

KOMENTARZ TYGODNIOWY

4 września 2023

Sierpniowa inflacja na dwucyfrowym poziomie, ale ryzyko obniżki stóp we wrześniu pozostaje wysokie.

- Publikacja szacunku [flash sierpniowej inflacji CPI](#) w naszej ocenie nie dała argumentu za obniżką stóp procentowych NBP podczas posiedzenia RPP w tym tygodniu. Inflacja CPI wyniosła 10,1% r/r, tj. nie obniżyła się do jednocyfrowego poziomu – na taki warunek pierwszej obniżki stóp wskazał prezes Głapiński podczas lipcowej konferencji prasowej. Według naszego szacunku także inflacja bazowa pozostała w sierpniu na dwucyfrowym poziomie (10,1%).
- Niezależnie od publikowanych danych inflacyjnych, w minionym tygodniu utrzymały się oczekiwania rynkowe na obniżkę już na posiedzeniu we wrześniu, co więcej wzrosła oczekiwana skala obniżek stóp w średnim okresie. Oczekiwania rynkowe mogły wesprzeć generalnie łagodnie wypowiedzi członków Rady (G. Masłowska, H. Wnorowski). W tych warunkach rentowności obligacji skarbowych lekko obniżyły się (o 4 pkt. baz. w przypadku 2-latek oraz o 9 pkt. baz. dla papierów 10-letnich), obniżyły się także notowania FRA (w dłuższych terminach o 20 pkt. baz.). Jednocześnie kurs złotego pozostał wyjątkowo stabilny – złoty wzmocnił się o 0,1% w relacji do koszyka walut i utrzymywał się w trakcie tygodnia poniżej 4,50 PLN/EUR.
- Trzymając się wypowiedzi prezesa NBP z lipca, przy braku spadku bieżącej inflacji do jednocyfrowego poziomu, podtrzymujemy scenariusz stabilizacji stóp NBP na najbliższym posiedzeniu RPP. Jednocześnie przyznajemy, że ryzyko obniżki stóp już we wrześniu jest wysokie. Za takim ryzykiem przemawiają: skłonność większości Rady za jak najszybszą obniżką stóp, perspektywa solidnego spadku wrześniowej inflacji CPI (poniżej 9,0% r/r), czy w przeszłości przypadki zmian w polityce monetarnej kontrastujące z wcześniejszą retoryką Rady.
- Opublikowane w minionym tygodniu szczegółowe dane dot. [wzrostu PKB](#) w II kw. teoretycznie mogą wspierać decyzję o złagodzeniu polityki pieniężnej, w warunkach pogłębienia spadku PKB do -0,6% r/r. Drugi szacunek GUS był bliższy naszej prognozie sprzed publikacji *flash* i zgodnie z naszymi założeniami wskazał na pogłębienie spadku konsumpcji prywatnej (do -2,7% r/r) i jednocześnie na solidny wzrost inwestycji (7,9% r/r nawet powyżej naszej prognozy).
- Na rynkach bazowych w kontekście polityki pieniężnej dominowały w minionym tygodniu odmienne nastroje, przy generalnie utrzymujących się oczekiwaniach na dłuższy okres utrzymania wysokich stóp procentowych. Choć rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych lekko obniżyły się (o 6 pkt. baz. w USA i 2 pkt. baz. w Niemczech w przypadku rentowności papierów 10-letnich) to w przypadku papierów amerykańskich utrzymywały się blisko lokalnego maksimum.
- Jakkolwiek w coraz większym stopniu prognozy rynkowe zakładają stabilizację stóp procentowych Fed i EBC we wrześniu, to wciąż wskazują na relatywnie wysokie prawdopodobieństwo zacieśnienia polityki pieniężnej w IV kw. br., a co ważniejsze na odsunięcie w czasie oczekiwanego momentu obniżek stóp w 2024 r.

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

- Tak zinterpretowane zostały także publikacje danych makroekonomicznych z USA. W sierpniu liczba nowych miejsc pracy zwiększyła się o 187 tys., nieznacznie powyżej prognoz rynkowych. Liczba wakatów w USA (wg ankiety JOLTS) obniżyła się do 8,8 mln. Z jednej strony oba wskaźniki kształtują się wyraźnie poniżej danych sprzed kilku miesięcy, ale z drugiej strony, w dalszym ciągu popyt na pracę pozostaje relatywnie silny, a liczba wakatów jest wyraźnie wyższa niż przed pandemią. W sierpniu dynamika wynagrodzeń utrzymała się na lipcowym poziomie 4,3% r/r, tj. niższym niż przed kilkoma miesiącami, niemniej wciąż powyżej poziomu 4,0% ocenianego przez Fed jako podwyższony.
- W lipcu inflacja bazowa PCE ukształtowała się na poziomie 4,2% r/r, podobnie jak w przypadku innych wskaźników wyraźnie poniżej dotychczasowych maksimów, niemniej wciąż notując podwyższony poziom przy obniżeniu tempa spadku wskaźnika w ostatnich miesiącach. Lipcowe wydatki konsumentów potwierdzają wcześniejsze sygnały płynące z danych nt. sprzedaży detalicznej wskazując na mocną konsumpcję prywatną. Jednocześnie w lipcu także silniej obniżyła się stopa oszczędności, co sugeruje coraz silniejszy efekt wydatkowania nadwyżkowych oszczędności powstałych w okresie pandemii.
- Dane makroekonomiczne z USA potwierdzają utrzymanie w III kw. solidnego tempa wzrostu aktywności, utrzymując także wyraźne zróżnicowanie geograficzne wobec słabnącej gospodarki chińskiej i stagnacji w gospodarce strefy euro. Dane dot. wskaźników koniunktury w Chinach wskazały na podobny efekt, jak wcześniejsze wstępne wyniki PMI w strefie euro, tj. stabilizujące się na niskich poziomach nastroje w przemyśle, ale pogarszające się wyraźniej wskaźniki koniunktury w sektorze usługowym.
- W tych warunkach kurs dolara utrzymywał się na silniejszym poziomie wobec euro w okolicach 1,08 USD/EUR. Generalnie oddalający się scenariusz głębszego spowolnienia amerykańskiej gospodarki, przy niskim ryzyku dalszych podwyżek stóp, ale wzrostie ryzyka dłuższego utrzymywania ich na wyższym poziomie wspierał ceny aktywów o wyższym profilu ryzyka, w tym ceny akcji. Globalny indeks giełdowy MSCI wzrósł w minionym tygodniu o 2,5%.
- W bieżącym tygodniu kluczowym wydarzeniem dla inwestorów krajowych będzie posiedzenie RPP zarówno w kontekście samej decyzji wrześniowej, jak i wypowiedzi prezesa NBP podczas konferencji prasowej w kontekście średnioterminowych perspektyw tj. skali oraz tempa obniżek stóp w kolejnych miesiącach. W scenariuszu bazowym stabilizacji stóp we wrześniu oczekujemy „zapowiedzi” obniżki stóp na posiedzeniu w październiku i biorąc pod uwagę jak silnie wzrosła oczekiwana przez rynki skala luzowania polityki pieniężnej wypowiedzi prezesa będą zapewne istotne.
- Biorąc pod uwagę skalę wzrostu oczekiwań rynkowych na luzowanie polityki NBP uważamy za mało prawdopodobne, aby sama decyzja (jako niskie oceniamy prawdopodobieństwo głębszego cięcia stóp niż 25 pkt. baz.), jak i wypowiedzi prezesa dodatkowo nasiliły te oczekiwania, stąd więcej przestrzeni widzimy dla ewentualnej korekty w kierunku wzrostu rentowności, przynajmniej na krótkim końcu krzywej. Dłuższy koniec krzywej pozostanie pod istotnym wpływem sytuacji zewnętrznej. W bieżącym tygodniu publikowanych będzie jednak już mniej danych makroekonomicznych, najważniejsze to wskaźnik płac Atlanta Fed z USA oraz dane dot. sprzedaży detalicznej w strefie euro i z niemieckiego przemysłu.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (5-6 września)

W bazowym scenariuszu przewidujemy, że podczas śródownego posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy NBP bez zmian, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie 6,75%.

Podstawą naszego scenariusza jest wypowiedź prezesa NBP podczas lipcowej konferencji prasowej po lipcowym posiedzeniu Rady, w której wskazał, że aby doszło do pierwszej obniżki stóp procentowych powinny być spełnione dwa warunki: jednocyfrowa bieżąca inflacja oraz perspektywa dalszego szybkiego spadku inflacji. **W świetle wypowiedzi prezesa NBP podczas wrześniowego posiedzenia RPP nie będzie spełniony pierwszy warunek dot. jednocyfrowego poziomu bieżącej inflacji.**

W okresie od ostatniej konferencji prasowej prezesa NBP przed blisko dwoma miesiącami nie padły z jego strony żadne publiczne wypowiedzi zmieniające uwarunkowania pierwszej obniżki stóp procentowych. Dlatego trzymając się wykładni prezesa NBP z lipcowej konferencji prasowej oraz naszej prognozy spadku inflacji we wrześniu do jednocyfrowego poziomu (poniżej 9% r/r) **uważamy, że spójnym komunikacyjnie scenariuszem jest pozostawienie przez RPP stóp procentowych na najbliższym posiedzeniu na bieżącym poziomie i jednoczesna „zapowiedź” obniżki stóp procentowych na kolejnym posiedzeniu Rady w październiku.**

Jednocześnie przyznajemy, że ryzyko obniżki stóp już we wrześniu jest wysokie (prawdopodobieństwo bliskie 50%). Po pierwsze, podczas lipcowej konferencji prasowej prezesa NBP wypowiadał się o perspektywach polityki monetarnej we własnym imieniu, a nie w imieniu większości Rady, a zatem podczas dyskusji na wrześniowym posiedzeniu RPP, teoretycznie większość Rady może „przekonać” prezesa NBP do obniżenia stóp już we wrześniu. W minionym tygodniu członkini RPP G. Małowska zapowiedziała, że jeśli podczas wrześniowego posiedzenia zostanie złożony wniosek obniżyć stóp, to będzie głosowała za takim wnioskiem. Po drugie, teoretycznie można *post factum* różnie dointerpretować lipcową wypowiedź prezesa NBP. Można na przykład wyobrazić sobie, że warunek bieżącej jednocyfrowej inflacji zostanie osłabiony pod wpływem perspektywy skokowego obniżenia inflacji we wrześniu (do wyraźnie jednocyfrowego poziomu), przy ewentualnym dodatkowym argumentem w postaci słabej koniunktury gospodarczej w II kw. i z początkiem III kw.

Decyzję o wrześniowej obniżce stóp ułatwiają też gotębiej części Rady bardzo silne oczekiwania rynkowe na obniżkę stóp już na najbliższym posiedzeniu RPP (potencjalny argument niechęci RPP do zaskakiwania rynków finansowych).

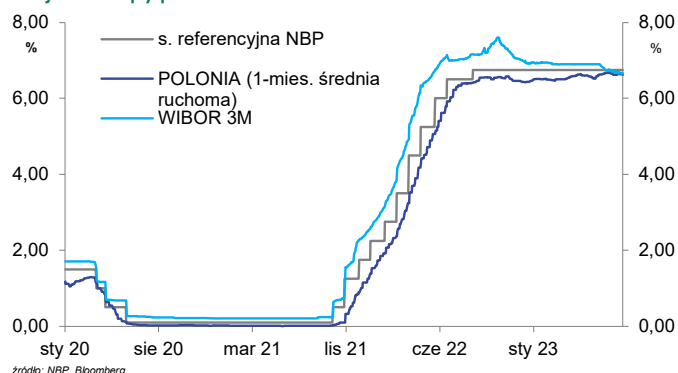
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

środa 6 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	lip	7,0% m/m	-4,0% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	lip	-1,4% m/m	-0,1% m/m	-
-	PL	Decyzja RPP dot. stóp procentowych NBP	wrz	6,75%	6,50%	6,75%
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	sie	52,7 pkt.	52,4 pkt.	-
czwartek 7 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	lip	-1,5% m/m	-0,5% m/m	-
11:00	EMU	PKB (ost.)	II kw.	0,3% kw/kw	0,3% kw/kw	-
sobota 9 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Wskaźnik inflacji CPI	lip	-0,3% r/r	-	-

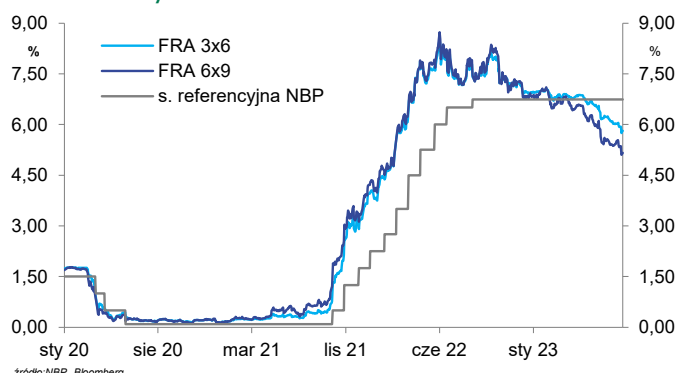
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

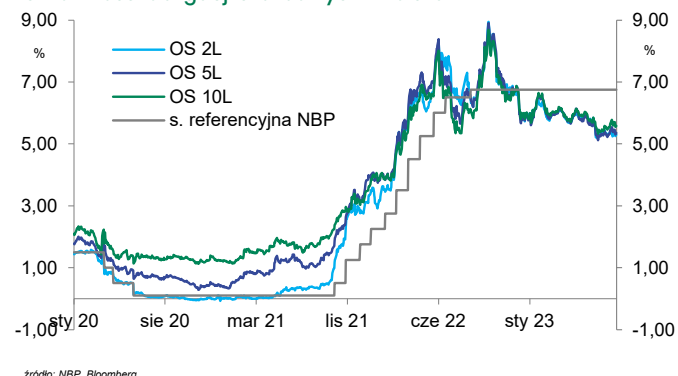
Krajowe stopy procentowe



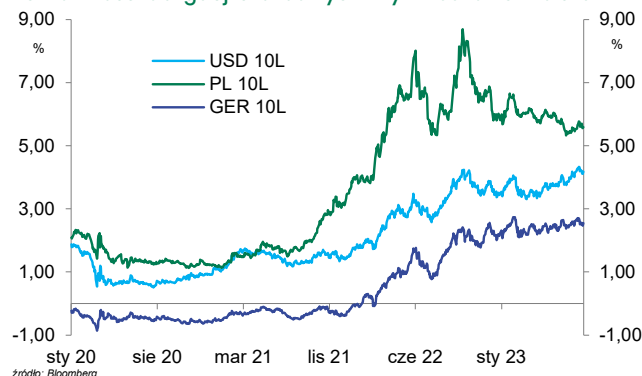
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



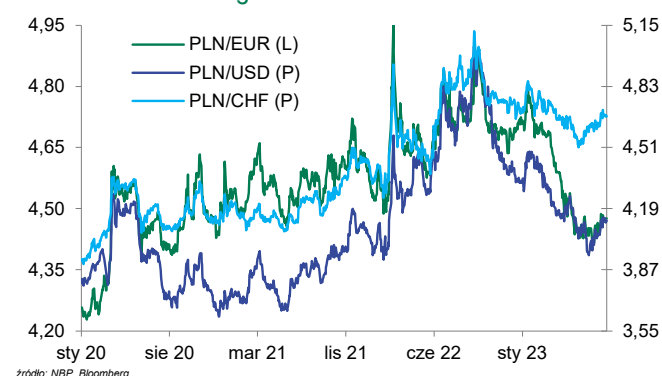
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



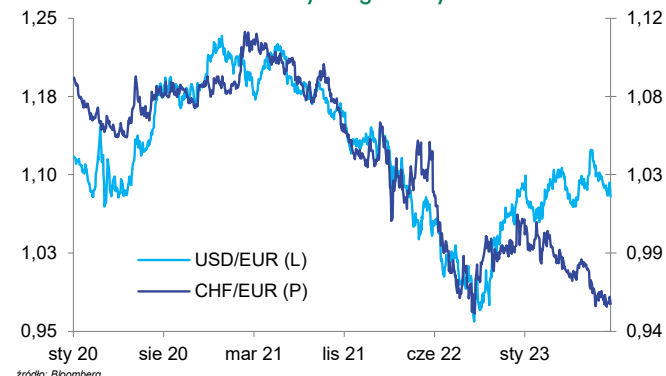
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



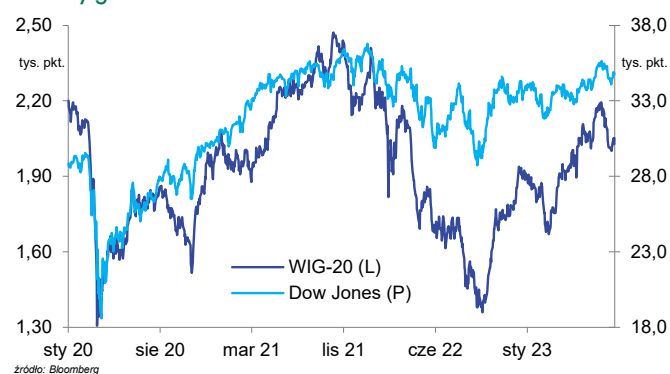
Notowania kursu złotego



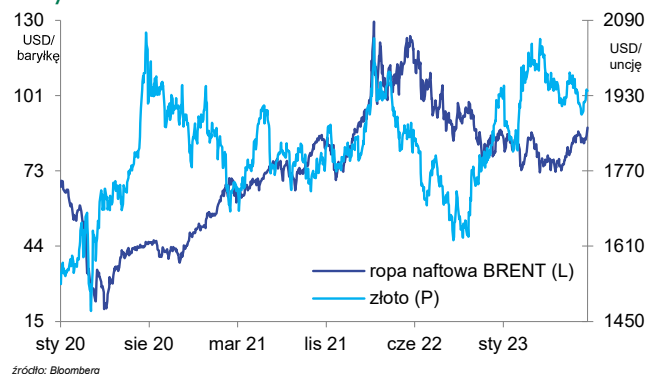
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe



Ceny surowców

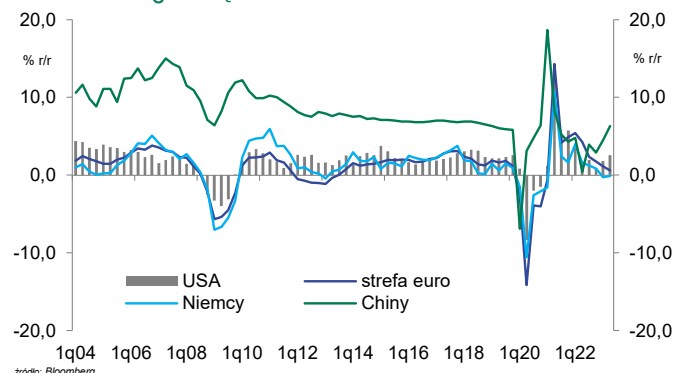


2023-09-04

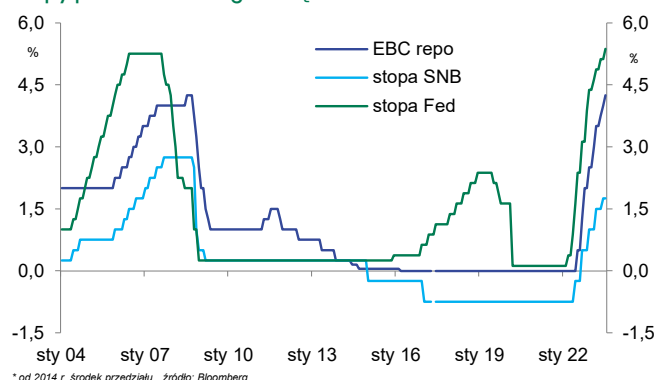
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

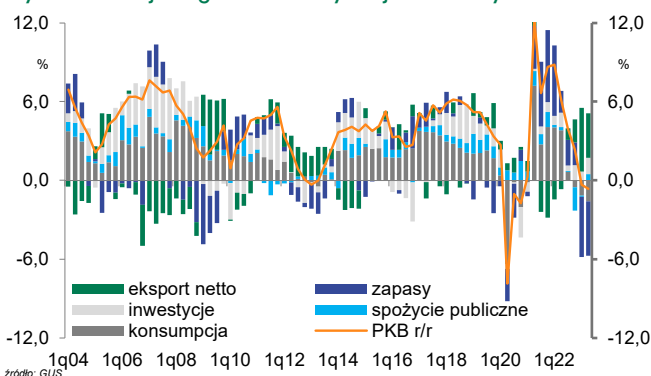
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



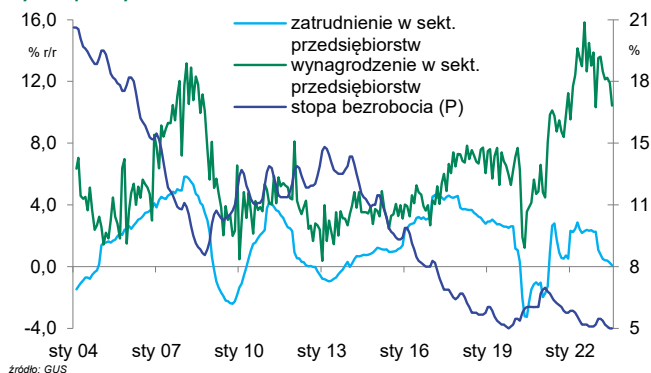
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



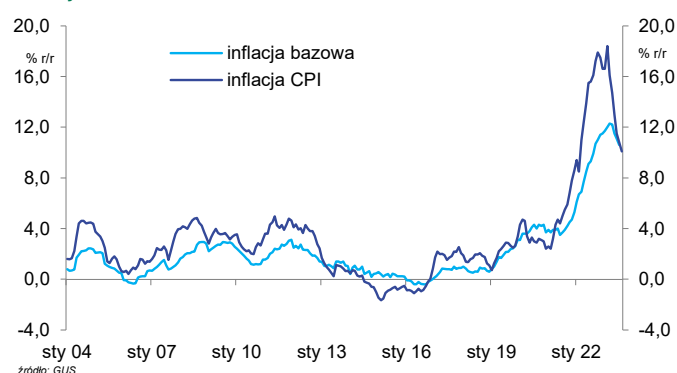
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



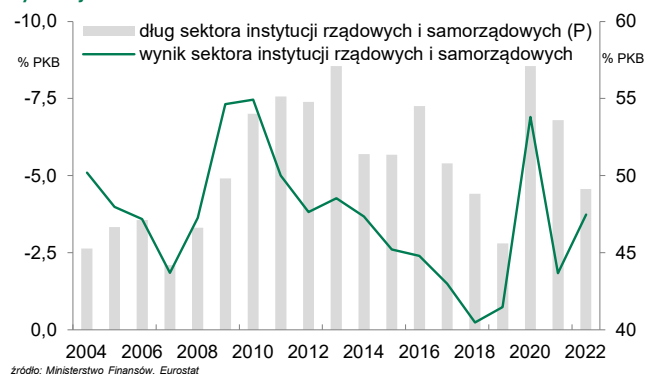
Rynek pracy



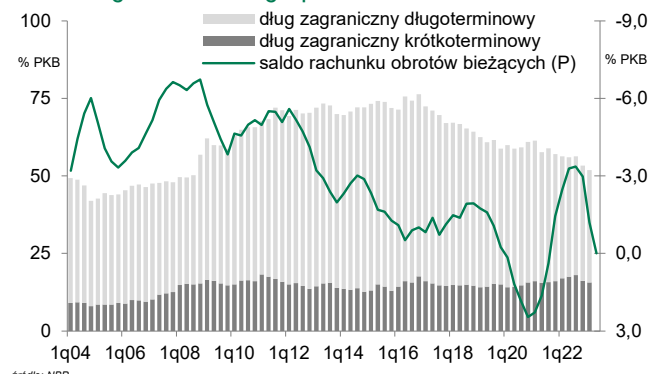
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



2023-09-04

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.08.2023	25.08.2023	01.09.2023	30.09.2023	31.10.2023	31.12.2023
Stopa lombardowa NBP	%	7,25	7,25	7,25	7,25	7,00	6,75
Stopa referencyjna NBP	%	6,75	6,75	6,75	6,75	6,50	6,25
Stopa depozytowa NBP	%	6,25	6,25	6,25	6,25	6,00	5,75
WIBOR 3M	%	6,65	6,67	6,67	6,65	6,50	6,40
Obligacje skarbowe 2L	%	5,31	5,35	5,30	5,41	5,40	5,40
Obligacje skarbowe 5L	%	5,32	5,45	5,36	5,50	5,45	5,40
Obligacje skarbowe 10L	%	5,55	5,94	5,59	5,54	5,50	5,45
PLN/EUR	PLN	4,47	4,47	4,48	4,50	4,55	4,55
PLN/USD	PLN	4,11	4,14	4,13	4,14	4,19	4,21
PLN/CHF	PLN	4,66	4,68	4,67	4,69	4,74	4,74
USD/EUR	USD	1,08	1,08	1,08	1,09	1,09	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	4,24	4,18	4,05	3,90	3,65
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,46	2,56	2,54	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.

2023-09-04

Klauzula poufności: BOŚ jawne