

# Komentarz ekonomiczny

## Wiele hałasu o nic

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

Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian: stopę referencyjną na poziomie 0,1%, stopę lombardową na 0,5%, stopę depozytową na 0,0%. Nowe prognozy inflacyjne zostały wyraźnie podniesione na lata 2021 i 2022 ze środkami przedziału blisko celu 2,5%. Wydaje się jednak, że najistotniejsza zmiana dotyczyła jednak znacznego obniżenia prognozy PKB na 2021: środek przedziału został przesunięty do 2,7% z 4,4% i wobec konsensusu rynkowego ok. 4%. Jednocześnie, szacunki na 2020 i 2022 zostały podniesione (szczegóły w tabeli poniżej). Mimo dużo bardziej pesymistycznej oceny koniunktury w przyszłym roku, ton komunikatu nie zmienił się istotnie i nie wydaje się, by zapowiadał jakieś zmiany w polityce pieniężnej w najbliższej przyszłości. Bank centralny odnotował wzrost ryzyka dla perspektyw gospodarczych z powodu pandemii i powiązanych z nią restrykcji. Powtórzone zostało też zadanie mówiące o tym, że tempo ożywienia może być ograniczone przez brak silnego i trwałego osłabienia waluty mimo szoku jaki spowodowała pandemia i dotychczasowego poluzowania polityki pieniężnej. Potwierdza to nasz pogląd, że wśród członków RPP jest jeszcze duża tolerancja do głębszej deprecjacji złotego.

Podtrzymujemy nasz pogląd, że stopy procentowe pozostaną na dotychczasowym poziomie przynajmniej do końca kadencji RPP (tj. początku 2022).

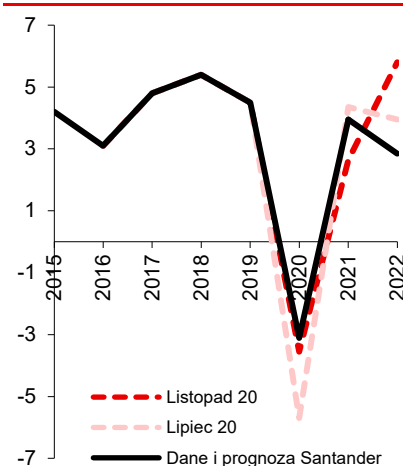
Nowy *Raport o inflacji*, wraz ze szczegółowymi prognozami NBP, zostanie opublikowany we wtorek 10 listopada o 10:00.

### 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			
	Lis 19	Mar 20	Lip 20	Lis 20
2019	4,3 (±0,4)	-	-	-
2020	3,55 (±0,85)	3,2 (±0,7)	-5,7 (±1,5)	-3,55 (±0,55)
2021	3,25 (±0,95)	3 (±0,9)	4,35 (±2,25)	2,65 (±1,85)
2022	-	2,75 (±0,95)	3,95 (±2,05)	5,8 (±2)
	Inflacja CPI			
2019	2,3 (±0,1)	-	-	-
2020	2,85 (±0,75)	3,65 (±0,55)	3,25 (±0,35)	3,45 (±0,05)
2021	2,6 (±1,0)	2,65 (±0,95)	1,25 (±0,95)	2,5 (±0,7)
2022	-	2,35 (±1,05)	1,75 (±1,15)	2,6 (±1)

Projekcja NBP dla PKB (ścieżka centralna)



Źródło: NBP, Santander

### 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  
 Wojciech Mazurkiewicz 22 534 18 86  
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23  
 Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

## Komunikat RPP (zmiany wobec październikowego komunikatu)

Napływające dane potwierdzają, że po silnym spadku globalnego PKB w II kw. br., w ~~ostatnich miesiącach następowali~~ III kw. nastąpiło ożywienie aktywności gospodarczej. Poprawie koniunktury sprzyjało dokonane wcześniej poluzowanie restrykcji epidemicznych, podjęte działania fiskalne, a także towarzyszące im poluzowanie polityki pieniężnej, w tym ~~poprzez~~ poprzez obniżenie stóp procentowych oraz skup aktywów ~~przez banki centralne~~. Mimo ~~ożywienia poprawy~~ ożywienia poprawy koniunktury, aktywność gospodarcza w większości krajów ~~pozostaje niższa niż przed wybuchem~~ pozostaje poniżej poziomu sprzed wybuchu pandemii. ~~W ostatnim okresie odnotowano ponowny wzrost liczby zachorowań na COVID-19. W efekcie wzrosła niepewność dotycząca dalszego przebiegu pandemii, a także tempa i trwałości poprawy globalnej koniunktury~~

W ostatnim okresie odnotowano jednak silny wzrost liczby zakażeń COVID-19. W efekcie wiele państw ponownie zaostrożyło restrykcje epidemiczne, jednocześnie wzrosła niepewność dotycząca dalszego przebiegu pandemii, a także perspektyw globalnej koniunktury

Wzrost liczby ~~zachorowań zakażeń~~ zachorowań zakażeń przyczynił się ~~także do pewnego~~ do pewnego pogorszenia nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, co znalazło odzwierciedlenie między innymi w osłabieniu walut gospodarek wschodzących. Ceny surowców na rynkach światowych pozostają wyraźnie niższe niż na początku ~~bieżącego~~ bieżącego roku. Wraz z obniżoną aktywnością gospodarczą oddziałuje to w kierunku utrzymywania się niskiej dynamiki cen w wielu krajach, w tym u głównych partnerów handlowych Polski.

W Polsce napływające dane ~~wskazują na także potwierdzają, że w III kw. nastąpiło wyraźne~~ wskazują na także potwierdzają, że w III kw. nastąpiło wyraźne ożywienie aktywności gospodarczej ~~w III kw., następujące po wyraźnym silnym~~ w III kw., następujące po wyraźnym silnym spadku PKB w II kw. ~~Jednocześnie~~ Jednocześnie ~~wskazują na to w szczególności dane o sprzedaży detalicznej i produkcji za sierpień sugerują, że w ostatnim czasie tempo odbudowy aktywności spowolniło wobec poprzednich miesięcy. Towarzyszy temu stabilizacja liczby pracujących w przemyśle w wrześniu. Towarzyszyła temu pewna poprawa sytuacji na rynku pracy, w tym wzrost dynamiki wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, przy utrzymującej się na poziomie wyraźnie niższym niż przed pandemią dynamice wynagrodzeń w tym sektorze.~~ Jednocześnie inflacja we wrześniu w październiku – według szybkiego szacunku GUS – wyniosła obniżyła się do 3,0% r/r (wobec 3,2% r/r we wrześniu)

~~Można oczekiwać, że w kolejnych miesiącach kontynuowane będzie ożywienie aktywności gospodarczej, choć jego tempo może być wolniejsze niż dotychczas. Pozytywnie na silny wzrost liczby zakażeń COVID-19 w ostatnim czasie oraz zaostrenie restrykcji epidemicznych przyczynią się do ponownego wyraźnego osłabienia koniunktury w IV kw. br. W szczególności negatywnie na krajową koniunkturę będą oddziaływać dotychczasowe działania ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowanie polityki pieniężnej NBP. Wzrost aktywności może być natomiast ograniczany przez wysoką wpływac będzie obniżenie aktywności w sektorze usług, wprowadzone ograniczenia w handlu, zwiększona niepewność dotycząca dalszego przebiegu i skutków pandemii oraz słabsze niż w poprzednich latach nastroje pogorszenie nastrojów podmiotów gospodarczych. Istotny wpływ na dynamikę aktywności będzie miało także kształtowanie się Krajowa aktywność gospodarcza może być także ograniczania przez pogorszenie koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki. Tempo ożywienia gospodarczego może być także ograniczane przez oraz brak wyraźnego i trwalszego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP. Spadek aktywności gospodarczej będzie natomiast ograniczany przez działania ze strony polityki gospodarczej, w tym dokonane poluzowanie polityki pieniężnej NBP.~~

Rada zapoznała się z wynikami listopadowej projekcji inflacji i PKB z modelu NECMOD. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 4 listopada 2020 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,4–3,5% w 2020 r. (wobec 2,9–3,6% w projekcji z lipca 2020 r.), 1,8–3,2% w 2021 r. (wobec 0,3–2,2%) oraz 1,6–3,6% w 2022 r. (wobec 0,6–2,9%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -4,1 – -3,0% w 2020 r. (wobec -7,2 – -4,2% w projekcji z lipca 2020 r.), 0,8–4,5% w 2021 r. (wobec 2,1–6,6%) oraz 3,8–7,8% w 2022 r. (wobec 1,9–6,0%).

NBP będzie nadal prowadził operacje zakupu skarbowych papierów wartościowych i dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. Celem tych operacji jest zmiana długoterminowej struktury płynności w sektorze bankowym, zapewnienie płynności rynku wtórnego skupowanych papierów wartościowych oraz wzmocnienie oddziaływania obniżenia stóp procentowych NBP na gospodarkę, tj. wzmocnienie mechanizmu transmisji monetarnej. Terminy oraz skala prowadzonych operacji będą uzależnione od warunków rynkowych.

NBP będzie także nadal oferował kredyt wekslowy przeznaczony na refinansowanie kredytów udzielanych przedsiębiorcom przez banki.

Poluzowanie polityki pieniężnej Polityka pieniężna NBP łagodzi negatywne skutki pandemii, wspiera ożywienie gospodarcze aktywność gospodarcza oraz ogranicza ryzyko obniżenia się inflacji poniżej celu inflacyjnego stabilizuje inflację na poziomie zgodnym ze średniookresowym celem inflacyjnym NBP w średnim okresie. Poprzez pozytywny wpływ na sytuację finansową kredytobiorców oddziałuje także w kierunku wzmocnienia stabilności systemu finansowego.

*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*