

## Komentarz ekonomiczny

### Wyraźne złagodzenie tonu

Marcin Luziński, tel. 22 534 18 85, marcin.luzinski@santander.pl

Zgodnie z oczekiwaniami, RPP utrzymała stopy procentowe bez zmian, w tym stopę referencyjną na 1,50%. Prezes NBP wyraźnie złagodził swój ton i zasugerował, że stopy procentowe mogą pozostać bez zmian do końca kadencji (czyli do 2022 r., wcześniej była mowa o 2019 lub 2020 r.). Później zaś może dojść do luzowania polityki z użyciem narzędzi niestandardowych, gdyż dalsze obniżki stóp byłyby ryzykowne. Prezes Glapiński wyjaśnił, że po spadku cen ropy naftowej i zamrożeniu cen energii inflacja nie przekracza celu w całym horyzoncie prognozy, a po 2022 r. dojdzie do znaczącego obniżenia napływu środków z UE, co przyczyni się do wolniejszego wzrostu gospodarczego.

My spodziewamy się nieco mocniejszego odbicia inflacji niż RPP, ale naszym zdaniem nie będzie ono dość mocne, by w 2019 r. zmienić retorykę Rady, więc stopy w tym roku pozostaną stabilne.

Zgodnie z oczekiwaniami, RPP utrzymała stopy procentowe bez zmian, w tym stopę referencyjną na 1,50%.

Komunikat z posiedzenia nie zmienił się istotnie w porównaniu do poprzednich miesięcy, choć Rada podkreśliła, że po spadku cen ropy naftowej i zamrożeniu cen energii elektrycznej obniżyła się oczekiwana ścieżka inflacji.

Prezes Adam Glapiński wyraźnie złagodził swój ton podczas konferencji i zasugerował, że stopy mogłyby pozostać bez zmian nawet do końca kadencji, czyli do 2022 r. W poprzednich miesiącach Glapiński wskazywał 2019 r. lub 2020 r. jako horyzont stabilizacji stóp. Uzasadnieniem zmiany tonu jest obniżenie prognoz inflacji i obawy o spowolnienie gospodarki. Według prezesa NBP inflacja nie przekroczy celu 2,5% w całym horyzoncie prognozy (w listopadowej projekcji już w 2019 CPI zbliżała się do 3,5% i do końca horyzontu pozostawała powyżej 2,5%). Spowolnienie wzrostu gospodarczego w 2019 r. ma być łagodne (wzrost powyżej 4% r/r), natomiast w 2022 r. dojdzie do ograniczenia dopływu środków UE, co potencjalnie może być przyczynkiem do luzowania polityki pieniężnej. Przy czym luzowanie to miałyby się opierać na metodach niestandardowych (wg prezesa RPP ma już opracowane instrumentarium), gdyż dalsze obniżki stóp mogłyby być ryzykowne dla mniejszych instytucji bankowych. W późniejszej części konferencji prezes Glapiński stwierdził z kolei, że analizy na ten temat nie były konkluzywne, a stopy procentowe w Polsce są na tyle wysokie, że mogłyby jeszcze zostać obniżone.

Pozostali członkowie RPP obecni na konferencji (Jerzy Kropiwnicki i Jerzy Żyżyński) wtórowali prezesowi. Zdaniem Jerzego Żyżyńskiego podwyżki stóp byłyby uzasadnione tylko w przypadku nadmiernej akcji kredytowej, która nie jest obecnie obserwowana, natomiast w przypadku dalszego spowolnienia gospodarki niemieckiej byłyby uzasadnione obniżki. Z kolei Jerzy Kropiwnicki stwierdził, że nie obawia się nadmiernych żądań płacowych, gdyż wzrost płac przez lata nie nadążał za wzrostem produktywności i efekt nadganiaania był do przewidzenia.

My spodziewamy się nieco mocniejszego odbicia inflacji niż RPP, ale naszym zdaniem będzie ono zbyt powolne (dopiero pod sam koniec roku CPI i inflacja bazowa zbliżą się do 2,5%), by w 2019 r. zmienić retorykę Rady, więc stopy w tym roku pozostaną stabilne.

Inflacja CPI i bazowa vs cel NBP



Źródło: GUS, 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 Luziński 22 534 18 85  
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23  
 Konrad Soszyński 22 534 18 86  
 Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

## Komunikat RPP (zmiany wobec grudniowego komunikatu)

W gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura, choć napływające dane wskazują na jej osłabienie w części gospodarek. W strefie euro ~~wzrost, po obniżeniu wzrostu~~ PKB w III kw. ~~obniżył się, a napływające informacje wskazują na stopniowe spowolnienie wzrostu gospodarczego w tej strefie.~~ nastąpiło dalsze pogorszenie niektórych wskaźników koniunktury. W Stanach Zjednoczonych dane o PKB w III kw. potwierdziły, że koniunktura w tej gospodarce jest ~~IV kw. była wciąż bardzo dobra. Z kolei, jednak prognozy wskazują na obniżenie wzrostu w bieżącym roku. Także w Chinach wzrost aktywności gospodarczej stopniowo się obniża.~~

Utrzymuje ~~Utrzymująca~~ się podwyższona niepewność dotycząca perspektyw globalnej koniunktury, co wpływa negatywnie na ceny części aktywów na międzynarodowych rynkach finansowych. Jednocześnie w ~~ostatnim okresie ostatnich miesiącach~~ nastąpił wyraźny spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych

Inflacja ~~Wyraźne obniżenie się cen surowców, w tym głównie ropy naftowej, przyczyniło się do obniżenia inflacji w wielu krajach jest nadal podwyższana przez wcześniejszy wzrost cen energii.~~ Jednocześnie inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro, pozostaje umiarkowana.

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Jednocześnie EBC ~~zakończył skup aktywów finansowych netto, jednak będzie nadal skupuje aktywa finansowe, choć zapowiada zakończenie ich skupu~~ i inwestował środki z końcem 2018 r. ~~zapadających papierów wartościowych. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych, po kolejnej podwyżce we wrześniu, w listopadzie utrzymała~~ w grudniu 2018 r. podniosła stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

W Polsce ~~wstępne napływające dane o PKB w III kw. wskazują na utrzymywanie się dobrej koniunktury. Wzrostowi aktywności gospodarczej nadal sprzyja rosnąca – choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach – konsumpcja wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. W III kw. towarzyszył temu wyraźny wzrost inwestycji. Wobec relatywnie szybkiego wzrostu popytu krajowego i osłabienia koniunktury w najbliższym otoczeniu Polski, eksport netto miał ujemny wkład do wzrostu PKB. Towarzyszy temu wzrost inwestycji.~~

Mimo relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w ubiegłym roku wzrostu płac roczna dynamika cen konsumpcyjnych obniżyła się ~~w ostatnich miesiącach~~ i pozostaje umiarkowana. Jednocześnie inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii jest nadal niska.

W ocenie Rady bieżące informacje wskazują na relatywnie korzystne perspektywy krajowej koniunktury, choć w kolejnych ~~latach kwartałach~~ nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie się tempa wzrostu PKB. W 2019 r. inflacja ~~może być podwyższona przez wzrost cen energii, tj. czynnik pozostający poza oddziaływaniem polityki pieniężnej. Skalę wzrostu cen energii~~ jednocześnie, według aktualnych prognoz w 2019 r. będzie prawdopodobnie ograniczał obserwowany w ostatnich ~~najbliższych~~ miesiącach ~~roczne tempo wzrostu cen~~ zwiększy się, jednak – ze względu na spadek cen ropy naftowej oraz zamrożenie cen energii elektrycznej – skala tego wzrostu będzie mniejsza niż oczekiwano w listopadowej projekcji. W średnim okresie ograniczająco na dynamikę cen będzie ~~natomiast~~ oddziaływało oczekiwane spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego. W efekcie, w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja 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

*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 obowiązujące 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*