

KOMENTARZ TYGODNIOWY

10 lipca 2023

Gołębia konferencja prasowa prezesa NBP. Na rynku globalnym wzrost obaw przed inflacją.

- Na rynku krajowym najważniejszym wydarzeniem minionego tygodnia była konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP. Sam wynik posiedzenia, tj. utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie, był zgodny z powszechnymi oczekiwaniami, więcej niepewności przypisywano natomiast właśnie retoryce prezesa.
- Podczas konferencji prasowej prezes Głapiński poinformował, że Rada formalnie zakończyła cykl zacieśnienia polityki pieniężnej. Ten komunikat sam w sobie nie był dużym zaskoczeniem, większą niespodzianką było natomiast wyraźne złagodzenie retoryki w kontekście potencjalnych obniżek stóp w 2023 r. Prezes wzmocnił dotychczasowy przekaz, iż spodziewa się, że obniżka stóp nastąpi w br., a w odpowiedzi na pytanie wskazał nawet na możliwość redukcji stóp już na posiedzeniu we wrześniu. Z jego wypowiedzi wynika, że po wakacjach (standardowo brak regularnego decyzyjnego posiedzenia w sierpniu) tj. na posiedzeniu wrześniowym „Rada zbierze się i oceni sytuację”.
- W kontekście potencjalnych obniżek stóp procentowych prezes wskazał na dwa warunki tj. jednocyfrowy poziom bieżącej inflacji CPI oraz perspektywę szybkiego spadku inflacji w kolejnych kwartałach i latach. Jednocześnie, podczas konferencji prasowej prezes Głapiński wskazywał na scenariusz powolnych redukcji stóp (rzędu 25 pkt. baz.).
- Na lipcowym posiedzeniu Rada zapoznała się z najnowszą projekcją inflacyjną NBP. Zgodnie z projekcją, prognoza inflacji CPI na 2023 r. nie zmieniła się względem marca, a prognoza na 2024 r. została obniżona o 0,5 pkt. proc. do 5,2% i podwyższona o 0,1 pkt. proc. na 2025 r. (do 3,6% r/r). Przy lekkiej korekcie w górę prognozy inflacji bazowej (0,1 – 0,3 pkt. proc. w zależności od okresu prognozy), powodem obniżenia ścieżki inflacji w 2024 r. są niższe ceny energii. Podczas konferencji prasowej prezes Głapiński powiedział, że w dalszym ciągu liczy on na szybszy spadek inflacji pod koniec br. wobec prognoz projekcji.
- W kontekście retoryki RPP i scenariusza stóp procentowych, istotną informacją minionego tygodnia jest także plan rządu przyjęcia w III kw. projektu noweli ustawy zakładającej podwyższenie podstawowego limitu zużycia prądu objętego zamrożeniem ceny dla gospodarstw domowych. Biorąc pod uwagę, że metodyka GUS dot. dwóch stawek cenowych za energię elektryczną zależnych od poziomu zużycia, uwzględniła już od stycznia br. fakt podwyżek cen dla części gospodarstw, które powinny mieć miejsce w trakcie roku (uwzględniając udziały zużycia energii elektrycznej w koszyku inflacyjnym), obniżenie tego progu będzie implikowało spadek cen energii elektrycznej wg statystyk GUS w miesiącu, kiedy zmiany wejdą w życie.
- Ten efekt, obok lekkiej korekty cen paliw (cen ropy naftowej) oraz inflacji bazowej (opisywane przez nas w komentarzu do inflacji CPI za czerwiec efekty metodologiczne oraz efekt umocnienia kursu złotego) wskazuje na możliwość spadku inflacji CPI w IV kw. poniżej 9,0% r/r. Wciąż natomiast uważamy,

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

że pod koniec br. inflacja bazowa ukształtuje się w granicach 10,0% r/r (powyżej prognoz NBP).

- Dla scenariusza stóp procentowych na przełomie roku kluczowe znaczenie mają także nasze założenia dot. inflacji na początku 2024 r., tj.: – podwyżka stawki VAT na żywność, – silniejsze wzrosty cen energii elektrycznej (biorąc pod uwagę utrzymujące się podwyższone ceny hurtowe energii) oraz – solidne podwyżki cen usług administrowanych po wyborach parlamentarnych i samorządowych na jesieni br. Z tego względu oczekujemy na początku przyszłego roku sporo wyższej (o ok. 1,5 pkt. proc.) inflacji CPI wobec prognoz projekcji NBP.
- Biorąc zatem pod uwagę te założenia, tj. wyższy poziom inflacji bazowej pod koniec br. oraz prognozę wyższej inflacji z początku 2024 r. cały czas jako wyższe oceniamy prawdopodobieństwo wstrzymania się Rady z obniżkami stóp do I kw. 2024 r. wraz z potencjalnym silniejszym spadkiem inflacji poniżej 7,0% r/r od II kw. 2024). Jednocześnie jednak przyznajemy, że te informacje (stawka podatku VAT na żywność, ceny energii elektrycznej od stycznia 2024) mogą pojawić się dopiero w ostatnich tygodniach roku. W efekcie, przy wysokim apetycie RPP na łagodzenie polityki pieniężnej, prawdopodobieństwo obniżki (25 – 50 pkt. baz.) w 2023 r. wyraźnie wzrosło.
- Trudno odnieść się do warunku wskazanego przez prezesa Glapińskiego „szybkiego spadku inflacji” gdyż nie jest on precyzyjny. Wg naszej prognozy w kolejnych miesiącach inflacja CPI będzie obniżać się już wolniej niż w okresie marzec – czerwiec br., a prognozy inflacji na początek 2024 r. zakładają wyhamowanie jej spadku. Bardziej precyzyjny warunek jednocyfrowej inflacji CPI wskazuje, przy bieżących założeniach, na październik jako pierwszy miesiąc potencjalnej obniżki stóp (kiedy RPP pozna szacunek *flash* wrześniowej inflacji CPI, który wg naszej prognozy wskaże jednocyfrowy poziom). Jeżeli natomiast obniżki cen energii elektrycznej w br. zostałyby uwzględnione już w sierpniu, ryzyko obniżki wrześniowej jeszcze wzrośnie, przy bieżącej prognozie bazowej inflacji CPI za sierpień 10,2% r/r). Z drugiej strony, bardziej komfortowym momentem rozpoczęcia obniżek stóp dla Rady byłby listopad, kiedy potencjalne uwzględnienie prognozy inflacji CPI na 2026 r. w kolejnej projekcji NBP, mogłoby już wskazać na potencjał jej dalszego spadku w kierunku 2,5% r/r. Warto bowiem zaznaczyć, że bieżące prognozy NBP, zakładające stabilne stopy procentowe, wciąż wskazują, że w IV kw. 2025 r. inflacja CPI wyniesie 3,3% r/r.
- Jednocześnie warto zaznaczyć, że jeżeli Rada faktycznie (wbrew naszym założeniom bazowym) zdecyduje się na redukcję stóp na jesieni br., to nie będzie to oznaczać kolejnych silnych redukcji stóp. Uważamy, że wyhamowanie spadku inflacji z początkiem 2024 r. spowolni ten proces do II poł. 2024 r. Na stopniowy proces ewentualnych obniżek stóp wskazywał także prezes Glapiński. Uważamy także, że ważnym argumentem za ograniczeniem skali ewentualnych obniżek stóp będzie oczekiwane podtrzymanie restrykcyjnej retoryki głównych banków centralnych, co będzie obniżać komfort Rady łagodzenia polityki monetarnej.
- Retoryka RPP miała ograniczony wpływ na notowania aktywów krajowego rynku, na które wpływała silnie sytuacja na rynkach globalnych. Pomimo zdecydowanego złagodzenia retoryki RPP rentowności krajowych obligacji skarbowych nie zmieniły się istotnie (spadek rentowności 2-latek o 5 pkt. baz. i wzrost rentowności 10-latek o 2 pkt. baz.).

- Potencjał spadkowy rentowności neutralizowała silna korekta w górę rentowności na rynkach bazowych, które w przypadku papierów 10-letnich USA i Niemiec wzrosły o blisko 25 pkt. baz. Ubiegłotygodniowe poziomy rentowności zbliżyły się do dotychczasowych lokalnych maksimów z początku marca br.
- Silny wzrost rentowności SPW na rynkach bazowych wynikał ze wzrostu obaw rynkowych przed scenariuszem silniejszej aktywności w gospodarkach rozwiniętych i trwalszej wyższej inflacji, wymagającej silniejszej skali podwyżek stóp. Te obawy najsilniej wzmogła publikacja czerwcowego raportu firmy ADP dot. silnego wzrostu zatrudnienia (blisko 500 tys.) w sektorze prywatnym oraz odbicie wskaźnika ISM koniunktury w usługach USA, jak również utrzymujące się już od wielu tygodni obawy przed utrwaleniem wyższej inflacji w strefie euro z powodu wyższego tempa wzrostu płac w I. 2023 – 2024 r.
- Piątkowa publikacja danych z amerykańskiego rynku pracy za czerwiec w niewielkim stopniu uspokoiła te nastroje. Z jednej strony wzrost zatrudnienia na poziomie 209 tys. zaskoczył negatywnie (po raz pierwszy od ponad roku), a czwartkowe dane dot. liczby wakatów (ankieta JOLTS) wskazały na nieco silniejszy spadek do 9,82 mln. Z drugiej jednak strony, dane uśrednione wskazują na wciąż stosunkowo silne tempo wzrostu zatrudnienia, jak również wciąż wysoki poziom wakatów, co nie daje komfortu Fed w kontekście zakończenia cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej. Dodatkowo, na wyższym poziomie wobec oczekiwań (4,4% r/r) ukształtowała się dynamika wynagrodzeń.
- Kumulacja obaw rynkowych przed silniejszym zacieśnieniem polityki pieniężnej wpływała na pogorszenie nastrojów i wzrost globalnej awersji do ryzyka, co obniżało ceny aktywów o wyższym profilu ryzyka. Te efekty ograniczały aprecjację złotego, na koniec tygodnia kurs złotego wobec euro lekko wzrósł do 4,48 PLN/EUR, a wobec koszyka walut kurs obniżył się o ok. 0,3%.
- Opublikowane dane makroekonomiczne z USA i sytuacja rynkowa generalnie nie zmieniają prognoz krótkoterminowych tj. podwyżek stóp procentowych zarówno Fed jak i EBC na posiedzeniach w lipcu o 25 pkt. baz. Sądzymy także, że po tych posiedzeniach, jakkolwiek dalsze podwyżki nie będą przesądzone, banki centralne utrzymają relatywnie restrykcyjną retorykę, biorąc pod uwagę dotychczasowe doświadczenia oddalających się perspektyw spadku inflacji. Jeżeli jednak w kolejnych miesiącach utrzyma się trend spowolnienia zatrudnienia w USA, słabszych danych ze sfery realnej Niemiec, a inflacja bazowa nie zaskoczy negatywnie, wciąż możliwe jest zakończenie cyklu podwyżek stóp. Taki scenariusz sprzyjałby notowaniom obligacji skarbowych na rynkach bazowych, niemniej przy bieżących danych i restrykcyjnej retoryce w krótkim okresie, odsuwa się on w czasie.
- W tygodniu bieżącym kalendarz publikacji danych będzie już mniej intensywny. Kluczowe informacje dostarczy środowowa publikacja inflacji CPI w USA, przede wszystkim poziom i struktura inflacji bazowej.
- W przypadku rynku krajowego wciąż dominującym tematem będzie perspektywa stóp procentowych i w tym kontekście wszelkie potencjalne wypowiedzi członków Rady. Na piątek zaplanowana jest publikacja ostatecznego szacunku czerwcowej inflacji CPI, która zapewne ukształtuje się blisko szacunku *flash* (11,5% r/r), a ważniejsze – głównie w kontekście prognoz inflacji bazowej – będą informacje dot. struktury indeksu.

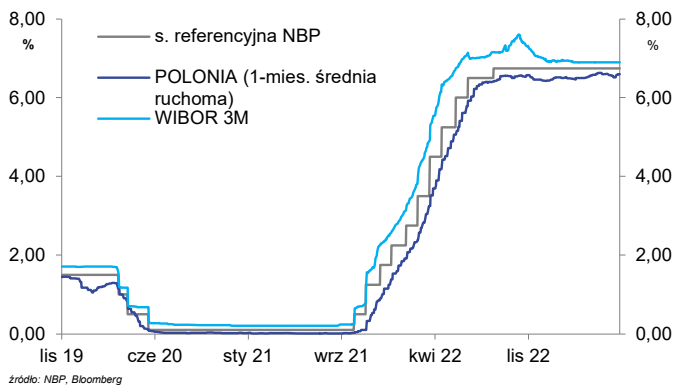
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

środa 12 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Inflacja CPI	czerwiec	4,1% r/r	3,0% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	czerwiec	5,3% r/r	5,0% r/r	-
czwartek 13 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	maj	1,0% m/m	0,2% m/m	-
piątek 14 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	cze	11,5% r/r (wst.)	-	11,5% r/r
poniedziałek 17 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
04:00	CHN	Wzrost PKB	II kw.	4,5% r/r	6,1% r/r	-
04:00	CHN	Produkcja przemysłowa	cze	3,5% r/r	2,5% r/r	-
04:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	cze	12,7% r/r	3,0% r/r	-
04:00	CHN	Inwestycje	sty-cze	4,0% r/r	3,5% r/r	-
14:00	PL	Wskaźnik inflacji bazowej CPI	cze	11,5% r/r	-	11,1% r/r

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

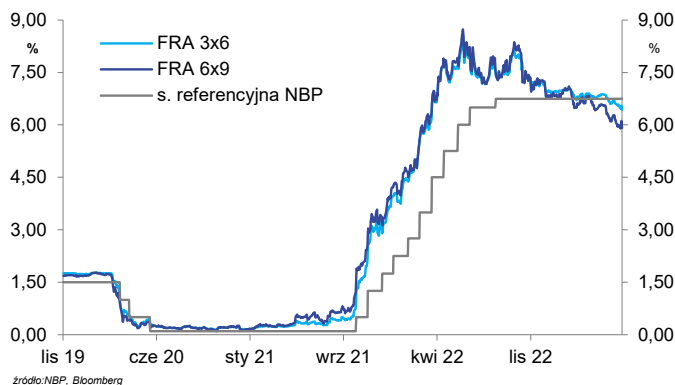
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



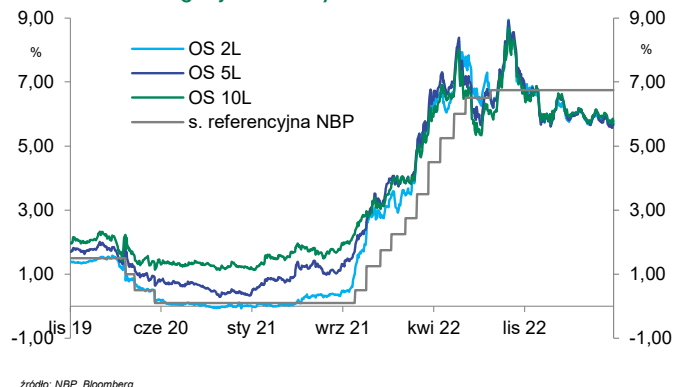
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



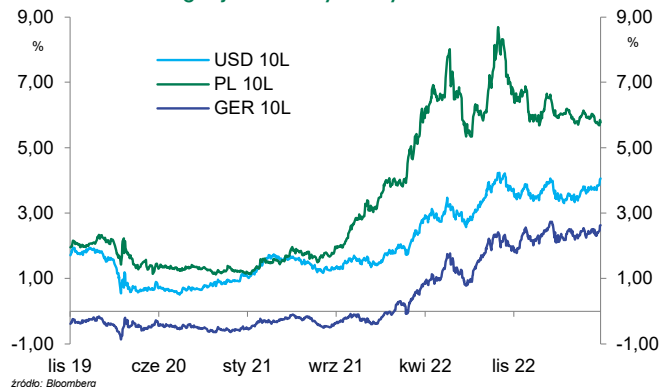
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



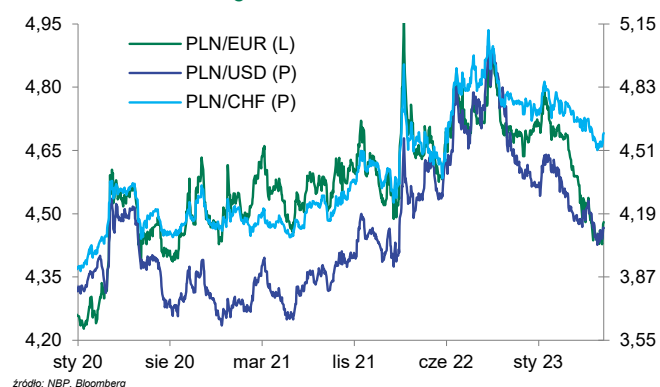
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



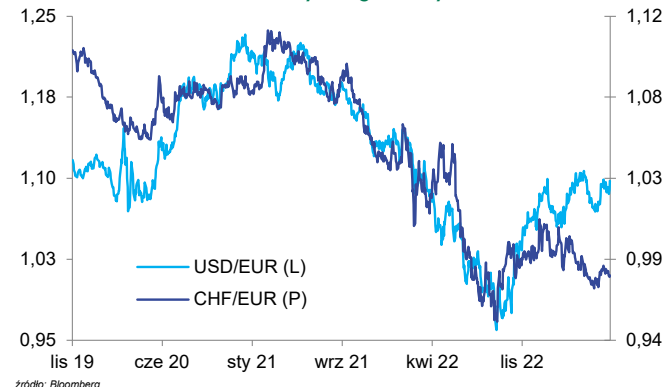
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



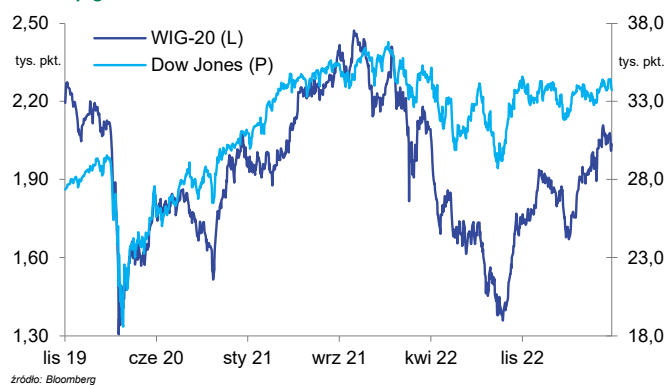
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



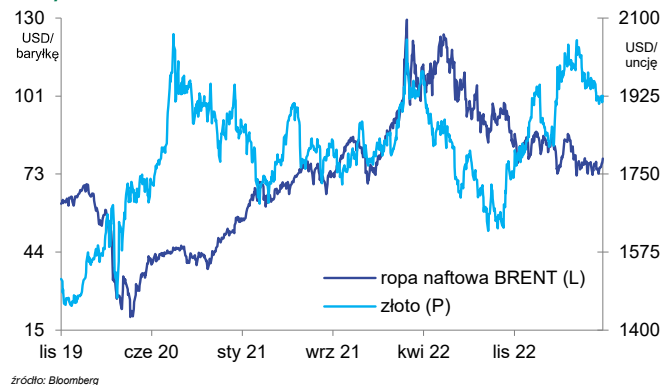
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



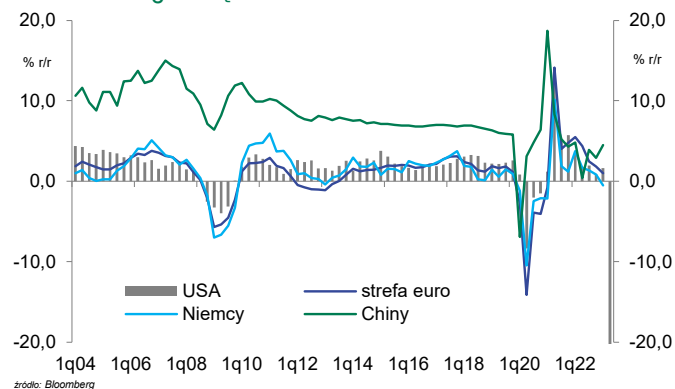
źródło: Bloomberg

2023-07-10

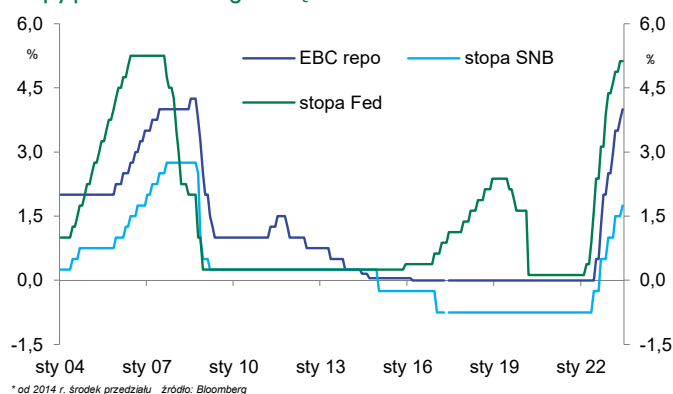
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

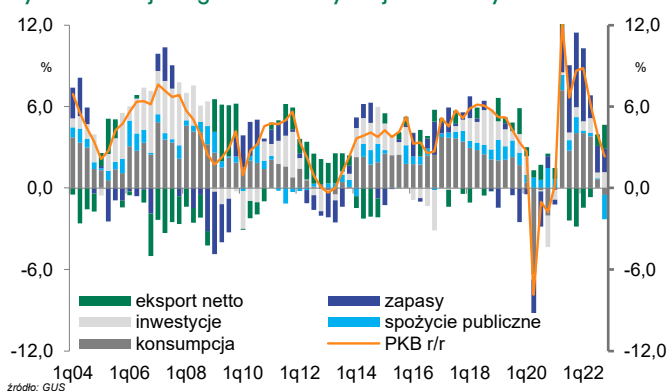
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



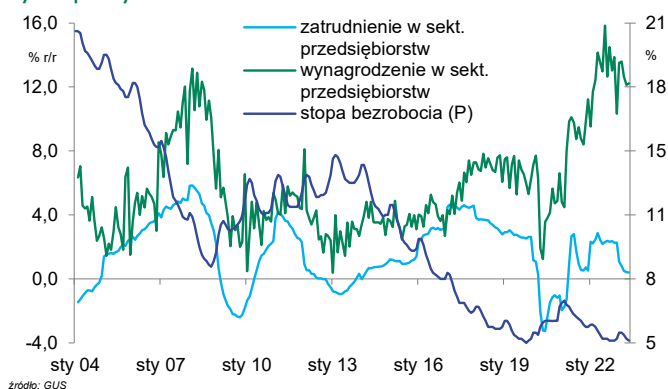
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



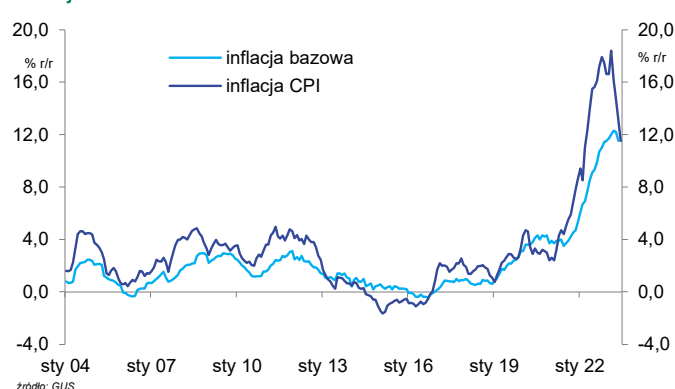
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



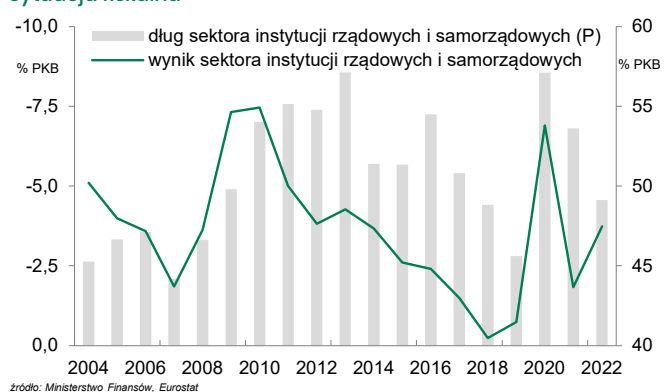
Rynek pracy



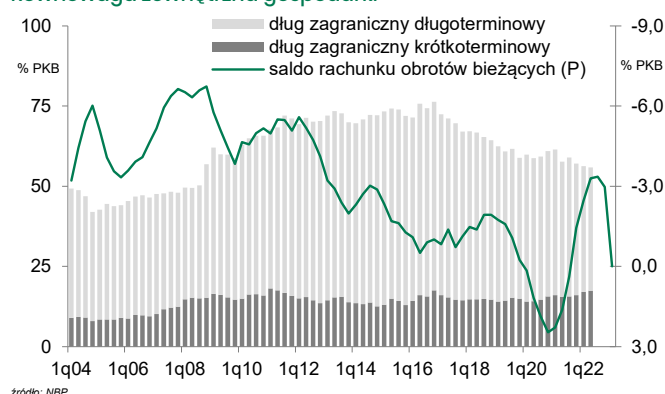
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.06.2023	30.06.2023	07.07.2023	31.07.2023	31.08.2023	30.09.2023
Stopa lombardowa NBP	%	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25
Stopa referencyjna NBP	%	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Stopa depozytowa NBP	%	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
WIBOR 3M	%	6,90	6,90	6,90	6,90	6,90	6,90
Obligacje skarbowe 2L	%	5,75	5,75	5,70	5,75	5,75	5,75
Obligacje skarbowe 5L	%	5,62	5,62	5,65	5,75	5,75	5,70
Obligacje skarbowe 10L	%	5,75	5,94	5,77	5,75	5,70	5,70
PLN/EUR	PLN	4,45	4,45	4,48	4,50	4,55	4,55
PLN/USD	PLN	4,11	4,11	4,12	4,14	4,19	4,19
PLN/CHF	PLN	4,56	4,56	4,60	4,62	4,67	4,67
USD/EUR	USD	1,09	1,09	1,10	1,09	1,09	1,09
Stopa Fed	%	5,25	5,25	5,25	5,50	5,50	5,50
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	5,60	5,60	5,60
Stopa repo EBC	%	4,00	4,00	4,00	4,25	4,25	4,25
EURIBOR 3M	%	-	-	-	3,80	3,80	3,80
SARON	%	-	-	-	1,75	1,75	2,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3,84	3,84	4,06	3,90	3,85	3,70
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,39	2,39	2,63	2,55	2,50	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 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, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.