

Tygodnik ekonomiczny

EBC nie pójdzie w ślady NBP

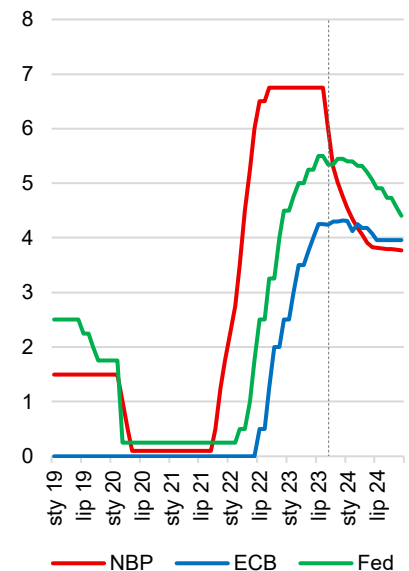
Co w gospodarce:

- RPP obniżyła główną stopę procentową o 75 pb, do 6,00%, a z wystąpienia prezesa NBP dowiedzieliśmy się, że była to decyzja realizująca „zaległą” obniżkę z trzech miesięcy (przy czym warto przypomnieć, że trzy konferencje wcześniej Glapiński krytykował pytanie o obniżki stóp, mówiąc, że na tym etapie należałoby wciąż pytać o możliwość podwyżki stóp). Skoro obniżka była „zaległa” a nie „wyprzedzająca”, a w najbliższych miesiącach zapowiada się dalszy spadek inflacji, to należy się liczyć z kolejnymi obniżkami. Tak jak napisaliśmy w [komentarzu po konferencji](#): **zakładamy jeszcze dwie obniżki stóp procentowych po -25 pb: w październiku i w listopadzie, do 5,50%, a następnie pauzę co najmniej do połowy 2024 roku.** Uważamy, że obniżki stóp procentowych zostaną wstrzymane pod koniec br., ponieważ trend dezinflacji najprawdopodobniej zatrzyma się w 2024 r. Dynamika CPI może nawet lekko odbić w górę, najpierw w styczniu (wygaśnięcie tarcz antyinflacyjnych, wyższe ceny paliw i słabszy złoty) a potem w połowie roku (niska baza, ożywienie gospodarcze, ekspansja fiskalna).
- W kolejnym tygodniu niewiele informacji z krajowej gospodarki: w środę dane o lipcowym bilansie płatniczym, w piątek finalne dane o sierpniowej inflacji.** Spodziewamy się nadwyżki na rachunku obrotów bieżących ok. 550 mln € (konsensus 1,3 mld €), wyraźnie mniejszej niż w poprzednich dwóch miesiącach, przy hamujących obrotach w handlu towarowym i usługowym. Dane o CPI jak zwykle ujawnią szczegółowe rozbięcie inflacji, która we wstępnym odczycie 10,1% r/r zaskoczyła lekko w górę w sierpniu. Spodziewamy się nadal podwyższonych wzrostów cen w kategoriach usługowych. Generalnie wydaje się, że te publikacje nie powinny istotnie wpłynąć na nastroje.
- Wydarzeniem tygodnia za granicą będzie posiedzenie EBC.** Opinie analityków nt tego czy stopy pozostaną bez zmian, czy wzrosną o 25pb są podzielone, ale z przewagą tej drugiej opcji. Naszym zdaniem może to być już ostatnia podwyżka w cyklu.
- Oprócz tego pojawiają się dane inflacyjne w kilku krajach EU i w USA. Za oceanem również produkcja i sprzedaż detaliczna. W sumie jednak kalendarz publikacji w miarę luźny.
- Kampania wyborcza wchodzi w kluczowy etap**, w weekend PiS i KO mają przedstawić programy wyborcze. W ostatnich dniach część propozycji pojawiła się już w mediach, ale możliwe, że czekają nas jeszcze jakieś niespodzianki. Tymczasem w ostatnim okresie [sondaże opinii publicznej](#) przesunęły się w stronę większego poparcia dla PiS, przy spadku notowań trzeciej w zestawieniu Konfederacji. Takie wyniki – gdyby się utrzymały – nadal nie gwarantują PiS utrzymanie samodzielnej większości w Sejmie.

Co na rynkach:

- Kurs złotego zareagował na decyzję RPP i wypowiedzi A.Glapińskiego przeceną o prawie 3% - EURPLN skoczył z ok. 4,50 do 4,63. **Naszym zdaniem w najbliższych tygodniach złoty pozostanie osłabiony**, a będzie temu sprzyjać perspektywa łagodnej polityki monetarnej i fiskalnej. Co więcej, odnosimy wrażenie, że **duża skala obniżki stóp i wypowiedzi prezesa NBP na konferencji sugerują zmianę w podejściu banku centralnego do kursu**: Glapiński podkreślał m.in., że w przeciwieństwie do Czech i Węgier Polska nie musi wpływać na kurs waluty i że jeśli osłabienie złotego się utrzyma to Rada nie będzie się martwić. Warto przypomnieć, że w projekcie budżetu 2024 uwzględniono m.in. wpłatę 6 mld zł zysku z NBP i wynik ten będzie naszym zdaniem trudno wypracować bez wyraźnej deprecjacji kursu. Czynnikiem, który może pozwolić EURPLN na lekkie zejście byłoby ewentualne umocnienie euro do dolara po podwyżce stóp przez EBC.
- Na rynku długu nastąpił mocny wzrost oczekiwań na dalsze obniżki stóp RPP, który naszym zdaniem jest przesadzony**: rynek wycenia obecnie spadek stopy NBP poniżej EBC i Fed w 2024 r. Wg nas to mało prawdopodobny scenariusz, ale takie oczekiwania mogą się utrzymać jeszcze miesiąc-dwa, skoro inflacja będzie dalej spadać a RPP jeszcze obniży stopy przed końcem br. Duże wystromienie krzywej obligacyjnej (rentowności 10L nawet wzrosły po obniżce) i rozszerzenie spreadów ASW też powinny się utrzymać w najbliższym czasie, przy ambitnych planach finansowania potrzeb pożyczkowych i wpływie agresywnej obniżki na długoterminowe oczekiwania inflacyjne.

Stopy procentowe banków centralnych wycenione przez rynek finansowy, %

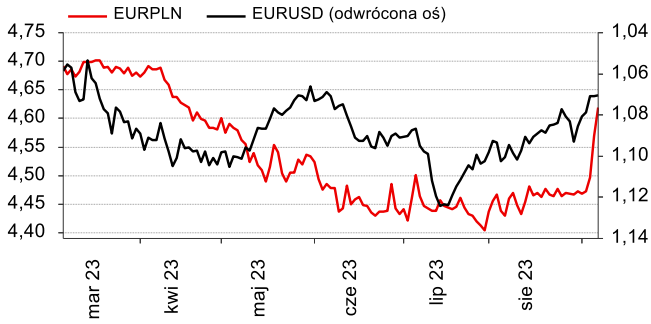


Źródło: Bloomberg, Refinitiv, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

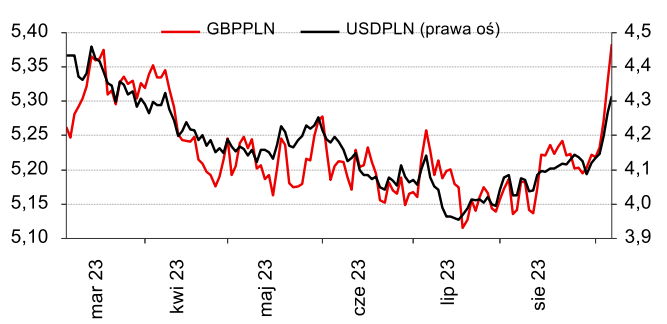
aI. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
 email: ekonomia@santander.pl
 www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
 Piotr Bielski 691 393 119
 Bartosz Białas 517 881 807
 Cezary Chrapek, CFA 887 842 480
 Marcin Luziński 510 027 662
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

EURPLN i EURUSD



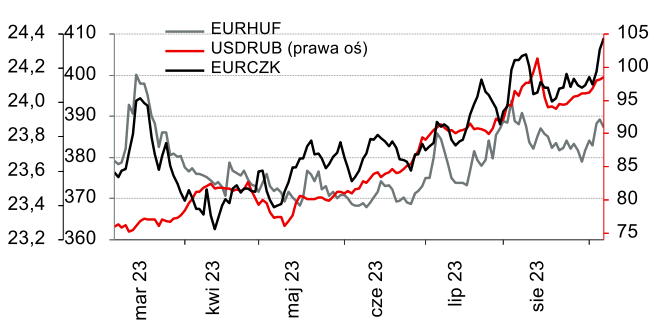
Source: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

GBPPLN i USDPLN



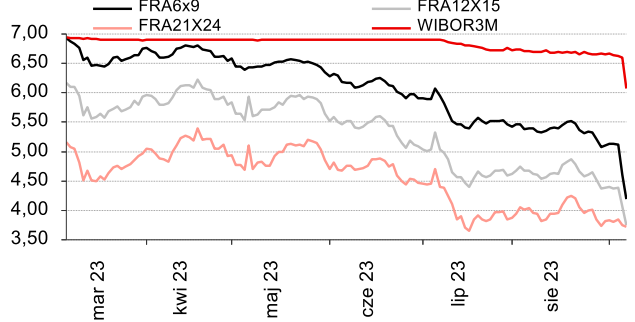
Source: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

EURCZK, EURHUF i USDRUB



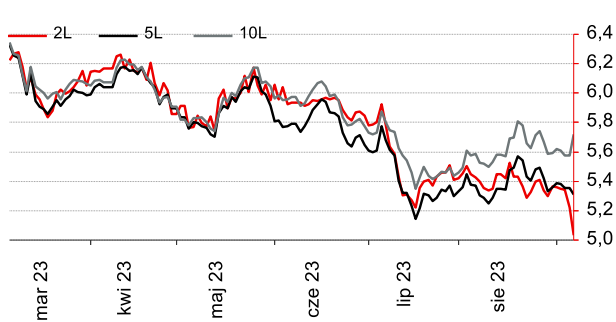
Source: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

PLN FRA i WIBOR3M



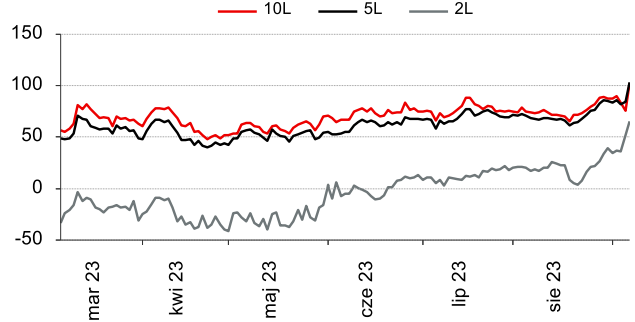
Source: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

Rentowności polskich obligacji



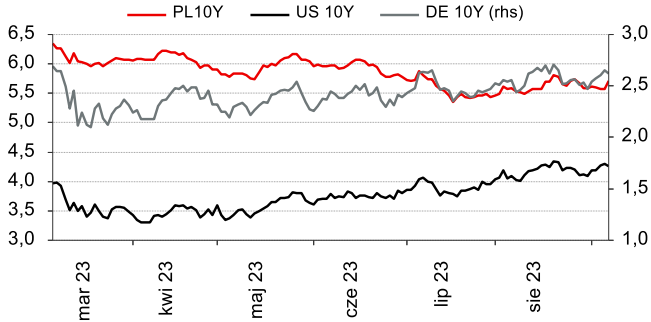
Source: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

Spready asset swap



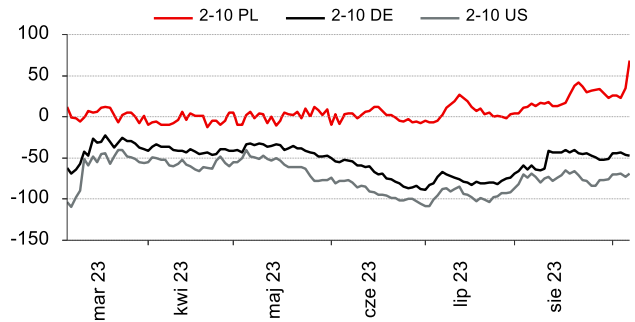
Source: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

Rentowności 10-letnich obligacji



Source: LSEG Datastream, Santander

Nachylenie krzywych dochodowości



Source: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

| CZAS W-WA | KRAJ | WSKAŹNIK | OKRES | PROGNOZA | | OSTATNIA WARTOŚĆ | |
|-----------------------------------|------|----------------------------|-------|----------|-----------|---------------------|--------|
| | | | | RYNEK | SANTANDER | | |
| PONIEDZIAŁEK (11 września) | | | | | | | |
| 09:00 | CZ | Inflacja | VIII | % r/r | 8,6 | - | 8,8 |
| WTOREK (12 września) | | | | | | | |
| 11:00 | DE | ZEW | IX | pkt | -76,9 | - | -71,3 |
| ŚRODA (13 września) | | | | | | | |
| 11:00 | EZ | Produkcja przemysłowa | VII | % m/m | -0,7 | - | 0,5 |
| 14:00 | PL | Saldo obrotów bieżących | VII | mln € | 1 300 | 549 | 2 431 |
| 14:00 | PL | Bilans handlowy | VII | mln € | 560 | 540 | 1 029 |
| 14:00 | PL | Eksport | VII | mln € | 25 878 | 25 500 | 27 886 |
| 14:00 | PL | Import | VII | mln € | 25 407 | 24 960 | 26 857 |
| 14:30 | US | Inflacja | VIII | % y/y | 3,6 | - | 3,2 |
| CZWARTEK (14 września) | | | | | | | |
| 14:15 | EZ | Decyzja EBC | IX | % | 4,75 | - | 4,25 |
| 14:30 | US | Liczba nowych bezrobotnych | | tys. | 234 | - | 216 |
| 14:30 | US | Sprzedaż detaliczna | VIII | % m/m | 0,1 | - | 0,7 |
| PIĄTEK (15 września) | | | | | | | |
| 10:00 | PL | Inflacja | VIII | % r/r | 10,1 | 10,1 | 10,1 |
| 15:15 | US | Produkcja przemysłowa SA | VIII | % m/m | 0,1 | - | 1,0 |
| 16:00 | US | Indeks Michigan | IX | pkt | 69,4 | - | 69,5 |

Źródło: Santander Bank Polska, Reuters, Parkiet, Bloomberg

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych. W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl