 (±0.95)	0.55 (±0.75)	0.25 (±0.35)	
2024	2.1 (±1)	2.35 (±0.95)	2.85 (±0.95)	3.50 (±0.80)
2025	3.15 (±1.15)	3.25 (±1.15)	3.55 (±1.15)	4.25 (±1.05)
2026				3.25 (±1.25)
	Inflacja CPI			
2023	11.85 (±1.65)	11.90 (±0.80)	11.4 (±0.1)	
2024	5.7 (±1.8)	5.25 (±1.55)	4.7 (±1.5)	3.55 (±0.75)
2025	3.5 (±1.5)	3.6 (±1.5)	3.75 (±1.55)	3.60 (±1.40)
2026				2.90 (±1.40)

Źródło: NBP, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

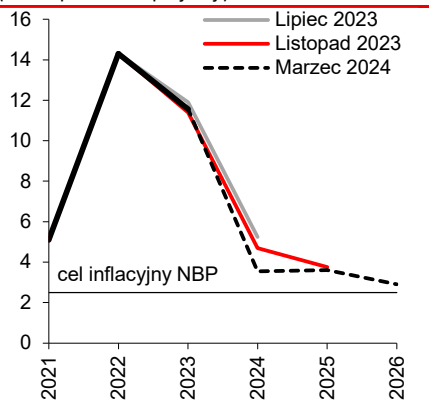
al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
 email: ekonomia@santander.pl
 www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
 Piotr Bielski 691 393 119
 Bartosz Białas 22 534 1885
 Cezary Chrapek, CFA 887 842 480
 Marcin Luźniński 510 027 662
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

Projekcje NBP dla wzrostu PKB
(środki przedziału projekcji)



Źródło: NBP, Santander

Projekcje NBP dla inflacji CPI
(środki przedziału projekcji)



Źródło: NBP, Santander

Komunikat RPP (zmiany wobec komunikatu z lutego):

Koniunktura w gospodarce światowej pozostaje ostabiona, choć jest zróżnicowana między największymi gospodarkami. W IV kw. 2023 r. roczna dynamika PKB w strefie euro pozostała zbliżona do zera, a w Niemczech ponownie była ujemna. Natomiast w Stanach Zjednoczonych dynamika PKB pozostała relatywnie 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 także spadek inflacji bazowej, choć jest ona nadal podwyższona.

W Polsce, zgodnie następuje stopniowe ożywienie aktywności, choć roczna dynamika PKB pozostaje relatywnie niska. Zgodnie z wstępnym szacunkiem GUS, w ~~wzrost PKB 2023 r.~~ dynamika PKB wyniosła 0,2%, co wskazuje, że w IV kw. ~~2023 r.~~ 2023 r. roczne tempo wzrostu gospodarczego zwiększyło się, choć pozostało relatywnie niskie: wyniosł 1,0%. Dodatkowo na wzrost PKB oddziaływał wkład eksportu netto oraz inwestycji. Jednocześnie utrzymuje obniżyła się dynamika konsumpcji. Napływające dane sygnalizują wzrost dynamiki aktywności gospodarczej w I kw. br.

Utrzymuje się dobra sytuacja na rynku pracy, w tym niskie bezrobocie. Choć liczba pracujących pozostaje wysoka, to zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w grudniu 2023 ~~styczeniu 2024 r.~~ było niższe niż na początku ubiegłego roku ~~rok wcześniej~~. Jednocześnie wzrosła roczna dynamika wynagrodzeń.

Roczny ~~Według wstępnych danych GUS~~ roczny wskaźnik inflacji CPI w grudniu 2023 ~~styczeniu 2024 r.~~ obniżył się do 6,23,9% (z 6,62% w listopadzie ~~grudniu 2023 r.~~). Do 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 wszystkich głównych składowych koszyka CPI, w tym przede wszystkim cen ~~żywności i napojów bezalkoholowych~~ energii. W grudniu 2023 ~~styczeniu 2024 r.~~ ceny pogłębił się spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu ~~były ponownie istotnie niższe niż przed rokiem~~, potwierdzając wygasanie 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.

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 15 lutego 2024 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,8 – 4,3% w 2024 r. (wobec 3,2 – 6,2% w projekcji z listopada 2023 r.), 2,2 – 5,0% w 2025 r. (wobec 2,2 – 5,3%) oraz 1,5 – 4,3% w 2026 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,7 – 4,3% w 2024 r. (wobec 1,9 – 3,8% w projekcji z listopada 2023 r.), 3,2 – 5,3% w 2025 r. (wobec 2,4 – 4,7%) oraz 2,0 – 4,5% w 2026 r. W bieżącej rundzie projekcja inflacji jest obciążona znaczną niepewnością, w tym co do horyzontu, w jakim będą obowiązywać działania ostonowe w zakresie cen żywności i energii, a także ich kształtu. Ze względu na przyjęte założenie o utrzymaniu tych działań w obecnie obowiązującej formie do końca horyzontu projekcji, rozkład niepewności dla inflacji jest wyraźnie asymetryczny. W przypadku 2024 r. prawdopodobieństwo ukształtowania się rocznej dynamiki cen powyżej 50-procentowego przedziału wynosi 43%, a poniżej 7%.

W ocenie Rady napływające dane wskazują, że pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego, presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają niskie, co w warunkach ostabionej koniunktury i spadku presji inflacyjnej za granicą oddziałuje w kierunku niższej krajowej inflacji. W I kw. 2024 r. ~~efekcie~~, oczekuje się, że w najbliższych miesiącach roczna dynamika CPI prawdopodobnie istotnie spadnie, przy czym będzie kształtowała się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP. Jednocześnie spadek inflacji bazowej będzie wolniejszy i inflacja bazowa utrzyma się powyżej inflacji CPI.

W kolejnych kwartatach kształtowanie się inflacji obciążone jest jednak ~~znaczną~~ niepewnością, w tym związaną z wpływem polityki fiskalnej i regulacyjnej na procesy cenowe, a także tempem ożywienia gospodarczego w Polsce ~~oraz sytuacją na rynku pracy~~. W przypadku przywrócenia wyższej stawki podatku VAT na żywność oraz podniesienia cen energii, w II połowie 2024 r. inflacja może istotnie wzrosnąć. Jednocześnie w ~~średnim okresie~~ w kierunku wyższej presji popytowej w gospodarce oddziaływać będzie podwyższona dynamika nominalnych ~~wzrost~~ wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym.

W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym 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.

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