

## Komentarz ekonomiczny

### RPP znowu zaskoczyła, tym razem brakiem obniżki

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

Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian, w tym stopę referencyjną na poziomie 5,75%. Większość analityków (w tym my) obstawiała kolejną obniżkę stóp procentowych o 25pb.

Nowa projekcja NBP przewiduje wolniejszy wzrost PKB w 2023 r. niż w projekcji lipcowej (środkowy punkt 50-procentowego przedziału ufności niższy o 0,3pp), ale szybszy wzrost w latach 2024-2025 (odpowiednio +0,5, +0,3). Prognoza CPI została obniżona w 2023 r. (-0,5) i 2024 r. (-0,55), ale wzrosła w 2025 r. (+0,15, do 3,75%), co oznacza, że pod koniec horyzontu prognozy inflacja nadal nie wraca do oficjalnego celu. Nowa projekcja uwzględnia obniżki stóp w sumie o -100 pb dokonane we wrześniu-październiku. Najwyraźniej dotychczasowe poluzowanie polityki pieniężnej było wystarczająco silne, aby zrównoważyć skutki słabszych perspektyw wzrostu gospodarczego za granicą, przynajmniej według modeli NBP.

W komunikacie RPP napisano, że dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. Przyznano również, że prognozowanie inflacji jest utrudnione ograniczone przez niepewność co do przyszłej polityki fiskalnej i regulacyjnej. Rada odnotowała też, że najnowsze dane ekonomiczne sygnalizują pewną poprawę (wciąż niskiej) aktywności gospodarczej.

Uważamy, że brak obniżki stóp procentowych w listopadzie pomimo kolejnego wyraźnego spadku obserwowanej stopy inflacji (w październiku do 6,5%) to pierwszy wyraźny sygnał, że funkcja reakcji banku centralnego zmienia się po wyborach – wygląda na to, że RPP będzie teraz znacznie bardziej skupiona na stabilizowaniu inflacji niż wzrostu gospodarczego. To nawet dobrze, ponieważ naszym zdaniem wcześniejsze obniżki stóp dokonane we wrześniu i październiku były przedwczesne i generowały ryzyko utrwalenia zbyt wysokiej inflacji. Argumentów przeciwko dalszemu łagodzeniu polityki pieniężnej nie brakuje. Po pierwsze, w ostatnich danych widać sygnały poprawy aktywności gospodarczej, zapowiedź ożywienia popytu. Po drugie, zmiana rządu oznacza większą niepewność odnośnie do polityki gospodarczej i fiskalnej (i ryzyko raczej po stronie nieco większego niż mniejszego deficytu budżetowego). Ewentualne przedłużenie tarcz antyinflacyjnych z jednej strony mogłoby obniżyć prognozy inflacji (przynajmniej na początku 2024 r.) ale z drugiej strony oznacza dodatkowe koszty fiskalne, których nie przewidziano w projekcie budżetu, a które powinny wspierać perspektywy konsumpcji. Gdyby nowy rząd chciał realizować swoje przedwyborcze obietnice (np. podwyżki w budżetówce, większa kwota wolna), oznaczałoby to dodatkowe ryzyka inflacyjne i fiskalne.

Jutrzejsza konferencja prezesa NBP Adama Glapińskiego może dostarczyć więcej wskazówek, ale naszym zdaniem po dzisiejszej decyzji rynek finansowy będzie musiał skorygować swoje optymistyczne oczekiwania co do obniżek stóp procentowych w dalszej perspektywie. Sądymy, że stopa referencyjna NBP może pozostać na poziomie 5,75% w kolejnych kwartałach, prawdopodobnie przez większą część 2024 roku.

#### 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.

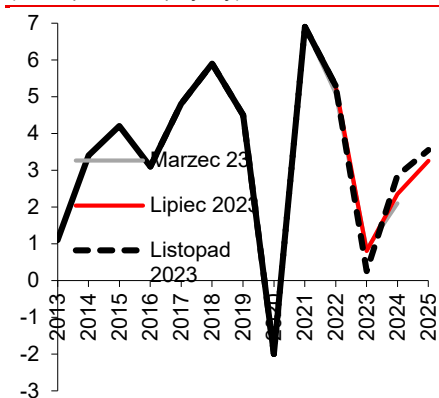
	Wzrost PKB			
	Lis 22	Mar 23	Lip 23	Lis 23
2022	4.6 (±0.3)	-	-	-
2023	0.65 (±0.95)	0.85 (±0.95)	0.55 (±0.75)	0.25 (±0.35)
2024	2.05 (±1.05)	2.1 (±1)	2.35 (±0.95)	2.85 (±0.95)
2025	3.1 (±1.3)	3.15 (±1.15)	3.25 (±1.15)	3.55 (±1.15)
	Inflacja CPI			
2022	14.45 (±0.05)	-	-	-
2023	13.2 (±2.1)	11.85 (±1.65)	11.90 (±0.80)	11.4 (±0.1)
2024	5.85 (±1.75)	5.7 (±1.8)	5.25 (±1.55)	4.7 (±1.5)
2025	3.5 (±1.4)	3.5 (±1.5)	3.6 (±1.5)	3.75 (±1.55)

Źródło: NBP, Santander

#### Departament Analiz Ekonomicznych:

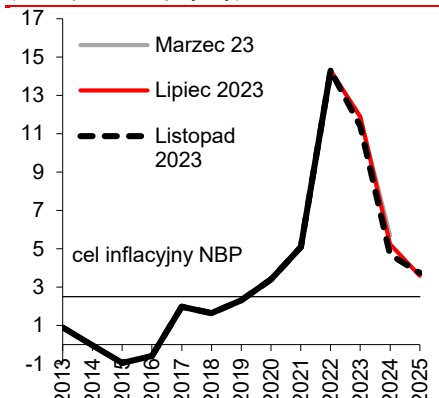
aI. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: [ekonomia@santander.pl](mailto:ekonomia@santander.pl)  
 www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://santander.pl/serwis-ekonomiczny)  
 Piotr Bielski 691 393 119  
 Bartosz Biały 22 534 1885  
 Cezary Chrapek, CFA 887 842 480  
 Marcin Luźniński 510 027 662  
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

Projekcje NBP dla wzrostu PKB  
(średni przedział projekcji)



Źródło: NBP, Santander

Projekcje NBP dla inflacji CPI  
(średni przedział projekcji)



Źródło: NBP, Santander

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

Rada podjęła decyzję o **obniżeniu stopy referencyjnej NBP o 0,25 punktu procentowego, tj. do poziomu 5,75%. Jednocześnie Rada ustaliła następujący poziom pozostałych utrzymania** stóp procentowych NBP: **na niezmiennym poziomie:** • stopa referencyjna 5,75%; • stopa lombardowa 6,25%; • stopa depozytowa 5,25%; • stopa redyskontowa weksli 5,80%; • stopa dyskontowa weksli 5,85%. Koniunktura w gospodarce światowej pozostaje ostabiona. 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 III kw. br. aktywności gospodarczej mogła obniżyć się** **dalej obniżyć była bliska zera**, a w Niemczech była **na** ujemna. **WNatomiast w Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje natomiast relatywnie korzystna. Towarzyszy temu roczna dynamika PKB w III kw. br. przyspieszyła i przekraczała wieloletnią średnią. Jednocześnie następuje dalszy spadek inflacji w wielu gospodarkach, przy czym w większości krajów roczna dynamika cen jest nadal podwyższona. Wcześniejszy spadek cen surowców wraz z ustąpieniem napięć w globalnych łańcuchach dostaw ograniczają presję cenową kosztową**, co jest widoczne w spadku cen produkcji w wielu gospodarkach. **Jednocześnie inflacja inflacja** bazowa w większości gospodarek pozostaje podwyższona, choć stopniowo się obniża. W warunkach ostabionej koniunktury na świecie, również w Polsce **nastąpiło obniżenie dynamiki dynamika** aktywności. **Sprzedaż gospodarczej pozostaje niska, choć część danych sygnalizuje jej stopniowy wzrost. We wrześniu 2023 r. sprzedaż detaliczna oraz produkcja przemysłowa w sierpniu 2023 r.** obniżyły się w ujęciu rocznym, choć skala spadku **sprzedaży detalicznej** była **nieco** mniejsza niż w poprzednim miesiącu. **poprzednich miesiącach. Jednocześnie dynamika produkcji budowlano-montażowej wzrosła. Mimo spowolnienia ostabionej dynamiki aktywności gospodarczej utrzymuje się dobra sytuacja na rynku pracy, w tym niskie bezrobocie. Choć liczba pracujących pozostaje wysoka, to w sierpniu 2023 r.** roczna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyhamowała. Według szybkiego szacunku GUS roczny wskaźnik inflacji CPI **we wrześniu w październiku 2023 r.** ponownie wyraźnie się obniżył i wyniósł **8,26,5%** (wobec **10,1%** w sierpniu **8,2%** we wrześniu br.). Do spadku 2/23 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 **we wrześniu ponownie październiku po raz kolejny** obniżyła się także inflacja bazowa. **W sierpniu we wrześniu** br. ceny produkcji sprzedanej przemysłu **były ponownie pozostały** niższe niż przed rokiem, potwierdzając wygasanie większości zewnętrznych szoków podaźowych oraz ograniczenie presji kosztowej. Wraz z 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 dane potwierdzają utrzymywanie się niskiej presji popytowej i kosztowej w gospodarce, a także ograniczenie presji inflacyjnej w warunkach ostabionej 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, co jest spójne z realizacją celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. Rada zapoznana się z wynikami listopadowej projekcji inflacji i PKB z modelu NECMOD. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 23 października 2023 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 11,3 – 11,5% w 2023 r. (wobec 11,1 – 12,7% w projekcji z lipca 2023 r.), 3,2 – 6,2% w 2024 r. (wobec 3,7 – 6,8%) oraz 2,2 – 5,3% w 2025 r. (wobec 2,1 – 5,1%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -0,1 – 0,6% w 2023 r. (wobec -0,2 – 1,3% w projekcji z lipca 2023 r.), 1,9 – 3,8% w 2024 r. (wobec 1,4 – 3,3%) oraz 2,4 – 4,7% w 2025 r. (wobec 2,1 – 4,4%). Kształtowanie się inflacji, zarówno w krótkim jak i średnim okresie, jest obciążone niepewnością, w tym związaną z przyszłą polityką fiskalną i regulacyjną. Rada ocenia, że napływające dane wskazują na niską presję popytową i kosztową w polskiej gospodarce, która w warunkach ostabionej koniunktury i spadku presji inflacyjnej za granicą oddziaływać będzie w kierunku stopniowego spadku krajowej inflacji. Biorąc pod uwagę dokonane w poprzednich miesiącach dostosowanie stóp procentowych NBP, a także niepewność co do kształtu przyszłej polityki fiskalnej i regulacyjnej oraz jej wpływu na inflację, Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada ocenia, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie. Rada podtrzymała ocenę, że szybsze obniżanie inflacji sprzyjałoby umocnieniu 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 3/3 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