

# Komentarz ekonomiczny

## Szybka setka

Marcin Luziński, tel. 510 026 662, [marcin.luzinski@santander.pl](mailto:marcin.luzinski@santander.pl)

Rada Polityki Pieniężnej zaskoczyła rynek podwyżką stóp o 100 punktów bazowych (nasza prognoza: 75 pb, konsensus: 50 pb), co podniosło stopę referencyjną do 4,50%. Był to jak dotąd najmocniejszy ruch w tym cyklu podwyżek, w którym stopy wzrosły w sumie o 440 punktów bazowych w ciągu sześciu miesięcy. Co ciekawe, decyzja została podjęta dużo szybciej niż podczas poprzednich posiedzeń (o 14:45 wobec ok. 16:00 ostatnio), ale mogło to wynikać z mniejszej liczby członków w RPP (dwa miejsca pozostają nieobsadzone).

Komunikat po posiedzeniu RPP niewiele się zmienił, dalsze decyzje wciąż będą zależały od napływających danych i nadal brak wskazań, że cykl miałby się zbliżyć ku końcowi. Wygląda na to, że RPP chciała potwierdzić słowa prezesa NBP Adama Glapińskiego, że stanowi „stado jastrzębi” i stąd decyzja o zwiększeniu tempa zacieśniania polityki pieniężnej po silnym wzroście inflacji w marcu (do 10,9% r/r), żeby sprowadzić CPI do celu w średnim okresie i wesprzeć złotego.

Wygląda na to, że cykl zakończy się wyżej, niż dotychczas prognozowaliśmy (5,00%), ale z doprecyzowaniem naszych nowych prognoz zaczekamy na konferencję prezesa Glapińskiego (jutro o 15:00). Rynek FRA wycenia wzrost stóp do 6,50% na koniec roku.

### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
email: [ekonomia@santander.pl](mailto:ekonomia@santander.pl)  
www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://santander.pl/serwis-ekonomiczny)  
[Piotr Bielski 22 534 18 87](tel:225341887)  
[Marcin Luziński 510 026 662](tel:510026662)  
[Grzegorz Ogonek 22 534 18 84](tel:225341884)

## Zmiany wobec marcowego komunikatu

Po silnym wzroście gospodarki na początku 2022 r. koniunktura w gospodarce światowej w 2021 r., na przełomie roku nastąpiło pewne spowolnienie dynamiki, pozostawała relatywnie korzystna, choć dynamika 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 obniżyła. Negatywnie na globalną koniunkturę oddziaływały utrzymujące się zaburzenia w handlu międzynarodowym oraz wysokie ceny surowców. Agresja zbrojna Rosji przeciw Ukrainie wyraźnie wzrosła niepewność dotyczącą przyczyniła się do istotnego wzrostu niepewności dotyczącej 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 – oraz wyraźnego pogorszenia nastrojów. Jednocześnie nastąpił dalszy wzrost cen surowców, a także nasiliły się zaburzenia w handlu międzynarodowym. W efekcie obniżone zostały prognozy wzrostu gospodarczego dla części surowców rolnych. Jednocześnie przedłużają się zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży, a ceny transportu międzynarodowego są nadal podwyższone. Przyczyni się to najprawdopodobniej do dalszego wzrostu inflacji na świecie, która w wielu krajach osiągała wysokie poziomy jeszcze przed rosyjską agresją zbrojną na Ukrainę gospodarek.

W wielu krajach nadal silnie rosła inflacja, osiągając najwyższe poziomy od dekad. Wysokie ceny surowców oraz przedłużające się zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży i transporcie międzynarodowym pozostają głównym źródłem wzrostu dynamiki cen. W części gospodarek do wzrostu cen przyczyniają się także rosnące koszty pracy. W efekcie rośnie również inflacja bazowa. W związku z gospodarczymi konsekwencjami rosyjskiej agresji wyraźnie podwyższono też prognozy inflacji na najbliższe kwartały.

W warunkach wyraźnego silnego wzrostu inflacji wiele banków centralnych wycofuje akomodację monetarną. Banki centralne w Europie Środkowo-Wschodniej podnoszą Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych w marcu zakończyła skup netto aktywów i po raz pierwszy od ponad trzech lat podwyższyła stopy procentowe. Z kolei EBC utrzymuje ujemne stopy procentowe, jednak zmniejsza skalę skupu aktywów. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych sygnalizuje zakończenie skupu aktywów w marcu i rozpoczęcie podwyższania jednocześnie banki centralne w Europie Środkowo-Wschodniej kontynuują podwyższanie stóp procentowych.

Dostępne dane wskazują, że w Polsce utrzymuje się korzystna koniunktura gospodarcza. Wzrost – po silnym wzroście PKB w IV kw. 2021 ub.r. wyniósł według wstępnego szacunku GUS 7,3%. Dane – w I kw. br. utrzymała się wysoka dynamika aktywności gospodarczej, na co wskazują 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 przyczyniła się do pogorszenia nastrojów podmiotów gospodarczych i stanowi 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/marcu 2022 r. do 10,9,2%-% r/r, do czego przyczynił się głównie silny wzrost cen paliw i innych nośników energii związany z agresją zbrojną Rosji na Ukrainę. W kierunku istotnie podwyższonej inflacji nadal oddziałuje przede wszystkim znaczący także wcześniej wzrost cen surowców energetycznych i rolnych oraz regulowanych taryf na energię elektryczną, gaz ziemny i energię ciepłą. Jednocześnie dodatkowo na ceny wpływają wzrost cen sprzyja także trwające ożywienie gospodarcze, w tym wzrost popytu stymulowany wzrostem dochodów rosnącymi dochodami gospodarstw domowych. Inflację ogranicza natomiast obniżenie części stawek podatkowych w ramach tzw. Tarczy Antyinflacyjnej. W 2022 r. inflacja pozostanie jednak istotnie podwyższona, do czego – oprócz czynników dotychczas wcześniej podwyższających dynamikę cen – przyczynią się ekonomiczne skutki rosyjskiej inwazji na Ukrainę agresji zbrojnej przeciw Ukrainie. W kolejnych latach, wraz z wygasaniem wpływu szoków obecnie podbijających ceny, inflacja będzie się obniżała. Obniżaniu inflacji powinno sprzyjać także umocnienie złotego, gdyż które w ocenie Rady obserwowana w ostatnim okresie rynkowa presja na osłabienie złotego nie ma uzasadnienia w fundamentach gospodarczych Polski będzie spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

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.

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*