

## Komentarz ekonomiczny

### Projekcja inflacji w górę, poglądy RPP w miejscu

Grzegorz Ogonek, tel. 22 534 19 23  
grzegorz.ogonek@santander.pl

RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian na 1,50%, zgodnie z oczekiwaniami. W nowej projekcji NBP ścieżka inflacji została wyraźnie podniesiona w 2019 r. w stosunku do prognoz z lipca. Prognoza PKB została ponownie podniesiona w 2018 r. i ponownie obniżona dla 2019 i 2020. Po zapoznaniu się z projekcją, RPP nadal traktuje obecny poziom stóp procentowych jako sprzyjający „utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu”. W ocenie Adama Glapińskiego nowa projekcja NBP nie dostarczyła nowych argumentów za zmianą polityki pieniężnej a w komunikacie podkreślono, że oczekiwane wybiecie inflacji powyżej celu będzie oparte na czynnikach poza oddziaływaniem polityki pieniężnej. Wciąż uważamy, że stopy pozostaną bez zmian co najmniej do listopada 2019 r.

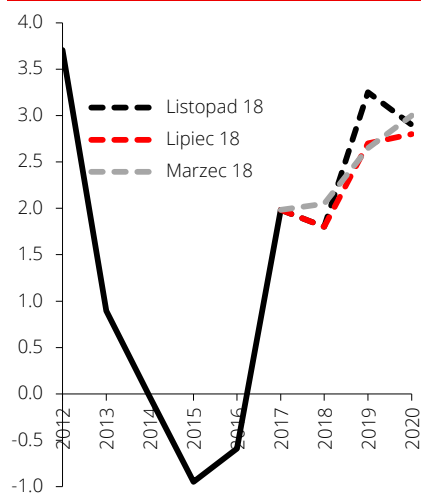
RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian na 1,50%, zgodnie z oczekiwaniami. W nowej projekcji NBP ścieżka inflacji została wyraźnie podniesiona w 2019 r. i delikatnie również w 2020 r. w stosunku do prognoz z lipca. Prognoza PKB została ponownie podniesiona w 2018 r. i ponownie obniżona dla 2019 i 2020. Po zapoznaniu się z projekcją, RPP nadal traktuje obecny poziom stóp procentowych jako sprzyjający „utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu”. Choć posiedzenie trwało wyraźnie dłużej niż poprzednie, konferencja prasowa nie dała poczucia, że nastawienie Rady uległo zmianie.

Prezes NBP Adam Glapiński stwierdził, że projekcja NBP nie wpłynęła na jego osobiste przekonania. Ukazana wyższa ścieżka CPI opiera się na czynnikach podażowych przychodzących z zewnątrz (ceny surowców energetycznych), tj. leżących poza możliwością oddziaływania Rady. Dodął, że w nowej projekcji ani tempo wzrostu płac, ani ścieżka inflacji bazowej (zasadniczo nie zmieniona), wciąż nie budzą niepokoju. Dlatego też jego zdaniem wciąż nie ma żadnych przesłanek do zmieniania stóp w 2019 r. i jeśli nie pojawią się nowe elementy to to samo odnosi się do 2020 r.

Dyskusja podczas posiedzenia skupiła się na cenach energii i na pracownikach z Ukrainy. Prezes Glapiński podkreślił, że przy wyliczaniu projekcji użyto „konserwatywnych” założeń co do cen energii (co rozumiemy jako użycie wysokich ścieżek cen surowców energetycznych), które szybko mogą się zdezaktualizować (w obliczu wyraźnego cofnięcia się cen ropy i węgla na globalnych rynkach w listopadzie). W odniesieniu do ryzyka odpływu Ukraińców na niemiecki rynek pracy, Glapiński podkreślił prawdopodobnie rozłożony w czasie wpływ na polską gospodarkę (a nie szokowy, który wymagałby dostosowywania polityki pieniężnej).

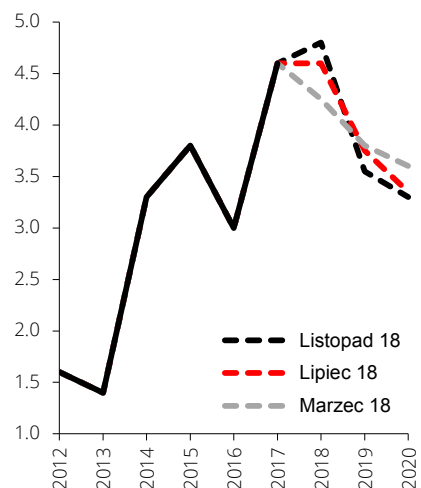
Listopadowe posiedzenie RPP, mimo podniesienia projekcji inflacji, nie przyniosło zmiany retoryki. W ocenie prezesa NBP nowa projekcja NBP nie dostarczyła nowych argumentów za zmianą polityki pieniężnej a w komunikacie podkreślono, że oczekiwane wybiecie inflacji powyżej celu będzie oparte na czynnikach poza oddziaływaniem polityki pieniężnej. W związku z tym nie zmieniamy swoich zapatrywań na perspektywę stóp procentowych w Polsce: uważamy, że zostaną one stabilne co najmniej do IV kw. 2019 r.

Prognozy inflacji CPI wg NBP (ścieżka centralna)



Źródło: NBP, Santander Bank Polska

Prognozy wzrostu PKB wg NBP (ścieżka centralna)



Źródło: NBP, 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, CFA 22 534 18 84

## Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji

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

	Wzrost PKB			
	Lis 17	Mar 18	Lip 18	Lis 18
2017	4,2 (±0,4)			
2018	3,7 (±0,8)	4,3 (±0,8)	4,6 (±0,6)	4,8 (±0,4)
2019	3,3 (±1,0)	3,8 (±1,0)	3,75 (±0,95)	3,55 (±0,85)
2020	-	3,6 (±1,0)	3,35 (±0,95)	3,25 (±0,95)
	Inflacja CPI			
2017	1,95 (±0,05)			
2018	2,3 (±0,7)	2,1 (±0,5)	1,8 (±0,3)	1,8 (±0,1)
2019	2,7 (±1,0)	2,7 (±1,0)	2,7 (±0,8)	3,25 (±0,65)
2020	-	3,0 (±1,1)	2,8 (±1,1)	2,9 (±1,0)

## Komunikat RPP (zmiany wobec październikowego komunikatu)

W gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura, **choć w części gospodarek pojawiły się sygnały jej osłabienia**. W strefie euro sytuacja gospodarcza pozostaje korzystna, mimo nieco wolniejszego niż w 2017 r. tempa wzrostu gospodarczego. **Wzrost PKB w III kw. obniżył się oraz pogorszyły się niektóre wskaźniki koniunktury. Jednocześnie w Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy jest szybszy niż przed rokiem nieznacznie przyspieszył**, co potwierdza, że koniunktura w tej gospodarce jest **wciąż** bardzo dobra. **WZ** kolei w Chinach od kilku kwartałów wzrost **tempo wzrostu** aktywności gospodarczej utrzymuje **stopniowo** się **obniża**.

**Zwiększenie się niepewności dotyczącej perspektyw globalnej koniunktury przyczyniło się do pewnego pogorszenia nastrojów** na stabilnym poziomie.

Od początku roku nastąpił istotny wzrost cen surowców energetycznych, w tym ropy naftowej, na rynkach światowych. Przyniosło się **tem międzynarodowych rynkach finansowych. Jednocześnie obniżyły się nieco ceny surowców energetycznych, po ich wcześniejszym silnym wzroście. Relatywnie wysoki poziom tych cen nadal przyczynia się** do podwyższenia 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** **zmnieszył** skalę skupu i zapowiada jego zakończenie 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 napływające dane wskazują na utrzymywanie się dobrej koniunktury, **choć w III kw. wzrost PKB był prawdopodobnie niższy niż w I połowie 2018 r.** Wzrostowi aktywności gospodarczej **nadal** sprzyja rosnąca, **choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach**, 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.

Mimo **relatywnie** wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w ubiegłym roku wzrostu płac dynamika cen 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 **jest nadal** niska.

**Rada zapoznała się z wynikami listopadowej projekcji inflacji i PKB przygotowanej przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP. Zgodnie z listopadową projekcją z modelu NECMOD roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,7–1,9% w 2018 r. (wobec 1,5–2,1% w projekcji z lipca 2018 r.), 2,6–3,9% w 2019 r. (wobec 1,9–3,5%) oraz 1,9–3,9% w 2020 r. (wobec 1,7– 3,9%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50- procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,4–5,2% w 2018 r. (wobec 4,0–5,2% w projekcji z lipca 2018 r.), 2,7–4,4% w 2019 r. (wobec 2,8–4,7%) oraz 2,3–4,2% w 2020 r. (wobec 2,4–4,3%).**

W ocenie Rady bieżące informacje **oraz wyniki projekcji** wskazują na **relatywnie** korzystne perspektywy wzrostu aktywności w polskiej gospodarce mimo oczekiwanego obniżenia się dynamiki PKB **krajowej koniunktury, choć** w kolejnych kwartałach. Zgodnie z dostępnymi prognozami **latach nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie się wzrostu PKB. Zgodnie z projekcją, w 2019 r. m.in. w wyniku pozostającego poza oddziaływaniem polityki pieniężnej wzrostu cen energii inflacja prawdopodobnie przekroczy 2,5%, choć pozostanie w przedziale odchyleniu od celu. W średnim okresie ograniczająco na dynamikę cen będzie natomiast oddziaływało oczekiwane spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego. W efekcie, w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja utrzymać będzie kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego.**

Rada ocenia, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. **Rada przyjęła Raport o inflacji – listopad 2018 r.**

*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*