

## Komentarz ekonomiczny

### Inflacja jedynym powodem do zmartwień

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

Prezes NBP Adam Glapiński zaprezentował bardzo jastrzębi przekaz podczas dzisiejszej konferencji prasowej. Wprost określił siebie i całą (nowo powołaną) Radę Polityki Pieniężnej jako bardzo jastrzębią i podkreślił, że ich głównym celem jest zduszenie inflacji i przeciwdziałanie jej utrwaleniu.

Jego zdaniem podwyższona inflacja to teraz jedyne prawdziwe zmartwienie. Glapiński był bardzo optymistyczny co do perspektywy wzrostu gospodarczego. Powiedział, że wzrost PKB może wyhamować z ok. 7% na początku roku do ok. 4% pod jego koniec, ale nie bardziej. Podkreślał, że rynek pracy jest wyjątkowo rozgrzany, konsumpcja i inwestycje nadal szybko rosną a w Polsce praktycznie nie ma bezrobocia. Jego zdaniem polska gospodarka jest bardzo stabilna i zrównoważona (to dość zaskakujące stwierdzenie w sytuacji rekordowo wysokiej inflacji i rekordowego deficytu na rachunku obrotów bieżących), nie występują żadne tendencje kryzysowe, a spowolnienie, którego można się spodziewać będzie miało charakter cykliczny. Dodał, że polskiej gospodarce nic nie grozi, nie ma absolutnie żadnego ryzyka recesji ani stagflacji (odległość od takich scenariuszy jest „kosmiczna”).

Wydaje się, że takie stwierdzenia potwierdzają, że opinie prezesa NBP nt. perspektyw gospodarczych są bardzo mocno oparte na obserwacji przeszłości („backward-looking”). To prawda, że wzrost PKB wciąż był bardzo wysoki na początku roku, co zresztą podkreślaliśmy w naszych raportach – w styczniu i lutym aktywność gospodarcza nadal rosła w silnym tempie, w efekcie czego wzrost PKB w I kw. 2022 r. prawdopodobnie przekroczy 6% r/r. Jednak konflikt zbrojny na Ukrainie i wywołane nim sankcje oraz szok na rynkach energii z dużym prawdopodobieństwem spowodują poważne zaburzenie w trendzie i całkiem prawdopodobny wydaje się lekki spadek PKB w II kwartale (w ujęciu kw/kw, po odsezonowaniu). Jeśli konflikt przedłuży się na III kwartał, to nie trudno wyobrazić sobie techniczną recesję w Polsce (dwa kwartały z rzędu spadku PKB kw/kw s.a.). Nawet jeśli faktycznie jest mało prawdopodobne, aby średni wzrost PKB w 2022 r. obniżył się do lub poniżej zera, to wydaje się, że rozkład ryzyk niekoniecznie wygląda aż tak różowo, jak sugerowały wypowiedzi prezesa NBP (co przywodzi na myśl jego wypowiedzi z początku pandemii o tym, że recesja w Polsce jest wykluczona).

Prezes Glapiński podkreślał na konferencji kilkakrotnie, że inflacja jest obecnie pierwszoplanowym zmartwieniem NBP i że bank centralny będzie ją zwalczał „w każdy dostępny prawem sposób”. Jego zdaniem bardzo prawdopodobna jest kontynuacja podwyżek stóp w kolejnych miesiącach, a docelowy pułap referencyjnej – jakkolwiek trudny obecnie do spreżycowania – prawdopodobnie będzie wyższy niż 4,0-4,5% wskazywane wcześniej. Glapiński uważa też że RPP powinna działać szybko i zdecydowanie aby ograniczyć ryzyko utrwalenia inflacji.

Zdaniem banku centralnego złoty jest zdecydowanie niedowartościowany i należy się spodziewać umocnienia krajowej waluty ze względu na mocne fundamenty gospodarcze. W odpowiedzi na pytanie o interwencje walutowe prezes Glapiński powiedział, że były mało skuteczne i dlatego NBP zrezygnował „rozkręcenia ich na większą skalę”. Kolejnych nie można jednak wykluczyć.

Podsumowując: optymistyczny przekaz prezesa NBP jeśli chodzi o perspektywy wzrostu gospodarczego i mocne podkreślenie priorytetu w postaci walki z inflacją (co akurat trudno krytykować i może pomóc w zbudowaniu wiarygodności nowo powołanej RPP) sugeruje dalsze zdecydowane podwyżki stóp procentowych w kolejnych miesiącach. Spodziewamy się dwóch ruchów po 75 pb w kwietniu i w maju. To czy RPP zatrzyma się na poziomie 5,00% zależy od dalszego rozwoju sytuacji na Ukrainie, na rynkach surowców i walut, zmian w oczekiwaniach dot. wzrostu gospodarczego. Obecnie jest to nasz bazowy scenariusz, ponieważ zakładamy, że do tego czasu efekty wojny na Ukrainie na aktywność w polskiej gospodarce zaczną się pojawiać, co spowoduje obniżenie optymizmu dot. wzrostu gospodarczego, a to ograniczy zapał do dalszego zacieśniania polityki. Pod koniec 2023 r. RPP może rozpocząć cykl łagodzenia polityki pieniężnej w odpowiedzi na hamowanie gospodarki.

*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 zabięgać 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](mailto:ekonomia@santander.pl), [www.santander.pl](http://www.santander.pl)*

#### 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://www.skarb.santander.pl)  
**Piotr Bielski** 22 534 18 87  
**Marcin Luźniński** 22 534 18 85  
**Grzegorz Ogonek** 22 534 18 84