

## Rada EBC utrzymuje łagodny przekaz, na jesień zapowiada szeroką dyskusję dot. programu QE

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

Rada utrzymała stopy procentowe na niezmiennym 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.

■ Rada nie dokonała także zmian komunikacji dot. perspektyw polityki pieniężnej (*forward guidance*). Podtrzymany został asymetryczny bilans ryzyka dla perspektyw programu QE (tj. podtrzymano ocenę, iż w sytuacji pogorszenia perspektyw powrotu inflacji do celu rada jest gotowa do zwiększenia skali oraz długości trwania programu skupu aktywów). W kontekście perspektyw inflacyjnych w komunikacie napisano, że choć bieżące ożywienie gospodarcze pozwala oczekiwać, że inflacja silniej wzrośnie w kierunku celu banku centralnego, to wciąż bieżąca inflacja pozostaje niska. Z tego powodu w ocenie rady konieczne jest utrzymanie znaczącej skali luzowania polityki pieniężnej w strefie euro. Decyzję o braku zmian zapisów dot. *forward guidance* rada EBC podjęła jednomyślnie.

■ Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu rady, prezes EBC M. Draghi powiedział, że powodem braku zmian w zapisach *forward guidance* jest utrzymująca się niska inflacja, pomimo przyspieszającego i rozszerzającego się ożywienia gospodarczego i sprzyjających warunków finansowych. W ocenie rady EBC w dalszym ciągu nie można mówić o spełnieniu dotychczas przedstawianych warunków powrotu inflacji do celu w zakresie struktury wskaźnika inflacji, trwałości jego wzrostu i to także przy braku wsparcia ze strony luźnej polityki pieniężnej. Prezes ponownie wskazał na konieczność cierpliwości oraz ostrożności w zakresie oczekiwań trwałego wzrostu inflacji w strefie euro. Biorąc pod uwagę powyższe (tj. poprawę sytuacji gospodarczej, a z drugiej strony brak jednoznacznych i przekonujących sygnałów odbicia inflacji) rada jednogłośnie zdecydowała o konieczności szerokiej dyskusji na jesieni 2017 r. na temat perspektyw polityki pieniężnej EBC. Jednocześnie rada

BIURO ANALIZ  
MAKROEKONOMICZNYCH

[bosbank.analizy@bosbank.pl](mailto:bosbank.analizy@bosbank.pl)

**ŁUKASZ TARNAWA**  
Główny Ekonomista

+48 696 405 159

[lukasz.tarnawa@bosbank.pl](mailto:lukasz.tarnawa@bosbank.pl)

**ALEKSANDRA ŚWIĄTKOWSKA**  
Ekonomista

+48 515 111 698

[janina.swiatkowska@bosbank.pl](mailto:janina.swiatkowska@bosbank.pl)

podjęła decyzję, aby nie wskazywać konkretnej daty posiedzenia, na którym taka dyskusja mogłaby się odbyć.

■ Duża część pytań podczas konferencji prasowej dotyczyła wypowiedzi prezesa EBC M. Draghi pod koniec czerwca podczas Forum Bankowości Centralnej EBC w Sincrze. Prezes Draghi odmówił komentarza dot. reakcji rynków finansowych na jego wystąpienie, niemniej jego retoryka w tym kontekście wskazuje, że w jego ocenie inwestorzy przereagowali co do interpretacji o zaostrzeniu retoryki EBC. W tym kontekście prezes kilkakrotnie powtórzył zapis z komunikatu wskazujący, że znacząca skala luzowania polityki pieniężnej w strefie euro jest wciąż niezbędna, aby inflacja w średnim okresie kształtowała się zgodnie z celem banku centralnego. Prezes wskazał ponownie, że wciąż „inflacja nie znajduje się w punkcie, w którym powinna się znajdować / w którym rada EBC chciałaby, aby się znajdowała”. Draghi powtórzył, że bieżąca sytuacja gospodarcza wspiera oczekiwania powrotu inflacji do celu EBC w średnim okresie, niemniej „ostatnią rzeczą, do której dąży rada jest zbyt silne zacieśnienie polityki pieniężnej, które zatrzymałoby wyraźną poprawę sytuacji gospodarczej w strefie euro”. Prezes powiedział że szeroko omawiane są czynniki hamujące silniejszy i trwalszy wzrost inflacji, jak np. niski wzrost wynagrodzeń, wydajności pracy. Wciąż jednak dominuje pogląd, że ostatecznie warunki w sferze realnej przełożą się na wzrost wskaźnika inflacji, niemniej w warunkach post-kryzysowych może to trwać dłużej. Prezes Draghi powiedział, że w jego ocenie wypowiedź z Sincry, nie różni się od przekazu EBC po czerwcowym posiedzeniu rady, natomiast użyte określenie „reflation” oznacza wyłącznie powrót inflacji do dodatnich poziomów, po okresie deflacji.

■ **Wypowiedzi prezesa M. Draghi po lipcowym posiedzeniu rady EBC wskazują na prawdopodobne dalsze, niemniej stopniowe zmiany w polityce pieniężnej EBC – czemu służy zapowiedź szerszej dyskusji na jesieni br.** Całościowy przekaz o wciąż dalekim od celów kształtowaniu się inflacji oraz przekonanie o wydłużonym okresie wpływu sytuacji w sferze realnej na inflację w naszej ocenie obniża ryzyko znaczącego ograniczenia luzowania polityki monetarnej EBC.

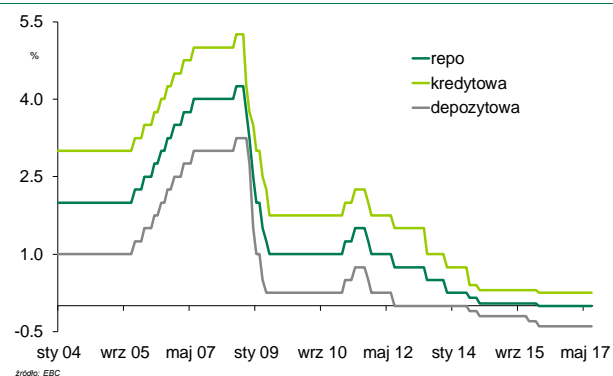
■ Biorąc pod uwagę notowaną wyraźną poprawę sytuacji gospodarczej w strefie euro, **oczekujemy zmiany w zakresie zapisów *forward guidance* po zapowiedzianej szerokiej dyskusji na jesieni br. Oczekujemy, że rada zmieni bilans ryzyka dla perspektyw programu skupu aktywów na symetryczny.** Biorąc pod uwagę wciąż zdecydowanie niskie tempo wzrostu wynagrodzeń oraz niższe

tempo wzrostu cen surowców jak również nasze ostrożne założenia dot. dalszego przyspieszenia wzrostu gospodarczego w strefie euro **oczekujemy równoczesnej zapowiedzi wydłużenia o kolejne 6 miesięcy (tj. do końca czerwca 2018 r.) programu skupu aktywów, przy dalszej redukcji wartości skupowanych aktywów (do ok. 40 mld EUR miesięcznie).**

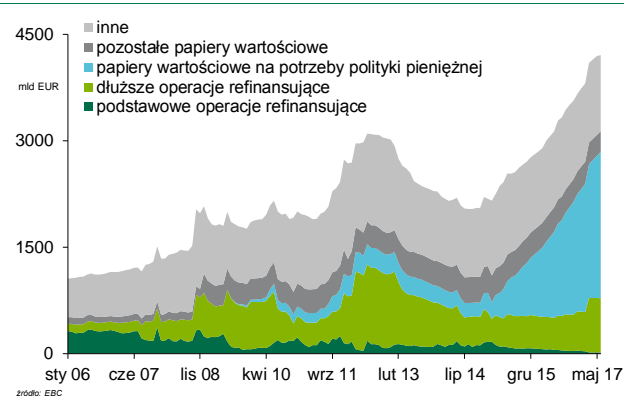
■ **Oczekujemy, że w I poł. roku dojdzie do kolejnego wydłużenia programu skupu aktywów (z ponownym zmniejszeniem wartości skupowanych aktywów) i jego zakończenia dopiero na koniec 2018 r., co – zgodnie z bieżącymi zapisami komunikatu EBC będzie implikowało utrzymanie stabilnych stóp procentowych w strefie euro (w tym stopy depozytowej) do końca 2018 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	1.50	mar 16	po 2018	0.00	0.00	0.00	0.00
		-25 p.b.		-5 p.b.					

**Stopy procentowe EBC**



**Bilans EBC - struktura aktywów**



		sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 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.