

## Komentarz ekonomiczny

### RPP nie martwi się impulsem fiskalnym

Piotr Bielski, tel. 22 534 18 87, piotr.bielski@santander.pl

Zgodnie z oczekiwaniami, RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian, w tym główną na poziomie 1,50%. Nowe projekcje pokazały niższą inflację (ze środkiem przedziału nie przekraczającym znacznie 2,5% w 3-letnim horyzoncie) oraz wyższy wzrost PKB (choć wciąż spowalniający) niż w poprzedniej edycji. Niższa inflacja nie jest zaskoczeniem, bowiem w listopadowej edycji przyjęto zbyt agresywne założenie o znacznym wzroście cen energii. Rewizja w górę prognozy PKB to podobno m.in. wpływ uwzględnienia nowych obietnic wyborczych PiS.

Ton komunikatu RPP nie zmienił się. Prezes NBP powiedział, że zapowiedziany impuls fiskalny będzie pozytywny dla gospodarki, ale nie jest „nadmierny” i nie zwiększa prawdopodobieństwa zacieśnienia polityki pieniężnej. Powtórzył, że stopy mogą pozostać bez zmian nawet do końca kadencji RPP (2022 r.). Glapiński wspomniał też, że teoretycznie jest miejsce na obniżki stóp (w sytuacji bardzo mocnego spowolnienia gospodarki), ale Rada takiego scenariusza nie rozważa na poważnie. Co ciekawe, Łukasz Hardt powiedział, że on nie ryzykowałby deklarowania stabilności stóp aż do końca kadencji, a optymalną strategią polityki pieniężnej powinna być adaptacja do nadchodzących danych.

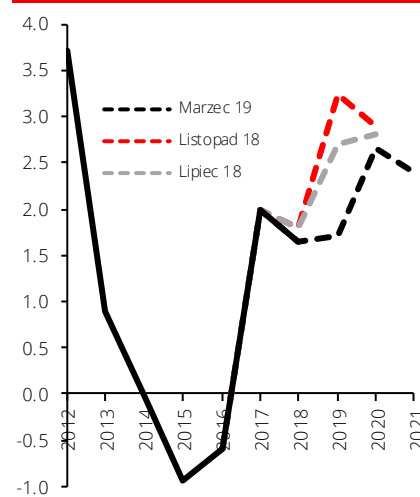
Ogólnie, przesłanie banku centralnego pozostało bez zmian, tak jak się spodziewaliśmy. Tak długo, jak inflacja pozostaje niska, zmiany retoryki są mało prawdopodobne. W Radzie może jednak zrobić się ciekawiej pod koniec roku, gdy – zgodnie z naszymi prognozami – inflacja CPI i inflacja bazowa odbiją w górę, dochodząc do celu 2,5%. Na razie jednak hasłem przewodnim opisującym politykę pieniężną nadal pozostaje stabilizacja.

#### Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji

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

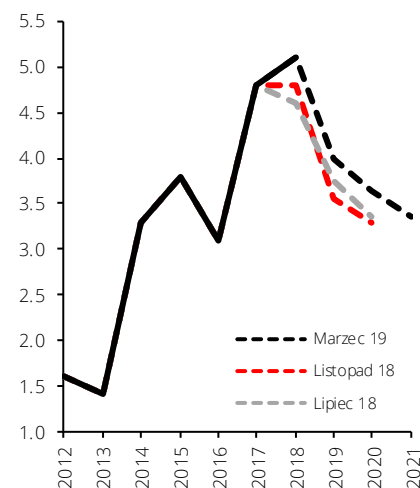
|      | Wzrost PKB   |              |              |              |
|------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|      | Mar 18       | Lip 18       | Lis 18       | Mar 19       |
| 2018 | 4,3 (±0,8)   | 4,6 (±0,6)   | 4,8 (±0,4)   | -            |
| 2019 | 3,8 (±1,0)   | 3,75 (±0,95) | 3,55 (±0,85) | 4,0 (±0,7)   |
| 2020 | 3,6 (±1,0)   | 3,35 (±0,95) | 3,25 (±0,95) | 3,65 (±0,95) |
| 2021 | -            | -            | -            | 3,35 (±0,95) |
|      | Inflacja CPI |              |              |              |
| 2018 | 2,1 (±0,5)   | 1,8 (±0,3)   | 1,8 (±0,1)   | -            |
| 2019 | 2,7 (±1,0)   | 2,7 (±0,8)   | 3,25 (±0,65) | 1,7 (±0,5)   |
| 2020 | 3,0 (±1,1)   | 2,8 (±1,1)   | 2,9 (±1,0)   | 2,65 (±0,95) |
| 2021 | -            | -            | -            | 2,4 (±1,1)   |

#### 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 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 lutowego komunikatu)

Napływające dane wskazują na osłabienie koniunktury w części największych gospodarek, przy jednoczesnym wzroście niepewności dotyczącej kształtowania się aktywności w gospodarce światowej w kolejnych kwartałach. W strefie euro dynamika PKB w IV kw. [pozostałaby niższa niż w I połowie ub.r.](#), a [wskaźniki koniunktury obniżyły się – dostępne prognozy wskazują na jej dalsze osłabienie w ostatnim okresie bieżącego roku](#). W Stanach Zjednoczonych [wzrost gospodarczy w IV kw. spowolnił, choć koniunktura w tej gospodarce pozostaje dobra. Jednocześnie w, choć oczekiwane jest tam nieznaczne obniżenie się tempa wzrostu PKB](#). W Chinach [wzrost tempo wzrostu](#) aktywności gospodarczej nadal stopniowo się obniża.

Mimo [pewnego](#) wzrostu cen ropy naftowej [na rynkach światowych w ostatnim okresie, jaki nastąpił od początku br.](#), ich poziom jest [wciąż](#) niższy niż w III kw. ub.r. Przyczynia się to do [obniżenia osłabienia](#) inflacji w wielu krajach. Jednocześnie inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro, pozostaje niska.

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Jednocześnie EBC nadal reinwestuje środki z zapadających papierów wartościowych. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych [po podwyżce w grudniu 2018 r.](#) utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

W Polsce [wstępne dane o PKB w 2018 r. wskazują, że dynamika wzrostu](#) PKB w IV kw. [pozostał utrzymać się na](#) relatywnie [wysoka, choć była nieco niższa niż w poprzednich kwartałach, wysokim poziomie](#). Wzrostowi aktywności gospodarczej [nadal](#) sprzyjała rosnąca – choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach – konsumpcja wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Towarzyszył temu wzrost inwestycji.

Mimo relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w poprzednich latach wzrostu płac roczna dynamika cen konsumpcyjnych obniżyła się w ostatnich miesiącach i [pozostaje umiarkowana. Jednocześnie kształtuje się na niskim poziomie. Nadal niska – mimo prawdopodobnego podwyższenia w styczniu – jest także inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii – jest nadal niska](#).

[Rada zapoznała się z wynikami marcowej projekcji inflacji i PKB przygotowanej przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP. Marcowa projekcja uwzględnia dane i informacje opublikowane do dnia 15 lutego br. – w tym informacje dotyczące ustawowego zamrożenia cen energii – oraz wstępne informacje o zapowiedzianych w dniu 23 lutego br. zmianach w zakresie polityki fiskalnej. Zgodnie z marcową projekcją z modelu NECMOD roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,2–2,2% w 2019 r. \(wobec 2,6–3,9% w projekcji z listopada 2018 r.\), 1,7–3,6% w 2020 r. \(wobec 1,9–3,9%\) oraz 1,3–3,5% w 2021 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,3–4,7% w 2019 r. \(wobec 2,7–4,4% w projekcji z listopada 2018 r.\), 2,7–4,6% w 2020 r. \(wobec 2,3–4,2%\) oraz 2,4–4,3% w 2021 r.](#)

W ocenie Rady, perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne. W kolejnych kwartałach nastąpi jednak prawdopodobnie stopniowe obniżenie się tempa wzrostu PKB. Jednocześnie, [według aktualnych prognoz w najbliższych miesiącach roczne tempo wzrostu cen zwiększy inflacja utrzyma się, jednak – ze względu na niższy niż w III kw. ub.r. poziom cen ropy naftowej oraz zamrożenie cen energii elektrycznej – skala tego wzrostu będzie wyraźnie mniejsza niż oczekiwano w listopadowej projekcji. W średnim okresie ograniczająco na dynamikę cen będzie oddziaływało oczekiwane obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego. W efekcie umiarkowanym poziomie i w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Taką ocenę wspierają wyniki marcowej projekcji PKB i inflacji.](#)

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