

KOMENTARZ BIEŻĄCY

3 lutego 2022

Polityka EBC bez zmian. Nadzwyczaj wysoka inflacja sprawiła, że rada zaczyna brać pod uwagę opcje od dawna nieobecne w polityce EBC.

- 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.
- Rada EBC podtrzymała także decyzję dot. ścieżki programu skupu aktywów, tj. – zakończenia skupu aktywów w ramach programu PEPP w marcu, – zwiększenia od II kw. skali skupu aktywów w ramach APP do 40 mld EUR miesięcznie, w III kw. do 30 mld EUR, a od IV kw. kontynuacji skupu na poziomie 20 mld EUR, tak długo, jak będzie to konieczne, – reinwestycji zapadających środków w ramach PEPP przynajmniej do końca 2024 r.
- W komunikacie po posiedzeniu Rada podtrzymała także zapisy *forward guidance*, w tym zapowiedź utrzymanie „bieżących bądź niższych” stóp procentowych” oraz utrzymała ocenę, że podwyżki stóp procentowych nastąpią dopiero po tym jak EBC zdecyduje o zakończeniu skupu netto aktywów finansowych.
- W komunikacie rada EBC wskazała na wzrost ryzyka związanego z inflacją i po raz pierwszy wskazano, że w bilansie ryzyka dla perspektyw inflacji przeważają czynniki wzrostowe
- **Decyzja oraz komunikat rady nie odbiegł generalnie od oczekiwań, większym zaskoczeniem była zmiana retoryki prezesa EBC Ch. Lagarde podczas konferencji prasowej w kierunku bardziej „jastrzębiego” stanowiska.**
- Dominującym tematem lutowej konferencji był podwyższony poziom inflacji w kontekście wyraźnie wyższego od oczekiwań odczytu inflacji w grudniu i styczniu (wzrost do 5,0% r/r i 5,1% r/r wobec oczekiwanego spadku inflacji w styczniu poniżej 4,5% r/r). Choć prezes Lagarde wskazała, że nadal oczekiwany jest spadek inflacji w średnim okresie, to rzadziej wskazywała na „okresowy” charakter bieżącego wzrostu inflacji, a bardziej akcentowała wysoką niepewność jak długo utrzyma się podwyższona inflacja. Jednocześnie prezes EBC powiedziała, że Rada przybliżyła się do osiągnięcia celu inflacyjnego 2%, choć wciąż nie można ocenić, kiedy ten cel zostanie osiągnięty.
- O ile mniej „łagodna” retoryka była przez nas oczekiwana, to ewidentnie skala wzrostu inflacji na przełomie roku przełożyła się na wzrost niepewności ocen Rady, skutkując wyraźnym odejściem od dotychczasowego jednoznacznie łagodnego stanowiska.
- Z drugiej strony, analizując całościowo szereg wypowiedzi prezesa Lagarde w większym stopniu opisałibyśmy ją, jako dopuszczenie nowych opcji w polityce pieniężnej przez bank centralny (dotychczas zupełnie nie branych pod uwagę) niż „zapowiedzi” tych zmian, gdyż prezes EBC przede wszystkim

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

podkreślała konieczność analizy sytuacji gospodarczej oraz polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach.

- W odpowiedzi na pytanie, czy wciąż prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych w 2022 r. ocenia jako niskie, prezes EBC w ogóle nie odniosła się do tej kwestii. Wskazała, że jej celem nie było i nie jest zapowiadanie przyszłych decyzji Rady, a wszelkie oceny warunkowane są przyjmowanymi założeniami co do rozwoju sytuacji gospodarczej i obecnie rada musi na nowo przeanalizować te założenia.

- Wśród czynników, które w nadchodzącym czasie będą dla rady kluczowe wymieniła: – ocenę wpływu wyższych cen energii zarówno na inflację w krótkim okresie, jak i na prognozy wzrostu gospodarczego i inflacji w dłuższym horyzoncie (w tym efekty drugiej rundy), – sytuację na rynku pracy, tj. kształtowanie się trendów płacowych w warunkach historycznie niskiego bezrobocia oraz wzrostu aktywności zawodowej. W tym kontekście wskazała, że dokładniejsze wnioski w tej kwestii będą możliwe „dopiero w marcu, a może nawet w czerwcu”.

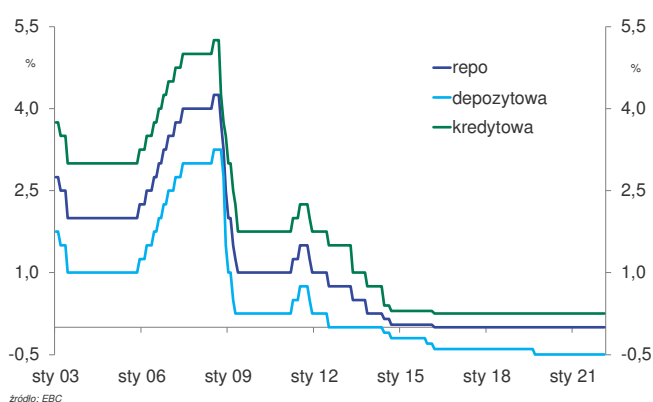
- Podczas konferencji bardzo często padał termin „stopniowość” (graduality) we wszelkich potencjalnych działaniach EBC. Taka ocena (oczywiście o ile nie zmieni się w sytuacji ewentualnych zmian założeń gospodarczych) ma istotne znaczenie dla prognozy terminu podwyżki stóp procentowych.

- **Bezspornie dzisiejsza konferencja prasowa (w kontekście danych inflacyjnych oraz sytuacji gospodarczej) zwiększa ryzyko podwyżki stóp procentowych jeszcze w 2022 r. Jednak biorąc pod uwagę podtrzymanie przez radę oceny, że podwyżki stóp będą poprzedzone zakończeniem programu skupu aktywów, że dopiero najbliższe miesiące przyniosą informację dot. ewentualnej rekalkulacji programów skupu, a wszystkie zmiany mają następować stopniowo, prawdopodobieństwo podwyżki stóp w 2022 r. oceniamy jako niskie, z wyraźnie wyższym ryzykiem podwyżki stóp z początkiem 2023 r. Powyższa ocena zakłada stopniowy spadek inflacji w trakcie 2022 r. (w szczególności w II poł. roku), ograniczone ryzyko (na co nie wskazują bieżące informacje) silniejszego wzrostu presji płacowej, oraz słabnące tempo wzrostu aktywności gospodarczej w średnim okresie.**

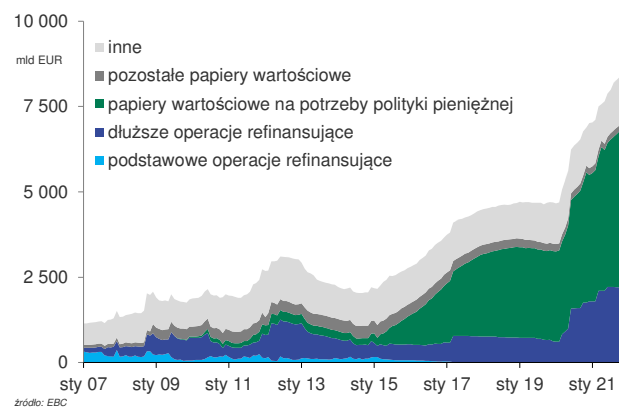
- Biorąc pod uwagę tak mocno podkreślane przez prezesa Lagarde zapoznanie się z analizami i prognozami gospodarczymi, dla weryfikacji tej tezy kluczowe będzie marcowe posiedzenie Rady, na którym będzie ona dysponować najnowszą projekcją makroekonomiczną i aktualną długookresową ścieżką inflacji. Gdyby w marcu rada zdecydowała o ograniczeniu już od II kw. skali skupu programu aktywów w relacji do obecnych zapowiedzi prawdopodobieństwo szybszych podwyżek stóp wzrosłoby istotnie.

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