

KOMENTARZ TYGODNIOWY

11 września 2023

Ostre cięcie stóp NBP. Prawdopodobna kontynuacja luzowania polityki monetarnej w tym roku.

- Najistotniejszym rynkowym wydarzeniem minionego tygodnia było nadspodziewanie ostre cięcie stóp procentowych podczas wrześniowego posiedzenia RPP. Rada obniżyła wszystkie stopy procentowe NBP o 75 pkt. baz. w tym stopę referencyjną NBP do 6,00%, wobec oczekiwań na obniżkę o skali co najwyżej 25 pkt. baz.
- RPP zaskoczyła rynki finansowe – w reakcji na decyzję Rady kurs złotego osłabił się w skali tygodnia o ponad 3% w relacji do koszyka walut i z początkiem bieżącego tygodnia kontynuował trend osłabienia z kursem euro w kierunku 4,65 PLN/EUR. Kontrakty FRA i rentowności krajowych papierów skarbowych na krótkim końcu krzywej dochodowości skokowo obniżyły się – w przypadku 2-latek po raz pierwszy od marca 2022 r. poniżej poziomu 5% do 4,77%, przy względnej stabilizacji rentowności papierów 10-letnich na koniec tygodnia w przedziale 5,55–5,60% (skutkując wystromieniem krzywej dochodowości).
- Podczas ubiegłotygodniowej konferencji prasowej po posiedzeniu prezes NBP Adam Glapiński powiedział, że skala obniżki stóp procentowych była odpowiedzią na dynamiczny spadek inflacji w ostatnich miesiącach i silniejsze osłabienie koniunktury gospodarczej. Według prezesa NBP w związku z szybkim spadkiem inflacji, który ma wpływ na realne stopy procentowe, pierwsza obniżka stóp procentowych mogła być mieć miejsce już wcześniej. Niemniej w ocenie prezesa NBP RPP zachowała się ostrożnie wstrzymując się z obniżką do września i upewniając się co do trendu spadkowego inflacji. Prezes NBP wskazał, że jego zdaniem we wrześniu zostały spełnione warunki do rozpoczęcia obniżek wskazane przez niego podczas lipcowej konferencji prasowej, tj. bieżący jednocyfrowy poziom inflacji (który wg prezesa odnosił się do wrześniowej inflacji CPI, która według analiz NBP wyniesie ok. 8,5% r/r) oraz perspektywa dalszego spadku inflacji. Nie odniósł się natomiast do swej lipcowej wypowiedzi, że ewentualne obniżki stóp procentowych nie będą większe niż 25 pkt. baz.
- W kontekście przyszłych decyzji Rady prezes NBP powiedział, że nie zapowiada żadnych ruchów, gdyż RPP będzie obserwowała sytuację. Jednocześnie wskazał, że generalnie kierunkiem jest dalszy spadek stóp procentowych, jeżeli inflacja będzie szybko obniżać się w kierunku 5,0%. Dodał, że w jego ocenie stopy na poziomie 6,00% wciąż są bardzo wysokie, a obniżka wrześniowa o 75 pkt. baz. była „jedynie dostosowaniem”. Podał, że wg prognozy NBP w październiku inflacja spadnie poniżej 7,5% r/r.
- Pod koniec tygodnia pojawiły się dodatkowo wypowiedzi dwojga „gołębich” członków RPP. G. Małowska wskazała, że nie można wykluczyć obniżki stóp „przed listopadem”, z kolei H. Wnorowski wskazał, że dalszy spadek inflacji będzie większy niż o 1 pkt. proc. Z kolei troje „jastrzębich” członków Rady (Tyrowicz, Kotecki, Litwiniuk) wypowiedziało się krytycznie o wrześniowej obniżce stóp.
- Wrześniowa nieoczekiwanie duża skala obniżki stóp w połączeniu z ostatnimi wypowiedziami prezesa NBP i „gołębich” członków Rady świadczą o tym, że

Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych
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

większość Rady nastawiona bardzo „gołębio” wykorzystata do skokowego obniżenia stóp spadek bieżącej inflacji w okolice poziomu jednocyfrowego oraz prognozę, że we wrześniu kumulacja efektu statystycznej bazy i zmian cen o charakterze administracyjnym, poskutkuje dalszym skokowym spadkiem wrześniowej inflacji wyraźnie poniżej 10%. Jednocześnie komfort RPP dał fakt, że w projekcji NBP prognozowane jest w 2025 r. obniżenie inflacji poniżej 3,5% – tj. do przedziału wahań inflacji wokół 2,5% (celu inflacyjnego NBP).

- W związku z tym, że zarówno w komunikacie RPP, jak i wypowiedziach prezesa NBP nie została określona funkcja reakcji Rady, prognozowanie kolejnych decyzji RPP obarczone jest niepewnością. Natomiast wydaje się, że wrześniowa decyzja RPP oraz retoryka prezesa i „gołębich” członków Rady świadczą o tym, że większość Rady jest gotowa, aby dalszy wysoce prawdopodobny spadek inflacji (podzielamy oczekiwania NBP, że w październiku inflacja spadnie wyraźnie poniżej 8%), wykorzystać do dalszego dostosowania stóp procentowych w październiku i w listopadzie.
- W świetle retoryki RPP przypisujemy wyraźnie wyższe od 50% prawdopodobieństwo, że w najbliższych miesiącach dojdzie do kolejnych obniżek stóp, natomiast znacznie większa niepewność dotyczy skali kolejnych obniżek – w tym obszarze trudno wnioskować na podstawie dotychczasowych wypowiedzi członków RPP.
- W związku z tym przyjęliśmy ostrożne założenie, że po skokowym „dostosowaniu” stóp we wrześniu, kolejne decyzje RPP przebiegać będą w „standardowej” skali 25 pkt. baz. Tym samym oczekujemy, że w tym roku RPP obniży łącznie stopy NBP o 50 pkt. baz. do poziomu 5,50% dla stopy referencyjnej NBP na koniec roku. Przyjęliśmy, że tradycyjnie grudniowe posiedzenie RPP nie przyniesie zmian stóp procentowych. Jednocześnie zdajemy sobie sprawę z pewnej arbitralności założenia dot. jednostkowej skali zmian stóp (25 pkt. baz.) i przyznajemy, że jest ono obciążone wysoką niepewnością. W 2024 r. oczekujemy obniżenia stóp NBP o kolejne 75 pkt. baz.
- Ubiegłotygodniowe posiedzenie RPP zdominowało wydarzenia na krajowym rynku finansowym. Na globalnym rynku utwierdzenie się inwestorów w oczekiwaniu, że stopy głównych banków centralnych pozostaną podwyższone przez dłuższy czas (m.in. mocniejszy odczyt koniunktury ISM w usługach w USA) poskutkowało wzrostem stóp rynkowych (rzędu 5–8 pkt. baz.) na rynkach bazowych oraz umiarkowanym spadkiem notowań akcji.
- W bieżącym tygodniu tradycyjnie oczekiwanym wydarzeniem będzie posiedzenie EBC. Oczekujemy, że rada EBC utrzyma stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, w tym stopę referencyjną do 4,25%. Jednocześnie jako relatywnie wysokie oceniamy ryzyko scenariusza podwyżki stóp o 25 pkt. baz., gdyż choć z jednej strony bieżące dane wskazują na osłabienie aktywności gospodarczej, ale z drugiej – na bardzo powolne tempo spadku inflacji.
- Wśród publikacji danych w tym tygodniu najistotniejsze będą sierpniowe dane inflacyjne CPI z USA oraz miesięczne dane ze sfery realnej gospodarki USA, strefy euro i Chin (m.in. produkcja przemysłu i sprzedaż detaliczna).
- W Polsce opublikowany zostanie lipcowy bilans płatniczy oraz ostateczny szacunek CPI w sierpniu.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Europejskiego Banku Centralnego (14 września)**

Oczekujemy, że rada EBC utrzyma stopy procentowe na niezmienionym poziomie, w tym stopę referencyjną do 4,25% i stopę depozytową do 3,75%. Jednocześnie jako relatywnie wysokie oceniamy ryzyko scenariusza kolejnej podwyżki stóp o 25 pkt. baz. Po posiedzeniu lipcowym rada EBC wskazała, że kolejne decyzje będą zależne od napływających danych. Publikacje danych z ostatnich tygodni wskazują z jednej strony na pogorszenie perspektyw aktywności gospodarczej, a z drugiej na bardzo powolne tempo spadku inflacji, co implikuje większy dylemat dla rady EBC przy podejmowaniu decyzji dot. polityki pieniężnej. Zakładamy, że w warunkach dotychczasowej silnej skali zaostrzenia polityki pieniężnej, oczekiwanego przez nas obniżenia prognoz inflacji w projekcji EBC w I. 2024 – 2025 rada zdecyduje się na wrześniową pauzę jednocześnie podtrzyma jastrzębią retorykę wskazując na opcję dalszego zaostrzania polityki w IV kw. br.

Zakładamy, że na wrześniowym posiedzeniu rada EBC nie ogłosi żadnych zmian w zakresie programu skupu aktywów.

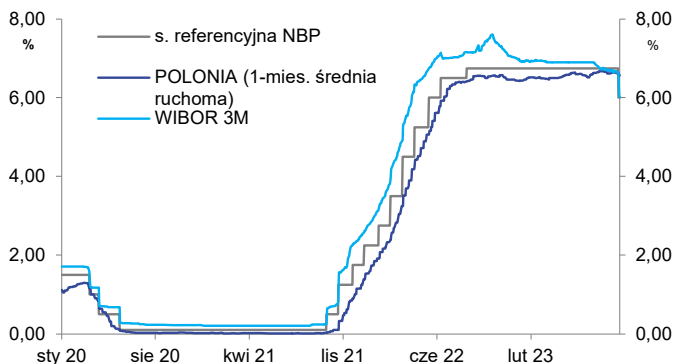
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 12 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	DE	Indeks koniunktury ZEW	wrz	-12,3 pkt	-15,0 pkt.	-
środa 13 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	lip	0,5% m/m	-0,8% m/m	-
14:30	US	Inflacja CPI	sie	3,3% r/r	3,6% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	sie	4,7% r/r	4,3% r/r	-
16:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	lip	2,431 mld EUR	1,215 mld EUR	-0,072 mld EUR
czwartek 14 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych	wrz	3,75% / 4,25%	3,75% / 4,25%	3,75% / 4,25%
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	lip	0,7% m/m	0,1% m/m	-
14:45	EMU	Konferencja prasowa prezes EBC po posiedzeniu rady EBC	wrz	-	-	-
piątek 15 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
04:00	CHN	Produkcja przemysłowa	sie	3,7% r/r	3,9% r/r	-
04:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	sie	2,5% r/r	3,0% r/r	-
04:00	CHN	Inwestycje	sty-sie	3,4% r/r	3,3% r/r	-
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	sie	10,1% r/r (wst.)	-	10,1% r/r
15:15	US	Produkcja przemysłowa	sie	1,0% m/m	0,1% m/m	-
poniedziałek 18 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Wskaźnik inflacji bazowej CPI	sie	10,8% r/r	10,0% r/r	10,1% r/r

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

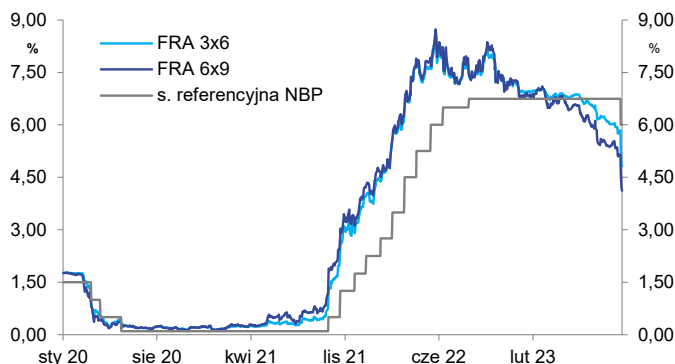
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



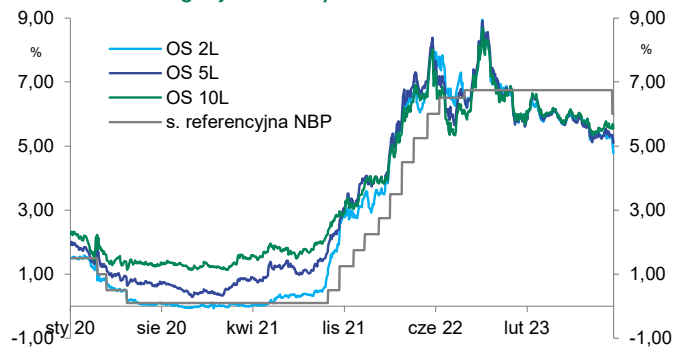
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



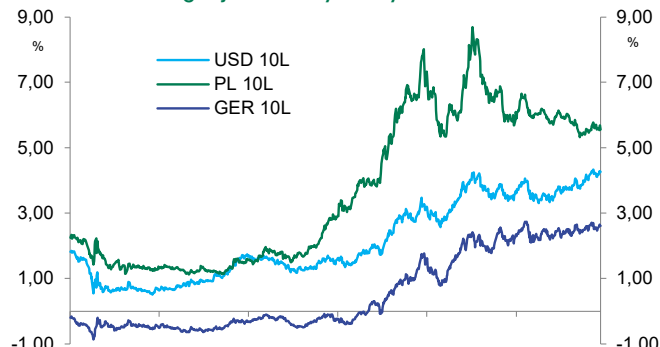
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



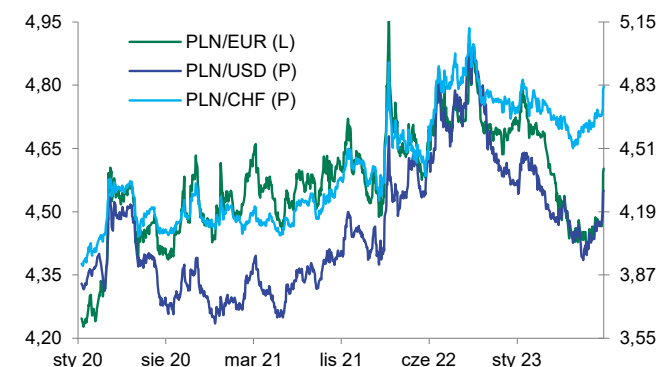
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



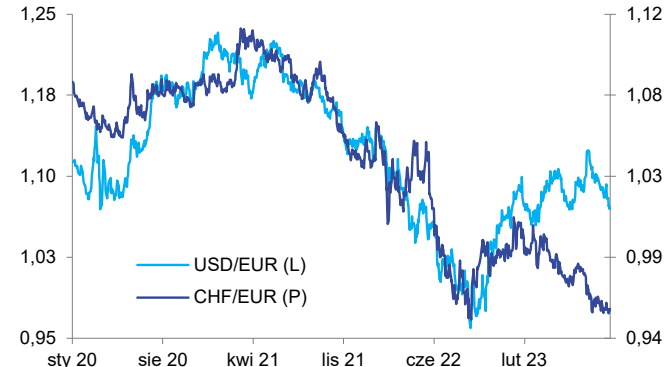
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



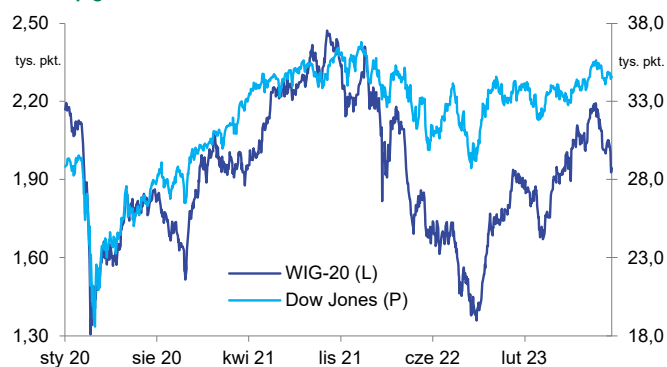
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



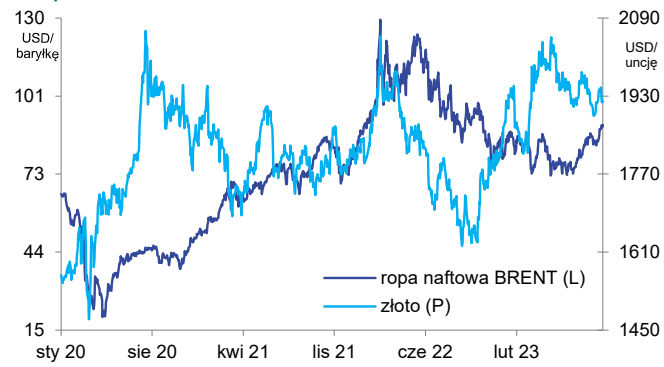
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



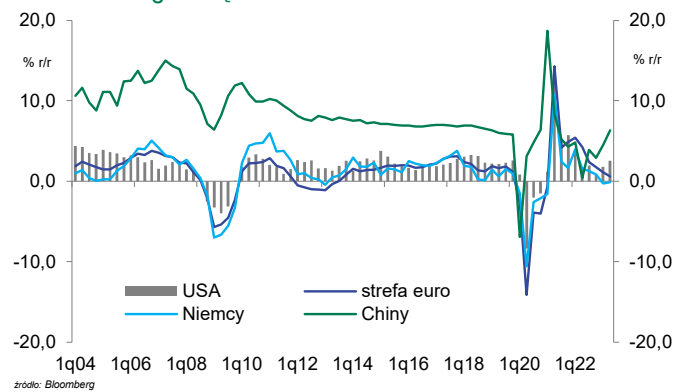
źródło: Bloomberg

2023-09-11

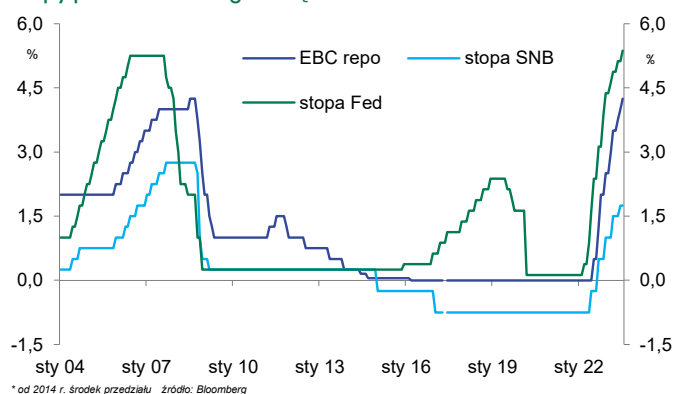
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

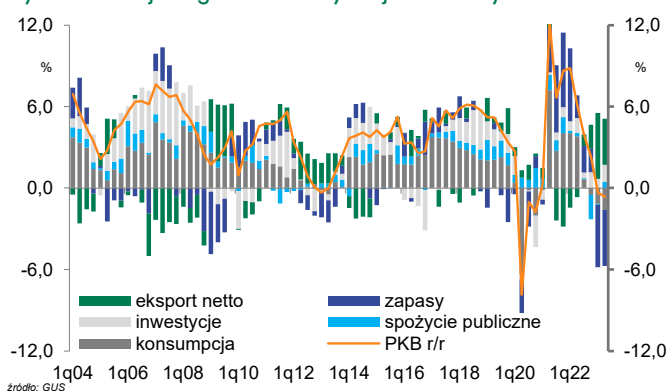
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



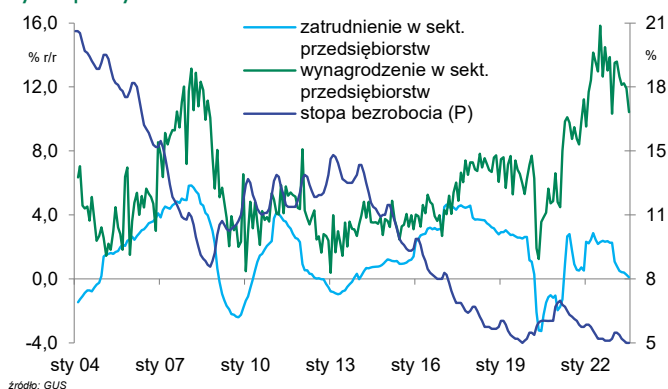
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



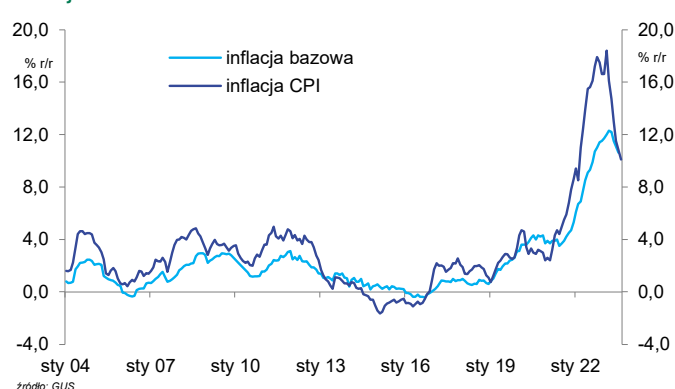
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



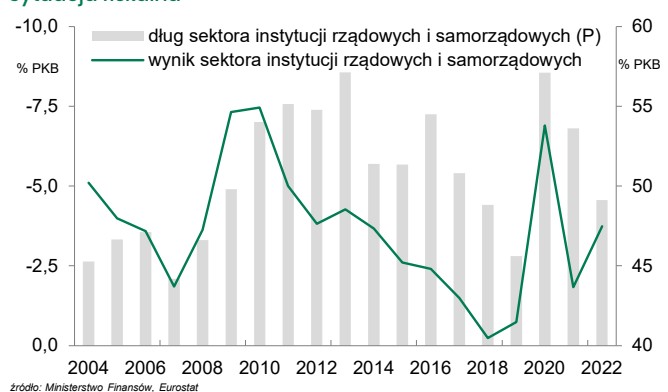
Rynek pracy



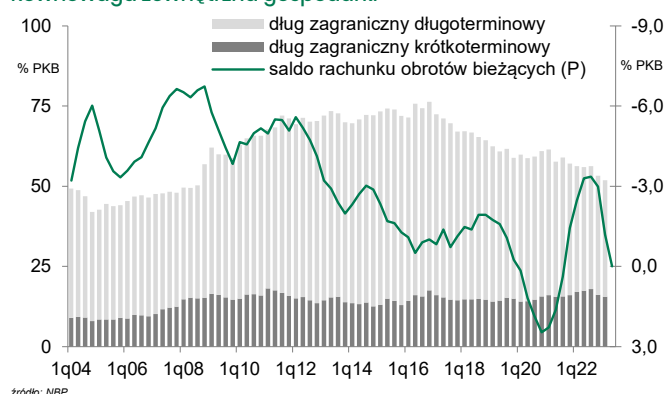
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.08.2023	01.09.2023	08.09.2023	30.09.2023	31.10.2023	31.12.2023
Stopa lombardowa NBP	%	7,25	7,25	6,50	6,50	6,25	6,00
Stopa referencyjna NBP	%	6,75	6,75	6,00	6,00	5,75	5,50
Stopa depozytowa NBP	%	6,25	6,25	5,50	5,50	5,25	5,00
WIBOR 3M	%	6,65	6,67	6,01	6,00	5,75	5,55
Obligacje skarbowe 2L	%	5,31	5,27	4,77	4,80	4,70	4,90
Obligacje skarbowe 5L	%	5,32	5,36	5,09	5,10	5,00	5,05
Obligacje skarbowe 10L	%	5,55	5,94	5,56	5,54	5,50	5,30
PLN/EUR	PLN	4,47	4,48	4,60	4,60	4,60	4,60
PLN/USD	PLN	4,11	4,13	4,30	4,26	4,26	4,26
PLN/CHF	PLN	4,66	4,67	4,82	4,80	4,80	4,80
USD/EUR	USD	1,08	1,08	1,07	1,08	1,08	1,08
Stopa Fed	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
Stopa repo EBC	%	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Stopa SNB	%	-	-	-	2,00	2,00	2,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,11	4,18	4,26	4,05	3,90	3,65
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,46	2,54	2,61	2,50	2,45	2,35

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

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 jakiejkolwiek 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.