

KOMENTARZ BIEŻĄCY

9 marca 2022

RPP zwiększyła skalę podwyżki stóp do 75 pkt. baz., stopa referencyjna NBP na poziomie 3,5%.

- Podczas marcowego posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej podwyższyła stopy procentowe o 75 pkt. baz., w tym: - stopę referencyjną NBP do 3,50%, - stopę lombardową do 4,00%, - stopę depozytową do 3,00%. RPP podwyższyła też stopę stopę redyskonta weksli do 3,55% oraz stopę dyskontową weksli do 3,60%.
- RPP wskazała w komunikacie, że NBP może stosować interwencje FX, w szczególności w celu ograniczenia niezgodnych z kierunkiem prowadzonej polityki pieniężnej wahań kursu PLN.
- Marcowa podwyżka stóp okazała się nieco wyższa od konsensusu rynkowego na poziomie 50 pkt. baz. W ankiecie Parkietu sprzed tygodnia 18 na 21 analityków przewidywało podwyżkę o 50 pkt. baz., zaś trzech mniejszą skalę podwyżki. W ostatnich dniach pojawiły się korekty w górę prognoz marcowej podwyżki stóp, nawet do 125 pkt. baz. Równolegle rosły oczekiwania uczestników rynku finansowego co do skali marcowego zacieśnienia polityki monetarnej, co objawiło się m.in. wtorkowym umocnieniem złotego okresowo w okolice 4,85 złotego za euro wobec blisko 5,00 złotych we wtorek rano. Podwyżka stóp o 75 pkt. baz. lekko rozczarowała rynki, co spowodowało osłabienie złotego bezpośrednio po decyzji RPP powyżej 4,93 złotego za euro. Ostatecznie na koniec dnia kurs ustabilizował się jednak poniżej 4,90 PLN/EUR.
- Naszym zdaniem RPP decyzją o 75 pkt. baz. starała się znaleźć „złoty środek”. Z jednej strony nie zdecydowała się na podwyżkę o 100 pkt. baz. lub więcej, gdyż ta mogłaby być uznana za paniczną, niejako świadcząca o tym, że polska gospodarka znajduje się w sytuacji kryzysowej. Z drugiej strony, nieco większa od konsensusu i dotychczasowego miesięcznego tempa zacieśniania podwyżka stóp miała zapewne zabezpieczyć RPP przed silną negatywną reakcją kursu walutowego lub była reakcją na bardzo dużą korektę w górę prognozy inflacji w najnowszej projekcji NBP (szerzej na ten temat dalej).
- Informacja Rady Polityki Pieniężnej po dzisiejszym posiedzeniu wskazała na negatywny wpływ wojny na Ukrainie na gospodarkę polską, niemniej **zdecydowanie silniej wyeksponowane zostało ryzyko związane z inflacją (efekt wyższych cen surowców), niż to dotyczące wzrostu PKB**. Ku naszemu zaskoczeniu w przypadku PKB Rada wskazała, że wojna na Ukrainie jest jedynie czynnikiem niepewności dla kształtowania się przyszłej aktywności gospodarczej na świecie i w Polsce, a nie czynnikiem osłabiającym koniunkturę gospodarczą w bazowym scenariuszu. RPP wytłumaczyła oczekiwaną odporność koniunktury gospodarczej na szok surowcowy, niskim udziałem w polskim eksporcie ogółem eksportu do Rosji i Ukrainy.
- Tak sformułowany komunikat Rady koresponduje z wynikami najnowszej edycji projekcji makroekonomicznej NBP, z którą RPP zapoznała się na dzisiejszym posiedzeniu.

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

- **W najnowszej projekcji NBP znacząco podwyższył prognozowaną ścieżkę inflacji na I. 2022–23 oraz lekko obniżył wzrost PKB w 2022 r. i silniej w 2023 r. Zgodnie z centralną ścieżką projekcji średnioroczna inflacja w perspektywie projekcji (czyli do 2024 r.) pozostanie powyżej górnej granicy przedziału dopuszczalnych wahań inflacji wokół celu inflacyjnego NBP (3,5%).** Według projekcji NBP inflacja z 50-proc. prawdopodobieństwem ukształtuje się w 2022 r. w przedziale 9,3–12,2% (środek przedziału 10,8% wobec 5,8% w projekcji z listopada), 7,0–11,0% w 2023 r. (środek przedziału 9,0% wobec 3,6% w projekcji z listopada) oraz 2,8–5,7% w 2024 r. (środek przedziału 4,3%). Według NBP dynamika PKB z 50-proc. prawdopodobieństwem ukształtuje się w przedziale 3,4–5,3% w 2022 r. (środek przedziału 4,4% – korekta w dół wobec 4,9% w projekcji z listopada), od 1,9–4,1% w 2023 r. (środek przedziału 3,0%, korekta w dół wobec 4,9% w projekcji z listopada) i do 1,4–4,0% w 2024 r. (środek przedziału 2,8%). Zgodnie z informacją w komunikacie NBP najnowsza projekcja uwzględnia dane dostępne do 7 marca 2022 r. Sam fakt znaczącego podwyższenia prognozy inflacji nie jest zaskoczeniem, niemniej w szczególności uwagę przykuwa skala wzrostu inflacji w 2022 r. (niemniej w tym wypadku nie znamy założeń co do momentu wygaśnięcia Tarczy Antyinflacyjnej), trwałość wysokiej inflacji w 2023 r. oraz umiarkowana skala spowolnienia dynamiki PKB w 2022 r.

- Nie znamy szczegółów projekcji NBP, (pełna projekcja zostanie opublikowana w przyszłym tygodniu), więc trudno jednoznacznie odnieść się do jej wyników. Niemniej wnioskujemy na podstawie opublikowanych informacji, że projekcja w pełni uwzględnia wpływ na przyszłą inflację szoku surowcowego będącego konsekwencją wojny na Ukrainie oraz sankcji nałożonych na Rosję i jednocześnie wydaje się zbyt optymistyczna w odniesieniu do negatywnego wpływu kryzysu na Ukrainie na aktywność gospodarczą. W komunikacie RPP wpływ ten ograniczony jest do bezpośrednich powiązań handlowych z Ukrainą i Rosją. Jak wskazywaliśmy w naszych wcześniejszych analizach kanały wpływu kryzysu są zdecydowanie bardziej wielowymiarowe i obejmują ponadto kanał surowcowy ograniczający dochody do dyspozycji gospodarstw domowych, kanał zaufania skutkujący ograniczeniem konsumpcji czy inwestycji, kanał sankcji i ewentualnych retorsji oraz kanał sektora bankowego. Łącznie te kanały oddziaływać też będą negatywnie na gospodarkę strefy euro (w ostatnich dniach obserwowane istotne korekty w dół wzrostu PKB w strefie euro wielu ośrodków analitycznych) i przez to negatywnie na polski eksport do EMU. Tym samym w naszej ocenie prognoza PKB na 2022 r. na poziomie 4,4% w najnowszej projekcji NBP jest scenariuszem optymistycznym, wyraźnie powyżej naszej bazowej prognozy. W scenariuszu NBP dopiero 2023 r. przyniesie silniejsze osłabienie wzrostu PKB do 3%.

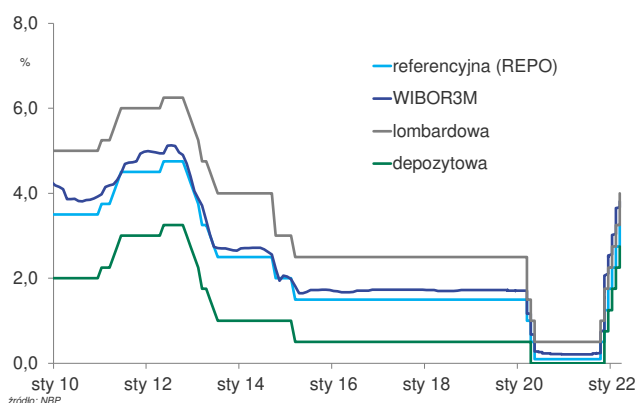
- **Choć mamy wątpliwości co do wyników najnowszej projekcji NBP, niemniej trudno zbagatelizować jej potencjalny wpływ na politykę monetarną RPP. Wzrost prognozowanej przez NBP inflacji (do poziomu dwucyfrowego przez większość 2022 r. i znacząco powyżej 5% w 2023 r.), przy stosunkowo korzystnym przewidywanym scenariuszu PKB, stanowi dla RPP istotną przesłankę do kontynuacji zacieśnienia polityki monetarnej.**

- **Oznacza to, że w krótkim okresie znacząco wzrosło prawdopodobieństwo kolejnych podwyżek stóp, najprawdopodobniej powyżej poziomu 4,0% dla stopy referencyjnej NBP.**

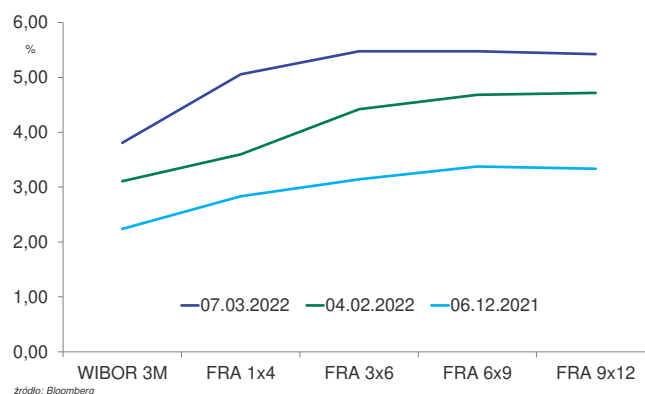
- Jednocześnie podtrzymujemy ocenę, że negatywne skutki kryzysu na Ukrainie, przyczynią się do obniżenia aktywności gospodarczej głębiej od tego co przewiduje marcowa projekcja NBP. **Zatem, choć w krótkim okresie – tj. podczas posiedzeń RPP w II kw. – w decyzjach RPP dominować będzie przesłanka wysokiej inflacji skutkująca kolejnymi podwyżkami stóp, to prawdopodobnie już na przełomie II kw. i III kw. ujawnią się wyraźniejsze efekty spowolnienia aktywności gospodarczej, co około połowy roku przyczyni się do raptownego zakończenia cyklu podwyżek stóp NBP.**

- **Ostateczny kształt oczekiwanego scenariusza stóp procentowych NBP i argumenty za nim przedstawimy po analizie wypowiedzi prezesa NBP podczas dzisiejszej konferencji prasowej, która rozpocznie się o g. 15.00.** Choć biorąc pod uwagę obecną niepewność trudno oczekiwać by prezes NBP przedstawił całościowy obraz perspektyw polityki monetarnej, niemniej choćby ewentualna „zapowiedź” co do oczekiwanej skali zacieśnienia polityki monetarnej w kwietniu będzie stanowić podpowiedź nt. obecnego nastawienia większości RPP co do kolejnych kroków w polityce RPP.

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.