

Komentarz ekonomiczny

Nowa projekcja nie przybliży obniżek stóp

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

RPP utrzymała stopy procentowe bez zmian na marcowym posiedzeniu, zgodnie z oczekiwaniami. Komunikat ponownie nie uległ większym zmianom, ale wydawał się nieco bardziej jastrzębi, ponieważ członkowie RPP kilkakrotnie podkreślili, że zagregowany popyt rośnie. Nowe prognozy NBP pokazały wyższą ścieżkę PKB - środkowy punkt 50% przedziału ufności wypadł na poziomie 3,75% w 2025 r. wobec 3,35% poprzednio i 2,95% w 2026 r. wobec 2,85% poprzednio. Natomiast wzrost PKB w 2027 r., pokazany po raz pierwszy, jest oczekiwany na zaskakująco niskim poziomie 2,3%. Prognozy CPI zostały obniżone dla 2025 r. do 4,9% z 5,4%, ale podniesione dla 2026 r. do 3,4% z 2,75%. W 2027 r. inflacja ma być średnio zgodna z celem inflacyjnym 2,5%. Prognoza z listopada 2024 r. została zbudowana przy założeniu, że ceny energii zostaną odmrożone na początku 2025 r. i zakładamy, że przedłużenie zamrożenia do września 2025 r. jest jednym z głównych czynników wpływających na zmianę ścieżki CPI w 2025 i 2026. Szczegóły prognozy zostaną przedstawione w piątek lub poniedziałek. Wyższy wzrost PKB oraz wyższa inflacja w średnim terminie wspierają pogląd RPP, a zwłaszcza prezesa NBP, by nie spieszyć się z obniżkami stóp procentowych. Pierwszej obniżki spodziewamy się w lipcu.

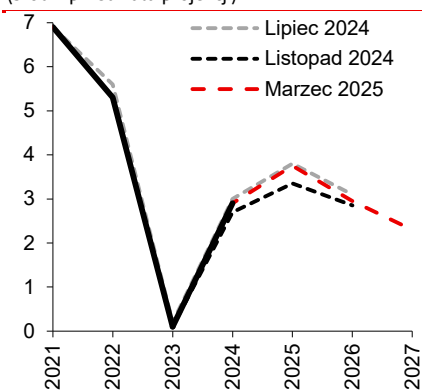
Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji:

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

| | Wzrost PKB | | | |
|------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | Mar 24 | Lip 24 | Lis 24 | Mar 25 |
| 2024 | 3.50 (±0.80) | 3.00 (±0.70) | 2.70 (±0.4) | - |
| 2025 | 4.25 (±1.05) | 3.80 (±1.00) | 3.35 (±0.95) | 3,75 (±0,85) |
| 2026 | 3.25 (±1.25) | 3.10 (±1.20) | 2.85 (±1.1) | 2,95 (±1,05) |
| 2027 | | | | 2,30 (±1,2) |
| | Inflacja CPI | | | |
| | Mar 24 | Lip 24 | Lis 24 | Mar 25 |
| 2024 | 3.55 (±0.75) | 3.70 (±0.60) | 3.65 (±0.05) | - |
| 2025 | 3.60 (±1.40) | 5.25 (±1.35) | 5.40 (±1.2) | 4,90 (±0,8) |
| 2026 | 2.90 (±1.40) | 2.80 (±1.50) | 2.75 (±1.35) | 3,40 (±1,4) |
| 2027 | | | | 2,50 (±1,4) |

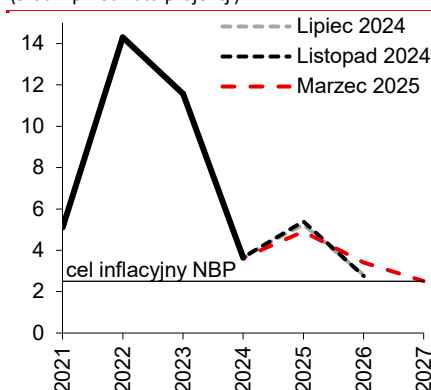
Źródło: NBP, Santander

Projekcje NBP dla wzrostu PKB
(średki przedziału projekcji)



Źródło: NBP, Santander

Projekcje NBP dla inflacji CPI
(średki 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 517 881 807
 Marcin Luzziński 510 027 662
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

Komunikat RPP (zmiany wobec komunikatu z lutego):

~~Koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki pozostaje stabilna.~~ W IV kw. 2024 r. roczna dynamika PKB w strefie euro ~~była nadal umiarkowana, w tym przyspieszyła, przy czym~~ w Niemczech była nieznacznie ujemna. Natomiast w Stanach Zjednoczonych roczne tempo wzrostu aktywności gospodarczej w IV kw. 2024 r. było zbliżone do wieloletniej średniej. ~~Utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw aktywności w największych gospodarkach, w tym w związku z możliwymi zmianami polityki handlowej na świecie.~~

Inflacja w największych gospodarkach rozwiniętych kształtuje się nieco powyżej celów inflacyjnych banków centralnych. ~~Jednocześnie inflacja bazowa jest nadal wyższa od inflacji ogółem, głównie~~ wskutek podwyższonej inflacji bazowej, w tym dynamiki cen usług. ~~Perspektywy aktywności i inflacji na świecie obciążone są niepewnością, w tym w związku ze zmianami polityki handlowej.~~

~~W Polsce, zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS, w 2024 r. dynamika PKB wyniosła 2,9%, co wskazuje, że w IV kw. 2024 r. roczny wzrost gospodarczy prawdopodobnie przyspieszył. W Polsce wzrost PKB w IV kw. 2024 r. – według wstępnego szacunku GUS – przyspieszył do 3,2% r/r (wobec 2,7% r/r w III kw.). Jednocześnie przyspieszył wzrost popytu krajowego (do 4,8% r/r), w tym konsumpcyjnego. W styczniu br. wyraźnie wzrosły roczne dynamiki sprzedaży detalicznej i produkcji budowlano-montażowej, natomiast dynamika produkcji przemysłowej była ujemna.~~ Na rynku pracy utrzymuje się niskie bezrobocie i wysoka liczba pracujących, choć zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w ~~grudniu 2024~~ styczniu 2025 r. było niższe niż rok wcześniej. Jednocześnie dynamika wynagrodzeń nadal kształtuje się na wysokim poziomie.

~~Roczny~~ Według wstępnych danych GUS ~~roczny~~ wskaźnik inflacji CPI w ~~grudniu 2024 r.~~ wyniósł 4,7% (wobec 4,7% w listopadzie ub.r.). ~~Wzrost~~ styczniu 2025 r. ~~wzrósł do 5,3%. Do wzrostu inflacji w II połowie 2024 r. względem listopada 2024 r. przyczyniły się głównie z~~ podwyżek dokonanych podwyżki administrowanych cen energii – w tym przede wszystkim częściowe odmrożenie cen nośników energii; od lipca 2024 r. oraz podwyższenie taryf na dystrybucję gazu ziemnego od stycznia 2025 r. – a także – choć w mniejszym stopniu – z wyższej rocznej dynamiki wyższa roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych. ~~Jednocześnie na podwyższonym poziomie utrzymuje się wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii. Jednocześnie podwyższona jest także inflacja bazowa, głównie ze względu na~~ wysoką dynamikę szybki wzrost cen usług. ~~Przyczynia się do tego wysoka dynamika wynagrodzeń, w tym w związku z~~ podwyższeniem płac w sektorze publicznym. ~~Roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu pozostaje przy~~ tym ujemna wysoką dynamiką wynagrodzeń.

~~Rada zapoznana 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 27 lutego 2025 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,1 – 5,7% w 2025 r. (wobec 4,2 – 6,6% w projekcji z listopada 2024 r.), 2,0 – 4,8% w 2026 r. (wobec 1,4 – 4,1%) oraz 1,1 – 3,9% w 2027 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,9 – 4,6% w 2025 r. (wobec 2,4 – 4,3% w projekcji z listopada 2024 r.), 1,9 – 4,0% w 2026 r. (wobec 1,7 – 4,0%) oraz 1,1 – 3,5% w 2027 r.~~

W ocenie Rady w najbliższych kwartałach bieżącego roku inflacja utrzyma się będzie wyraźnie powyżej wyższa od celu inflacyjnego NBP, do czego przyczynią się efekty wcześniejszego wzrostu cen energii, a także wzrosty stawek akcyzy i cen usług administrowanych. ~~Jednocześnie podwyższona, a także dalsze odmrożenie cen energii w II połowie 2025 r. W najbliższych kwartałach podwyższona~~ pozostanie prawdopodobnie także inflacja bazowa. ~~Odmrożenie cen energii w II połowie 2025 r. może przyczynić się do przedłużenia okresu pozostawiania inflacji powyżej celu inflacyjnego, w warunkach dalszego ożywienia gospodarczego, przy~~ wyraźnym wzroście popytu krajowego.

W średnim okresie – przy obecnym poziomie stóp procentowych NBP oraz w warunkach oczekiwanego stopniowego obniżania się dynamiki płac – inflacja powinna powrócić do celu NBP. Czynnikiem niepewności pozostaje wpływ podwyższonej inflacji na oczekiwania inflacyjne i presję płacową, zwłaszcza ~~wobec spodziewanego ożywienia gospodarczego w warunkach rosnącego popytu~~ i niskiego bezrobocia. Na kształtowanie się inflacji w średnim okresie będą miały także wpływ dalsze działania w zakresie polityki fiskalnej i regulacyjnej.

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