

# Komentarz ekonomiczny

## Kompromisowy ruch

Piotr Bielski, tel. 691393119, [piotr.bielski@santander.pl](mailto:piotr.bielski@santander.pl)

Rada Polityki Pieniężnej podniosła stopy procentowe o 75 punktów bazowych, stopa referencyjna wynosi teraz 3,50%. Konsensus analityków rynkowych (i nasza prognoza) wskazywały na ruch o 50 punktów, natomiast rynek finansowy obstawiał wyraźnie mocniejszą podwyżkę. Rada zdecydowała się zatem na rozwiązanie, które można uznać za kompromisowe: z jednej strony by wesprzeć walutę i odpowiedzieć na szybko pogarszające się perspektywy inflacyjne zdecydowała się zwiększyć skalę ruchu (poprzednio +50pb), ale z drugiej strony nie zdecydowała się na jeszcze mocniejszy krok w obawie przed nadmiernym zacieśnieniem. Złoty zareagował na to osłabieniem (EURPLN wzrósł do 4,93 z 4,86), stopy FRA przejściowo obniżyły się.

Komunikat po posiedzeniu zawierał główne wyniki nowych projekcji ekonomicznych NBP. Inflacja utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie do końca horyzontu prognostycznego. Wzrost PKB został natomiast przycięty w porównaniu do poprzedniej wersji prognoz (zwłaszcza na 2023 r.), ale do stagnacji wciąż daleko (szczegóły w tabeli poniżej). Nie znamy jeszcze dokładnych założeń co do rządowej „tarczy antyinflacyjnej” ale spodziewamy się, że są one zgodne z obecnie obowiązującym stanem prawnym, tj. tarcza wygasa w sierpniu (naszym zdaniem rośnie prawdopodobieństwo, że w praktyce zostanie ona wydłużona). Prognozy NBP uwzględniają dane opublikowane do 7 marca, co oznacza, że bank centralny starał się uwzględnić skutki inwazji Rosji na Ukrainę.

Oczekiwana przez NBP ścieżka inflacji w najbliższych dwóch latach jest bardzo wysoka, co – w sytuacji przewidywanego wzrostu PKB wolniejszego niż poprzednio ale wciąż nieodległego od potencjału – może uzasadniać mocniejsze zacieśnienie polityki. W zeszłym miesiącu prezes NBP Adam Glapiński powiedział, że droga do 4,0% jest „wybetonowana” i podkreślał, że skala zacieśnienia będzie zależała od perspektyw wzrostu gospodarczego. Te ostatnie zdecydowanie się pogarszają ze względu na wojnę w Ukrainie. Jednak po dzisiejszym ruchu do poziomu stopy referencyjnej 4,0% brakuje już tylko 50 punktów bazowych, więc naszym zdaniem coraz bardziej prawdopodobne jest, że docelowy poziom będzie jeszcze wyżej, zwłaszcza jeśli utrzyma się presja na walutę. W komunikacie nie znajdujemy wyraźnych sygnałów na ten temat, ale nie jest to specjalne zaskoczenie, bo w ostatnich latach oficjalne komunikaty publikowane po posiedzeniu Rady nie zawierały zbyt wielu wskazówek nt dalszych intencji RPP. W tym kontekście o wiele ważniejsza może być jutrzejsza konferencja prasowa prezesa NBP (zaplanowana na 15:00). Wg nas nawet jeśli prezes Glapiński nie zaszykalizuje większej przestrzeni do podwyżek stóp, ponad 4,0%, to rynek i tak będzie wyceniał taki scenariusz, zakładając, że może to być koniecznością w warunkach bardzo wysokiej inflacji, powiększającego się deficytu obrotów bieżących i deficytu fiskalnego oraz niedowartościowanej waluty.

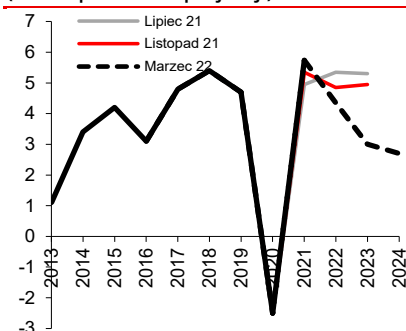
### Projekcje inflacji i PKB w kolejnych *Raportach o inflacji*

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

	Wzrost PKB			
	Mar 21	Lip 21	Lis 21	Mar 22
2022	5,45 (±1,45)	5.35 (±1.15)	4.85 (±1.05)	4.35 (±0.95)
2023	5,4 (±1,4)	5.3 (±1.2)	4.95 (±1.15)	3 (±1.1)
2024	-	-	-	2.7 (±1.3)
	Inflacja CPI			
2022	2,8 (±0,8)	3.3 (±0.8)	5.8 (±0.7)	10.75 (±1.45)
2023	3,2 (±1)	3.35 (±0.95)	3.65 (±0.95)	9 (±2)
2024	-	-	-	4.25 (±1.45)

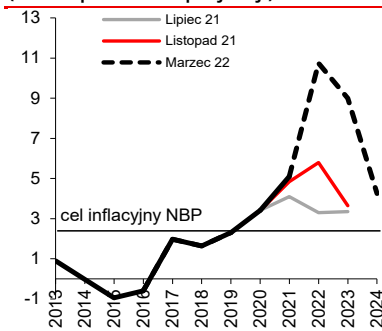
Źródło: NBP, Santander

Projekcje NBP dla wzrostu PKB  
(środki przedziału projekcji)



Źródło: NBP, Santander

Projekcje NBP dla inflacji CPI  
(środki przedziału projekcji)



Źródło: NBP, Santander

### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
email: [ekonomia@santander.pl](mailto:ekonomia@santander.pl)  
Strona www: [skarb.santander.pl](http://skarb.santander.pl)  
Piotr Bielski 22 534 18 87  
Marcin Luźniński 22 534 18 85  
Grzegorz Ogonek 22 534 18 84

## Komunikat RPP (zmiany wobec komunikatu z lutego)

Napływające dane wskazują, że po silnym wzroście aktywności w gospodarce światowej w 2021 r., w ostatnim okresie nastąpiło pogorszenie koniunktury w części krajów. Negatywnie na aktywność gospodarczą na świecie oddziałują ograniczenia podażowe na części rynków, wysokie ceny surowców oraz ponowne nasilenie się pandemii. Aktualne prognozy wskazują, że w 2022 r. wzrost globalnego PKB będzie niższy niż w 2021 r., jednak pozostanie relatywnie wysoki, czemu sprzyjać będzie wzrost konsumpcji w wielu krajach następujący w warunkach utrzymywania się dobrej sytuacji na rynku pracy i trwającej odbudowy aktywności po kryzysie pandemicznym. Czynnikiem niepewności dotyczącej dalszego kształtowania się globalnej koniunktury pozostaje dalsza sytuacja epidemiczna i geopolityczna, a także kształtowanie się polityki gospodarczej w największych krajach.

Ceny surowców energetycznych Po silnym wzroście gospodarki światowej w 2021 r., na przełomie roku nastąpiło pewne spowolnienie dynamiki aktywności w niektórych krajach. Jednocześnie wraz z poprawą sytuacji pandemicznej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro w ostatnim okresie poprawiały się wskaźniki koniunktury w tych gospodarkach.

Po rozpoczęciu agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie wyraźnie wzrosła niepewność dotycząca dalszego kształtowania się sytuacji makroekonomicznej na świecie, w tym w Europie. Znalazło to odzwierciedlenie w istotnym pogorszeniu nastrojów na rynkach finansowych oraz deprecjacji części walut. Ponownie wzrosły ceny gazu ziemnego, ropy naftowej i węgla, oraz części surowców rolnych pozostają znacznie wyższe niż rok wcześniej. Jednocześnie przedłużają się zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży, a ceny transportu międzynarodowego są nadal podwyższone. Przyczynia przyczyni się to najprawdopodobniej do wyraźnego dalszego wzrostu inflacji na świecie, która w wielu krajach osiąga osiągała wysokie poziomy nienotowane od dekad. Jednocześnie prognozy inflacji są podwyższane i wskazują, że w wielu gospodarkach w 2022 r. pozostanie ona wyższa od celów banków centralnych jeszcze przed rosyjską agresją zbrojną na Ukrainie.

W warunkach wyraźnego wzrostu inflacji wiele banków centralnych wycofuje akomodację monetarną. Banki centralne w Europie Środkowo-Wschodniej podnoszą stopy procentowe. EBC utrzymuje ujemne stopy procentowe, jednak zmniejsza skalę skupu aktywów. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych sygnalizuje zakończenie skupu aktywów w marcu i rozpoczęcie podwyższania stóp procentowych.

W Polsce trwa ożywienie aktywności gospodarczej. Wzrost PKB w 2021 r. wyniósł według wstępnego szacunku GUS 5,7%, a w IV kw. ub.r. nastąpiło istotne przyspieszenie rocznej dynamiki PKB. 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 m.in. wpływ pandemii na globalną i krajową koniunkturę, a także oddziaływanie ograniczeń podażowych oraz wysokich cen surowców energetycznych na gospodarkę.

Inflacja w Polsce wzrosła w grudniu 2021 r. do 8,6% w ujęciu rok do roku, a w ujęciu miesięcznym wyniosła 0,9%. Do wzrostu inflacji w 2021 r. istotnie przyczynił się wzrost światowych cen surowców, w tym energetycznych i rolnych, rekordowy wzrost cen uprawnień do emisji dwutlenku węgla, rosnące ceny towarów, których podaż jest ograniczana przez globalne zaburzenia pandemiczne, a także dokonane w 2021 r. podwyżki cen energii elektrycznej i gazu ziemnego. W kierunku wzrostu inflacji oddziałuje Dostępne dane wskazują, że w Polsce utrzymuje się korzystna koniunktura gospodarcza. Wzrost PKB w IV kw. 2021 r. wyniósł według wstępnego szacunku GUS 7,3%. Dane o sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej w styczniu świadczą o utrzymaniu się korzystnej koniunktury także na początku 2022 r. Jednocześnie nadal rośnie zatrudnienie, czemu towarzyszy wyraźny wzrost wynagrodzeń. Agresja zbrojna Rosji przeciw Ukrainie i związane z nią sankcje gospodarcze stanowią istotny czynnik niepewności dla kształtowania się przyszłej aktywności gospodarczej na świecie i w Polsce. Niemniej jednak, m.in. ze względu na niewielki udział eksportu do Rosji i Ukrainy w polskiej sprzedaży zagranicznej, można oczekiwać utrzymywania się korzystnej krajowej koniunktury w kolejnych kwartałach.

Inflacja w Polsce – według wstępnych danych GUS – wzrosła w styczniu 2022 r. do 9,2%. W kierunku istotnie podwyższonej inflacji oddziałuje przede wszystkim znaczący wzrost cen surowców energetycznych i rolnych oraz regulowanych тариф na energię elektryczną, gaz ziemny i energię ciepłą. Jednocześnie dodatkowo na ceny wpływa także trwające ożywienie gospodarcze, w tym wzrost popytu stymulowany wzrostem dochodów gospodarstw domowych. Czynniki te wraz ze wzrostem regulowanych тариф na energię elektryczną, gaz ziemny i energię ciepłą będą wpływały na utrzymanie się inflacji na podwyższonym poziomie również w 2022 r. Natomiast ograniczając na inflację wpłynęła inflacja ogranicza natomiast obniżenie części stawek podatkových w ramach tzw. Tarczy Antyinflacyjnej.

W dłuższej perspektywie nastąpi obniżenie inflacji. W 2022 r. inflacja pozostanie jednak istotnie podwyższona, do czego przyczyni się oczekiwane wygaśnięcie części globalnych szoków – oprócz czynników dotychczas podwyższających dynamikę cen – przyczynią się ekonomiczne skutki rosyjskiej inwazji na Ukrainę. W kolejnych latach, wraz z wygasaniem wpływu szoków obecnie 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, inflacja będzie się obniżać. Obniżaniu inflacji powinno sprzyjać umocnienie złotego, gdyż w ocenie Rady obserwowana w ostatnim okresie rynkowa presja na osłabienie złotego nie ma uzasadnienia w fundamentach gospodarczych Polski.

Rada zapoznała się z wynikami marcowej projekcji inflacji i PKB z modelu NECMOD. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 7 marca 2022 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 9,3-12,2% w 2022 r. (wobec 5,1–6,5% w projekcji z listopada 2021 r.), 7,0-11,0% w 2023 r. (wobec 2,7–4,6%) oraz 2,8-5,7% w 2024 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,4-5,3% w 2022 r. (wobec 3,8–5,9% w projekcji z listopada 2021 r.), 1,9-4,1% w 2023 r. (wobec 3,8–6,1%) oraz 1,4-4,0% w 2024 r.

Rada oceniła, że 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. Aprecjacja złotego byłaby spójna z kierunkiem prowadzonej polityki pieniężnej.

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. Dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej, w tym od wpływu agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie na polską gospodarkę.

NBP będzie podejmował wszelkie niezbędne działania w celu zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej, w tym przede wszystkim w celu ograniczenia ryzyka utrwalenia się podwyższonej inflacji. NBP może stosować interwencje na rynku walutowym, w szczególności w celu ograniczenia niezgodnych z kierunkiem prowadzonej polityki pieniężnej wahań kursu złotego.

Rada przyjęła Raport o inflacji – marzec 2022.

*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*