

Komentarz ekonomiczny

To wciąż jeszcze nie koniec

Piotr Bielski, tel. 691393119, piotr.bielski@santander.pl

Rada Polityki Pieniężnej podniosła stopy procentowe o 50 punktów bazowych (referencyjna w górę do 2,25%), zgodnie z oczekiwaniami analityków.

Komentarz po posiedzeniu był bardzo podobny do grudniowego, kluczowe fragmenty pozostały bez zmian. RPP powtórzyła fragmenty, mówiące że „decyzje Rady w kolejnych miesiącach będą nadal nakierowane na obniżenie inflacji do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym NBP w średnim okresie, (...) tak aby zapewnić średniookresową stabilność cen, a jednocześnie wspierać zrównoważony wzrost gospodarczy po globalnym szoku pandemicznym. Ocena Rady dotycząca skali łącznego zacieśnienia monetarnego niezbędnego dla realizacji powyższych celów będzie uwzględniała napływające informacje”. Wygląda na to, że drzwi do dalszych podwyżek pozostają szeroko otwarte. Jednak określenie dokładnego harmonogramu kolejnych decyzji nie jest już takie oczywiste – w lutym RPP może rozważyć przerwę w „cyklu” podwyżek, aby poczekać na nową projekcję NBP (zostanie opublikowana w marcu) i na pierwsze efekty rządowej tarczy antyinflacyjnej (stycziową inflację CPI poznamy dopiero po lutym posiedzeniu Rady, jak co roku nie będzie wstępnego odczytu CPI za styczeń). Pauza w lutym jest zatem możliwa, ale oczywiście nie pewna, bo będzie też zależała od innych nadchodzących danych i informacji (nt. aktywności gospodarczej, sytuacji pandemicznej, zachowania kursu walutowego). Naszym zdaniem docelowym poziomem stopy NBP w tym cyklu jest co najmniej 3,50% (rynek wycenia nawet więcej, ok. 4% w połowie roku).

Konferencję prasową prezesa NBP zaplanowano na środę o 15:00. W piątek o 10:00 zobaczymy wstępny odczyt inflacji CPI za grudzień (nasza prognoza i oczekiwania rynkowe wynoszą 8,3% r/r). Oba wydarzenia będą ważne dla ustalenia oczekiwań co do dalszych posunięć RPP.

Porównanie komunikatów RPP z listopada i grudnia 2021 r.

W gospodarce światowej trwa ożywienie, choć negatywnie na koniunkturę oddziałują ograniczenia podażowe na części rynków, wysokie ceny surowców, a w niektórych gospodarkach, w tym w strefie euro, ponowne nasilenie się pandemii. Aktualne prognozy wskazują, że w 2022 r. wzrost globalnego PKB pozostanie jednak będzie relatywnie wysoki, choć niższy niż w 2021 r. Pojawienie się nowego wariantu koronawirusa przyczyniło się do wzrostu Czynnikami niepewności dotyczącej dalszego kształtowania się sytuacji epidemicznej i gospodarczej na świecie, a przez to do pewnego pogorszenia nastrojów na rynkach finansowych i wzrostu awersji do ryzyka, pozostaje rozprzestrzenianie się nowego wariantu koronawirusa.

Ceny surowców energetycznych, w szczególności gazu ziemnego, ropy naftowej i węgla, oraz części surowców rolnych są nadal kształtują się na znacznie wyższych poziomach niż rok wcześniej. Wraz z przedłużającym się jednocześnie przedłużają się zaburzeniami zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży i nadal wysokimi cenami, a ceny transportu międzynarodowego, a także wobec ożywienia są nadal podwyższone. Wraz z silnym ożywieniem popytu, przyczynia się to do wyraźnego wzrostu inflacji na świecie, która w wielu krajach osiąga poziomy nienotowane od dekad. Podwyższone są także prognozy inflacji na kolejne kwartały, co wskazuje na ryzyko dłuższego niż wcześniej oceniano wpływu szoku pandemicznego na procesy inflacyjne.

Wobec takich uwarunkowań części w warunkach silnego wzrostu bieżącej, jak i oczekiwanej inflacji wiele banków centralnych wycofuje akomodację monetarną, choć decyzje władz monetarnych nie są jednorodne i uwzględniają uwarunkowania prowadzenia polityki pieniężnej w poszczególnych gospodarkach. Banki centralne w Europie Środkowo-Wschodniej podnoszą stopy procentowe. EBC, mimo najwyższej w historii strefy euro inflacji, utrzymuje ujemne stopy procentowe oraz nadal skupuje aktywa na dużą skalę, choć zapowiedział zmniejszenie skali skupu aktywów. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych utrzymuje natomiast przyspieszyła ograniczenie miesięcznej skali skupu aktywów, utrzymując stopy zbliżone do procentowe w pobliżu zera, sygnalizując jednocześnie możliwość szybszego ograniczania tempa skupu aktywów, co wraz ze wzrostem awersji do ryzyka powoduje presję na aprecjację dolara na rynkach międzynarodowych.

W Polsce trwa ożywienie aktywności gospodarczej mimo kolejnej fali wzrostu zachorowań. bardzo dobrej koniunkturze świadczy wstępny szacunek PKB, zgodnie z którym wzrost gospodarczy w III kw. br. wyniósł 5,3%, przy znaczącym przyspieszeniu inwestycji. Dane, na co wskazują dane miesięczne o produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i produkcji budowlano-montażowej za październik wskazują na solidny wzrost aktywności gospodarczej także w IV kw. budowlano-montażowej. Nadal poprawia się też sytuacja na rynku pracy, co znajduje odzwierciedlenie w spadku bezrobocia i rosnącym zatrudnieniu oraz wyraźnym wzroście przeciętnych wynagrodzeń. W najbliższych kwartałach oczekiwane jest utrzymywanie się korzystnej sytuacji gospodarczej, choć czynnikiem niepewności jest wpływ pandemii na

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 Luźniński 22 534 18 85
Grzegorz Ogonek 22 534 18 84
Wojciech Mazurkiewicz 22 534 18 86

globalną i krajową koniunkturę, a także oddziaływanie ograniczeń podaźowych oraz wysokich cen surowców energetycznych na gospodarkę.

[Wobec takich uwarunkowań część banków centralnych wycofuje akomodację monetarną, choć decyzje władz monetarnych nie są jednorodne i uwzględniają uwarunkowania prowadzenia polityki pieniężnej w poszczególnych gospodarkach. Banki centralne w Europie Środkowo-Wschodniej podnoszą stopy procentowe. EBC, mimo najwyższej w historii strefy euro inflacji, utrzymuje ujemne stopy procentowe oraz nadal skupuje aktywa na dużą skalę. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych utrzymuje natomiast 2/3 stopy zbliżone do zera, sygnalizując jednocześnie możliwość szybszego ograniczania tempa skupu aktywów, co wraz ze wzrostem awersji do ryzyka powoduje presję na aprecjację dolara na rynkach międzynarodowych.](#)

W Polsce trwa ożywienie aktywności gospodarczej mimo kolejnej fali wzrostu zachorowań. [Q bardzo dobrej koniunkturze świadczy wstępny szacunek PKB, zgodnie z którym wzrost gospodarczy w III kw. br. wyniósł 5,3%, przy znaczącym przyspieszeniu inwestycji. Dane na co wskazują dane miesięczne o produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i produkcji budowlanomontażowej za październik wskazują na solidny wzrost aktywności gospodarczej także w IV kw. budowlano-montażowej.](#) Nadal poprawia się też sytuacja na rynku pracy, co znajduje odzwierciedlenie w spadku bezrobocia i [rosnącym zatrudnieniu oraz wyraźnym](#) wzroście przeciętnych wynagrodzeń. W najbliższych kwartałach oczekiwane jest utrzymywanie się korzystnej sytuacji gospodarczej, choć czynnikiem niepewności jest wpływ pandemii na globalną i krajową koniunkturę, a także oddziaływanie ograniczeń podaźowych oraz wysokich cen surowców energetycznych na gospodarkę.

Inflacja w Polsce [według szybkiego szacunku GUS](#) wzrosła w listopadzie ~~br~~2021 r. do 7,78% w ujęciu rok do roku, a w ujęciu miesięcznym wyniosła 1,0%. [Podwyższona inflacja wynika w głównej mierze z oddziaływania czynników zewnętrznych i niezależnych od krajowej polityki pieniężnej, w tym](#) Do wzrostu inflacji istotnie [wyższych niż przed rokiem cen surowców energetycznych i żywnościowych na rynkach światowych, wcześniejszych podwyżek cen energii elektrycznej i opłat za wywóz śmieci oraz rosnących cen towarów, który podaż jest ograniczana przez globalne zaburzenia pandemiczne. Dodatkowo na dynamikę cen oddziałuje także trwające ożywienie gospodarcze, w tym popyt stymulowany wzrostem dochodów gospodarstw domowych.](#)

[Obserwowany w bieżącym roku istotny przyczynił się obserwowany w II połowie 2021 r. wzrost światowych cen surowców, w tym energetycznych i rolnych, rekordowy wzrost cen uprawnień do emisji dwutlenku węgla, a także przedłużające się globalne zaburzenia podaźowe spowodowały silny wzrost inflacji w Polsce, która utrzyma się na podwyższonym poziomie również w nadchodzącym okresie. Ograniczająco na inflację będzie działała zapowiedziana przez rząd tzw. Tarcza Antyinflacyjna rosnące ceny towarów, których podaż jest ograniczana przez globalne zaburzenia pandemiczne, a także dokonane już podwyżki cen energii elektrycznej i opłat za wywóz śmieci. W kierunku wzrostu inflacji oddziałuje także trwające ożywienie gospodarcze, w tym wzrost popytu stymulowany wzrostem dochodów gospodarstw domowych. Czynniki te wraz ze wzrostem regulowanych tarif na energię elektryczną, gaz ziemny i energię ciepłą będą wpływały na utrzymanie się inflacji na podwyższonym poziomie również w 2022 r. Natomiast ograniczająco na inflację wpłynie obniżenie części stawek podatkowych w ramach tzw. Tarczy Antyinflacyjnej.](#)

W dłuższej perspektywie nastąpi obniżenie inflacji, do czego przyczyni się oczekiwane wygaśnięcie części globalnych szoków podbijających obecnie dynamikę cen, a także podwyższenie stóp procentowych NBP. Jednocześnie jednak, wobec kontynuacji ożywienia krajowej aktywności gospodarczej oraz oczekiwanego utrzymywania się korzystnej sytuacji na rynku pracy, a także prawdopodobnie dłuższego oddziaływania zewnętrznych szoków na dynamikę cen, utrzymuje się ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Aby ograniczyć to ryzyko, a więc dążąc do obniżenia inflacji do celu NBP w średnim okresie, Rada postanowiła ponownie podwyższyć stopy procentowe NBP. Podwyższenie stóp procentowych NBP będzie także oddziaływać w kierunku ograniczenia oczekiwań inflacyjnych.

Decyzje Rady w kolejnych miesiącach będą nadal nakierowane na obniżenie inflacji do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym NBP w średnim okresie, przy uwzględnieniu kształtowania się sytuacji koniunkturalnej, tak aby zapewnić średniookresową stabilność cen, a jednocześnie wspierać zrównoważony wzrost gospodarczy po globalnym szoku pandemicznym. Ocena Rady dotycząca skali łącznego zacieśnienia monetarnego niezbędnego dla realizacji powyższych celów będzie uwzględniała napływające informacje dotyczące perspektyw inflacji oraz wzrostu gospodarczego, w tym perspektyw sytuacji na rynku pracy.

NBP może nadal stosować interwencje na rynku walutowym oraz inne instrumenty przewidziane w Założeniach polityki pieniężnej. Terminy oraz skala prowadzonych działań będą uzależnione od warunków rynkowych.

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