



## Stabilna komunikacja RPP

2024-06-06

Czerwcowy komunikat Rady Polityki Pieniężnej nie obfitował w wiele istotnych zmian. Tak naprawdę ciężko doszukać się jakichkolwiek dostawań w komunikacji, choć pewne niuanse wyłapujemy. W poniższym tekście skrupulatnie analizujemy słowo po słowie. Na rynku odnotować możemy pewne odreagowanie słabości złotego, który względem euro ponownie powrócił poniżej 4,30.

### Co nas dzisiaj czeka?

Po polskim banku centralnym, tym razem przyjdzie czas na bank centralny strefy euro. I to powinno być najważniejsze wydarzenie tygodnia – zgodnie z naszymi prognozami jak i oczekiwaniami konsensusu, EBC rozpocznie obniżki stóp procentowych od cięcia o 25pb.

W Polsce czeka nas za to konferencja prasowa prezesa NBP po środowej decyzji Rady.

Mniej będzie dziać się w świecie danych. Można tu wymienić jedynie: sprzedaż detaliczną we Włoszech i liczbę nowo zarejestrowanych bezrobotnych w USA.

## **Polska: Nic nowego w RPP**

Zgodnie z oczekiwaniami, Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła wczoraj stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Stopa referencyjna wciąż wynosi więc 5,75% i jest to poziom, do którego warto się przyzwyczaić, bo będzie on z nami jeszcze przez kilka kwartałów. Wciąż naszą prognozą są stopy bez zmian w tym roku i rozpoczęcie obniżek w II kw. przyszłego roku.

Komunikat po posiedzeniu nie przyniósł nic nowego. Wydaje się, że szukanie niuansów jest tu mocno na siłę. Można odnotować, że „w przypadku podniesienia cen energii w II połowie 2024 r. inflacja wzrośnie”, a nie „może istotnie wzrosnąć” jak było przed miesiącem. RPP dziś więc upewniła się co do wzrostu inflacji, a przed miesiącem pozostawiała to w sferze przypuszczeń (ostrzegaliśmy – jest to szukanie różnic na siłę).

Warszawa, ~~9 maja~~5 czerwca 2024 r.

**Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach ~~8-9 maja~~4-5 czerwca 2024 r.**

Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie:

- stopa referencyjna 5,75%;
- stopa lombardowa 6,25%;
- stopa depozytowa 5,25%;
  
- stopa redyskontowa weksli 5,80%;
  
- stopa dyskontowa weksli 5,85%.

Koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki pozostaje osłabiona. ~~Według pierwszych szacunków, pomimo pewnej poprawy w strefie euro ostatnim okresie. W I kw. br. roczna dynamika PKB w I kw. br. strefie euro była niska. Natomiast, natomiast w Stanach Zjednoczonych w I kw. br. roczna dynamika PKB była nadal pozostała~~ relatywnie wysoka. Utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw aktywności w największych gospodarkach.

~~W otoczeniu polskiej gospodarki trwa proces dezinflacji. Inflacja w największych gospodarkach rozwiniętych – po wyraźnym spadku w 2023 r. – kształtowała się w ostatnich miesiącach nadal nieco powyżej celów inflacyjnych banków centralnych. W kierunku spadku niższej inflacji oddziałuje/oddziaływało ograniczenie presji kosztowej, widoczne w spadku/niższej dynamice cen produkcji w przemyśle, jak również niska dynamika aktywności. W w wielu gospodarkach następuje także spadek. Jednocześnie inflacja bazowa utrzymuje się powyżej inflacji bazowej, choć jest ona nadal podwyższona. ogółem, przy podwyższonej dynamice cen usług.~~

W Polsce naphywające dane miesięczne sugerują wzrost rocznej dynamiki PKB w I kw. 2024 r. względem IV kw. ub.r. Na wyższą dynamikę konsumpcji wskazuje wzrost sprzedaży detalicznej, z kolei spadki produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej sygnalizują obniżenie dynamiki inwestycji. następuje stopniowe ożywienie aktywności gospodarczej. Według wstępnego szacunku GUS roczna dynamika PKB wyniosła 2,0% r/r w I kw. 2024 r. (wobec 1,0% r/r w IV kw. 2023 r.). Dodatkowo na wzrost PKB oddziaływała przede wszystkim odbudowa popytu konsumpcyjnego. Z kolei roczna dynamika inwestycji wyraźnie się obniżyła. W kwietniu 2024 r. produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna były wyższe niż rok wcześniej, natomiast produkcja budowlano-montażowa była niższa.

Utrzymuje się dobra sytuacja na rynku pracy, w tym niskie bezrobocie. Choć liczba pracujących pozostaje wysoka, to zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w ~~marcu~~kwietniu 2024 r. było niższe niż rok wcześniej. Jednocześnie dynamika wynagrodzeń utrzymuje się na wysokim poziomie.

Według szybkiego szacunku GUS roczny wskaźnik inflacji CPI w ~~kwietniu~~maju 2024 r. wyniósł 2,45% (wobec 2,04% w ~~marcu~~kwietniu 2024 r.). ~~Do wzrostu inflacji w maju wzrosła roczna dynamika cen energii, w ujęciu rok do roku przyczynił się przede wszystkim wzrost rocznej dynamiki cen paliw. Z kolei roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych na skutek przywrócenia wyższej stawki podatku VAT oraz wzrost cen paliw, nieznacznie się obniżyła.~~ Uwzględniając dane GUS, można szacować, że w ~~kwietniu~~br-maju ponownie obniżyła się inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii. W ~~marcu~~kwietniu 2024 r. utrzymywał się ~~silny~~wyraźny spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym, potwierdzając wygasanie większości zewnętrznych szoków podażowych oraz ograniczenie presji kosztowej. Wraz z relatywnie niską – mimo pewnego przyspieszenia – dynamiką aktywności gospodarczej ogranicza to dynamikę cen towarów i usług konsumpcyjnych. Rada ocenia, że obniżaniu inflacji sprzyja także 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~~niższej presji inflacyjnej za granicą oddziałuje w kierunku ~~niższej~~ograniczenia krajowej inflacji. W efekcie ~~oczekuje się, że~~ w II kw. 2024 r. roczna dynamika CPI będzie kształtowała się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP. Towarzyszyć temu będzie niższa niż w poprzednich kwartałach inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, choć – wobec podwyższonej dynamiki cen usług – pozostanie ona wyższa niż inflacja CPI.

W kolejnych kwartałach kształtowanie się inflacji obarczone jest jednak znaczną niepewnością, związaną m.in. z wpływem polityki fiskalnej i regulacyjnej na procesy cenowe, w tym na oczekiwania inflacyjne, a także tempem ożywienia gospodarczego w Polsce oraz sytuacją na rynku pracy. W przypadku podniesienia cen energii w II połowie 2024 r. inflacja ~~może istotnie wzrosnąć~~wzrośnie. Jednocześnie w średnim okresie w kierunku wyższej presji popytowej w gospodarce oddziaływać będzie wyraźny 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.

„Niższa presja za granicą oddziałuje w kierunku ograniczenia [a nie niższej] krajowej inflacji” – ta zmiana to zapewne dostosowanie do oczekiwań, że inflacja, choć zaskakuje w górę, to rośnie i będzie rosnąć. Trudno więc wspominać o niższej inflacji. Znowu jest to jednak bez większego znaczenia dla kolejnych decyzji.

Na koniec analizy komunikatu, nasza ulubiona zmiana: „silny spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu” zamienił się na „wyraźny spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu”. Czy każde słowo ma znaczenie? Nie mamy tutaj jednoznacznej opinii.

Co dalej? Wypowiedzi członków RPP nie wskazują wyraźnej (ani też silnej) chęci do szybkich obniżek stóp procentowych. Inflacja, choć zaskakiwała w dół w ostatnich miesiącach, to rośnie i będzie rosnąć w tym roku. Ze strony sfery realnej też nie widać na razie zagrożeń, które mogłyby skłonić RPP do ruchów ze stopami w dół. RPP skupia się więc na swoim głównym celu, czyli sprowadzeniu inflacji do celu, a realne stopy procentowe (liczone ex post) jeszcze przez kilka miesięcy będą dodatnie przy niezmiennych stopach nominalnych, co powinno sprzyjać realizacji tego zadania.

## Garść newsów makroekonomicznych

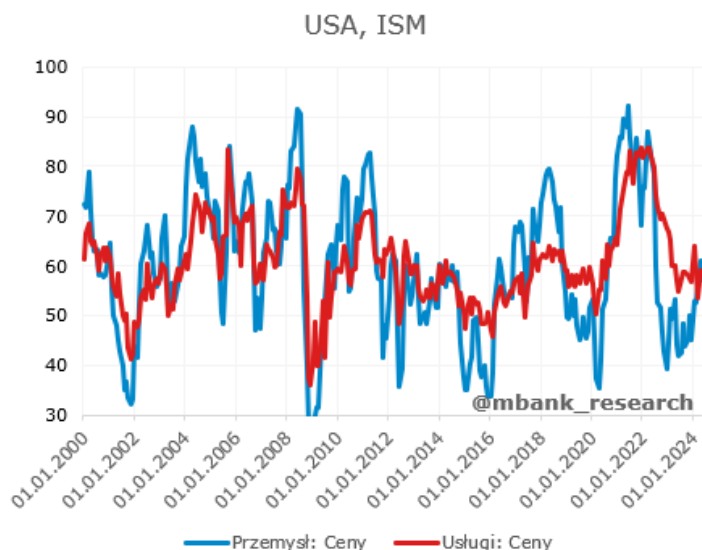
· Polska: BGK zwiększył wartość emisji obligacji na rzecz Funduszu Pomocy w 2024 r. do 7,5 mld zł z 4,49 mld zł - podał BGK w liście emisyjnym.

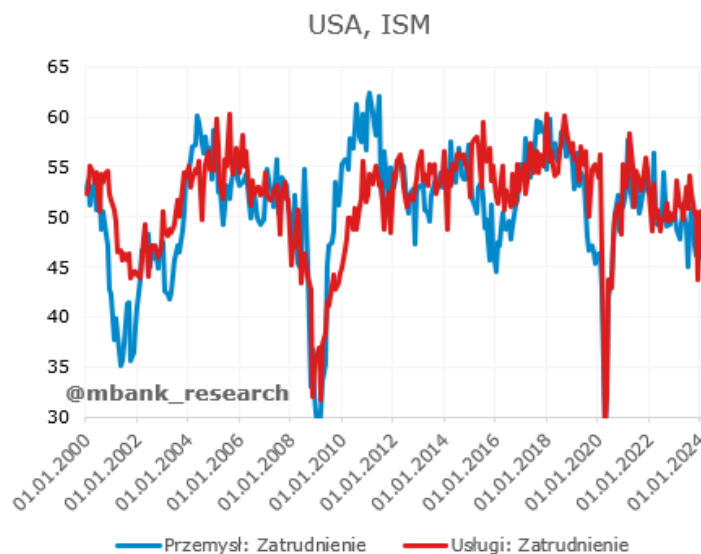
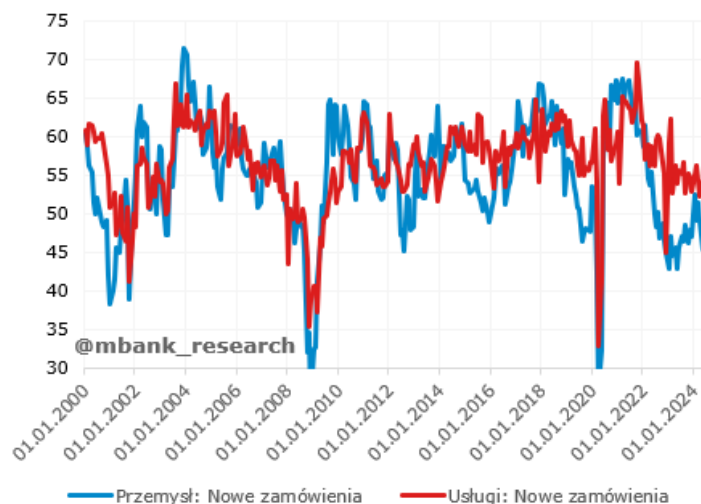
Bank Gospodarstwa Krajowego wycenił 30-letnie obligacje nominowane w euro o wartości 500 mln EUR na rzecz Funduszu Pomocy w formie private placement - napisano w komunikacie prasowym. (PAP)

· Polska: Minister Finansów wyemitował i przekazał 5 czerwca 2024 roku obligacje skarbowe o wartości 3.000 mln złotych przeznaczone dla Narodowego Funduszu Zdrowia oraz 1.300 mln złotych przeznaczone na podwyższenie kapitału zakładowego spółki PKP Polskie Linie Kolejowe. (PAP)

· USA: W firmach w USA przybyło w maju 152 tys. miejsc pracy wobec wzrostu o 188 tys. w poprzednim miesiącu, po korekcie z 192 tys. - wynika z raportu prywatnej firmy ADP Research Institute.

Jednocześnie poznaliśmy usługowy indeks ISM, który tym razem zaskoczył pozytywnie rosnąc w maju do 53,8 z 49,4 (konsensus spodziewał się tylko symbolicznego podbicia do 50,8). W szczegółach znajdziemy między innymi wyraźną poprawę komponentów opisujących nowe zamówienia, w tym przede wszystkim zamówienia eksportowe. Poprawie uległ też komponent zatrudnienia, choć wciąż pozostał wyraźnie poniżej neutralnej bariery 50 punktów (47,1). To co wzbudza największe emocje to subindeks cenowy, który skorygował się wprawdzie o nieco ponad punkt, lecz w dalszym ciągu jego poziom to wysokie 58,1. Jednocześnie warto zwrócić uwagę, że w przemyśle w ostatnim czasie komponent cenowy istotnie wzrósł, co może budzić pewne obawy wśród niektórych członków Fed.





· Kanada: Bank centralny obniżył stopy procentowe o 25pb. W konsekwencji główna stopa wynosić będzie teraz 4,75%. W komunikacie napisano, iż oczekiwanie kolejnych obniżek jest rozsądne, jeśli tylko inflacja będzie kontynuowała spadek. Ścieżka w dół będzie prawdopodobnie jednak dość wyboista i obarczona wieloma ryzykami. Jednocześnie BoC twierdzi, że pewność co do powrotu inflacji do celu 2% wzrosła w ostatnich miesiącach. Bank stwierdził również, iż wzrost PKB może dalej przyspieszać pomimo spadającej inflacji ze względu na fakt, iż gospodarka operuje w środowisku nadwyżki podażowej.

· Niemcy: Zamówienia w przemyśle w kwietniu obniżyły się o 0,2% m/m, konsensus oczekiwał wzrostu o 0,5% m/m. Jednocześnie dane za poprzedni miesiąc zrewidowano w dół do -0,8% wobec -0,4% w ujęciu miesięcznym. Wciąż najslabiej radzą sobie zamówienia skierowane na lokalny rynek, za granicą obraz wygląda nieco lepiej, co tyczy się przede wszystkim zamówień z krajów spoza strefy euro.

