

# Komentarz ekonomiczny

## Krótko i na temat

Piotr Bielski, tel. 22 534 18 84  
piotr.bielski@santander.pl

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian, zgodnie z oczekiwaniami. Stopa referencyjna nadal wynosi 1,5%. Ton oficjalnego komunikatu nie uległ zasadniczej zmianie, mimo wyraźnie krótszej niż poprzednio treści. Przebieg konferencji prasowej również nie pozostawia wątpliwości, że stanowisko większości członków RPP pozostaje niezmiennie – bank centralny wciąż nie widzi powodów do rozważania zmian w polityce pieniężnej i stopy procentowe mogą pozostać bez zmian przynajmniej do końca 2019 r.

Decyzja i konferencja prasowa Rady Polityki Pieniężnej po raz kolejny nie były źródłem zbyt wielu emocji. Oficjalny komunikat RPP stał się jeszcze bardziej zwięzły niż dotychczas (po raz pierwszy odkąd pamiętamy mieszcząc się na jednej stronie), ale jego wydźwięk istotnie się nie zmienił. Rada nadal dość optymistycznie postrzega perspektywę wzrostu gospodarczego, a jednocześnie nie obawia się zbytnio o perspektywę inflacji, która jej zdaniem utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Taka sytuacja nie skłania bankierów centralnych do rozważania zmian stóp procentowych w przewidywalnym terminie.

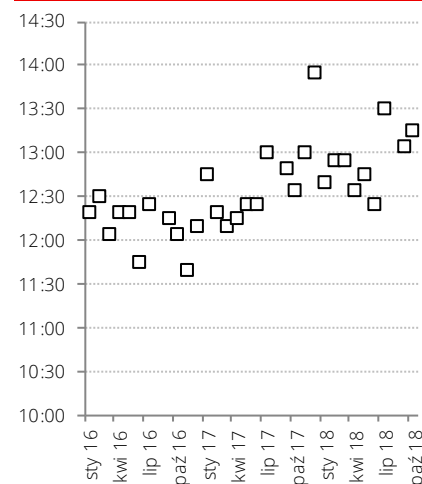
Na konferencji prasowej prezes NBP Adam Glapiński tradycyjnie powtórzył swoją deklarację, że stopy procentowe powinny pozostać bez zmian jeszcze długo – do końca 2019, a nawet początku 2020 r. Co ciekawe, Glapiński stwierdził, że nie śmiałyby wybiegać przewidywaniami dalej w przyszłość, chociaż – o ile dobrze pamiętam – na konferencji prasowej w lipcu wspominał o swoim rosnącym przekonaniu nt. stabilizacji stóp aż do końca 2020.

Komentując mocny wzrost cen energii szef banku centralnego podkreślił, że Rada obserwuje ten proces, ale trzeba pamiętać, że dotyczy on tej części inflacji, na którą polityka pieniężna nie ma bezpośredniego wpływu. Tymczasem inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii) pozostaje dość niska i prognozy, którymi dysponuje Rada wskazują, że „nic niepokojącego nie powinno mieć miejsca”. Zdaniem Glapińskiego nowa projekcja NBP (dostępna w listopadzie) nie powinna przynieść „rewolucyjnych zmian”. Warto przypomnieć, że już lipcowa projekcja inflacji wskazywała na wzrost dynamiki CPI do ok. 3% na koniec 2019 r. i taki rozwój sytuacji jak widać nie jest dla RPP niepokojący. Rozpoczęcie dyskusji nad podwyżkami będzie więc wymagało mocniejszych argumentów.

Podsumowując, perspektywy polityki pieniężnej pozostają bez zmian. Jeszcze przynajmniej przez ponad rok stopy procentowe będą stabilne, a o faktycznym momencie pierwszej podwyżki przesądzi zapewne rozwój sytuacji ekonomicznej. Nasz scenariusz bazowy wciąż zakłada podwyżkę o 25 pb w listopadzie 2019 r.

Na konferencji prasowej pojawiło się sporo pytań nt. możliwych zmian w instrumentarium polityki pieniężnej, w tym o wydłużenie operacji otwartego rynku, o którym wspominał niedawno Łukasz Hardt. Jednak RPP nie udzieliła w tym temacie zbyt wielu nowych informacji.

Godzina opublikowania decyzji RPP



Źródło: Reuters, Bloomberg, Santander Bank Polska

### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
email: ekonomia@santander.pl  
Strona www: skarb.santander.pl  
Piotr Bielski 22 534 18 87  
Marcin Luźniński 22 534 18 85  
Grzegorz Ogonek 22 534 19 23  
Konrad Soszyński 22 534 18 86  
Marcin Sulewski 22 534 18 84

## Komunikat RPP (zmiany wobec wrześniowego komunikatu)

W gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura. W strefie euro sytuacja gospodarcza pozostaje korzystna, mimo nieco wolniejszego niż w 2017 r. tempa wzrostu gospodarczego. W Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy jest szybszy niż przed rokiem, co potwierdza, że koniunktura w tej gospodarce jest bardzo dobra. W Chinach od kilku kwartałów wzrost aktywności gospodarczej utrzymuje się na stabilnym poziomie.

~~Od początku roku nastąpił istotny wzrost cen surowców energetycznych, w tym ropy naftowej, na rynkach światowych. Przyniło to w ostatnich miesiącach przyczynił się do podwyższenia wskaźników inflacji w wielu krajach. Jednocześnie inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro, pozostaje umiarkowana, mimo utrzymującej się tam dobrej koniunktury.~~

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Jednocześnie EBC nadal skupuje aktywa finansowe, choć ~~zmniejsza skalę zapowiedział zmniejszenie skali~~ skupu ~~od października br. i zapowiada jego zakończenie~~ ~~tego programu~~ z końcem 2018 r. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych ~~podwyższyła we wrześniu stopy procentowe, kontynuując~~ kontynuuje stopniowe ~~zmniejszanie swojej sumy bilansowej~~ ~~zacieśnianie polityki pieniężnej.~~

W Polsce ~~napiwające dane o PKB w II kw.~~ wskazują na utrzymywanie się ~~dobrej koniunktury~~ ~~wysokiego tempa wzrostu gospodarczego.~~ Wzrostowi aktywności gospodarczej sprzyja rosnąca konsumpcja wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Towarzyszy temu wzrost inwestycji. ~~Czynnikiem wspierającym wzrost aktywności gospodarczej pozostaje również dobra koniunktura za granicą, zarówno w sektorze publicznym, jak i w sektorze dużych przedsiębiorstw. W II kw. br. nastąpił wyraźny wzrost dynamiki eksportu, przez co wkład eksportu netto do wzrostu PKB był dodatni.~~

Mimo wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w ubiegłym roku wzrostu płac dynamika cen ~~dóbr~~ konsumpcyjnych pozostaje umiarkowana. Nieco wyższy niż w I kwartale br. roczny wskaźnik CPI jest głównie efektem wzrostu cen paliw. Jednocześnie inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii pozostaje niska.

W ocenie Rady bieżące informacje wskazują na korzystne perspektywy wzrostu aktywności w polskiej gospodarce mimo oczekiwanego obniżenia się dynamiki PKB w kolejnych ~~kwartałach~~ ~~latach~~. Zgodnie z dostępnymi prognozami w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego. W efekcie Rada ocenia, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

*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*