

# KOMENTARZ BIEŻĄCY

8 września 2021

## Stopy procentowe NBP bez zmian. Przekaz RPP pozostaje „gotębi”.

- 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.
- W komunikacie po posiedzeniu nie dokonano żadnych istotnych zmian dotyczących perspektyw polityki pieniężnej. Rada podtrzymała fragment komunikatu mówiący, że polityka NBP stabilizuje inflację na poziomie celu NBP w średnim okresie.
- Rada utrzymała fragment komunikatu nt. genezy bieżącego wzrostu inflacji koncentrując się na jej przejściowym i podażowym charakterze. „Do wzrostu inflacji w maju przyczynił się przede wszystkim dalszy wzrost rocznej dynamiki cen paliw (...), a także wzrost cen żywności. Jednocześnie roczny wskaźnik inflacji był nadal podwyższany przez wzrost cen energii elektrycznej, który miał miejsce na początku br. oraz podwyżki opłat za wywóz śmieci, a więc czynniki, które – podobnie jak wzrost cen surowców – są niezależne od krajowej polityki pieniężnej. W kierunku wyższej inflacji oddziałuje także wzrost kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw w warunkach pandemii oraz kosztów transportu międzynarodowego i przejściowe zaktócenia w globalnych sieciach dostaw”.
- Pewne zmiany w komunikacie dotyczyły opisu sytuacji gospodarczej, m.in. Rada mocniej zaakcentowała ryzyko dot. sytuacji epidemicznej oraz odnotowała oznaki osłabienia koniunktury w gospodarce globalnej i nieco słabsze dane z krajowej gospodarki
- **Treść dzisiejszego komunikatu nie daje przesłanek, aby wnioskować, że w Radzie „dojrzewa” gotowość do korekcyjnej (o 15 pkt. baz. do 0,25%) podwyżki stopy referencyjnej NBP, tak jak to zakładamy w bazowym scenariuszu.**
- Jednocześnie nie oczekiwaliśmy po dzisiejszym komunikacie takiego sygnału ze strony RPP. Uważaliśmy, że większość członków Rady – m.in. ze względu na niepewność co do rozwoju kolejnej fali pandemii w Polsce – nie będzie chciała „wiązać sobie rąk” przed kolejnymi posiedzeniami RPP nawet delikatną zmianą komunikatu. Rada pozostawiła sobie wszystkie opcje otwarte w zakresie przyszłych decyzji ws. polityki monetarnej.
- Przyznajemy, że dzisiejszy komunikat nie zwiększa prawdopodobieństwa podwyżki stóp w listopadzie. Jednocześnie jednak w naszej ocenie aktualne pozostają argumenty, które stoją za oczekiwanym przez nas lekkim zacieśnieniem polityki monetarnej przed końcem roku. Są to: - wzrost inflacji CPI powyżej psychologicznego poziomu 5,0% r/r, - ryzyko przekroczenia tego

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

poziomu w kolejnych miesiącach – obserwowana w przeszłości istotna waga bieżącej inflacji w decyzjach RPP, – generalnie solidna koniunktura krajowej gospodarki i oczekiwania utrzymania dynamicznego wzrostu także w 2022 r.

- W świetle opublikowanego w ostatni poniedziałek wywiadu prezesa NBP dla PAP wydaje się bardzo mało prawdopodobne by prezes Głapiński poparł w głosowaniu wniosek o podwyżkę stóp w tym roku. Sądzymy jednak, że dla niektórych członków Rady, dotychczas opowiadających się za stabilizacją stóp procentowych, wskazane czynniki mogą być wystarczające do poparcia wniosku o korekcyjną podwyżkę stóp podczas listopadowego posiedzenia Rady, w szczególności biorąc pod uwagę ryzyko reputacyjne tych członków, z których większość kończy kadencję w I kw. przyszłego roku.

- Wobec zdecydowanego oporu prezesa NBP wobec podwyżki stóp w najbliższym czasie, aby przegłosować wniosek o podwyżkę stóp potrzebna byłaby większość członków RPP opowiadających się za takim wnioskiem (6 głosów, przy pełnym składzie Rady, bowiem w przypadku równowagi głosów 5:5 decydującym jest głos przewodniczącego Rady, prezesa Gapińskiego).

- Zgodnie z dostępnymi informacjami podczas ostatnich posiedzeń RPP za podwyżką stopy referencyjnej do 0,25% głosowało trzech członków rady (A. Gatnar, Ł. Hardt oraz K. Zubelewicz). A. Kropiwnicki zadeklarował w sierpniu, że zagłosuje za podwyżką stóp w listopadzie. W publicznych wypowiedziach nt. ewentualnej podwyżki stóp w listopadzie dywagowali (nie przesądzając jej) G. Ancyparowicz i E. Łon. Ponadto w najbliższych tygodniach może zostać rozstrzygnięta kwestia ewentualnego wygaśnięcia mandatu członka RPP R. Sury w związku z jego kandydaturą na sędziego Najwyższego Sądu Administracyjnego. Gdyby do tego doszło, nowego członka RPP wybierze Senat, gdzie przy przewadze opozycji, spore szanse miałby bardziej „jastrzębi” kandydat (w mediach pojawiły się informacje nt. potencjalnej kandydatury Jakuba Karnowskiego).

- **Powyższa analiza wskazuje, że jakkolwiek trudno jednoznacznie typować scenariusz podwyżki stóp procentowych podczas listopadowego posiedzenia, to pomimo „gotębiego” nastawienia prezesa NBP, scenariusz podwyżki stóp przed końcem roku nie jest nierealny, tak jakby to mogło wynikać z dzisiejszego komunikatu RPP, czy też ostatniego wywiadu prezesa NBP. Dla oceny prawdopodobieństwa zacieśnienia polityki monetarnej przed końcem tego roku kluczowe będą wypowiedzi poszczególnych członków RPP oraz informacje nt. kandydatury R. Sury na sędziego NSA.**

- **Jednocześnie przyznajemy, że ryzyko, że przed końcem roku nie dojdzie do podwyżki stóp NBP jest wysokie (prawdopodobieństwo bliskie 50%).**

- Istotnym argumentem przeciwko podwyżce stóp przed końcem roku (szczególnie biorąc pod uwagę dotychczasowe preferencje większości członków Rady dla stabilizacji stóp) byłoby znaczące pogorszenie na jesieni sytuacji epidemicznej. Przy takim scenariuszu, wśród członków Rady może wziąć górę preferencja odsunięcia zaostrzenia polityki monetarnej na 2022 r.

- Na jutro (9 września) na godz. 15.00 zaplanowano konferencję prasową prezesa NBP Adama Głapińskiego ze stacjonarnym udziałem mediów. Będzie to pierwsza od 4 marca 2020 r. konferencja prezesa NBP z bezpośrednim udziałem dziennikarzy. Choć w świetle ostatnich deklaracji prezesa NBP trudno

oczekiwać by konferencja przyniosła wiele nowych informacji nt. poglądów samego prezesa NBP, ciekawsza może być próba odczytania z wypowiedzi prezesa NBP, jaka jest sytuacja wewnątrz Rady, tj. na ile prezes NBP może być pewny poparcia większości RPP dla swoich „gołębich” poglądów.

	bieżący poziom	początek bieżącego cyklu		zmiany stóp		prognoza				
		data	z poziomu	ostatnia	najbliższa oczekiwana	3q21	4q21	1q22	2q22	
stopa referencyjna NBP	%	0,10	lis-12 (-25 p.b.)	4,75	maj-20 (-40 p.b.)	lis-21 (+15 p.b.)	0,10	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.