

MAKROskop Lite

Szybka aktualizacja

■ Wkrótce po tym jak opublikowaliśmy nasz ostatni **MAKROskop** miały miejsce dwa wydarzenia, które – jak uznaliśmy – domagają się aktualizacji przewidywań dot. scenariusza rynkowego.

■ **Po pierwsze, Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się podnieść stopę referencyjną o 40pb z 0,1% do 0,5%, stopę lombardową z 0,5% do 1,0% i utrzymać stopę depozytową na 0,0%.** Dodatkowo, stopa rezerwy obowiązkowej została podwyższona z 0,5% do 2,0%. Decyzja okazała się szybsza i bardziej zdecydowana niż oczekiwaliśmy. Jak wyjaśnił prezes NBP, o podjęciu działań już teraz przesądziło to, że RPP doszła do wniosku, że inflacja wzrośnie mocniej i na dłużej niż wcześniej zakładano, co oznaczało potrzebę szybkiego wycofania akomodacji monetarnej w celu uniknięcia efektów drugiej rundy. Glapiński powiedział, że Rada celowo zaskoczyła rynki szybszą i większą podwyżką, żeby stworzyć sobie przestrzeń do obserwowania rozwoju sytuacji przed kolejnymi ruchami. Jednocześnie podkreślił, że komunikat po posiedzeniu RPP specjalnie sformułowano tak, by nie sygnalizował ani możliwej kontynuacji podwyżek ani jej nie wykluczył, bowiem dalsze decyzje będą zależały od bieżących danych.

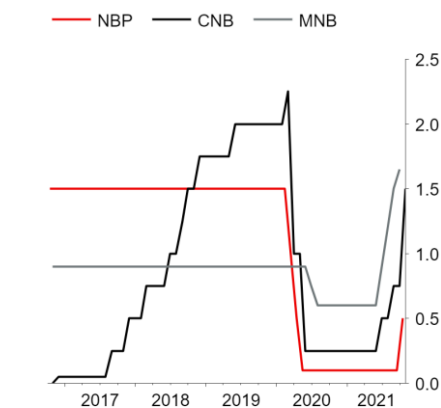
■ Jak wpływa to na naszą opinię nt. perspektyw stóp procentowych? Po pierwsze, przypomnijmy, że od połowy roku spodziewaliśmy się normalizacji polityki, ale z nieco łagodniejszym i późniejszym startem (+15 punktów w listopadzie). **Szybsze i mocniejsze otwarcie oznacza, że możemy osiągnąć przedpandemiczny poziom stopy referencyjnej 1,50% wcześniej – w 2022 r. a nie w 2023 r., jak oczekiwaliśmy uprzednio. Naszym zdaniem w listopadzie możliwa jest kolejna podwyżka, o 25 pb, z trzech powodów:** (1) październikowa inflacja CPI prawdopodobnie będzie powyżej 6% r/r, otwierając drogę do 7% w kolejnych miesiącach, 2) nowa projekcja NBP pokaże znacznie wyższą ścieżkę CPI przy wciąż optymistycznych prognozach PKB, 3) złoty może być w najbliższym czasie pod presją na skutek wyroku Trybunału Konstytucyjnego (patrz niżej). Jednocześnie, naszym zdaniem orzeczenie TK oznacza rosnące ryzyko opóźnienia w wypłacie środków unijnych, co osłabiłoby perspektywy wzrostu PKB oraz – co za tym idzie ceteris paribus – oznaczało mniejszą potrzebę podwyżek stóp w przyszłości.

■ **Po drugie, Trybunał Konstytucyjny uznał, że niektóre zapisy Traktatu o UE są niezgodne z polską Konstytucją,** co wywołało niemal od razu komentarz Komisji Europejskiej, że nie będzie wahała się podjąć działania w celu zapewnienia jednolitego stosowania prawa unijnego. Jakie będą dalsze konsekwencje tej sytuacji, zależy w dużej mierze od polskiego rządu i jego rozmów z KE. Naszym zdaniem rośnie ryzyko dalszego opóźnienia wypłat z Funduszu Odbudowy i – w przypadku eskalacji konfliktu – również z Funduszu Spójności, co pogorszyłoby krajowe perspektywy wzrostu, wywierając presję na krajowe aktywa. **Wciąż jednak zakładamy w bazowym scenariuszu, że prędzej czy później dojdzie do porozumienia Polski z UE, co pozwoli na odetkanie kurka ze środkami unijnymi; utrzymujemy zatem nasze prognozy wzrostu gospodarczego o 5,0% w 2021 i 2022 r.**

■ Złoty umocnił się w reakcji na zaskakującą decyzję RPP, ale cały ten ruch cofnął się w efekcie ogłoszenia wyroku przez Trybunał Konstytucyjny. W rezultacie EUR/PLN jest z powrotem blisko 4.60 - w tej samej okolicy, w której poruszał się przed decyzją Rady. **Naszym zdaniem w najbliższych tygodniach złoty może raczej słabnąć niż się umacniać.** Rynek stopy procentowej agresywnie wycenia ciąg dalszy zacieśnienia polityki pieniężnej i to dostarczanego w szybkim tempie (główna stopa NBP miałaby dojść do ok. 2% w ciągu dziewięciu miesięcy). Wydaje nam się, że impulsem z tej strony do dalszej aprecjacji złotego mogłoby być jedynie podniesienie stóp w listopadzie o 50pb. Globalny nastrój pozostaje niesprzyjający dla walut rynków wschodzących, co wg nas szybko się nie zmieni z uwagi na zbliżające się rozpoczęcie wygaszania skupu aktywów przez Fed w listopadzie. Jednocześnie przez lokalne czynniki ryzyka (szczególnie po werdykcie TK) PLN w coraz mniejszym stopniu można zaliczyć do walut wschodzących o dużej stabilności (tzw. low-beta currency). Zatem utrzymanie się negatywnego klimatu na rynkach może sprzyjać osłabieniu złotego. W końcu, inwestorzy będą teraz pilnie śledzić relacje między Warszawą a Brukselą i oceniać prawdopodobieństwo zamrożenia funduszy UE i/lub nakładania innych sankcji finansowych oraz reagować na nowe decyzje. TSUE może wkrótce nałożyć karę za niezastosowanie się przez Polskę do wyznaczonych środków tymczasowych, np. nakazu zawieszenia Izby Dyscyplinarnej (KE złożyła wniosek w tej sprawie 7 września).

■ Rynek stopy procentowej wycenia dalsze mocne zacieśnienie polityki pieniężnej, więc jeśli RPP nie podniesie stóp o 50 punktów bazowych w listopadzie, to naszym zdaniem **krzywe rynku pieniężnego mogą przesunąć się nieco w dół i wystrzelić** (żeby uwzględnić niższe tempo podwyżek przy możliwej wyższej docelowej stopie). Jednocześnie przestrzeń do korekty będzie ograniczona ze względu na zwyżkową tendencję rentowności na rynkach bazowych wraz ze zbliżającym się zacieśnieniem polityki pieniężnej w USA.

Główne stopy procentowe w CEE3



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Ostatnio publikowane Komentarze ekonomiczne:

- [Ani początek serii ani jednorazowy ruch](#)
- [RPP wyniosła wagę z ponczem](#)
- [Odbicie na budowach, sprzedaż trochę lepiej](#)
- [Produkcja dość nisko, PPI wręcz przeciwnie](#)
- [Sierpniowa inflacja jeszcze wyżej](#)

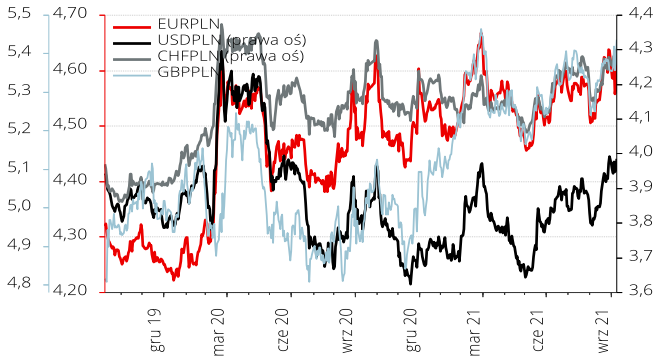
Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
email: ekonomia@santander.pl
www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
Maciej Reluga – Główny Ekonomista
tel. 22 534 18 88

Piotr Bielski 691 393 119
Marcin Luzziński 510 027 662
Wojciech Mazurkiewicz 604 443 750
Grzegorz Ogonek 609 224 857

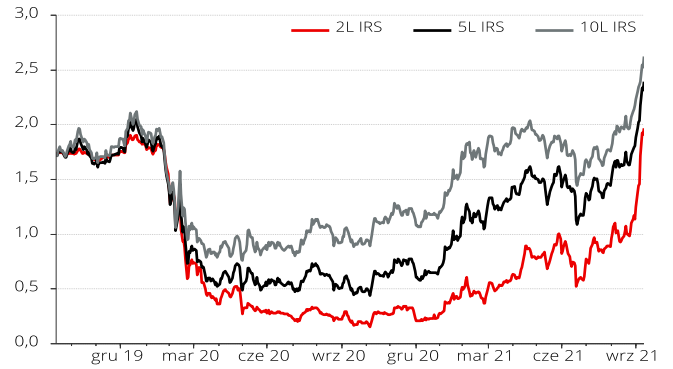
Rynek na wykresach

Notowania złotego



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

IRS (%)



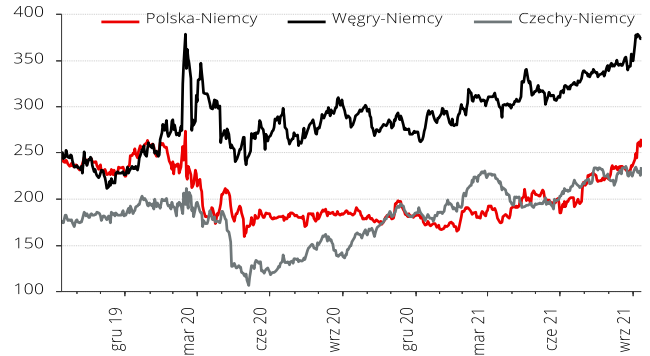
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Spready asset swap (pb)



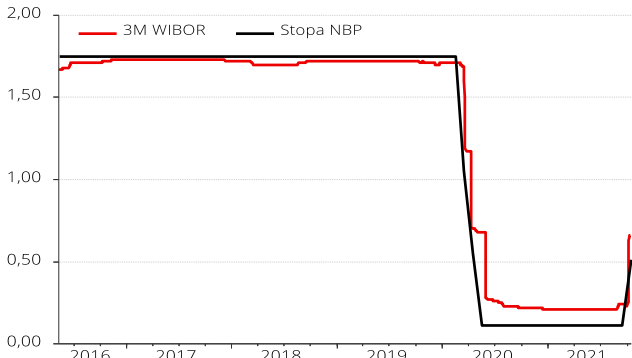
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Spready 10-letnich rentowności do Bunda



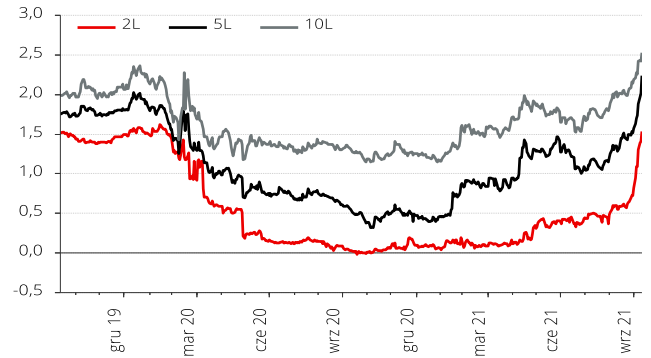
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Stopy procentowe



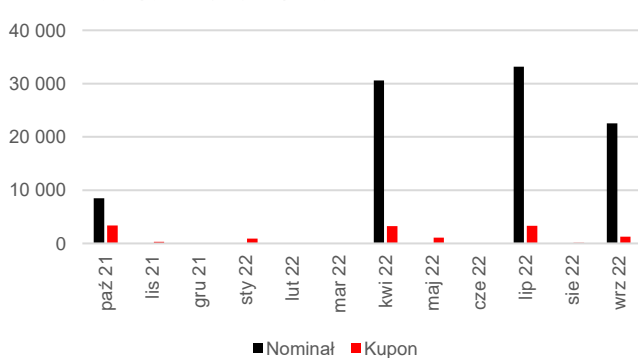
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Rentowności polskich obligacji (%)



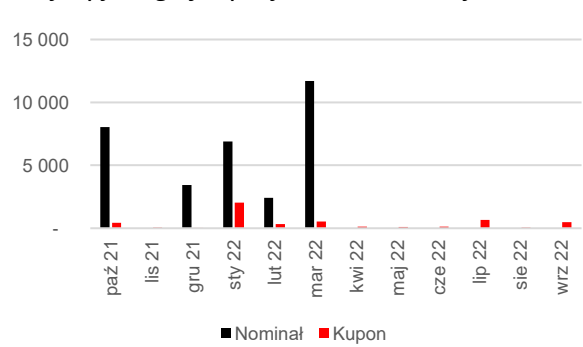
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Wykupy obligacji i spłaty odsetek w PLN, mln zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Wykupy obligacji i spłaty odsetek walutowych, mln zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2019	2020	2021	2022	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
PKB	mld PLN	2,287.7	2,323.9	2,568.0	2,788.2	585.2	618.0	631.7	733.1	644.9	677.6	681.4	784.3
PKB	% r/r	4.7	-2.5	5.0	5.0	-0.9	11.1	3.7	6.1	4.9	5.8	5.1	4.3
Popyt krajowy	% r/r	3.6	-3.4	6.8	5.7	1.0	12.8	5.6	8.0	5.2	6.6	5.7	5.4
Spożycie indywidualne	% r/r	4.0	-3.0	5.8	6.7	0.2	13.3	3.0	8.0	8.0	7.0	6.0	6.0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6.1	-9.0	9.1	7.3	1.3	5.0	10.0	15.0	1.0	15.0	7.0	6.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	4.2	-1.1	12.6	9.0	7.8	30.2	10.0	6.5	6.5	7.8	10.4	11.2
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	3.6	-3.5	1.8	4.3	-12.5	1.8	6.7	6.4	6.7	-0.9	5.4	6.1
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	5.1	-3.0	7.6	3.6	1.2	14.4	5.4	9.4	8.7	5.2	0.4	1.1
Stopa bezrobocia *	%	5.2	6.2	5.8	5.6	6.4	5.9	5.6	5.8	6.2	5.7	5.4	5.6
Place brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7.2	5.3	8.4	7.1	6.6	9.6	8.8	8.7	8.1	7.1	6.4	6.8
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2.2	-1.0	0.2	2.3	-1.4	1.1	0.7	0.4	2.1	2.2	2.3	2.4
Eksport (w euro)	% r/r	7.3	1.3	17.6	11.8	11.3	41.6	13.9	9.0	7.5	9.7	14.2	15.6
Import (w euro)	% r/r	3.6	-3.4	20.5	14.4	8.7	47.7	20.0	12.2	10.3	12.3	16.5	18.1
Bilans handlowy	mld EUR	1,527	12,472	8,234	2,267	2,713	2,202	102	3,217	1,146	658	-1,510	1,973
Rachunek bieżący	mld EUR	2,523	15,287	1,773	-4,360	2,746	372	-2,660	1,315	966	-1,345	-3,948	-32
Rachunek bieżący	% PKB	0.5	2.9	0.3	-0.7	2.7	1.7	0.7	0.3	0.0	-0.3	-0.5	-0.7
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-0.7	-7.0	-3.7	-2.6	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2.3	3.4	4.8	5.2	2.8	4.5	5.4	6.4	6.6	5.9	4.6	3.7
Inflacja (CPI) *	% r/r	3.4	2.4	6.6	3.7	3.2	4.4	5.8	6.6	6.3	5.8	4.0	3.7
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	2.0	3.9	4.0	4.5	3.8	3.8	3.9	4.3	4.9	4.8	4.4	3.9
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1.2	-0.6	7.1	4.1	2.5	6.4	9.3	10.3	7.3	4.7	2.5	1.8
Podaż pieniądza (M3) *	% r/r	8.3	16.4	7.1	7.7	14.4	7.4	9.1	7.1	6.3	7.0	7.8	7.9
Zobowiązania *	% r/r	8.5	12.3	7.7	5.6	11.8	5.7	7.0	7.7	4.9	4.7	4.3	5.6
Należności *	% r/r	5.2	0.2	4.9	9.5	-2.1	0.2	2.4	4.9	7.0	8.5	9.9	9.5
EUR/PLN	PLN	4.30	4.44	4.57	4.50	4.54	4.53	4.57	4.65	4.55	4.50	4.49	4.47
USD/PLN	PLN	3.84	3.89	3.84	3.69	3.77	3.76	3.87	3.96	3.79	3.70	3.66	3.60
CHF/PLN	PLN	3.86	4.15	4.19	4.01	4.17	4.13	4.22	4.27	4.12	4.03	3.97	3.92
Stopa referencyjna *	%	1.50	0.10	0.75	1.50	0.10	0.10	0.10	0.75	1.25	1.25	1.50	1.50
WIBOR 3M	%	1.72	0.67	0.35	1.54	0.21	0.21	0.22	0.77	1.26	1.48	1.67	1.76
Rentowność obligacji 2L	%	1.56	0.50	0.51	1.49	0.08	0.20	0.43	1.31	1.35	1.45	1.55	1.63
Rentowność obligacji 5L	%	1.99	0.96	1.16	2.08	0.65	1.10	0.89	1.98	2.00	2.05	2.13	2.15
Rentowność obligacji 10L	%	2.41	1.52	1.82	2.46	1.35	1.73	1.80	2.41	2.40	2.43	2.48	2.53

Źródło: GUS NBP MF Santander Bank Polska ; * wartość na koniec okresu

Niniejsze opracowanie oparte na informacjach dostępnych do 11.10.2021 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

Email: ekonomia@santander.pl Serwis ekonomiczny w internecie: <https://www.santander.pl/serwis-ekonomiczny>

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. 22 534 1888 Email: maciej.reluga@santander.pl

Piotr Bielski	– Dyrektor	691 393 119
Marcin Luzziński	– Ekonomista	510 027 662
Wojciech Mazurkiewicz	– Ekonomista	604 443 750
Grzegorz Ogonek	– Ekonomista	609 224 857



#3 BEST OVERALL FORECASTER - POLAND



#2 BEST OVERALL FORECASTER - POLAND



#1 BEST OVERALL FORECASTER - POLAND



DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Poznań

pl. gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań
tel. 61 856 58 14/30
fax 61 856 44 56

Warszawa

al. Jana Pawła II 17
00-854 Warszawa
tel. 22 586 83 20/38
fax 22 586 83 40

Wrocław

ul. Robotnicza 11
53-607 Wrocław
tel. 71 369 94 00
fax 71 370 26 22

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