

Komentarz ekonomiczny

Inflacja nie jest do końca okiełznana

Piotr Bielski, tel. 691 393 119, piotr.bielski@santander.pl

Ton dzisiejszej konferencji prezesa NBP był w naszej ocenie bardziej jastrzębi niż w poprzednich miesiącach, chociaż widać to było bardziej w jej pierwszej części niż pod sam koniec. Na samym początku Adam Glapiński zwrócił uwagę na ryzyko dla inflacji wynikające z wdrożenia w przyszłości europejskiego systemu ETS2, stwierdzając, że bank centralny na razie nie bierze go pod uwagę przy podejmowaniu decyzji, ale niebawem to się zmieni. Następnie, kilkakrotnie podkreślał, że inflacja nie została ostatecznie okiełznana, tylko się „czai”, a Rada Polityki Pieniężnej na pewno nie pozwoli, aby się utrwałała. Glapiński z zadowoleniem przyjął spadek CPI do 2,8% r/r w sierpniu, ale zwrócił też uwagę, że inflacja bazowa jest nadal powyżej CPI m.in. ze względu na ceny usług i dodał, że jeśli w nadchodzących kwartałach inflacja bazowa ustabilizuje się na poziomie blisko 3% r/r (co jest naszym scenariuszem bazowym), to ryzyko wytrącenia CPI z celu będzie podwyższone. Na konferencji przedstawiono prognozę inflacji wg NBP, zgodnie z którą CPI wzrośnie do 3,7% w grudniu – przy założeniu, że zamrożenie cen energii wygaśnie po wrześniu (naszym zdaniem najprawdopodobniej tak się nie stanie – obecne regulacje zostaną przedłużone). Oprócz cen energii Glapiński wymienił trzy główne ryzyka dla perspektyw inflacji: 1) luźną politykę fiskalną, 2) dobrą koniunkturę gospodarczą, 3) sytuację na rynku pracy. Polityka fiskalna została uznana za najważniejsze z tych ryzyk, mające silny wpływ proinflacyjny i ograniczające pole manewru dla luzowania polityki pieniężnej. Glapiński kilkakrotnie powtarzał, że RPP chce uniknąć sytuacji, w której nadmierne obniżki stóp procentowych wymagałyby korekty polityki w przeciwnym kierunku w ciągu kilku kwartałów (podając jako przykład przypadek Czech). Odmówił jasnej deklaracji nt. dalszych decyzji w polityce pieniężnej, twierdząc, że będą one uzależnione od danych, ale pod koniec konferencji przyznał, że pozytywne wiadomości dotyczące braku wzrostu cen energii elektrycznej w IV kwartale lub dalszego spowolnienia wzrostu płac zwiększyłyby szanse na dalsze złagodzenie polityki pieniężnej.

Podsumowując, nie zmieniamy naszego scenariusza dotyczącego stóp procentowych: zakładamy jeszcze jedną obniżkę stóp o 25 pb w listopadzie, kiedy to nowa projekcja NBP potwierdzi scenariusz umiarkowanego spadku inflacji w kolejnych kwartałach, a następnie dwie kolejne obniżki na początku 2026 r., po ponownym spadku CPI poniżej 3%. Jednocześnie uważamy, że ogólna wymowa konferencji potwierdza naszą opinię, że docelowa stopa NBP będzie raczej zbliżona do 4% niż do 3,5%. Ten ostatni poziom został parę miesięcy temu osiągnięty przez czeski bank centralny (CNB), który prezes Glapiński wskazał dziś kilka razy jako przykład sytuacji, której Rada chciałaby uniknąć, tj. nadmiernego złagodzenia polityki pieniężnej, które może wymagać korekty. Dodatkową ciekawostką w tym kontekście jest fakt, że CNB w ostatniej iteracji prognoz inflacyjnych uwzględnił możliwy wpływ ETS2, co podbiło w górę ścieżkę inflacji w 2027 r., a wraz z nią implikowaną ścieżkę stóp procentowych.

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

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
email: ekonomia@santander.pl
www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
Piotr Bielski 691 393 119
Bartosz Białas 517 881 807
Adrian Domitrz 571 664 004
Marcin Łuziński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857