

## Komentarz ekonomiczny

### Stopy bez zmian mimo wyższej inflacji

Piotr Bielski, tel. 691 393 119, [piotr.bielski@santander.pl](mailto:piotr.bielski@santander.pl)

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna na poziomie 6,75%) pomimo dużego zaskoczenia wrześnieową inflacją (17,2% r/r), lepszych od oczekiwań danych o aktywności gospodarczej w sierpniu, postępującego osłabienia waluty oraz wcześniejszej zapowiedzi prezesa NBP, że kolejne decyzje będą uzależnione od danych, głównie tych dotyczących inflacji. Po ostatniej niespodziance inflacyjnej spodziewaliśmy się podwyżki stóp na tym posiedzeniu Rady o 50 pb. Najwyraźniej popełniliśmy „szkolny błąd” zakładając, że prezes NBP nie będzie sztywno trzymał się swojej zapowiedzi sprzed miesiąca (w październiku wybór między 0 a 25pb) i wcześniejszych deklaracji z sopockiego mołu. Wygląda na to, że na tym etapie w funkcji reakcji banku centralnego perspektywy inflacji nie są tak istotne, jak obawy o perspektywę wzrostu gospodarczego. Oficjalny komunikat po posiedzeniu jest w tonie podobny do poprzedniego, ale dodano w nim ważne stwierdzenie, że „ze względu na skalę i trwałość odziaływania obecnych szoków, które pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, powrót inflacji w kierunku celu inflacyjnego NBP będzie następował stopniowo”. Odczytujemy to jako przyznanie akceptacji RPP dla faktu, że znaczne odchylenie inflacji od celu będzie długotrwałe. Komunikat jednak ani nie zamyka jednoznacznie drzwi do dalszych podwyżek, ani nie sygnalizuje możliwej kontynuacji cyklu.

Decyzja RPP wywołała dość szybką reakcję waluty (EURPLN wzrósł z 4,79 do 4,835; wygląda na to, że dalszy ruch powstrzymał BGK) i sądzimy, że osłabienie złotego może być kontynuowane, gdyż rynek może być coraz bardziej zaniepokojony tym, że bank centralny jest opóźniony z reakcją i bagatelizuje ryzyka inflacyjne. W ślad za tym powinno iść wystromienie krzywej dochodowości.

Ważnym wydarzeniem będzie jutrzejsza konferencja prezesa NBP. Im bardziej gotębia retoryka, tym wyraźniejsza może być reakcja rynku walutowego. Wsparciem dla rynku mogłaby być deklaracja, że październikowa decyzja to tylko przerwa w cyklu, w oczekiwaniu na listopadową projekcję inflacji i następne dane.

Biorąc pod uwagę ostatnie dane świadczące o większej niż sądziliśmy uporczywości inflacji oraz zapowiadane działania ostonowe wobec gospodarstw domowych, które zapewne zmniejszą skalę hamowania konsumpcji, nie jesteśmy już przekonani, że główna stopa NBP w pobliżu 7% będzie wystarczająca aby ustabilizować gospodarkę. Wydaje się zresztą, że ryzyka dot. dalszych podwyżek stóp są asymetryczne – gdyby okazało się, że inflacja szybko zaczyna się cofać, cykl można by łatwo zatrzymać i przybliżyłaby się perspektywa jego odwrócenia; z kolei zbyt wczesna próba wyhamowania podwyżek grozi przeceną złotego i przedłużeniem okresu wysokiej inflacji. W tej chwili sugerowany od kilku miesięcy przez prezesa NBP scenariusz rozpoczęcia obniżek stóp w II połowie 2023 r. wydaje się nam bardzo mało prawdopodobny. Nawet jeśli RPP zdecyduje się na pauzę w najbliższym miesiącu/ach, może być zmuszona do wznowienia cyklu, jeśli/kiedy okaże się, że inflacja nie będzie się chciała istotnie obniżyć i/lub waluta znacząco się osłabi. Im dłużej bank centralny będzie czekał z decyzjami, tym wyższa może być ostatecznie docelowa stopa umożliwiająca wyhamowanie procesów inflacyjnych.

#### Departament Analiz Ekonomicznych:

ał. 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** 691 393 119  
**Jarostaw Kosaty** 887 842 480  
**Marcin Luziński** 510 027 662  
**Grzegorz Ogonek** 609 224 857

## Komunikat RPP (zmiany wobec komunikatu z września)

W II kw. br. roczna dynamika PKB w największych gospodarkach obniżyła się. Jednocześnie napływające dane napływające informacje wskazują na pogorszenie się pogorszenie globalnej koniunktury gospodarczej w III kw. br., choć sytuacja br., czemu jednak towarzyszy utrzymywanie się korzystnej sytuacji na rynkach pracy w największych gospodarkach – rozwiniętych – pozostaje bardzo dobra. Negatywnie na aktywność gospodarczą na świecie oraz jej perspektywy oddziałują przede wszystkim wysokie ceny surowców i komponentów do produkcji, zaburzenia w funkcjonowaniu globalnych sieci dostaw oraz konsekwencje agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę, a także zacieśnianie polityki pieniężnej na świecie. Utrzymuje się przy tym niepewność dotycząca dalszego wpływu tych szoków na koniunkturę, w tym wpływu sytuacji na rynku surowców energetycznych na aktywność w gospodarce europejskiej w kolejnych kwartalach najbliższych kwartalach. Ostabienu perspektyw gospodarki światowej towarzyszyło pogorszenie nastrojów i wzrost zmienności na światowych rynkach finansowych.

W większości gospodarek wielu gospodarkach inflacja nadal rośnie, osiągając w wielu krajach najwyższe poziomy kształtuje się na najwyższym poziomie od dekad. Jednocześnie w dalszym ciągu podwyższane są prognozy inflacji na najbliższe kwartały. Głównym źródłem wzrostu wysokiej dynamiki cen pozostają wysokie ceny surowców, do których przyczyniają się konsekwencje agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę, oraz utrzymujące się – pomimo sygnałów – ich stopniowego łagodzenia – zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży. W części gospodarek do wzrostu cen przyczyniają się także czynniki popytowe i rosnące koszty pracy. W efekcie rośnie również inflacja bazowa. Czynniki te, wraz z przekładaniem się wcześniejszych wzrostów kosztów produkcji na ceny dóbr konsumpcyjnych, prowadzą również do wzrostu inflacji bazowej.

W warunkach silnego wzrostu wysokiej inflacji wiele banków centralnych główne banki centralne w ostatnim okresie w dalszym ciągu zacieśniały politykę pieniężną. W tym We wrześniu Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych i Europejski Bank Centralny po raz kolejny podwyższyły stopy procentowe. Z kolei Europejski Bank Centralny dokonał pierwszej od 2011 r. podwyżki stóp procentowych.

W Polsce – zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS – PKB w II kw. 2022 r. wzrósł o 5,5% r/r, wobec wzrostu o 8,5% r/r w I kw. br. Spowolnienie rocznej dynamiki aktywności gospodarczej wynikało przede wszystkim z istotnego zmniejszenia się wkładu zapasów do wzrostu PKB i – w znacznie mniejszym stopniu – z ostabienia dynamiki konsumpcji. Jednocześnie przyspieszyła dynamika inwestycji.

Dane dostępne dane miesięczne, w tym o produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej i sprzedaży detalicznej sugerują, że w III kw. br. roczna dynamika aktywności gospodarczej w III kw. br. także PKB ponownie się obniżyła. W kolejnych najbliższych kwartalach prognozowane jest dalsze obniżenie dynamiki PKB, przy czym perspektywy koniunktury obciążone są znaczną niepewnością. Mimo ostabienia koniunktury, sytuacja na rynku pracy pozostaje bardzo dobra, co jest odzwierciedlone w rekordowo niskiej stopie bezrobocia oraz utrzymującym się wyraźnym wzroście wynagrodzeń.

Inflacja w Polsce – według szybkiego szacunku GUS – wzrosła w sierpniu we wrześniu 2022 r. do 16,17,2% r/r. Wysoka inflacja wynika głównie z wcześniejszego silnego wzrostu światowych cen surowców energetycznych i rolnych – w znacznej części będącego konsekwencją rosyjskiej agresji zbrojnej na Ukrainę – oraz wcześniejszych wzrostów regulowanych krajowych taryf na energię elektryczną, gaz ziemny i energię ciepłą. Inflacja jest także podwyższana przez efekty zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw oraz przenoszenie przez przedsiębiorstwa wzrostu kosztów na ceny finalnych dóbr finalnych oraz efekty wcześniejszych zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw, co podwyższa także inflację bazową. Inflację ogranicza natomiast obniżenie części stawek podatkowych w ramach Tarczy Antyinflacyjnej.

W nadchodzących kwartalach oczekiwane jest utrzymanie się oddziaływania czynników obecnie podwyższających dynamikę cen, w tym związanych z rosyjską agresją zbrojną na Ukrainę. Jednocześnie podwyższanie stóp procentowych NBP wraz z wygasaniem wpływu szoków obecnie podbijających ceny oraz obniżeniem dynamiki aktywności gospodarczej będzie oddziaływać w kierunku stopniowego obniżania się inflacji w kolejnych latach. Rada ocenia, że dotychczasowe istotne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP oraz spodziewane obniżenie się dynamiki aktywności gospodarczej, w tym na skutek szoków zewnętrznych, przyczynią się do ograniczenia dynamiki popytu w polskiej gospodarce, co będzie sprzyjać obniżaniu się inflacji w Polsce w kierunku celu inflacyjnego NBP. Jednocześnie ze względu na skalę i trwałość oddziaływania obecnych szoków, które pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, powrót inflacji w kierunku celu inflacyjnego NBP będzie następował stopniowo. Obniżaniu inflacji sprzyjałoby także umocnienie złotego, które w ocenie Rady byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

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 na Ukrainę na polską gospodarkę.

NBP będzie podejmował wszelkie niezbędne działania dla 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.

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, www.santander.pl