

KOMENTARZ BIEŻĄCY

10 marca 2022

Stopniowe i warunkowe odchodzenie EBC od luźnej polityki pieniężnej.

- Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego utrzymała na dzisiejszym posiedzeniu stopy procentowe bez zmian – w tym 0,0% dla stopy referencyjnej EBC oraz -0,5% dla stopy depozytowej.**

- Decyzja rady dot. stóp procentowych była zgodna z powszechnymi przewidywaniami. Jednocześnie wbrew dominującym oczekiwaniom **Rada zdecydowała się na dokonanie zmian w planie skupu aktywów, ograniczając skalę programu APP.** EBC ogłosił, że w II kw. miesięczna skala skupu a ramach tego programu wyniesie 40 mld EUR w kwietniu, 30 mld EUR w maju oraz 20 mld EUR w czerwcu (tj. mniej wobec dotychczas planowanych 40 mld EUR miesięcznie). Rada zdecydowała, że kalibracja zakupów netto w III kwartale będzie zależna od napływających danych z gospodarki i będzie odzwierciedlała ewoluującą ocenę perspektyw (wcześniej Rada miesięczny zakładała skup w III kw. na poziomie 30 mld EUR). Zgodnie z dotychczasowym planem w marcu EBC zakończy skup aktywów w ramach okresowego pandemicznego programu PEPP.

- W III kw. rada zakończy program skupu aktywów APP, jeżeli rozwój sytuacji gospodarczej będzie spójny z bieżącymi przewidywaniami. Jeżeli natomiast średnioterminowa perspektywa inflacji ulegnie zmianie i warunki finansowania staną się niespójne z celami EBC, rada jest gotowa do zrewidowania harmonogramu zakupów aktywów netto pod względem wielkości lub czasu jego obowiązywania.

- W komunikacie po posiedzeniu Rada zmieniła także zapisy *forward guidance*, obecnie zapowiada utrzymanie „stóp procentowych na bieżącym poziomie” do czasu osiągnięcia celu inflacyjnego, wcześniej wskazując na ich „stabilny bądź niższy poziom”, co jest spójne z procesem odchodzenia od luzowania polityki pieniężnej (wygaszanie skupu aktywów).

- Drugą, istotniejszą zmianą jest wskazanie, że zmiany stóp procentowych nastąpią „jakiś czas po” zakończeniu skupu netto aktywów przez EBC oraz że będą stopniowe. Wcześniej wskazywano, że zakupy netto w ramach programu skupu zakończą się „krótco przed” tym, jak EBC zacznie podnosić stopy. Dodatkowo rada podtrzymała ocenę, że ewentualne zmiany poziomu stóp procentowych będą stopniowe.

- Zgodnie z wypowiedziami prezes Lagarde podczas konferencji prasowej ta zmiana zapisu ma za zadanie zwiększenie pola działania rady w warunkach podwyższonej niepewności wskutek inwazji Rosji na Ukrainę i związanej z nią niepewności co do rozwoju sytuacji gospodarczej. Prezes EBC wyraźnie zaznaczyła, że określenie „jakiś czas po” nie sygnalizuje jaka będzie długość odstępu czasowego od zakończenia programu do pierwszej podwyżki stóp, a ma na celu pełne uzależnienie momentu podwyżki stóp od napływających danych.

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

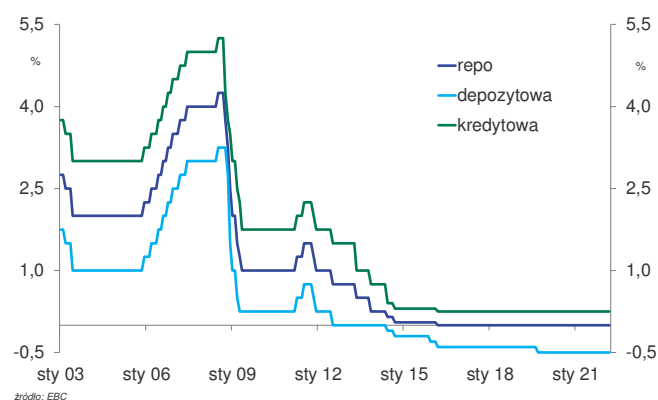
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

- Z jednej strony zmiana harmonogramu skupu aktywów potencjalnie przybliży ewentualną pierwszą podwyżkę stóp (możliwa jeszcze w tym roku), jednocześnie jednak wskazane zmiany zapisów obniżają prawdopodobieństwo tych szybszych podwyżek.
- Podczas konferencji prasowej prezes Lagarde bardzo wyraźnie wskazała na istotny wzrost ryzyka dla formułowanych przez bank centralny prognoz. W najnowszej projekcji makroekonomicznej EBC oczekuje, że kolejno w latach 2022 – 2024 dynamika PKB w wyniesie 3,7% r/r, 2,8% r/r i 1,6% r/r co implikuje obniżenie prognozy PKB na 2022 r. o 0,5 pkt. proc. Silniej podwyższona została prognoza inflacji HICP (do 5,1% r/r z 3,2% r/r dla 2022 r.), w niewielkim stopniu w l. 2023-2024 – do 2,1% r/r i 1,9% r/r.
- Jednocześnie prezes EBC wskazała, że w najbliższych dniach EBC opublikuje alternatywne 2 projekcje uwzględniające silniejszy negatywny wpływ wojny na Ukrainie na perspektywy gospodarcze strefy euro. Jak wskazała, wpływ wyższej ścieżki cen surowców w zależności od ich skali i trwałości może mieć być bardzo różny wpływ na sferę realną gospodarki i tym samym na perspektywy inflacji w dłuższym horyzoncie.
- Prezes Lagarde powiedziała, że niektórzy członkowie rady opowiadali się za utrzymaniem *status quo* w polityce pieniężnej i wstrzymaniem się ze zmianami w harmonogramie skupu aktywów, większość zdecydowała natomiast o dokonaniu dziś pewnych zmian, jednak przy pozostawieniu Radzie szerokiego wachlarza możliwości dalszych działań, gdyby materializujący się scenariusz odbiegał od przyjętego przez radę scenariusza bazowego.
- „Warunkowość” / „wielość opcji” / „zależność od danych” (*conditionality / optionality / data dependence*) były najczęściej używanymi określeniami podczas konferencji prasowej przez prezes Lagarde w kontekście wzrostu niepewności sytuacji rynkowej i gospodarczej po inwazji Rosji na Ukrainę.
- W odpowiedzi na liczne pytania dot. interpretacji określenia „jakiś czas po” prezes EBC zawsze wskazywała na kluczowe dla decyzji o podwyżce napływające dane makroekonomiczne, mówiąc, że taki zapis może oznaczać „tydzień, jak i miesiące”. Prezes EBC nie odpowiedziała na pytanie dot. oceny prawdopodobieństwa podwyżki stóp procentowych w 2022 r.
- **Choć przedstawiony dziś przez EBC bazowy scenariusz rozwoju sytuacji gospodarczej utrzymuje spore ryzyko podwyżki stóp procentowych w IV kw. br., podtrzymujemy nasz scenariusz, że do tej podwyżki dojdzie w I kw. 2023 r. lub później (gdyby wpływ wojny Rosja – Ukraina na wzrost gospodarczy strefy euro i średnioterminowe perspektywy inflacji bazowej był bardzo silny).** Większe prawdopodobieństwo przypisujemy prognozie silniejszego osłabienia wzrostu gospodarczego w strefie euro w 2022 r. i utrzymania niepewności co do jego perspektyw i kształtowania się inflacji w średnim okresie.
- Z tego względu, choć decyzje rady EBC oraz jej retoryka wskazuje na pewne dalsze ich zaostrzenie, to nie wpływa istotnie na nasze prognozy bazowe. Oczywiście przy tak dużej zmienności (np. cen surowców) oraz niepewności rozwoju sytuacji gospodarczej ryzyka dla prognozy bazowej są bardzo istotne, stąd ryzyko wcześniejszego zaostrzenia polityki pieniężnej wciąż jest spore.

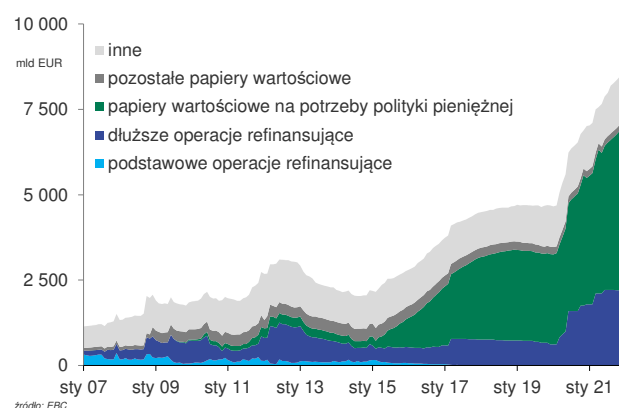
- Obok sytuacji geopolitycznej, bardzo istotne z punktu widzenia decyzji rady EBC będą dane dot. wzrostu wynagrodzeń w strefie euro (jako wskaźnika ryzyka efektów II rundy). Póki co, jak zresztą wskazała na to prezes Lagarde podczas konferencji prasowej, dane z końca 2021 r. nie wskazały na przyspieszenie tempa tego wzrostu.

		bieżący poziom	początek bieżącego cyklu		zmiany stóp		prognoza			
			data	z poziomu	ostatnia	najbliższa oczekiwana	2q22	3q22	4q22	1q23
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	-0,25

Stopy procentowe EBC



Bilans EBC – struktura aktywów



stopa procentowa		kwi 21	maj 21	cze 21	lip 21	sie 21	wrz 21	paź 21	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22
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

Źródło: EBC

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.