

**Stopy NBP bez zmian. Komunikat RPP nieco ostrzejszy, ale członkowie Rady tonują oczekiwania na podwyżki.**

■ Rada Polityki Pieniężnej utrzymała dziś stopy procentowe NBP na dotychczasowym poziomie: 1,50%, dla stopy referencyjnej, 0,50% dla stopy depozytowej oraz 2,50% dla stopy lombardowej. Taka decyzja była powszechnie oczekiwana. Jednocześnie RPP podjęła uchwałę o obniżeniu do 0% stopy rezerwy obowiązkowej od środków pozyskanych na co najmniej 2 lata. Uchwała wchodzi w życie z dniem 1 marca 2018 r. i ma zastosowanie począwszy od rezerwy obowiązkowej podlegającej utrzymaniu od dnia 30 kwietnia 2018 r.

■ **Treść komunikatu RPP została lekko zaostrzona.** Choć Rada podtrzymała ocenę, że „obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną”, niemniej **z komunikatu został usunięty fragment stwierdzający, że występuje „ograniczone ryzyko wzrostu inflacji ponad cel NBP”.**

■ Powyższa korekta komunikatu stanowi odzwierciedlenie wyników najnowszej projekcji makroekonomicznej NBP, z którą na dzisiejszym posiedzeniu zapoznana się RPP. **W bieżącej projekcji skorygowano bowiem w górę prognozy inflacji na I. 2018-2019 (średnio o ok. 0,2 pkt. proc.), przy czym centralna ścieżka najnowszej projekcji inflacji wskazuje na lekkie przekroczenie celu inflacyjnego NBP w 2019 r.** Zgodnie z najnowszą projekcją NBP wskaźnik roczny inflacji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w 2017 r. w przedziale 1,9 – 2,0% (wobec 1,6 – 2,3% w projekcji z lipca), w 2018 r. w przedziale 1,6 – 2,9% (wobec 1,1 – 2,9%) oraz w 2019 r. w przedziale 1,7 - 3,7% (wobec 1,3 - 3,6%). **Z kolei w najnowszej projekcji NBP prognoza dynamiki PKB nie została istotnie zmieniona.** Według listopadowej projekcji roczne tempo wzrostu PKB znajdzie się w 2017 r. w przedziale 3,8 – 4,6% (wobec 3,4 – 4,7% w projekcji z lipca), w 2018 r. w przedziale 2,8 – 4,5% (wobec 2,5 – 4,5%), zaś w 2019 r. w przedziale 2,3 – 4,3% (wobec 2,3 – 4,3%).

■ **Przy lekkim zaostreniu wydźwięku komunikatu wypowiedzi członków Rady obecnych na dzisiejszej konferencji prasowej po posiedzeniu Rady wskazywały na**

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA  
AKTYWAMI I PASYWAMI[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)

---

**intencję tonowania oczekiwań co do szybkiego zacieśnienia polityki monetarnej.**

Przy tradycyjnie „gołębich” wypowiedziach prezesa NBP Adama Glapińskiego (który podtrzymał oczekiwanie co do stabilizacji stóp w 2018 r.) oraz Jerzego Żyżyńskiego, także stosunkowo ostrożnie wypowiadał się uważany za „jastrzębia” w RPP Łukasz Hardt. Wypowiedzi członków Rady eksponowały m.in. utrzymujące się ryzyko wciąż zbyt niskiej dynamiki inwestycji przedsiębiorstw jako przesłanka dla ostrożności w polityce monetarnej. Ponadto nie można wykluczyć, że najnowsza projekcja makroekonomiczna NBP z prognozą okresowego spadku inflacji na przełomie 2017 / 2018 dała przesłanki do tonowania (przynajmniej w krótkim okresie) nadmiernie „jastrzębiej” retoryki, by nie stymulować oczekiwań rynkowych na szybkie zacieśnienie polityki monetarnej.

■ Biorąc pod uwagę retorykę Rady oraz prognozę spadku inflacji CPI w grudniu i w I kw. 2017 r. w kierunku 1,5% r/r podtrzymujemy ocenę, że zacieśnienie polityki pieniężnej w nadchodzących miesiącach jest bardzo mało prawdopodobne. **Jednocześnie podtrzymujemy prognozę korekcyjnej podwyżki stóp procentowych NBP o 25 pkt. baz. w IV kw. 2018 r. do poziomu 1,75% dla stopy referencyjnej.**

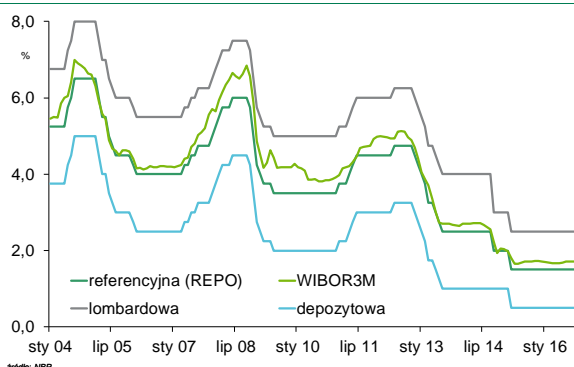
■ Sądzymy, że Rada zaostry politykę monetarną biorąc pod uwagę szerokie spektrum czynników: zarówno dalsze ożywienie wynagrodzeń, wysoką dynamikę PKB (przede wszystkim silniejszy wzrost inwestycji przedsiębiorstw), ponownie wyraźnie ujemne realne stopy procentowe (w wyniku ponownego wzrostu inflacji w okolice 2,0% w trakcie 2018 r.), jak i argumenty natury makroostrożnościowej (np. postępujące ożywienie na rynku nieruchomości mieszkaniowych). Sądzymy zatem, że w ocenie większości RPP zmieni się bilans ryzyka dla ewentualnego błędu w polityce pieniężnej – przy niewielkim ryzyku negatywnych konsekwencji dla gospodarki z tytułu zaostrzenia polityki pieniężnej, wzrośnie ryzyko reputacji RPP w przypadku silniejszego wzrostu inflacji w przyszłości. Ponadto zmieniające się otoczenie co do polityki pieniężnej głównych banków centralnych na świecie (m.in. oczekujemy, że stopa Fed do końca 2018 r. przewyższy bieżący poziom stopy referencyjnej NBP) będzie dodatkowym argumentem za stopniową normalizacją krajowej polityki pieniężnej i odchodzeniem od bieżącego, historycznie niskiego poziomu stóp procentowych.

■ Podczas dzisiejszego posiedzenia RPP podjęła decyzję o obniżeniu, począwszy od kwietnia 2018 r. do 0% stopy rezerwy obowiązkowej dla pasywów bankowych o terminie wymagalności dłuższym niż 2 lata. Według Łukasza Hardta, który złożył wniosek uchwały w tej sprawie, głównym argumentem takiej decyzji było „zniesienie zróżnicowania

polskich i zagranicznych rezydentów, jeśli chodzi o poziom rezerwy obowiązkowej” (obecnie stopa rezerwy obowiązkowej dla tego typu środków lokowanych w polskim sektorze bankowym przez nierezydentów wynosi 0%). Hardt dodał, że zerowa stopa rezerwy obowiązkowej od depozytów powyżej dwóch lat obowiązuje w strefie euro. Członek RPP wskazał też na potencjalny impuls tej decyzji RPP dla poprawy oferty banków w zakresie oprocentowania depozytów bankowych o dłuższym terminie zapadalności. W naszej ocenie, biorąc pod uwagę, że zmiana stopy rezerwy obowiązkowej dotyczy depozytów o wartości ok. 30 mld zł, czyli niespełna 3% depozytów ogółem krajowego sektora bankowego, wpływ tej zmiany na restrykcyjność warunków monetarnych w polskiej gospodarce będzie znikoma.

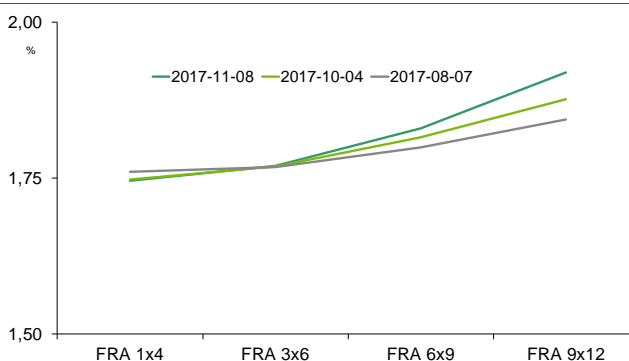
	bieżący poziom	początek bieżącego cyklu		zmiany stóp		prognoza				bilans ryzyka dla prognozy	
		data	z poziomu	ostatnia	najbliższa oczekiwana	4q17	1q18	2q18	3q18		
<b>stopa referencyjna NBP</b>	<b>%</b>	<b>1,50</b>	<b>lis-12 (-25 p.b.)</b>	<b>4,75</b>	<b>mar-15 (-50 p.b.)</b>	<b>IV kw. 2018</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>wyższe prawdopodobieństwo podwyżki vs. obniżki</b>

### Stopy procentowe NBP i WIBOR 3M



źródło: NBP

### Rynek FRA - oczekiwania rynkowe dot. stóp procent.



źródło: Thomson Reuters

Stopy procentowe NBP		gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17	paź 17	lis 17
stopa lombardowa	%	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
<b>stopa referencyjna</b>	<b>%</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>
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 rezerwy obowiązkowej	%	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50

źródło: NBP

**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.