

# KOMENTARZ BIEŻĄCY

5 maja 2021

## Stopy NBP bez zmian. Okrojony komunikat RPP może świadczyć o wzroście polaryzacji wewnątrz Rady.

- Rada Polityki Pieniężnej podczas dzisiejszego posiedzenia utrzymała na dotychczasowym poziomie stopy procentowe NBP: - stopę depozytową (0,0%); - stopę referencyjną NBP (0,10%); - stopę lombardową (0,50%); - stopę redyskonta weksli (0,11%); - stopę dyskontową weksli (0,12%).
- Zgodnie z komunikatem NBP nadal będzie prowadził operacje skupu obligacji skarbowych oraz gwarantowanych przez Skarb Państwa. NBP będzie też oferował kredyt wekslowy.
- Utrzymanie stóp NBP na bieżącym poziomie było zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami w świetle wypowiedzi prezesa NBP oraz większości członków RPP, które wskazywały, że dla większości członków RPP bazowym scenariuszem pozostaje utrzymanie stóp procentowych na dotychczasowym poziomie.
- Jednocześnie w dzisiejszym komunikacie najciekawsze jest to czego w nim nie ma. Otóż **w dzisiejszym komunikacie nie znalazł się „kanoniczny” fragment mówiący, że polityka NBP stabilizuje inflację na poziomie celu NBP w średnim okresie i wzmacnia stabilność systemu finansowego.**
- W poprzednich komunikatach Rada pisała, że "polityka pieniężna NBP łagodzi negatywne skutki pandemii, wspiera aktywność gospodarczą oraz stabilizuje inflację na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP w średnim okresie. Poprzez pozytywny wpływ na sytuację finansową kredytobiorców oddziałuje także w kierunku wzmocnienia stabilności systemu finansowego". W komunikacie RPP po dzisiejszym posiedzeniu fragment ten został w całości usunięty.
- Jednocześnie zamiast tego fragmentu, stanowiącego swego rodzaju podsumowanie poglądu RPP nt. oceny perspektyw polityki monetarnej, w komunikacie nie pojawił się żaden alternatywny zapis. **W naszej ocenie takie okrojenie komunikatu wskazuje, że w RPP wzrosła polaryzacja między frakcją zadeklarowanych „jastrzębi” (Zubelewicz, Hardt, Gatnar) i zadeklarowanych „gołębi” (Glapiński, Ancyparowicz, Łon, Żyżyński), a jednocześnie wśród „centrowych” członków Rady wzrosła niepewność co do średnioterminowych perspektyw inflacji wobec jej bieżącego skokowego wzrostu, jak i generalnej trudności „ułożenia” sobie scenariusza ożywienia gospodarczego po pandemii i jego wpływu na perspektywy inflacji. W rezultacie, jak sądzimy, Rada nie była w stanie wypracować jakiegokolwiek zapisu w komunikacie, który byłby akceptowalny dla większości jej członków i musiała całkowicie zrezygnować z fragmentu podsumowującego komunikat.**
- Na burzliwą dyskusję podczas dzisiejszego posiedzenia RPP może dodatkowo wskazywać późna godzina zakończenia posiedzenia i publikacji komunikatu (17.45). Co prawda prezes NBP pytany w przeszłości o przypadki późniejszego zakończenia posiedzenia Rady podkreślał, że wydłużenie posiedzeń Rady wynika z ich jednodniowego trybu (wprowadzonego na czas

Departament Rynków  
Finansowych i Analiz  
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa  
Główny Ekonomista  
+48 696 405 159  
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska  
Ekonomista  
+48 515 111 698  
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

pandemii). Niemniej wydaje nam się, że w tym wypadku tak długie jak dzisiaj posiedzenie należy wiązać z burzliwą dyskusją.

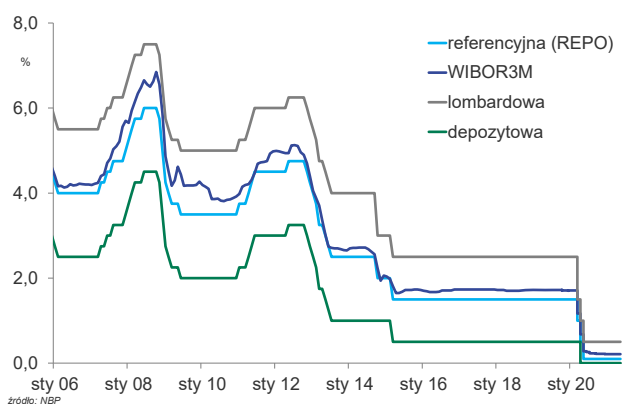
- Co to oznacza dla polityki monetarnej w krótkim okresie? W naszej ocenie niewiele. Choć w przypadku niektórych „centrowych” członków Rady zapewne wzrosły rozterki co do kształtowania się inflacji w dłuższej perspektywie, **niemniej nie są one na tyle silne, by ukonstytuowała się 6-osobowa większość zdolna do przegłosowania podwyżki stóp wbrew „gołębiemu” stanowisku prezesa NBP** (którego głos jest decydujący przy równowadze głosów w Radzie). Jeśli, zgodnie z naszym bazowym scenariuszem inflacja po szczycie w okolicach 4,5% w maju – czerwcu, w II poł. roku zacznie się stopniowo obniżać w kierunku górnej granicy celu inflacyjnego NBP, taki przebieg inflacji osłabi presję na „centrowych” członków Rady. I ponownie wzmocni przyświecający większości Rady cel, by wobec ubytku produktu krajowego brutto spowodowanego pandemią, zapewnić odpowiednio luźne warunki monetarne sprzyjające nadrobieniu tego ubytku. **W takim scenariuszu i przy obecnym składzie RPP stopy procentowe pozostaną na bieżącym poziomie do końca bieżącej kadencji RPP na początku 2022 r.**

- **Scenariusz zmian w polityce monetarnej w 2022 r. będzie zależał od dwóch czynników: scenariusza gospodarczego oraz nowego składu Rady Polityki Pieniężnej, która zostanie wybrana w pierwszych miesiącach 2020 r.** Nowy skład rady to oczywiście niewiadoma. Niemniej można ostrożnie założyć, że nowa Rada raczej nie będzie znacząco bardziej jastrzębia wobec obecnej Rady, szczególnie jeśli Adam Glapiński zostałby wybrany prezesem NBP na drugą kadencję (tak jak to zasugerował ostatnio prezydent Andrzej Duda). Gdyby tak się stało, w naszym bazowym scenariuszu powrotu inflacji do przedziału dopuszczalnych wahań inflacji wokół celu NBP dzięki: wygasaniu efektów podażowych (ceny ropy naftowej) ustąpieniu okresowych „wąskich gardeł” w łańcuchach dostaw podsycających globalny wzrost inflacji, kontynuacji obniżenia inflacji bazowej, scenariusz utrzymania stabilnych stóp procentowych także w 2022 r. będzie miał spore szanse na realizację. Dodatkowo inspiracją i wsparciem dla takiej polityki RPP zapewne pozostanie polityka monetarna największych banków centralnych (Fed, EBC) i ich deklarowana gotowość do utrzymania przez dłuższy okres ultra-luźnych warunków monetarnych aby zapewnić silne ożywienie gospodarcze po recesji związanej z pandemią COVID-19.

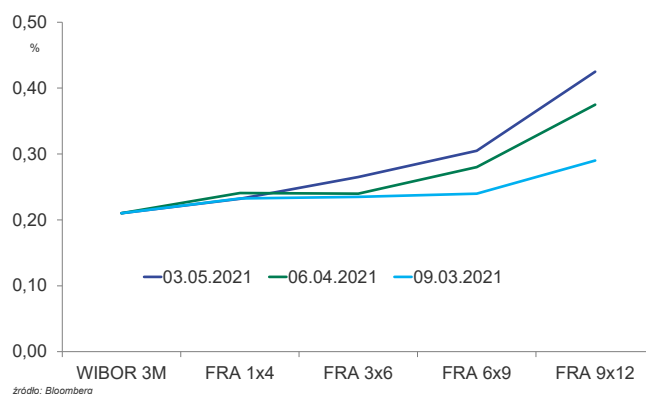
- Po dzisiejszym posiedzeniu RPP tradycyjnie nie odbyła się konferencja prasowa, natomiast zgodnie z praktyką z ostatnich kilku miesięcy w najbliższy piątek 7 maja o g. 15.00 odbędzie się konferencja prasowa prezesa NBP. Biorąc pod uwagę dylematy w interpretacji dzisiejszego komunikatu Rady, zapewne będzie ona zdecydowanie bardziej uważnie śledzona niż to miało miejsce w ostatnich paru miesiącach.

|                          | bieżący poziom | początek bieżącego cyklu |           | zmiany stóp          |                       | prognoza |      |      |      |
|--------------------------|----------------|--------------------------|-----------|----------------------|-----------------------|----------|------|------|------|
|                          |                | data                     | z poziomu | ostatnia             | najbliższa oczekiwana | 2q21     | 3q21 | 4q21 | 1q22 |
| stopa referencyjna NBP % | 0,10           | lis-12<br>(-25 p.b.)     | 4,75      | maj-20<br>(-40 p.b.) | -                     | 0,10     | 0,10 | 0,10 | 0,10 |

### Stopy procentowe NBP i WIBOR 3M



### FRA - oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



**WAŻNA INFORMACJA:** Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.