

# KOMENTARZ BIEŻĄCY

13 stycznia 2021

## Początek roku pod znakiem stabilnych stóp NBP. RPP wprost wskazuje na możliwość interwencji walutowych.

- 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 powszechnie oczekiwane, choć na przełomie grudnia i stycznia widoczna była spora zmienność oczekiwań co do możliwości obniżki stóp na styczniowym posiedzeniu. Podsyła ją seria wypowiedzi członków RPP, w prezesa NBP tym. Pod koniec grudnia wypowiedzi prezesa NBP i niektórych członków Rady nt. możliwości redukcji stóp procentowych oraz konieczności utrzymywania słabszego kursu złotego w celu wsparcia ożywienia aktywności gospodarczej podsyłały oczekiwania na styczniową obniżkę. Z kolei ubiegłotygodniowy wywiad prezesa Glapińskiego dla Obserwatora Finansowego, w którym wskazał, że bazowym scenariuszem pozostaje stabilizacja stóp w I kw., a do ewentualnej obniżki może dojść w marcu (pod pewnymi warunkami oraz po analizie wyników projekcji inflacyjnej NBP), poskutkowało wyraźnym osłabieniem oczekiwań na styczniową obniżkę stóp NBP.

- W dzisiejszym komunikacie RPP trudno dostrzec odzwierciedlenie retoryki RPP z przełomu roku, wręcz przeciwnie - komunikat wskazuje na podtrzymanie dotychczasowej postawy *wait-and-see*. Według RPP można oczekiwać, że po spadku PKB w 2020 r., w bieżącym roku nastąpi ożywienie aktywności gospodarczej, natomiast skala ożywienia będzie zależała przede wszystkim od sytuacji epidemicznej i związanych z nią restrykcji. "Dalszy przebieg pandemii oraz jej wpływ na sytuację gospodarczą w kraju i za granicą pozostaje głównym źródłem niepewności dotyczącej kształtowania się krajowej koniunktury". Tym samym bazowy scenariusz gospodarczy Rady oraz bilans ryzyk dla niego nie zmienił się wobec dotychczasowej oceny. Wskazuje to, że jeśli wraz postępującym procesem szczepień ryzyko epidemiczne będzie ustępować i przybliżyć się będzie perspektywa ożywienia aktywności gospodarczej, prawdopodobieństwo dalszego poluzowania polityki monetarnej powinno spadać. **W rezultacie, w oparciu o nasz bazowy scenariusz makroekonomiczny, w którym od drugiego kwartału dynamika PKB trwale powróci do dodatniego poziomu oczekujemy, że w kolejnych miesiącach RPP utrzyma stabilne stopy procentowe.**

- Oczywiście, tak jak wskazywali niektórzy członkowie Rady w alternatywnym scenariuszu nie można wykluczyć obniżki stopy referencyjnej NBP do zera. Mogłoby to nastąpić w sytuacji przedłużającej się pandemii

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

skutkującej słabszą koniunkturą gospodarczą w całym I półroczu, lub w sytuacji wyraźnej aprecjacji złotego. Nie są to elementy naszego bazowego scenariusza, dlatego traktujemy obniżenie stopy referencyjnej jako mniejszościowy scenariusz. Jednocześnie należy zastrzec, że w świetle dotychczasowej szóstkowej komunikacji RPP (brak od marca konferencji prasowych po posiedzeniach Rady) oraz wysokiej zmienności informacji płynących od członków Rady, prognozowanie decyzji RPP obciążone podwyższonym ryzykiem.

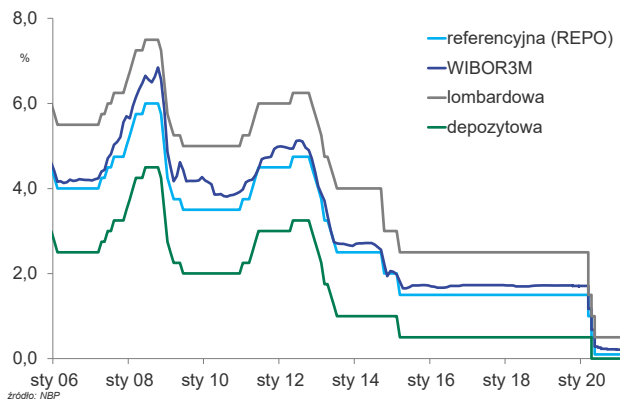
- Podtrzymujemy ocenę, że prawdopodobieństwo obniżki stopy depozytowej NBP poniżej zera jest bardzo niskie, biorąc pod uwagę: – sceptyczne wypowiedzi większości członków RPP nt. ujemnych stóp; – kontrowersje, które wzbudza obniżenie przez EBC stopy depozytowej poniżej zera (m.in. w kontekście sytuacji sektora bankowego); – rezerwę innych banków centralnych (np. Fed) wobec polityki ujemnych stóp.

- **Jednocześnie uważamy, że Rada nie będzie też skłonna do szybkiego zaostrzenia polityki monetarnej. Podtrzymujemy ocenę, że RPP utrzyma stopy procentowe na bieżącym, ultra niskim poziomie w dłuższym okresie, co najmniej do końca 2021 r., a prawdopodobnie także w 2022 r.** Rada, wobec ubytku produktu krajowego brutto spowodowanego pandemią, będzie chciała zapewnić odpowiednio luźne warunki monetarne sprzyjające nadrobieniu tego ubytku, a postpandemiczne dostosowania popytu i sytuacji na rynku pracy będą sprzyjać umiarkowanej inflacji w okolicach celu NBP.

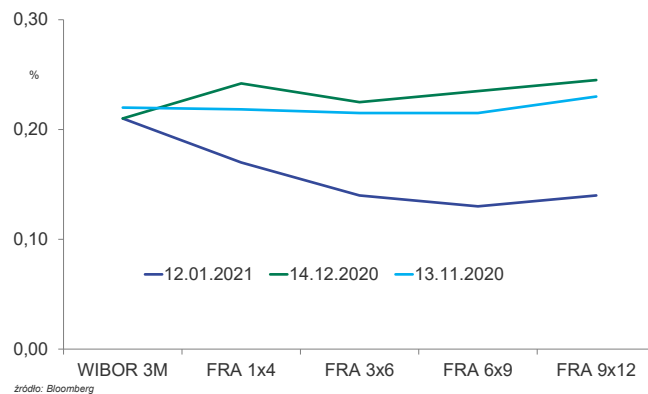
- **Właściwie jedyną nowością w dzisiejszym komunikacie jest wskazanie przez RPP, że NBP może stosować interwencje walutowe w celu wzmocnienia oddziaływania poluzowania polityki pieniężnej na gospodarkę.** Nie jest to zaskoczenie, gdyż w grudniu 2020 r. NBP przeprowadził takie interwencje, zatem dzisiejsza informacja jest jedynie usankcjonowaniem wcześniejszych działań NBP. Tak jak pisaliśmy we wcześniejszych komentarzach, nie sądzimy by NBP zdecydował się na regularne interwencje na rynku w celu osłabienia złotego, raczej stawiamy, że bankowi centralnemu zależało na osłabieniu złotego na koniec 2020 r. Natomiast nie można wykluczyć, że przy silniejszym ruchu złotego w kierunku jego wzmocnienia, NBP może „przypomnieć” rynkowi o swojej preferencji dla stosunkowo słabszego złotego.

	bieżący poziom	początek bieżącego cyklu		zmiany stóp		prognoza			
		data	z poziomu	ostatnia	najbliższa oczekiwana	1q21	2q21	3q21	4q21
stopa referencyjna NBP %	0,10	lis-12 (-25 p.b.)	4,75	maj-20 (-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, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.