

EBC zapowiada zakończenie PEPP i zwiększenie skali skupu aktywów w ramach APP. Podwyżki stóp w 2022 r. w mało prawdopodobne.

- Podczas dzisiejszego posiedzenia Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego utrzymała stopy procentowe bez zmian – w tym 0,0% dla stopy referencyjnej EBC oraz -0,5% dla stopy depozytowej.
- Rada Prezesów EBC zdecydowała o zakończeniu pandemicznego programu skupu aktywów PEPP z końcem marca 2022 r. oraz wydłużyła o rok minimalny okres reinwestycji spłat kapitału w ramach tego instrumentu, **przynajmniej do końca 2024 r.** Tempo skupu w ramach PEPP w I kw. przyszłego roku będzie niższe niż w IV kw. bieżącego roku. Jednocześnie rada zastrzegła, że zakupy w ramach PEPP będą mogły być wznowione w razie potrzeby, a EBC będzie w ramach realizacji polityki pieniężnej kierować się elastycznością, w razie pojawienia się zagrożenia dla mechanizmu transmisji polityki monetarnej.
- Równolegle rada EBC zdecydowała o zwiększeniu skupu aktywów w ramach standardowego programu APP do 40 mld EUR miesięcznie w II kw. 2022 r. i do 30 mld EUR miesięcznie w III kw. przyszłego roku wobec 20 mld EUR miesięcznie dotychczas. **Począwszy od października 2022 r. zakupy netto aktywów w ramach programu APP wyniosą 20 mld EUR miesięcznie, tak długo, jak będzie to konieczne do wzmocnienia łagodzącego oddziaływania podstawowych stóp procentowych EBC.**
- Rada podtrzymała ocenę, że zakupy netto zakończą się krótko przed tym, jak zaczną podnosić stopy procentowe. Rada nadal zamierza reinwestować w całości spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu APP przez dłuższy czas po tym, jak zaczną podnosić podstawowe stopy procentowe EBC, i w każdym razie tak długo, jak będzie to konieczne do utrzymania korzystnych warunków płynnościowych i zdecydowanie łagodnej polityki pieniężnej.
- Choć w bazowym scenariuszu oczekiwaliśmy wstrzymania się rady EBC z decyzją dot. skali programów skupu aktywów w II kw. 2022 r., to **decyzja o doprecyzowaniu tych parametrów już na grudniowym posiedzeniu, a przede wszystkim skala zmian w zakresie programów skupu APP była spójna z dominującymi oczekiwaniami rynkowymi.**
- Bardziej zaskakująca jest natomiast decyzja EBC o ograniczeniu już w I kw. skali skupu aktywów w ramach programu PEPP (przed jego zakończeniem). Tę decyzję można by odebrać jako „jastrzębi” sygnał, niemniej **konferencja prasowa po posiedzeniu i związane z nią perspektywy dla stóp procentowych w naszej ocenie nie wskazują na zaostrzenie retoryki w tej kwestii (tj. na wzrost ryzyka szybszych podwyżek stóp).**
- W komunikacie po posiedzeniu oraz w wypowiedziach prezes EBC Christine Lagarde podczas konferencji prasowej wybrzmiała ocena, że dotychczasowe postępy w zakresie stabilizowania perspektyw gospodarczych i rynkowych

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

(ograniczenie fragmentacji rynków) uzasadniają ograniczenie skali luzowania polityki pieniężnej, stąd rada zdecydowała się na ograniczenie skali programu skupu aktywów w 2022 r. (skala zwiększenia skupu aktywów w ramach APP mniejsza niż jego ograniczenie z tytułu zakończenia PEPP).

- Podczas konferencji prasowej prezes EBC w głównej mierze odnosiła się do kwestii utrzymania relatywnie luźnej polityki pieniężnej EBC w kontekście powszechnego ograniczania luzowania lub zacieśniania tej polityki. Uzasadniając relatywnie łagodne stanowisko rady prezes EBC wskazywała, że o ile perspektywy inflacji uzasadniają ograniczenie luzowania polityki pieniężnej, to nie uzasadniają jej zaostrzenia (m.in. prognoza spadku inflacji poniżej celu EBC na poziomie 2,0% r/r w horyzoncie projekcji EBC). Jakkolwiek prezes EBC przyznała, że podwyższona inflacja HICP będzie utrzymywać się w dłuższym okresie niż dotychczas oczekiwano, to w dalszym ciągu bank centralny uznaje ją za zjawisko okresowe, zakładając w bazowym scenariuszu wyhamowanie wzrostu cen surowców oraz ustępowanie efektu niedopasowania popytu i podaży. Warto także zwrócić uwagę, że wciąż w swojej komunikacji co do założeń *forward guidance* rada wskazuje na „utrzymanie stóp na bieżącym, lub niższym poziomie”.

- Podczas grudniowego posiedzenia rada EBC zapoznana się z najnowszą projekcją makroekonomiczną banku centralnego. W najnowszej projekcji makroekonomicznej EBC zrewidował lekko w górę prognozę wzrostu PKB w strefie euro na 2021 r. do 5,1% (wobec 5,0% r/r dotychczas), obniżył prognozę na 2022 r. do 4,2% (z 4,6%), podwyższył na 2023 r. do 2,9% z 2,1%. W 2024 r. EBC oczekuje wzrostu PKB na poziomie 1,6% (pierwsza prognoza). Jednocześnie EBC zrewidował w górę prognozę inflacji na 2021 r. do 2,6% (wobec 2,2%), bardzo istotnie w górę na 2022 r. do 3,2% (wobec 1,7%), w 2023 r. lekko w górę do 1,7% (wobec 1,5%). W 2024 EBC prognozuje, że inflacja wyniesie 1,5%. Tym samym EBC oczekuje spadku inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego EBC.

- Na decyzje rady istotny wpływ miała także ocena dot. utrzymującej się wysokiej niepewności rozwoju sytuacji gospodarczej. Ta niepewność, jak podkreślono podczas konferencji prasowej, jest związana nie tylko z perspektywą kształtowania się inflacji, ale szerzej z niepewnością co do rozwoju sytuacji pandemicznej i jej wpływu na perspektywy sfery realnej oraz inflacji. W tym kontekście prezes EBC wskazała zarówno na niepewność związaną z nowym wariantem wirusa Omikron, ale także trudniejszy niż oczekiwano przebieg bieżącej fali epidemii.

- W tym kontekście kilkakrotnie – podczas konferencji prasowej – **prezes EBC wskazywała na priorytet jakim jest dla rady elastyczność w przyszłych działaniach**. Z kolei prezes Lagarde nie rozwinęła szerzej odpowiedzi na pytanie nt. potencjalnego wznowienia programu PEPP (warunki, skala). Prezes EBC powiedziała, że w kolejnych kwartałach rada będzie analizowała napływające dane i reagowała w odniesieniu do ewentualnej zmiany perspektyw / bilansu ryzyka.

- Podkreślona bardzo wyraźnie podczas konferencji prasowej potrzeba stopniowych dostosowań w polityce pieniężnej (*graduality*) oraz elastyczności kolejnych decyzji (*flexibility*) pozostają spójne z dotychczasową retoryką EBC, wyróżniającą się na tle banków centralnych. Taka sytuacja jest, obok strukturalnych wyzwań strefy euro (wieloletnie obawy przed deflacją)

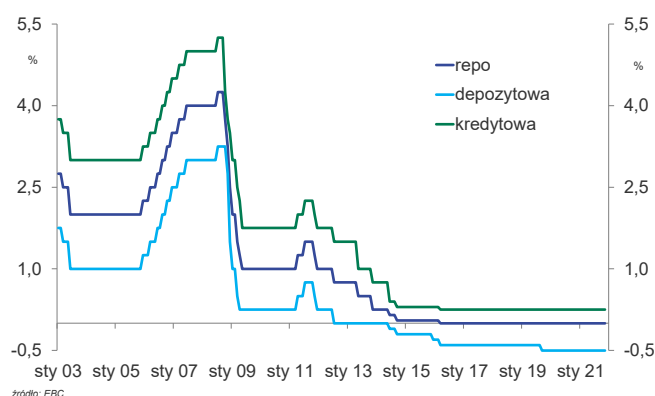
pochodną bieżącego spowolnienia aktywności gospodarczej, wyższej krótkookresowej niepewności rozwoju sytuacji epidemicznej (wdrażanie restrykcji epidemicznych w wybranych krajach) oraz póki co niskich wskaźników oczekiwań inflacyjnych oraz oceny rady EBC ograniczonej presji na wzrost wynagrodzeń. Dotychczasowe informacje nt. negocjacji związkowych co do skali podwyżek wynagrodzeń, na co także w trakcie konferencji wskazała prezes Lagarde, nie dają podstaw do istotnych obaw co do wzrostu efektów drugiej rundy.

- To relatywnie „łagodne” stanowisko prezes EBC potwierdziła wprost odpowiadając na pytanie dot. pewności rady co do niskiego prawdopodobieństwa podwyżki stóp procentowych w 2022 r. (kontynuacja do III kw. programu skupu, zgodnie z obecnymi założeniami ogranicza szanse tej podwyżki). **Prezes Lagarde powiedziała, że szanse na podwyżkę stóp w 2022 r. są niskie.**

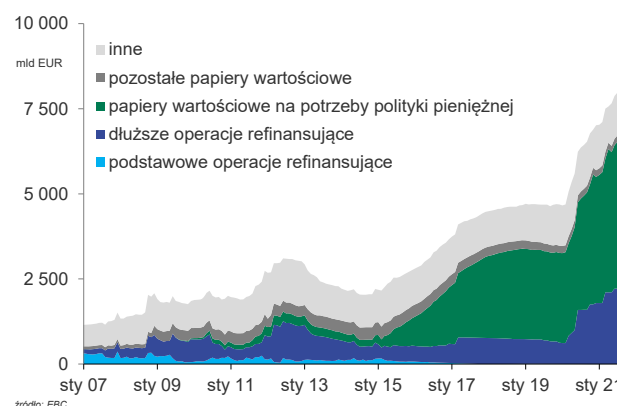
- **Biorąc pod uwagę, że nasze założenia dot. kształtowania się wzrostu aktywności oraz inflacji w strefie euro są zbieżne z oceną EBC oraz biorąc pod uwagę dzisiejsze wypowiedzi prezes EBC podtrzymujemy prognozę stabilizacji stóp w 2022 r. na bieżącym poziomie. W kontekście ryzyka ewentualnych wcześniejszych podwyżek stóp w kolejnych miesiącach najistotniejsze będą informacje nt. skali wzrostu wynagrodzeń rzutujących na ocenę ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy.**

	bieżący poziom	początek bieżącego cyklu		zmiany stóp		prognoza			
		data	z poziomu	ostatnia	najbliższa oczekiwana	1q22	2q22	3q22	4q22
stopa repo	% 0,00	lis 11 -25 p.b.	1,50	mar 16 -5 p.b.	po 2022	0,00	0,00	0,00	0,00
stopa depozytowa	% -0,50	lis 11 -25 p.b.	0,75	wrz 19 -10 p.b.	po 2022	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50

Stopy procentowe EBC



Bilans EBC – struktura aktywów



stopa procentowa		sty 21	lut 20	mar 21	kwi 21	maj 21	cze 21	lip 21	sie 21	wrz 21	paź 21	lis 21	gru 21
stopa repo	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
stopa depozytowa	%	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
stopa kredytowa	%	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25

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.