Analizy makroekonomiczne

KOMENTARZ TYGODNIOWY

5 września 2022

Oczekiwana kontynuacja zacieśnienia polityki pieniężnej - prognozujemy podwyżkę stóp NBP o 25 pkt. baz. i EBC o 50 pkt. baz.

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

- Na krajowym rynku najistotniejszym wydarzeniem minionego tygodnia była publikacja szacunku *flash* sierpniowej inflacji. CPI ukształtował się wyraźnie powyżej oczekiwań na poziomie 16,1% r/r z 15,6% w lipcu. W sierpniu zaskoczył istotnie silniejszy wzrost cen żywności, nośników energii oraz inflacji bazowej.

- Biorąc pod uwagę wzrost inflacji CPI powyżej kolejnego psychologicznego poziomu oraz istotne znaczenie dla Rady bieżących danych inflacyjnych oczekujemy, że na posiedzeniu w tygodniu bieżącym RPP zdecyduje się na kolejną podwyżkę stóp o skali 25 pkt. baz. do 6,75% dla stopy referencyjnej. Mniejsza skala podwyżki (wobec dotychczasowych zmian) będzie wynikać w naszej ocenie z niższego (wobec II kw.) wzrostu bieżącej inflacji oraz wyraźnie wyższego ryzyka dla sfery realnej gospodarki. Choć opublikowane szczegółowe dane dot. wzrostu PKB w II kw. nieco uspokoiły, gdyż słabszy wynik wynikał z ograniczenia kontrybucji zapasów, to nie zmieniają prognozy silnego obniżenia dynamiki PKB w II poł. bł. poniżej 2,0% r/r.

- Pomimo niespodzianki inflacyjnej rentowności obligacji krajowych silnie obniżyły się w tygodniu minionym o 35 pkt. baz. na krótszym końcu krzywej (poniżej 7,0%), oraz o ponad 20 pkt. baz. w przypadku 10-latek (w kierunku 6,0%). Być może na ten ruch wpłynęło kilka wypowiedzi członków RPP (w tym prezesa NBP) wskazujących na ewentualną podwyżkę stóp rzędu 25 pkt. baz., wobec wyższej skali oczekiwań rynkowych zacieśnienia polityki pieniężnej. W trakcie tygodnia o kilkanaście punktów obniżyły się stawki kontraktów FRA.

- Na rynku globalnym dominowały natomiast oczekiwania co do bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych, choć skala zmian była już mniejsza wobec tygodni wcześniejszych, w warunkach komplikującej się sytuacji w kontekście ryzyka inflacji oraz ryzyka wzrostu gospodarczego, szczególnie w Europie.

- W skali tygodnia rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych wzrosły o 13-15 pkt. baz. na dłuższym końcu krzywej, w przypadku papierów niemieckich osiągając kolejne lokalne szczyty (powyżej 1,50%), a w przypadku obligacji amerykańskich zbliżając się do czerwcowych szczytów (blisko 3,20%).

- Utrzymujące się oczekiwania dot. bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych w warunkach oczekiwanego spowolnienia aktywności, kolejny tydzień z rzędu ciążyło cenom aktywów o wyższym profilu ryzyka. Globalny indeks giełdowy obniżył się w minionym tygodniu o 3,1%, w tym w USA o 3,4% i w strefie euro o 1,4%. Indeks dla rynków wschodzących spadł natomiast o 2,8%, przy silnej wyprzedaży na rynku krajowym o ok. 5,0%.

- Z drugiej strony publikowane dane nie dały jasnych przesłanek co do kolejnych ruchów banków centralnych. W sierpniu liczba nowych etatów w USA wzrosła o 315 tys. (blisko oczekiwań), stopa bezrobocia wzrosła o 0,2 pkt. proc.

Klauzula poufności: BOŚ jawne

do 3,7% w warunkach wzrostu liczby aktywnych zawodowo. Dynamika wynagrodzeń utrzymała się na lipcowym poziomie 5,2% r/r. Sytuacja na rynku pracy pozostaje mocna, niemniej nie wskazuje na dalsze przyspieszenie wzrostu zatrudnienia czy wynagrodzeń co nie daje jednoznacznych przesłanek co do skali decyzji FOMC we wrześniu. Kolejną kluczową informacją będzie zapewne sierpniowy wskaźnik CPI oraz wskaźnik oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. Jeżeli tak jak w lipcu w sierpniu odnotowany będzie umiarkowany wzrost inflacji bazowej, będzie to wspierać naszą prognozę bazową podwyżki stóp Fed we wrześniu rzędu 50 pkt. baz.

- Szacunek *flash* inflacji HICP w strefie euro ukształtował się blisko oczekiwań rynkowych 9,1% r/r. Inflacja bazowa wzrosła z kolei do 4,3% r/r z 4,0% r/r w lipcu. Dalszy wzrost inflacji determinuje kontynuację podwyżek stóp procentowych na posiedzeniu EBC w bieżącym tygodniu, niemniej nie daje jednoznacznych wskazówek co do skali podwyżki. Podtrzymujemy naszą dotychczasową prognozę podwyżki stóp o 50 pkt. baz. z uwagi na rosnące ryzyka dla sfery realnej oraz fakt, że część rady opowiadała się w lipcu za mniejszą skalą podwyżki. Przyznajemy natomiast, że przy tak wysokiej niepewności oraz niskim poziomie stóp, ryzyko wyższej podwyżki rzędu 75 pkt. baz. jest bardzo wysokie.

- Sytuacja na rynku gazu szczególnie utrudnia prowadzenie polityki pieniężnej EBC, przy równoczesnych ryzykach wzrostu inflacji oraz recesji gospodarki oraz niezwykle dynamicznych zmianach cen, co znacząco podnosi ryzyko prognozy. W bazowym scenariuszu oczekujemy, że w październiku rada EBC podwyższy stopy o kolejne 50 pkt. baz. do 1,50% dla stopy repo. Zakładamy, że w kolejnych miesiącach coraz silniej ważyć będą argumenty ryzyka recesji i ograniczenia wzrostu inflacji w dłuższym horyzoncie.

- W trakcie minionego tygodnia informacje nt. zapełniania magazynów gazu w krajach europejskich skutkowały obniżeniem ceny hurtowej gazu do nieco ponad 200 EUR/mWh. Przed weekendem natomiast Gazprom poinformował o braku wznowienia przesyłu gazu przez NordStream1 do czasu „całkowitego usunięcia problemów technicznych", co z początkiem tego tygodnia ponownie wywindowało cenę do 270 EUR/mWh.

- Te informacje na przełomie tygodnia silniej wzmocniły także dolara wobec euro, co poskutkowało spadkiem kursu w kierunku 0,99 USD/EUR. W relacji do koszyka walut, dolar zyskał na wartości silniej wobec notowań euro. W trakcie tygodnia spadek cen gazu sprzyjał także złotemu, który w relacji do koszyka walut zyskał 1,4%. Kurs obniżył się do 4,71 PLN/EUR i do 4,72 PLN/USD, najsilniej wzmacniając się w relacji do franka szwajcarskiego o ok. 10 gr do 4,82 PLN/CHF. Informacje nt. decyzji Gazpromu z początkiem tygodnia zatrzymały także dalszą aprecjację złotego.

- Sytuację rynkową w bieżącym tygodniu zdominują decyzje banków centralnych. Oczywiście cały czas bardzo istotne (też w tym kontekście) będą informacje dot. rynku surowców, przede wszystkim notowania cen gazu i sytuacja w Europie. Z kolei na cenę ropy w bieżącym tygodniu wpływać mogą wyniki spotkania OPEC+ oraz ubiegłotygodniowa decyzja G7 dot. zamiaru ustanowienia limitu ceny rosyjskiej ropy naftowej. Limit ceny ma zostać wprowadzony przed 5 grudnia br. Z danych makroekonomicznych najważniejsze w nadchodzącym tygodniu będą wyniki niemieckiego przemysłu (zamówienia i produkcja).

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (7 września)**

Oczekujemy, że podczas najbliższego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej podwyższy stopy procentowe o 25 pkt. baz., w tym stopę referencyjną NBP do 6,75%.

Tak jak wskazaliśmy w ubiegłotygodniowym komentarzu po publikacji szacunku *flash* sierpniowego wskaźnika inflacji CPI, który wyniósł 16,1%, wyraźnie powyżej oczekiwań, skorygowaliśmy nasze oczekiwania odnośnie do decyzji RPP na najbliższym posiedzeniu. Prognozujemy, że RPP podwyższy stopy procentowe o 25 pkt. baz., w tym stopę referencyjną do 6,75%, wobec dotychczasowej prognozy stabilizacji stóp NBP.

Dotychczasowa funkcja reakcji RPP, w której zmiany bieżącej inflacji mają pierwszoplanowe znaczenie oraz ostatnie wypowiedzi członków RPP dopuszczające dalsze zacieśnienie polityki monetarnej (Glapiński, Kochalski, Wnorowski) nie pozostawiają większych wątpliwości, że do ponownego zacieśnienia polityki monetarnej na najbliższym posiedzeniu RPP dojdzie. Dodatkowo opublikowana w minionym tygodniu struktura PKB za II kw. (solidna konsumpcja i inwestycje), zapewne zwiększą komfort rady przy decyzji o kolejnej podwyżce, podobnie oczekiwane wrześniowe podwyżki stóp Fed i EBC.

Za podwyżką stóp o 25 pkt. baz., a nie więcej, jak oczekują niektóre ośrodki analityczne, przemawia naszym zdaniem zmniejszenie skali wzrostu rocznego wskaźnika CPI do 0,5 pkt. proc. (wcześniejsze podwyżki o 75-100 pkt. baz. miały miejsce w reakcji na wzrostu inflacji o ponad 1 pkt. proc.) oraz wyraźne oznaki spowolnienia aktywności gospodarczej widoczne w miesięcznych danych nt. sfery realnej gospodarki. W ostatnim wywiadzie dla Business Insider prezes NBP zasygnalizował prawdopodobne przejście do trybu podwyżek rzędu 25 pkt. baz., tym samym przygotował rynek na taką decyzję.

Reasumując, uważamy, że wśród generalnie gołębich członków Rady przeważy opinia, że wobec napływających oznak słabnięcia koniunktury w III kw., preferowana jest kontynuacja zacieśnienia, ale w mniejszych interwałach, przy utrzymaniu narracji o obserwowaniu sytuacji gospodarczej i reagowaniu na kolejnych posiedzeniach w oparciu o napływające na bieżąco dane z gospodarki.

- **Posiedzenie Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego (8 września)**

Oczekujemy, że rada EBC podwyższy stopy procentowe o 50 pkt. baz. (do poziomu 1,00% dla stopy repo oraz 0,50% dla stopy depozytowej).

Prognoza dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej wynika z silnego wzrostu inflacji HICP oraz pogarszających się prognoz inflacyjnych w miesiącach nadchodzących. Obawy o utrwalenie oczekiwań podwyższonej inflacji oraz bieżące osłabienie notowań euro jak również wcześniejsze „nieoficjalne informacje" dot. możliwej podwyżki stóp we wrześniu o 75 pkt. baz. powodują, że prawdopodobieństwo podwyżki stóp o 50 pkt. baz. jest tylko niewiele wyższe od prawdopodobieństwa ruchu rzędu 75 pkt. baz. Zakładamy natomiast,

że wyraźnie słabsze dane ze sfery realnej (w tym spadek indeksu PMI poniżej 50 pkt.) oraz bardzo wysokie prawdopodobieństwo recesji w strefie euro, jeżeli przesył gazu przez NordStream1 nie zostanie wznowiony, wpłyną na większą ostrożność rady EBC i preferencję dla bardziej umiarkowanej zmiany stóp procentowych. Tempo zacieśnienia polityki pieniężnej przez EBC pozostaje bowiem i tak szybsze wobec założeń z czerwca oraz lipca br.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 6 września			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle, lipiec	-0,4% m/m	-0,4% m/m	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi, sierpień	56,7 pkt.	55,2 pkt.	-
środa 7 września			**poprzednie dane**	**prognoza rynkowa***	**prognoza BOŚ**
08:00	DE	Produkcja przemysłowa, lipiec	0,4% m/m	-0,3% m/m	-
-	**PL**	**Decyzja RPP ws. poziomu stóp procentowych NBP**	**6,50%**	**6,75%**	**6,75%**
czwartek 8 września			**poprzednie dane**	**prognoza rynkowa***	**prognoza BOŚ**
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych, wrzesień	0,0% / 0,50%	0,75% / 1,25%	0,50% / 1,00%
14:30	EMU	Konferencja prasowa prezes EBC po posiedzeniu rady EBC	-	-	-
15:00	**PL**	**Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP**	**-**	**-**	**-**

** mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki*

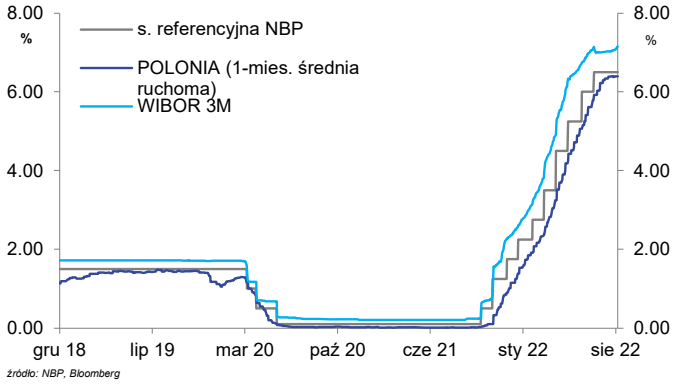
Miesięczny kalendarz publikacji danych

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI - przemysł	PL	sierpień	1.09	42,1 pkt.	40,9 pkt.	
Posiedzenie RPP	PL	wrzesień	7.09	6,50%		6,75%
Saldo na rachunku obrotów bieżących	PL	lipiec	13.09	-1468 mln EUR		-2663 mln EUR
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	sierpień	15.09	16,1% r/r (wst.)		16,1% r/r
Wskaźnik inflacji bazowej CPI	PL	sierpień	16.09	9,3% r/r		9,8% r/r
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	sierpień	20.09	2,3% r/r		2,4% r/r
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	sierpień	20.09	15,8% r/r		13,2% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	sierpień	20.09	7,6% r/r		9,5% r/r
Wskaźnik PPI	PL	sierpień	20.09	24,9% r/r		24,1% r/r
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	PL	sierpień	21.09	2,0% r/r		3,8% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	sierpień	21.09	4,2% r/r		7,7% r/r
Stopa bezrobocia	PL	sierpień	23.09	4,9%		4,8%
Wskaźnik inflacji CPI (*flash*)	PL	wrzesień	30.09	-		-

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI – przemysł	CHN	sierpień	1.09	50,4 pkt.	49,5 pkt.	
Indeks koniunktury ISM - przemysł	US	sierpień	1.09	52,8 pkt.	52,8 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	sierpień	2.09	528 tys.	315 tys.	
Dynamika wynagrodzeń	US	sierpień	2.09	5,2% r/r	5,2% r/r	
Indeks koniunktury PMI – usługi	CHN	sierpień	5.09	55,5 pkt.	55,0 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	sierpień	6.09	56,7 pkt.		55,2 pkt.
Posiedzenie EBC	EMU	wrzesień	8.09	0,00% / 0,50%		0,50% / 1,00%
Produkcja przemysłowa	CHN	sierpień	16.09	3,8% r/r		-
Posiedzenie FOMC	US	wrzesień	21.09	2,25%-2,50%		-
Indeks koniunktury PMI - przemysł (wst.)	EMU	wrzesień	23.09	49,1 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI - usługi (wst.)	EMU	wrzesień	21309	50,2 pkt.		-
Wskaźnik inflacji PCE	US	sierpień	30.09	6,3% r/r		-
Wskaźnik inflacji HICP (wst)	EMU	wrzesień	30.09	9,1% r/r		-

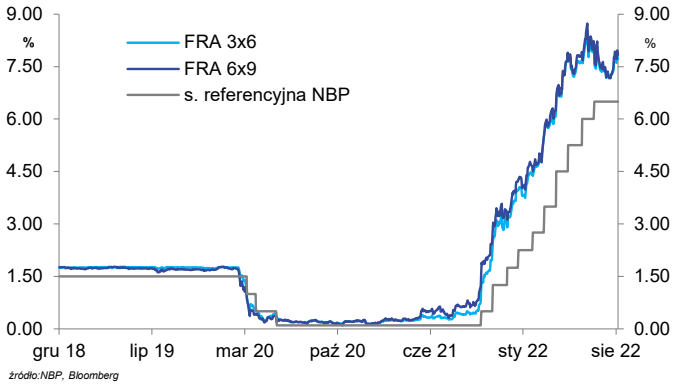
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



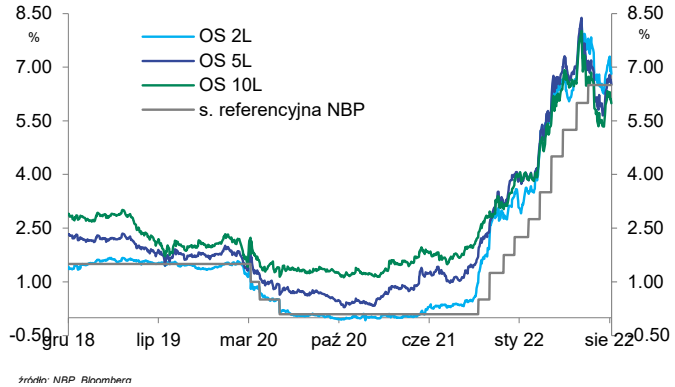
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



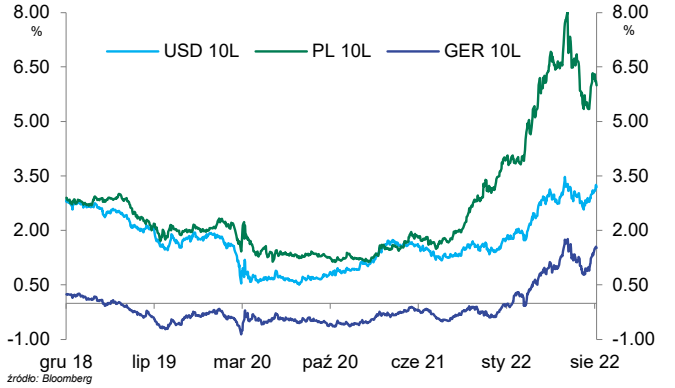
źródło:NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



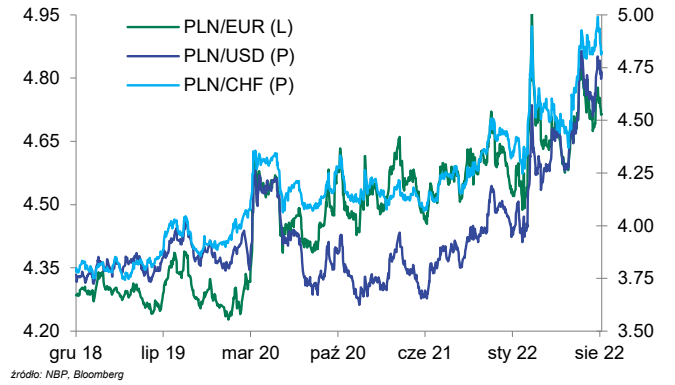
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



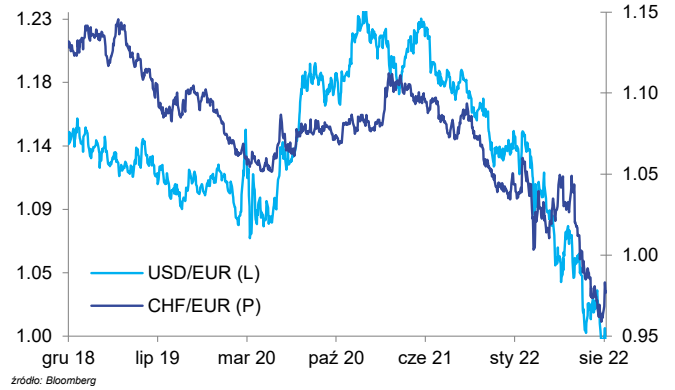
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



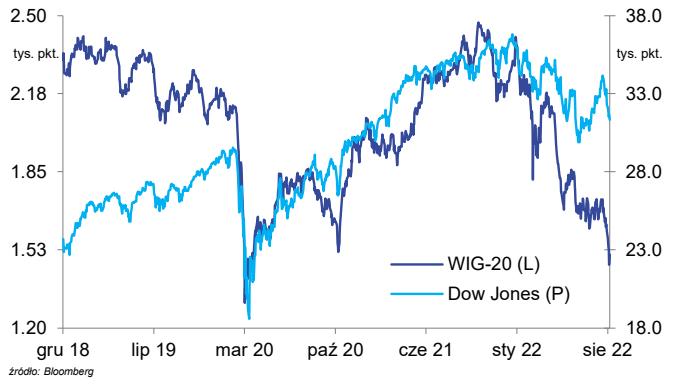
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



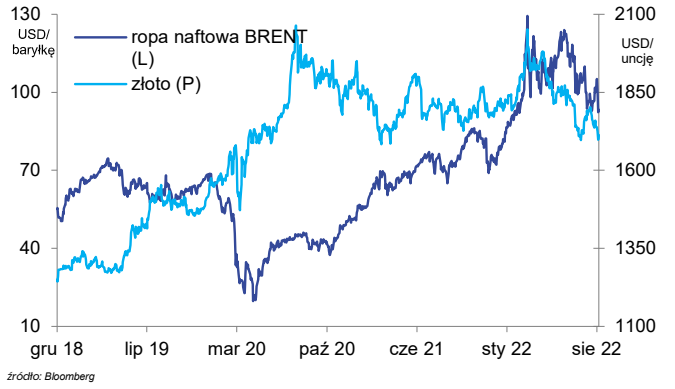
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

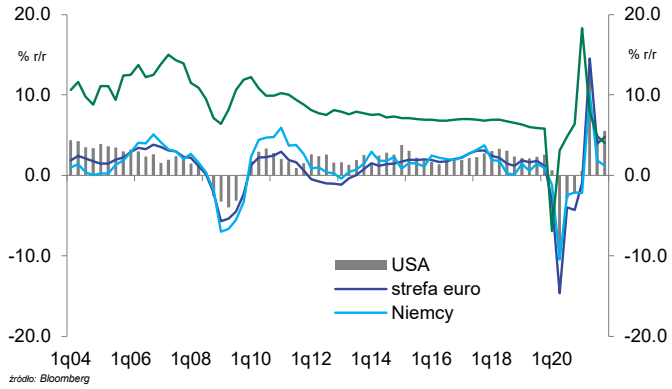
Ceny surowców



źródło: Bloomberg

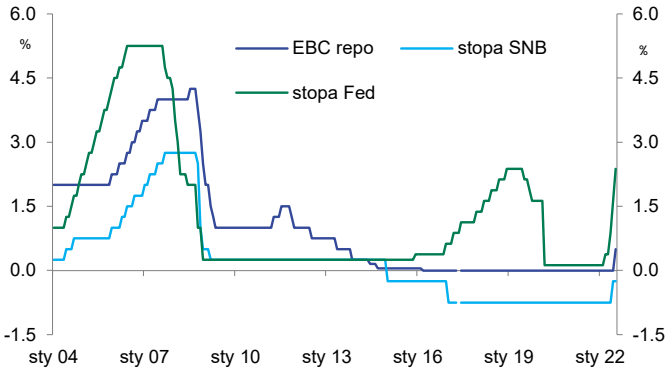
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



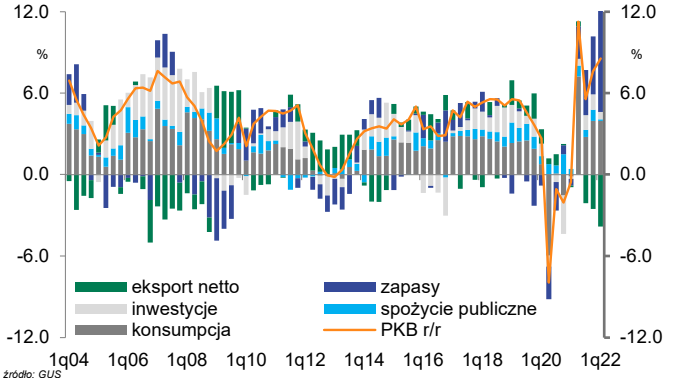
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



źródło: GUS

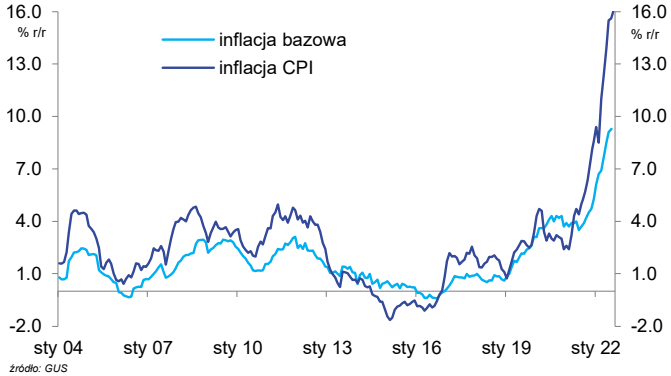
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna

źródło: GUS

Rynek pracy

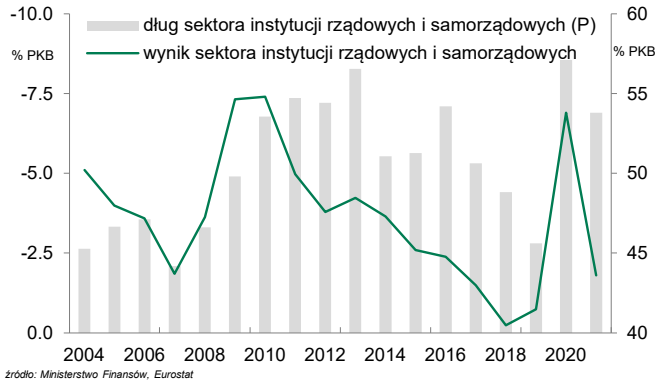
źródło: GUS

Inflacja



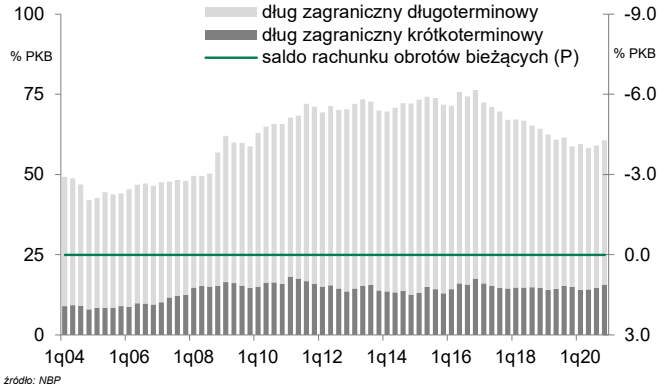
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.08.2022	26.08.2022	02.09.2022	30.09.2022	31.10.2022	31.12.2022
Stopa lombardowa NBP	%	7.00	7.00	7.00	7.25	7.25	7.25
Stopa referencyjna NBP	%	6.50	6.50	6.50	6.75	6.75	6.75
Stopa depozytowa NBP	%	6.00	6.00	6.00	6.25	6.25	6.25
WIBOR 3M	%	7.11	7.07	7.15	7.10	6.95	6.95
Obligacje skarbowe 2L	%	6.89	7.17	6.81	6.75	6.40	6.25
Obligacje skarbowe 5L	%	6.63	6.64	6.52	6.00	5.90	5.80
Obligacje skarbowe 10L	%	6.10	6.22	5.99	5.85	5.60	5.50
PLN/EUR	*PLN*	4.73	4.74	4.71	4.70	4.70	4.70
PLN/USD	*PLN*	4.74	4.75	4.73	4.63	4.63	4.61
PLN/CHF	*PLN*	4.85	4.92	4.82	4.87	4.85	4.82
USD/EUR	*USD*	1.01	1.00	1.00	1.02	1.02	1.02
Stopa Fed	%	2.50	2.50	2.50	3.00	3.00	3.50
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	3.15	3.20	3.60
Stopa repo EBC	%	0.50	0.50	0.50	1.00	1.50	1.50
EURIBOR 3M	%	-	-	-	1.20	1.60	1.60
SARON	%	-	-	-	0.05	0.05	0.30
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3.19	3.04	3.19	2.95	2.85	2.50
Obligacje skarbowe GER 10L	%	1.53	1.38	1.52	1.30	1.20	1.00

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.