

## Komentarz ekonomiczny

### Stopy niżej o 25pb

Grzegorz Ogonek, tel. 609 224 857, [grzegorz.ogonek@santander.pl](mailto:grzegorz.ogonek@santander.pl)

Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 25 pb, w tym główną do 5,75%. W komunikacie podkreślono, że presja popytowa i kosztowa pozostają niskie. Wspomniano również, że większość zewnętrznych szoków podaźowych już minęła, a aktywność gospodarcza jest obecnie niska (we wrześniowym komunikacie wspomniano, że jest coraz niższa), co powinno wspierać dalszy spadek inflacji CPI w kolejnych kwartałach.

Określenie dokonanej obniżki ponownie jako dostosowania stóp podpowiada, że RPP nie myśli w kategoriach cyklu luzowania polityki pieniężnej, ale reagowania na bieżąco na sygnały z gospodarki. Tak też głosi komunikat: kolejne decyzje będą zależały od informacji wpływających na perspektywy inflacji i aktywności gospodarczej. Wydaje się, że RPP jest gotowa do dalszego luzowania, jeśli inflacja będzie dalej spadać. Przy naszej prognozie zejścia dynamiki CPI poniżej 7% w październiku prowadzi to do wniosku, że na kolejnym posiedzeniu też zobaczymy obniżkę stóp. Z drugiej strony, zmiana sformułowania opisującego obecną obniżkę jako "spójną z" osiągnięciem celu inflacyjnego, podczas gdy wrześniowa obniżka była "sprzyjająca" osiągnięciu celu, może sygnalizować ograniczoną przestrzeń do dalszego luzowania (chyba że dane ekonomiczne zaskoczą w dół). Spodziewamy się kolejnej obniżki o 25 pb w listopadzie, a następnie pauzy, która może przeciągnąć się na sporą część 2024 roku.

Konferencja prasowa prezesa NBP z omówieniem sytuacji, perspektyw i motywów działania RPP zaplanowana jest na czwartek, godz. 15:00.

#### 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 691 393 119  
Bartosz Białas 22 534 1885  
Cezary Chrapek, CFA 887 842 480  
Marcin Luźniński 510 027 662  
Grzegorz Ogonek 609 224 857

## Komunikat RPP (zmiany wobec komunikatu z września):

Koniunktura w gospodarce światowej pozostaje osłabiona. Jednocześnie utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw aktywności w największych gospodarkach. W strefie euro napływające dane sygnalizują, że w III kw. br. roczna dynamika PKB w II kw. 2023 r. ponownie spowolniła, przy czym aktywności gospodarczej mogła się dalej obniżyć, a w Niemczech była nadal ujemna. Dane napływające w III kw. wskazują na dalsze pogorszenie koniunktury w strefie euro. W Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje natomiast relatywnie korzystna.

Towarzyszy temu dalszy spadek inflacji w wielu gospodarkach, przy czym w większości krajów roczna dynamika cen jest nadal podwyższona. Niższe ceny. Wcześniejszy spadek cen surowców wraz z ustąpieniem napięć w globalnych łańcuchach dostaw ograniczają presję cenową, co jest widoczne w spadku cen produkcji w wielu gospodarkach. Jednocześnie inflacja bazowa w większości gospodarek pozostaje podwyższona, choć stopniowo się obniża.

W warunkach osłabionej koniunktury na świecie, również w Polsce nastąpiło obniżenie dynamiki aktywności. Według wstępnego szacunku GUS roczna dynamika PKB w II kw. 2023 r. wyniosła -0,6%, przy dalszym ograniczeniu popytu konsumpcyjnego. Jednocześnie nadal rosły inwestycje. Sprzedaż detaliczna oraz produkcja przemysłowa w lipcu sierpniu 2023 r. obniżyły się w ujęciu rocznym, choć skala spadku była nieco mniejsza niż w poprzednim miesiącu. Mimo spowolnienia dynamiki aktywności gospodarczej utrzymuje się dobra sytuacja na rynku pracy, w tym niskie bezrobocie. Choć liczba pracujących pozostaje wysoka, to wyhamowuje roczny wzrost w sierpniu 2023 r. roczną dynamikę zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyhamowała.

Według szybkiego szacunku GUS roczny wskaźnik inflacji CPI w sierpniu wrześniu 2023 r. ponownie wyraźnie się obniżył i wyniósł 10,18,2% (wobec 10,8% w lipcu br.). Jednocześnie 2/2 w ujęciu miesięcznym ogólny poziom cen konsumpcyjnych – po spadku o 0,2% w lipcu br. – w sierpniu nie zmienił się. 1% w sierpniu br.). Do spadku inflacji w ujęciu rok do roku przyczynił się głównie spadek rocznej dynamiki cen energii oraz żywności i napojów bezalkoholowych. Uwzględniając dane GUS, można szacować, że w sierpniu wrześniu ponownie obniżyła się także inflacja bazowa. W lipcu sierpniu br. ceny produkcji sprzedanej przemysłu były ponownie niższe niż przed rokiem, potwierdzając wygasanie większości zewnętrznych szoków podażowych oraz ograniczenie presji kosztowej. Wraz z niższą niską dynamiką aktywności gospodarczej będzie to oddziaływać w kierunku dalszego spadku dynamiki cen dóbr konsumpcyjnych w kolejnych kwartałach. Wyraźnemu spadkowi inflacji towarzyszy obniżenie się oczekiwań inflacyjnych, co oddziałuje w kierunku wzrostu restrykcyjności polityki pieniężnej.

W ocenie Rady napływające w ostatnim czasie dane wskazują na mniejszą od wcześniejszych oczekiwań presję popytową, co będzie oddziaływać w kierunku szybszego powrotu inflacji do celu inflacyjnego NBP. dane potwierdzają utrzymywanie się niskiej presji popytowej i kosztowej w gospodarce, a także ograniczenie presji inflacyjnej w warunkach osłabionej koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki. Biorąc pod uwagę te uwarunkowania – a także opóźnienia, z jakimi decyzje w zakresie polityki pieniężnej wpływają na gospodarkę – Rada dokonała dostosowania stóp procentowych NBP, które będzie sprzyjać realizacji co jest spójne z realizacją celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. Rada podtrzymała ocenę, że szybszemu obniżaniu inflacji sprzyjałoby umocnienie złotego, które byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

Dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej.

NBP będzie nadal podejmował wszelkie niezbędne działania dla zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej, w tym przede wszystkim dla powrotu inflacji do celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. NBP może stosować interwencje na rynku walutowym.

*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*