



RPP w blokach startowych

2023-09-05

Dziś rozpoczyna się dwudniowe posiedzenie RPP. Jakikolwiek szczegóły poznamy jednak dopiero jutro (obstawiamy obniżkę o 25pb). W czasie oczekiwania proponujemy tematy bardziej strukturalne i globalne - mianowicie wnioski płynące z głosów przedstawicieli EBC i Fed z niedawnej konferencji dot. inflacji.

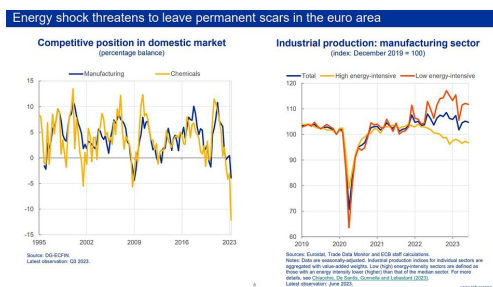
W świecie danych dziś uwagę skupiać będą głównie te z Europy, a konkretniej usługowe PMI. Wystąpienie zaplanowała też szefowa EBC C. Lagarde. Ponadto ze Stanów Zjednoczonych spłyną dane o zamówieniach w przemyśle.

Inflacja - spojrzenie z lotu ptaka (część 1.)

Pod koniec zeszłego tygodnia we Frankfurcie odbyła się konferencja *Inflation: Drivers and Dynamics 2023*, na której przedstawiano najnowsze makroekonomiczne badania w temacie (co nie trudno zgadnąć) inflacji. Ze względu na obfitość tematów i ciężar zagadnień nie jesteśmy w stanie zaprezentować skrótu wszystkich przedstawianych artykułów, choć tematyka kusi by kiedyś przynajmniej do części z nich wrócić. Na razie zostawiamy jednak naukowcom co naukowe i skupiamy się na tym co bliższe bankowym riserczom, czyli wypowiedziom przedstawicieli EBC i Fed. Te również są ubogacające w wiedzę, szczególnie że zarówno I. Schnabel (EBC) jak i L. Mester (Fed) nie ograniczyły się do kilku frazesów, a spojrzały na obecne problemy zdecydowanie bardziej strukturalnie. Dziś chcielibyśmy przybliżyć wypowiedź I. Schnabel. Jutro na tapet weźmiemy przemówienie L. Mester.

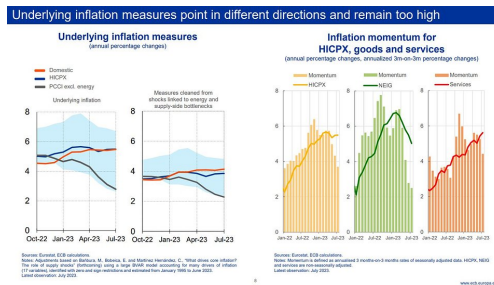
Wypowiedź członkini zarządu ECB skupiona była na krzywej Philipsa, bo to od kształtu tej krzywej w dużej mierze zależy, czy można liczyć na sprowadzenie inflacji do celu z tzw. miękkim lądowaniem w strefie euro, czy takie działanie musi jednak skutkować bardziej dotkliwymi efektami w sferze realnej.

Na początku I. Schnabel zwróciła uwagę, że niektóre czynniki przyczyniające się do wzrostu cen mogą mieć już bardziej strukturalny niż cykliczny charakter (stąd też możliwość przeciwdziałania ich skutkom narzędziami typowymi do łagodzenia efektów cyklu może być mało skuteczne - to już nasz dopisek). Schnabel podkreślała, że *przede wszystkim szok energetyczny nadal oddziałuje na gospodarkę i grozi pozostawieniem trwałych blizn na potencjalnym wzroście. (...) Utrzymujące się wyższe koszty nakładów osłabiają konkurencyjność cenową firm w sektorach energochłonnych. Mogło się to przyczynić do pojawienia się znacznego i nietypowego klina w produkcji przemysłowej sektorów energochłonnych. Możliwe jest zatem, że obecna słabość aktywności jest nie tylko wynikiem cyklicznego spowolnienia w odpowiedzi na rosnące stopy procentowe, ale także odzwierciedleniem znaczących strukturalnych przeciwności.* Wspomniany klin w produkcji widać na poniższym slajdzie:

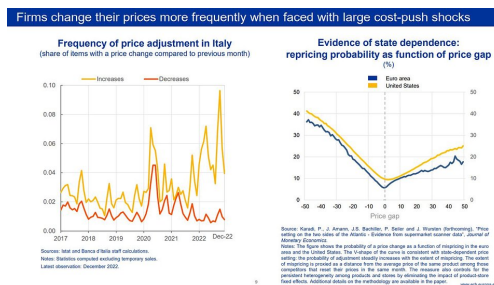


Później skupiła się już wprost na czynnikach cyklicznych i tym jak bardzo spowolnienie gospodarcze może zmniejszyć presję cenową, czyli właśnie osławionej krzywej Philipsa (im bardziej stroma, tym łatwiejsze jest zabicie inflacji "małym kosztem").

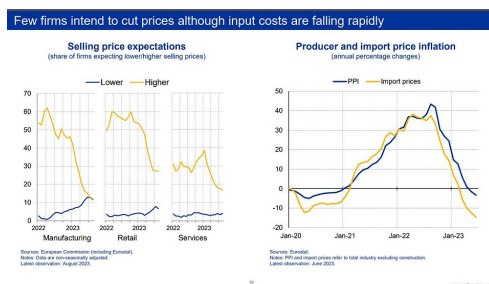
Przedstawicielka ECB podkreślała niejednorodny obraz sytuacji jaki można nakreślić w zależności od wybranego subindeksu inflacji. Jedną z przyczyn tej rozbieżności wydaje się rola czynników podażowych, które z czasem powinny przestać być brane pod uwagę. Usunięcie ich szacunkowego wpływu na inflację bazową znacznie zmniejsza zakres miar inflacji bazowej. Jednak nawet w tym przypadku presja cenowa pozostaje podwyższona, co sugeruje, że inflacja jest w znacznym stopniu napędzana przez czynniki związane z popytem (mowa tu oczywiście o inflacji w strefie euro). Wskaźniki inflacji dla poszczególnych sektorów dają również niejednorodny obraz. W efekcie I. Schnabel wnioskuje, że nie ma jednej krzywej Phillipsa, ale wiele różnych krzywych wskazujących na różne tempo dezinflacji w różnych sektorach gospodarki.



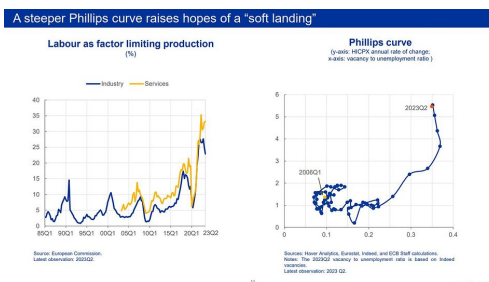
Co więcej, kształt krzywej nie jest dany raz na zawsze i zmienia się w zależności od sytuacji gospodarczej. Widać to na przykład w okresie wysokiego wzrostu kosztów krańcowych, kiedy to firmy częściej i chętniej podnoszą ceny, co wprost widoczne jest na slajdzie poniżej. Warto spojrzeć zarówno na wykres po lewej, gdzie pokazano jak zwiększyła się częstotliwość zmiany cen w ostatnich 2 latach, jak i ten po prawej to tłumaczący - im silniejszy szok kosztowy i optymalna cena mocniej odbiega od faktycznej, tym firmy są bardziej skłonne do zmian cenników. Niby banał, ale warty podkreślenia, bo właśnie to obserwowaliśmy w ostatnich 2 latach (trzeba jeszcze odnotować fakt, że ceny w USA zmieniają się częściej niż w strefie euro).



Członkini zarządu ECB podkreślała, że *główne pytanie brzmi, czy krzywa Phillipsa jest obecnie tak stroma jak w niedawnej przeszłości. Gdyby tak było, gwałtowny spadek kosztów krańcowych spowodowany spadkiem cen energii spowodowałby spadek inflacji tak szybko, jak wyższe koszty spowodowały jej wzrost. Istnieją jednak powody by sądzić, że może tak nie być, ponieważ często występuje asymetria między pozytywnymi i negatywnymi szokami kosztowymi. Podczas gdy firmy szybko przenoszą duże wzrosty kosztów na konsumentów, mogą być bardziej niechętne do przenoszenia spadków kosztów krańcowych (...). Jeśli firmy spodziewają się, że ogólny poziom cen wzrośnie z czasem, będą wahać się przed obniżeniem cen w obliczu negatywnych szoków kosztowych, a przynajmniej będą to robić bardzo ostrożnie. Wynika to z faktu, że przy inflacji zgodnej z długookresowym trendem (np. z celem banku centralnego) z czasem ceny konkurentów zrównają się z cenami analizowanych firm, bez konieczności wcześniejszych obniżek cen u tych drugich. Jednym z wniosków jest zatem to, że mikrofundamentalna krzywa Phillipsa oparta na kosztach krańcowych, a nie na luce popytowej, może pomóc wyjaśnić gwałtowny wzrost inflacji. Jednak taka krzywa prawdopodobnie wskazywałaby na bardziej stopniowe zanikanie presji cenowej*



Żeby jednak nie było zbyt prosto, Schnabel zwróciła też uwagę na inne badania, które sugerują, że w *przypadku Stanów Zjednoczonych krzywa Phillipsa zbudowana w oparciu o odpowiednią miarę ciasności rynku pracy może równie dobrze wyjaśnić zeszloroczny wybuch inflacji, z potencjalnie różnymi implikacjami dla tempa dezinflacji. Wszystko, czego potrzeba, to sztywność płac w dół, która sprawia, że nachylenie krzywej Phillipsa jest nieliniowe.*



Wiemy, że nic nie wiemy? Nie do końca. Jak przekazywała przedstawicielka ECB *to, w jaki sposób gospodarka strefy euro ostatecznie dostosuje się do zacieśnienia polityki pieniężnej, będzie w dużej mierze zależec od tego, czy ceny konsumpcyjne będą tak samo elastyczne w dół, jak i w górę, oraz od tego, czy nierównowaga na rynku pracy zostanie rozwiązana w sposób, który przywróci wzrost płac do poziomu zgodnego z naszym [ECB] 2-procentowym celem, ograniczając w ten sposób efekty drugiej rundy i utrzymując oczekiwania inflacyjne na stałym poziomie.*

To tylko część krótkiego, ale obfitego w treść przemówienia I. Schnabel. Polecamy całość. Można je znaleźć pod adresem:

Youtube

<https://youtube.com/embed/X1j6tJfLbBM>

Garść newsów makroekonomicznych

· Polska: Krótkie uzupełnienie kalendarza. Konferencja prezesa NBP po środowowej decyzji RPP odbędzie się w czwartek o 15:00.

· Polska: Popyt na kredyty mieszkaniowe w sierpniu wzrósł o 299,9 - podał BIK w komunikacie. Liczba wnioskujących o kredyt mieszkaniowy w sierpniu wzrosła o 213,8% r/r.

W sierpniu o kredyt mieszkaniowy wnioskowało łącznie 38,87 tys. potencjalnych kredytobiorców w porównaniu do 12,39 tys. rok wcześniej. Z kolei w porównaniu do lipca liczba osób wnioskujących o kredyt mieszkaniowy spadła jednak o 10,5 proc. Średnia wartość wnioskowanego kredytu mieszkaniowego w sierpniu wyniosła 410,4 tys. zł i była wyższa o 21,9 proc. w relacji do wartości z sierpnia 2022 r. (podajemy za PAPbiznes).

· Polska: Według stanu na dzień 31 sierpnia 2023 roku, w ramach programu "Pierwsze Mieszkanie", złożono ok. 41,8 tys. wniosków o kredyt hipoteczny i podpisano 5 728 umów na kwotę 2,16 mld zł - poinformowało w komunikacie ministerstwo rozwoju i technologii. MRiT podał, że średnia kwota bezpiecznego kredytu to obecnie 377 057 zł (podajemy za PAPbiznes).

· Polska: "Odnotowany w 2022 r. spadek liczby urodzeń potwierdza, że Polska wkroczyła w okres kolejnego kryzysu demograficznego (który miał już przejściowo miejsce w latach 1997–2007), ale obecny prawdopodobnie może mieć charakter dłuższej tendencji" - napisał GUS.

Twitter Post

https://twitter.com/mbank_research/status/1698630242682712393

· Polska: "Prognozowany deficyt sektora gg w 2024 r. na poziomie 4,5 proc PKB nie jest zaskakujący, biorąc pod uwagę schłodzenie koniunktury w I poł. roku oraz zbliżające się wybory parlamentarne, zaplanowane na 15 października. Rosnące deficyty zwiększą obciążenie długiem (sektora gg - PAP) Polski do 54 proc. PKB, zgodnie z projektem budżetu, co jest negatywne dla profilu kredytowego (credit negative), przy czym oczekujemy, że deficyty fiskalne będą się obniżać od 2025 r. i dalej" - napisała agencja Moody's w raporcie (podajemy za PAPbiznes).

· Chiny: Indeks PMI, określający koniunkturę w sektorze usług Chin, wyniósł w sierpniu 51,8 pkt. wobec 54,1 pkt. w poprzednim miesiącu - podały Caixin i Markit Economics. Analitycy spodziewali się 53,5 pkt.

Twitter Post

<https://twitter.com/SPGlobalPMI/status/1698878616774349075>