

# Komentarz ekonomiczny

## NBP mniej optymistyczny co do wzrostu PKB

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

Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian, zgodnie z oczekiwaniami. Komunikat po posiedzeniu zawierał główne wyniki nowej projekcji NBP, która pokazała środkowy punkt prognoz CPI na bardzo podobnych poziomach jak przewidywane w lipcu (w 2025 nawet nieco wyżej niż poprzednio, na 5,4%). Jednocześnie, prognozy PKB zostały zrewidowane w dół: o 0,3 pp w 2025, 0,5 pp w 2025, 0,2 pp w 2026. Wzrost pesymizmu odnośnie do tempa rozwoju polskiej gospodarki jest zauważalny, ale nadal oznacza utrzymanie wzrostu PKB w horyzoncie prognozy na poziomie zbliżonym do potencjalnego. Należy pamiętać, że projekcja oparta jest na założeniu całkowitego wygaśnięcia obecnych tarcz ostonowych w zakresie cen energii z końcem br. Faktyczna inflacja w 2025 r. może się więc okazać niższa, o ile rząd wprowadzi działania powstrzymujące podwyżki cen energii dla gospodarstw domowych (nasza prognoza, zakładająca całkowity brak podwyżek energii, jest na poziomie 4,7% wobec 5,4% wg NBP). W następnej, marcowej edycji projekcji efekty działań rządu w tym zakresie będą już zapewne uwzględnione, co pewnie obniży inflację w 2025, ale może też podnieść nieco szacunki konsumpcji i PKB oraz inflacji w kolejnym roku.

Poza wynikami projekcji, kluczowe części komunikatu RPP były bardzo podobne jak w poprzednim miesiącu. RPP zwróciła jednak uwagę, że wzrost PKB w III kw. mógł być niższy niż wcześniej oczekiwano ze względu na słabe dane za wrzesień. Rada nadal uważa, że obecny poziom stóp procentowych gwarantuje powrót inflacji do celu, chociaż wpływ wyższych cen energii na oczekiwania inflacyjne jest nadal postrzegany jako główny czynnik niepewności.

Nadal uważamy, że początek tagodzenia polityki pieniężnej w Polsce jest bardziej prawdopodobny w połowie 2025 r. niż na marcowym posiedzeniu - dopóki wzrost PKB nie spowolni trwale wyraźnie poniżej 3%, bank centralny w naszej ocenie będzie wolął poczekać z obniżkami stóp, dopóki nie zobaczy w obserwowanych danych wyraźnego potwierdzenia na to, że wzrostowy trend inflacji zawróci (a to nastąpi dopiero po marcowym szczycie CPI). Więcej wskazówek nt perspektyw polityki pieniężnej może pojawić się jutro na konferencji prasowej prezesa NBP.

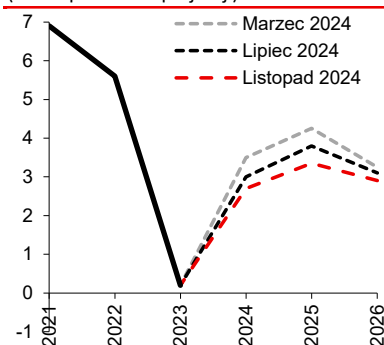
### Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji:

Uwaga: środki i zakres przedziałów, w których wzrost PKB i inflacja CPI znajdują się z 50-procentowym prawdopodobieństwem.

	Wzrost PKB			
	Lis 23	Mar 24	Lip 24	Lis 24
2023	0.25 (±0.35)			
2024	2.85 (±0.95)	3.50 (±0.80)	3.00 (±0.70)	2.70 (±0.4)
2025	3.55 (±1.15)	4.25 (±1.05)	3.80 (±1.00)	3.35 (±0.95)
2026		3.25 (±1.25)	3.10 (±1.20)	2.90 (±1.1)
Inflacja CPI				
2023	11.4 (±0.1)			
2024	4.7 (±1.5)	3.55 (±0.75)	3.70 (±0.60)	3.65 (±0.05)
2025	3.75 (±1.55)	3.60 (±1.40)	5.25 (±1.35)	5.40 (±1.2)
2026		2.90 (±1.40)	2.80 (±1.50)	2.75 (±1.35)

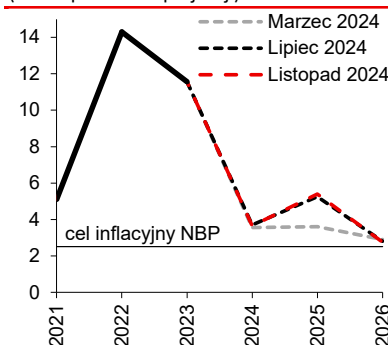
Źródło: NBP, Santander

Projekcje NBP dla wzrostu PKB  
(środki przedziału projekcji)



Źródło: NBP, Santander

Projekcje NBP dla inflacji CPI  
(średni przedział projekcji)



Źródło: NBP, Santander

### 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 517 881 807  
 Cezary Chrapek, CFA 887 842 480  
 Marcin Luziński 510 027 662  
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

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

Koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki pozostaje osłabiona. W III kw. 2024 r. roczna dynamika PKB w strefie euro, w tym – mimo pewnego przyspieszenia – była umiarkowana, a w Niemczech, była prawdopodobnie wciąż niska: ujemna. W Stanach Zjednoczonych roczne tempo wzrostu aktywności gospodarczej pozostaje pozostało natomiast relatywnie wysokie, mimo pewnego pogorszenia sytuacji na rynku pracy. Utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw aktywności w największych gospodarkach.

Inflacja w największych gospodarkach rozwiniętych kształtuje się w pobliżu celów inflacyjnych banków centralnych. W kierunku niższej inflacji oddziaływanie ograniczenie presji kosztowej, widoczne w niskiej dynamice cen produkcji w przemyśle, jak również niska dynamika aktywności w części gospodarek: i spadek cen energii. Jednocześnie inflacja bazowa kształtuje się powyżej jest nadal wyższa od inflacji ogółem, przy podwyższonej dynamice cen usług.

W Polsce trwa stopniowe ożywienie aktywności gospodarczej. W sierpniu napływające dane miesięczne sugerują, że roczna dynamika PKB w III kw. 2024 r. mogła być nieco niższa niż w II kw. br. W szczególności we wrześniu zarówno sprzedaż detaliczna była wyższa niż rok wcześniej, natomiast, jak i produkcja przemysłowa i oraz budowlano-montażowa były niższe obniżyły się w ujęciu rok do roku. Na rynku pracy utrzymuje się niskie bezrobocie i wysoka liczba pracujących, choć zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu we wrześniu br. było niższe niż rok wcześniej. Jednocześnie dynamika wynagrodzeń nadal kształtuje się na wysokim poziomie.

Według szybkiego szacunku GUS roczny wskaźnik inflacji CPI w październiku 2024 r. wyniósł 5,0% (wobec 4,9% we wrześniu 2024 r. (wobec 4,3% w sierpniu br.). Wzrost inflacji w ostatnich miesiącach wyniósł połowy 2024 r. wynika głównie z podwyżek administrowanych cen nośników energii, a także – choć w mniejszym stopniu – ze wzrostu rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych. Uwzględniając wstępne dane GUS, można szacować, że we wrześniu również w październiku inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła, a ten zmieniła się istotnie, w tym dynamika cen usług pozostała niższa niż inflacja CPI. W sierpniu 2024 r. utrzymała prawdopodobnie podwyższona. Utrzymuje się wyraźny spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym.

W ocenie Rady napływające dane wskazują, że pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego, presja popytowa i kosztowa w Radzie 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 22 października 2024 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,6 – 3,7% w 2024 r. (wobec 3,1 – 4,3% w projekcji z lipca br.), 4,2 – 6,6% w 2025 r. (wobec 3,9 – 6,6%) oraz 1,4 – 4,1% w 2026 r. (wobec 1,3 – 4,1%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,3 – 3,1% w 2024 r. (wobec 2,3 – 3,7% w projekcji z lipca br.), 2,4 – 4,3% w 2025 r. (wobec 2,8 – 4,8%) oraz 1,7 – 4,0% w 2026 r. (wobec 1,9 – 4,3%). W bieżącej rundzie projekcja inflacji jest obciążona znaczną niepewnością związaną z kształtowaniem się cen nośników energii dla gospodarstw domowych, które w istotnym stopniu zależą od działań regulacyjnych.

Wskazane przedziały rozpięte są wokół ścieżki centralnej scenariusza zakładającego – zgodnie z obecnie obowiązującym stanem prawnym – dalsze uwolnienie cen nośników energii dla gospodarstw domowych na początku 2025 r. Jednocześnie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej ścieżki centralnej w 2025 r. jest wyższe niż prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej tej ścieżki.

W ocenie Rady inflacja jest obecnie istotnie podwyższana przez wzrost cen nośników energii, a także inne czynniki regulacyjne. W kierunku wyższej presji cenowej w krajowej gospodarce oddziałuje również wyraźny wzrost wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym. Jednocześnie presja popytowa i kosztowa w

polskiej gospodarce pozostają relatywnie niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i niższej presji inflacyjnej za granicą oddziałuje w ogranicza krajową presję inflacyjną. W tym samym kierunku ograniczenia krajowej presji inflacyjnej. Rada ocenia, że ograniczająco na dynamikę cen konsumpcyjnych oddziałuje także wcześniejsze umocnienie kursu złotego, które jest spójne z fundamentami polskiej gospodarki. W kierunku wyższej presji cenowej w krajowej gospodarce oddziałuje natomiast wyraźny wzrost wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym. Jednocześnie inflacja jest istotnie podwyższana przez wzrost cen nośników energii.

W najbliższych kwartałach czynnik ten będzie nadal oddziaływał inflacja utrzyma się na podwyższonym poziomie, a w przypadku dalszego podniesienia cen energii na roczny wskaźnik inflacji: początku 2025 r. wzrosnie. Po wygaśnięciu wpływu wzrostu cen energii oraz w warunkach oczekiwanego obniżenia dynamiki wynagrodzeń – przy obecnym poziomie stóp procentowych NBP – inflacja powinna powrócić do średniookresowego celu NBP, choć czynnikiem niepewności jest wpływ wyższych cen energii na oczekiwania inflacyjne. Na kształtowanie się inflacji w średnim okresie będą miały także dalsze działania w zakresie polityki fiskalnej i regulacyjnej, tempo ożywienia gospodarczego w Polsce oraz sytuacja na rynku pracy.

W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada ocenia, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

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 trwałego 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 wyczerpujący 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