

Zmiany w *forward guidance* rady EBC bez wpływu na średnioterminowe oczekiwania dot. polityki pieniężnej

■ Podczas czerwcowego posiedzenia **rada Europejskiego Banku Centralnego nie zmieniła parametrów polityki pieniężnej.**

Rada utrzymała stopy procentowe na niezmienionym poziomie, w tym stopę repo na poziomie 0,0% i stopę depozytową na poziomie -0,40%. Podtrzymany został także plan skupu aktywów finansowych w skali 60 mld EUR miesięcznie do grudnia 2017 r. lub dłużej, do momentu ustabilizowania się inflacji. Decyzja rady EBC o utrzymaniu parametrów polityki monetarnej bez zmian była powszechnie oczekiwana.

■ Więcej niepewności co do czerwcowego posiedzenia rady EBC dotyczyło komunikacji co do perspektyw polityki pieniężnej (*forward guidance*). W tym zakresie rada – inaczej niż zakładaliśmy – zdecydowała się na konkretniejsze zmiany zapisów *forward guidance*, niemniej jednak utrzymała retorykę, która osłabiła „zaostrenie” wydźwięku tej zmiany. W komunikacie po posiedzeniu napisano, iż „rada EBC oczekuje utrzymania bieżących poziomów stóp procentowych w dłuższym okresie i oczekuje utrzymania ich na stabilnym poziomie w dłuższym okresie po zakończeniu programu skupu aktywów”. Tym samym rada nieco zmodyfikowała oczekiwania co do poziomu stóp procentowych (poprzedni zapis wskazywał na możliwość „utrzymania bieżącego lub niższego poziomu stóp procentowych”). Dodatkowo bilans ryzyka dla prognozy wzrostu gospodarczego został oceniony przez radę jako zbilansowany (wcześniej wskazywano jako przeważające ryzyko słabszego wzrostu gospodarczego). Rada EBC nie dokonała żadnych zmian w kontekście oczekiwań co do programu skupu aktywów, tj. utrzymała oczekiwania co do ewentualnego wydłużenia / zwiększenia skali programu QE jeśli wystąpiłaby taka potrzeba.

■ Podczas konferencji prasowej w odpowiedzi na pytanie czy zmiany w zapisach *forward guidance* można odczytać jako zapowiedź stopniowego odchodzenia EBC od bieżącego luzowania polityki pieniężnej, prezes Mario Draghi zaprzeczył stwierdzając że kwestie ograniczania luzowania polityki pieniężnej nie były przez radę dyskutowane podczas posiedzenia. W kontekście dokonanej przez bank centralny korekty w dół prognozy inflacji HICP w I. 2016 – 2019 oraz zmiany w ocenie bilansu ryzyka dla perspektywy stóp procentowych prezes Draghi powiedział, że zmiany te odzwierciedlają wyłącznie ograniczenie wcześniejszego ryzyka deflacji,

BIURO ANALIZ
MAKROEKONOMICZNYCH

bosbank.analizy@bosbank.pl

ŁUKASZ TARNAWA
Główny Ekonomista

+48 696 405 159

lukasz.tarnawa@bosbank.pl

ALEKSANDRA ŚWIĄTKOWSKA
Ekonomista

+48 515 111 698

janina.swiatkowska@bosbank.pl

wciąż natomiast szereg wskaźników oraz najnowsze prognozy EBC wskazują na bardzo powolny proces wzrostu inflacji do celu EBC (rozumianego jako powszechny geograficznie, trwały także po wygaśnięciu impulsów polityki pieniężnej wzrost inflacji w okolice 2%). W trakcie konferencji prasowej prezes EBC dodał także, że taka interpretacja jest też związana z faktem iż zapis dotyczący poziomu stóp procentowych dotyczy wyłącznie oczekiwań rady EBC, przy założeniu realizacji prognozowanego scenariusza makroekonomicznego. Prezes Draghi powiedział, że taki zapis nie wyklucza redukcji stóp procentowych, gdyby warunki makroekonomiczne lub finansowe okazały się mniej korzystne od oczekiwań, skutkując oddaleniem perspektywy powrotu inflacji do celu EBC.

■ **Choć ostatecznie rada EBC zdecydowała się na wprowadzenie zmian w zakresie *forward guidance*, to całościowy wydźwięk komunikatu oraz wypowiedzi prezesa EBC trudno uznać za bardziej „jastrzębie” / mniej „gołębnie” od naszych założeń. Zmiana zapisów dot. perspektyw stóp procentowych ogranicza prawdopodobieństwo ich redukcji, bynajmniej jednak takiego scenariusza rynki nie biorą pod uwagę już od dłuższego czasu. Dokonane zmiany oraz retoryka rady bynajmniej nie przybliżają w naszej ocenie perspektywy podwyżki stóp procentowych EBC. Świadczą o tym wprowadzone już wcześniej zapisy dot. utrzymania bieżącego poziomu stóp procentowych w dłuższym okresie (także po zakończeniu programu skupu aktywów) i bardzo jednoznaczne sygnały dot. utrzymania bardzo luźnej polityki pieniężnej w nadchodzących kwartałach, w tym ponownie wskazanie na potrzebę cierpliwości rady oraz potrzebę większego przekonania co do trwałości odbicia inflacji. Rada EBC utrzymuje bowiem bardzo ostrożne stanowisko co do perspektyw inflacji w strefie euro przy utrzymującym się braku pewności co do trwałości wzrostu inflacji, która jest spójna z notowaną obecnie strukturą wskaźnika inflacji. Dodatkowym czynnikiem, który istotnie ogranicza pole rady dla zaostrzenia retoryki dot. perspektyw polityki pieniężnej jest wyraźna aprecjacja notowań euro, która będzie spowalniała proces wzrostu inflacji w strefie euro.**

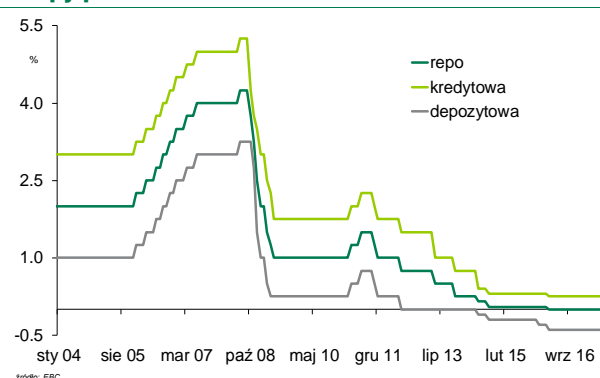
■ Pomimo wzrostu głównego wskaźnika HICP do poziomów najwyższych od kilku lat, w dalszym ciągu wskaźnik inflacji bazowej utrzymuje się na bardzo niskim poziomie. Jeżeli zatem – jak oczekujemy – w kolejnych kwartałach ceny ropy naftowej będą rosły jedynie

stopniowo, to od II kw. prawdopodobny jest ponowny spadek wskaźnika inflacji HICP. Z tego właśnie względu, dla podtrzymania wyższych indeksów inflacji niezbędne jest utrzymanie solidnego wzrostu gospodarczego oraz silniejszy wzrost wynagrodzeń w strefie euro, który skutkowałby trwalszym efektem wzrostu inflacji, a co za tym idzie dłuższy okres utrzymywania luźnej polityki pieniężnej banku centralnego.

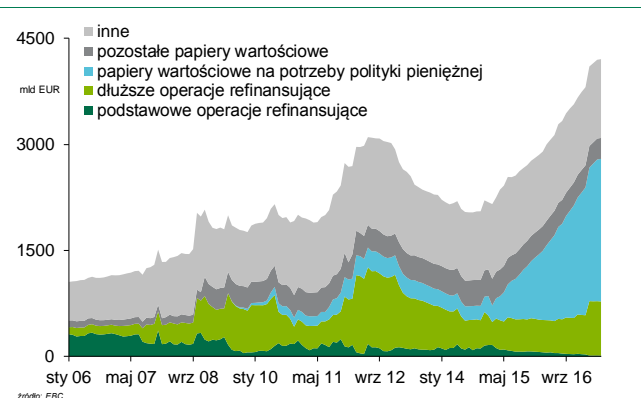
■ Biorąc pod uwagę powyższe oraz wypowiedzi prezesa EBC podczas dzisiejszej konferencji prasowej sądzimy, że większość rady EBC opowiada się za utrzymaniem bardzo luźnej polityki pieniężnej. Sądzimy, że program skupu aktywów będzie kontynuowany także w 2018 r., przy prawdopodobnym ponownym ograniczeniu jego skali po 2017 r. pod warunkiem utrzymania korzystnej sytuacji makroekonomicznej. Według naszych prognoz z podwyżkami stóp procentowych (w tym stopy depozytowej) rada EBC powstrzyma się do 2019 r.

	bieżący poziom	początek bieżącego cyklu		zmiany stóp		prognoza			
		data	z poziomu	ostatnia	najbliższa oczekiwana	3q17	4q17	1q18	2q18
stopa repo EBC %	0.00	lis 11 -25 p.b.	1.50	mar 16 -5 p.b.	po 2018	0.00	0.00	0.00	0.00

Stopy procentowe EBC



Bilans EBC - struktura aktywów



		maj 16	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17
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	%	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40
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, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 628 732 450 zł wpłacony w całości.