

# Komentarz ekonomiczny

## RPP już mniej martwi się o złotego?

Marcin Luziński, tel. +48 534 18 85, marcin.luzinski@santander.pl

RPP pozostawiła stopy bez zmian, w tym stopę referencyjną na 0,10%. Komunikat po posiedzeniu zawiera dwie istotne zmiany w porównaniu do marca:

1) usunięto zdanie stwierdzające, że tempo ożywienia gospodarczego będzie ograniczone ze względu na brak wyraźnego i trwalszego osłabienia kursu złotego i zamiast tego Rada napisała po prostu, że tempo ożywienia będzie zależne od kursu. Jednocześnie powtórzono, że NBP może korzystać z interwencji walutowych w razie potrzeby. Złoty nieco umocnił się po publikacji komunikatu (EURPLN do 4,5714) i naszym zdaniem bank centralny mógł zapędzić się w kozi róg, gdyż taka zmiana w retoryce może spowodować umocnienie złotego do poziomu, przy którym RPP martwiła się o zbyt mocnego złotego.

2) Marcowy wzrost inflacji CPI do 3,2% r/r skłonił członków RPP do rozpisania się na temat inflacji. Jednak Rada najwyraźniej nie przejęła się ostatnim odczytem i uznała, że ostatnie zaskoczenia inflacyjne to skutek działania czynników spoza obszaru działania polityki pieniężnej, jak wyższe ceny paliw, elektryczności czy wywozu śmieci. Nie do końca zgadzamy się z tą oceną, gdyż w marcu doszło wg naszych szacunków do wyraźnego wzrostu inflacji bazowej i nie sposób całość tego wzrostu przypisać do czynników niezależnych od Rady. Niemniej, nasza prognoza wskazuje, że inflacja bazowa powinna się obniżyć w kolejnych miesiącach.

Podtrzymujemy nasz pogląd, że RPP utrzyma stopy procentowe bez zmian, możliwe, że do połowy 2022 r., kiedy kończy się kadencja obecnego prezesa NBP.

Przemowa prezesa NBP Adama Glapińskiego jest zaplanowana na piątek 9 kwietnia o 15:00. Zgadujemy, że – podobnie jak miesiąc temu – prezes skorzysta z tej okazji, by powtórzyć, że ryzyko nadmiernego wzrostu inflacji nie jest duże i podkreślić, że stabilizacja stóp przez dłuższy czas jest najbardziej prawdopodobnym scenariuszem.

### Komunikat RPP (zmiany wobec marcowego komunikatu)

Nasilenie pandemii COVID-19 i związane z tym restrykcje epidemiczne oddziaływały w ostatnim okresie na pogorszenie sytuacji epidemicznej w wielu krajach, co spowodowało zaostrzenie restrykcji epidemicznych, oddziałując negatywnie na aktywność koniunktury, głównie w sektorze usług. Jednocześnie w wielu gospodarkach następuje dalsza poprawa koniunktury w przemyśle. Ceny wielu surowców, w tym ropy naftowej, są obecnie wyraźnie wyższe niż przed rokiem. Oddziałuje to w kierunku wzrostu inflacji w gospodarce światowej w IV kw. ub.r. Mimo to, ze względu na wciąż osłabioną koniunkturę oraz na początku br. Strefa euro w IV kw. ponownie znalazła się w recesji. Dostępne informacje dotyczące niepewności dotyczącej przyszłej sytuacji gospodarczej na początku br. wskazują na utrzymywanie się dekoniunktury w sektorze usług, przy dalszym wroście produkcji przemysłowej w tej gospodarce.

Inflacja w gospodarce światowej – mimo pewnego wzrostu w części krajów w styczniu – kształtuje się na niskim poziomie. Główne banki centralne utrzymują niskie stopy procentowe oraz prowadzą skup aktywów. Mimo niepewności dotyczącej rozwoju pandemii utrzymują się optymistyczne nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych. Towarzyszy temu wzrost cen surowców na rynkach światowych, w tym ropy naftowej. W Polsce wstępne dane o rachunkach narodowych za IV kw. ub.r. potwierdziły spadek PKB w tym okresie. W kierunku obniżenia aktywności oddziaływał spadek konsumpcji oraz niższe niż rok wcześniej inwestycje, spadek PKB był natomiast ograniczany przez pozytywny wpływ eksportu netto, a także sygnalizują utrzymywanie luźnej polityki pieniężnej w przyszłości.

Napływające dane dotyczące koniunktury w styczniu wskazują na utrzymywanie się relatywnie dobrej sytuacji w przemyśle, choć dynamika w Polsce wskazuje, że w lutym br. nastąpił dalszy wzrost produkcji przemysłowej oraz poprawiły się nastroje w tym sektorze. Jednocześnie pogłębił się spadek produkcji przemysłowej obniżyła się. Z kolei produkcja budowlano-montażowa i sprzedaż detaliczna notowały wyraźne spadki montażowej, a roczna dynamika sprzedaży detalicznej – pomimo pewnej poprawy nastrojów konsumentów – pozostała ujemna. Towarzyszył temu spadek wzrost przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w ujęciu miesięcznym oraz obniżenie się rocznej dynamiki przeciętnych wynagrodzeń w tym sektorze. Jednocześnie inflacja w styczniu

Inflacja w marcu 2021 r. – według wstępnego szacunku GUS – wyniosła 3,2% r/r. Do wyższej inflacji przyczynił się przede wszystkim dalszy wzrost cen paliw związany ze wzrostem cen ropy naftowej na rynkach światowych. Jednocześnie roczny wskaźnik inflacji jest podwyższony przez wzrost cen energii elektrycznej, który miał miejsce na początku br. oraz wcześniejsze podwyżki opłat za wywóz śmieci, a więc czynniki niezależne od krajowej polityki pieniężnej. W kierunku wyższej inflacji oddziałuje także nadal wzrost kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw w warunkach pandemii, w tym wzrost kosztów transportu i przejściowe zakłócenia w sieciach dostaw.

Po spadku PKB w 2020 r., w bieżącym roku oczekiwany jest wzrost aktywności gospodarczej, choć skala i tempo ożywienia obciążone są niepewnością. Statystyczne efekty bazy dotyczące kształtowania się cen paliw, a także oczekiwany dalszy wzrost opłat za wywóz śmieci przyczynią się prawdopodobnie do dalszego wzrostu inflacji w najbliższych miesiącach. Jednocześnie w miarę postępu procesu szczepień i stopniowego ograniczania skali pandemii wygasać będzie wpływ na inflację czynników podażowych podwyższających obecnie koszty działania firm. Ograniczająco na inflację będzie także oddziaływać niższa niż przed wybuchem pandemii presja płacowa.

Podobnie jak w wielu innych krajach, w Polsce w marcu nastąpiło pogorszenie sytuacji epidemicznej oraz zaostrzenie restrykcji sanitarnych. Oddziałuje to negatywnie na aktywność ekonomiczną i nastroje w części sektorów, choć dane o wysokiej częstotliwości wskazują, że wpływ sytuacji epidemicznej na gospodarkę jest istotnie mniejszy niż wcześniej.

### 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 609 224 857

Dostępne prognozy wskazują, że w najbliższych kwartałach nastąpi ożywienie koniunktury, choć skala i tempo tego ożywienia są obarczone niepewnością. Głównym źródłem niepewności pozostaje dalszy przebieg pandemii i jej wpływ na koniunkturę w kraju i za granicą. Pozytywnie na krajową koniunkturę wpłynąć będą działania ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowanie polityki pieniężnej NBP dokonane w ub.-r., a także przewidywane ożywienie w gospodarce światowej. Tempo ożywienia gospodarczego w kraju może być ograniczane przez brak wyraźnego i trwałszego dostosowania będzie także uzależnione od dalszego kształtowania się kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP.

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. W celu wzmocnienia oddziaływania poluzowania polityki pieniężnej na gospodarkę NBP może także stosować interwencje na rynku walutowym. Terminy oraz skala prowadzonych działań będą uzależnione od warunków rynkowych. NBP będzie także nadal oferował kredyt wekslowy przeznaczony na refinansowanie kredytów udzielanych przedsiębiorcom przez banki.

Polityka pieniężna NBP łagodzi negatywne skutki pandemii, wspiera aktywność gospodarczą oraz 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 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*