

KOMENTARZ TYGODNIOWY

10 października 2022

RPP zaskoczyła nie podwyższając stóp. Dla rynku globalnego kluczowe oczekiwania dot. polityki Fed.

- Wbrew dominującym oczekiwaniom na ubiegłotygodniowym posiedzeniu [Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych, w tym utrzymała stopę referencyjną NBP na poziomie 6,75%](#). W naszej ocenie taka decyzja wynikała z rosnących obaw przed wyraźnym spowolnieniem aktywności gospodarczej w średnim okresie oraz oczekiwania, że na przełomie 2022 i 2023 r. uda się uniknąć dalszego skokowego wzrostu wskaźnika CPI dzięki działaniom rządowym istotnie ograniczającym wzrost cen nośników energii.
- Podczas konferencji prasowej prezes NBP wskazał, że stabilizacja stóp w październiku nie oznacza zakończenia cyklu podwyżek i w listopadzie Rada będzie analizować wyniki projekcji inflacyjnej w kontekście ewentualnego zacieśnienia polityki monetarnej. Dotychczas zacieśnienie polityki monetarnej przez RPP odbywało się głównie w reakcji na kolejne wysokie odczyty bieżącej inflacji (adaptacyjna funkcja reakcji Rady). Oceniamy, że brak podwyżki w październiku pomimo wysokiej bieżącej inflacji (w tym inflacji bazowej) ujawnia łagodne nastawienie RPP i stawia wysoko poprzeczkę dla podwyżki stóp w listopadzie. Nie sądzimy by funkcja reakcji Rady zmieniła się tak radykalnie, by Rada powróciła do zacieśniania polityki monetarnej w oparciu o wysoce niepewne prognozy inflacji (w tym czynników administracyjnych). Uważamy, że większość Rady w bazowym scenariuszu zakłada, że cykl zacieśnienia polityki pieniężnej zakończył się, a narracja prezesa NBP o pauzie w cyklu podwyżek jest zabezpieczeniem się na wypadek nieoczekiwanych wydarzeń.
- Zakładamy zatem, że niespodzianka w postaci braku podwyżki stóp w październiku br. kończy roczny cykl zacieśnienia polityki pieniężnej i do połowy 2023 r. stopy procentowe pozostaną na bieżącym poziomie.
- Decyzja RPP miała ograniczony wpływ na krajowy rynek finansowy. Stawki FRA obniżyły się w skali tygodnia o 20-30 pkt. baz., wskazując jednak cały czas na oczekiwania na jeszcze lekki wzrost stóp NBP o ok. 25 pkt. baz. Tuż po decyzji złoty osłabił się o 2-3 gr. pozostając jednak w drugiej połowie tygodnia głównie pod wpływem czynników globalnych. Te efekty zewnętrzne ograniczyły spadek rentowności obligacji skarbowych, przy niższych poziomach stawek IRS. Na koniec tygodnia kurs złotego kształtował się ponownie powyżej 4,85 PLN/EUR. Rentowności 2-letnich obligacji obniżyły się o 7 pkt. baz., a 10-latek wzrosły o 19 pkt. baz., po raz pierwszy od ponad 4 miesięcy wskazując na dodatnie (choć tylko nieznacznie) nachylenie krzywej dochodowości.
- Kluczowym czynnikiem determinującym ubiegłotygodniową sytuację rynkową były oczekiwania dot. polityki Fed. W pierwszych dniach oczekiwania na mniej restrykcyjną politykę poprawiały nastroje globalne, osłabiły dolara i sprzyjały cenom aktywów rynków wschodzących. Te oczekiwania mogła wspierać publikacja słabszych danych dot. indeksu ISM koniunktury w przemyśle (spadek do 50,9 pkt.) i solidny spadek liczby potencjalnych miejsc

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

pracy (wolnych wakatów). W drugiej połowie tygodnia te oczekiwania zaczęły jednak zmieniać się, na co w części mogła wpłynąć publikacja solidnych danych dot. indeksu ISM dla usług (delikatny spadek do 56,7 pkt.) i jeszcze mocniej, publikacja wrześnieowych danych z amerykańskiego rynku pracy. Spadek liczby miejsc pracy do 263 tys. z 315 tys. może być dla FOMC zbyt słaby, aby w krótkim okresie ograniczyć tempo podwyżek stóp, szczególnie przy spadku stopy bezrobocia. (do 3,5%) i podwyższonej dynamice płac (5,0% r/r).

- W efekcie w drugiej połowie tygodnia sytuacja rynkowa uległa odwróceniu. W skali tygodnia kurs dolara w relacji koszyka walut praktycznie nie zmienił się, nieznacznie wzmacniając się w relacji do euro do poziomu 0,975 USD/EUR. Spadki cen akcji były mniejsze niż wcześniejsze wzrosty, stąd globalny indeks MSCI wzrósł o 1,7%, w tym w USA o 1,6% i w strefie euro o 1,3%. O ponad 2% wzrósł syntetyczny indeks rynków wschodzących, w tym indeks WIG o 2,1%. Rentowności obligacji skarbowych zakończyły ostatecznie tydzień lekkimi wzrostami o 5 pkt. baz. w przypadku amerykańskich 10-latek (blisko 3,90%) oraz o ok. 10 pkt. baz. w przypadku papierów niemieckich (do kolejnego lokalnego szczytu 2,19%).
- Ceny niemieckich obligacji mogły dodatkowo osłabiać „jastrzębie” wypowiedzi członków EBC wskazujące na potrzebę silniejszego zaostrzenia polityki pieniężnej pomimo materializacji słabszych danych realnych, szczególnie przy pojawiających się coraz wyraźniejszych sygnałach luzowania polityki fiskalnej przez główne gospodarki (w tym Niemcy). Te wypowiedzi były dla rynków bardziej istotne niż nieco bardziej stonowany ton zapisów protokołu z wrześnieowego posiedzenia rady EBC i wskazują na ryzyko silniejszej skali zacieśnienia polityki pieniężnej wobec naszych bieżących prognoz.
- Bez wpływu na ceny aktywów europejskich pozostały publikacje słabych danych z niemieckiej gospodarki, w tym silniejsze spadki zamówień w przemyśle (o 2,4% m/m) oraz spadek produkcji przemysłowej (o 0,8% m/m) oraz sprzedaży detalicznej (o 1,3% m/m).
- Bardziej precyzyjne informacje nt. potencjalnych pan-europejskich działań na rynku energii oraz gazu pomogły zapewne obniżyć ceny surowca na rynku europejskim w kierunku 100 EUR/MWh w tygodniu minionym. Szczegółów można zapewne oczekiwać dopiero po szczycie UE 20-21 października. Z drugiej strony redukcja przez kraje OPEC+ wydobycia ropy aż o 2 mln baryłek dziennie podwyższyła ceny ropy Brent w minionym tygodniu do 98 USD/baryłkę, pomimo decyzji USA o kolejnym uwolnieniu rezerw strategicznych surowca.
- W bieżącym tygodniu dla inwestorów nadal najważniejszy będzie wątek zacieśnienia polityki pieniężnej w USA (globalnego kosztu pieniądza i aprecjacji dolara). W tym kontekście uwaga rynków będzie skupiała się na publikacji danych dot. wrześnieowej inflacji CPI w USA. Wydaje się natomiast, że jedynie wyraźny spadek inflacji bazowej mógłby skłonić FOMC do zastanowienia się nad ograniczeniem skali podwyżek stóp. Z tego względu trudno w krótkim okresie zakładać silniejszą i trwalszą zmianę tendencji rynkowych
- Kolejne tygodnie będą także istotne dla rynku europejskiego w kontekście sytuacji geopolitycznej i reakcji na nią, zarówno ryzyka rozwoju sytuacji militarnej, jak i energetycznej (ceny gazu i energii).

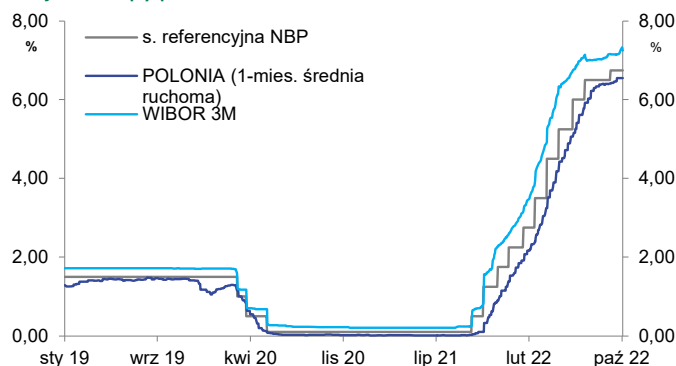
Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

środa 12 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	EMU	Produkcja przemysłowa	sie	-2,3% m/m	0,7% m/m	-
20:00	US	Publikacja stenogramów z posiedzenia FOMC	wrz	-	-	-
czwartek 13 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Inflacja CPI	wrz	8,3% r/r	8,1% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	wrz	6,3% r/r	6,5% r/r	-
piątek 14 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Inflacja CPI	wrz	2,5% r/r	2,8% r/r	-
02:30	CHN	Eksport / import	wrz	7,1% r/r / 0,3% r/r	4,0% r/r / 0,4% r/r	-
10:00	PL	Inflacja CPI (ost.)	wrz			
14:00	PL	Wynik na rachunku obrotów bieżących	sie			
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	wrz	0,3% m/m	0,2% m/m	-
16:00	US	Indeks oczekiwań inflacyjnych konsumentów Uniw. Michigan (wst.)	paź	2,7%	-	-
poniedziałek 17 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Wskaźnik inflacji bazowej CPI	wrz	55,0 pkt.	54,5 pkt.	-

* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

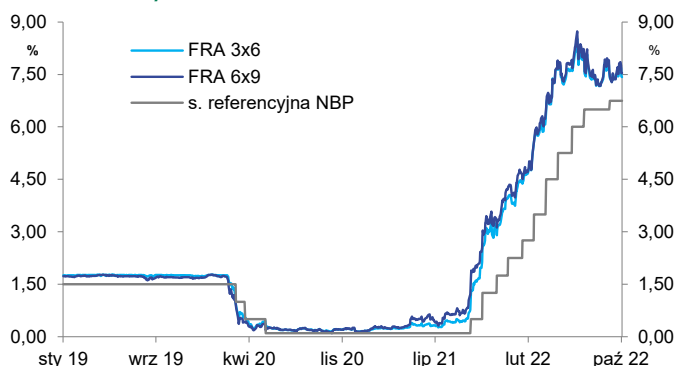
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



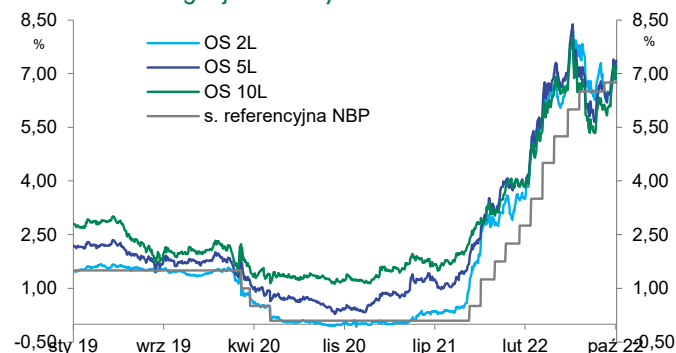
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



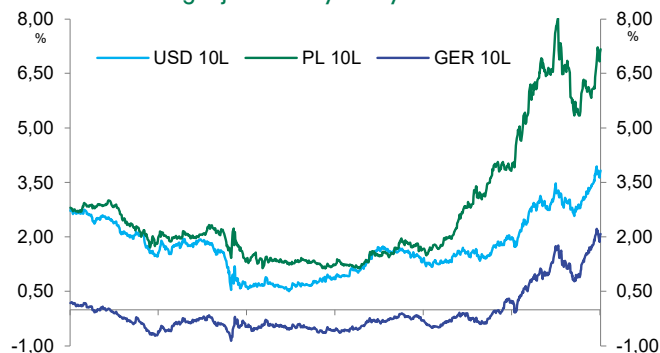
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



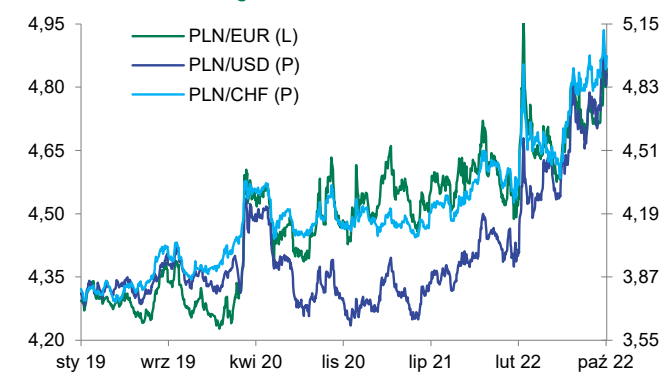
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



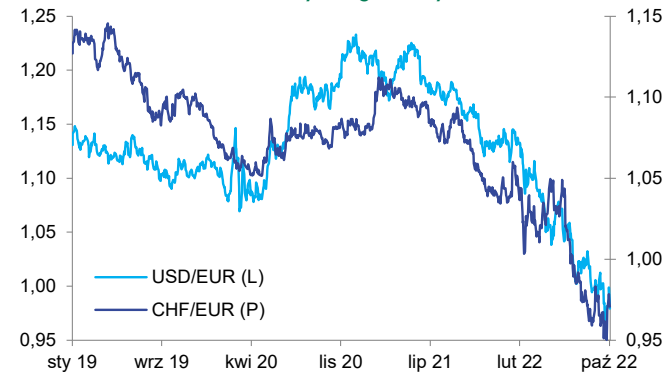
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



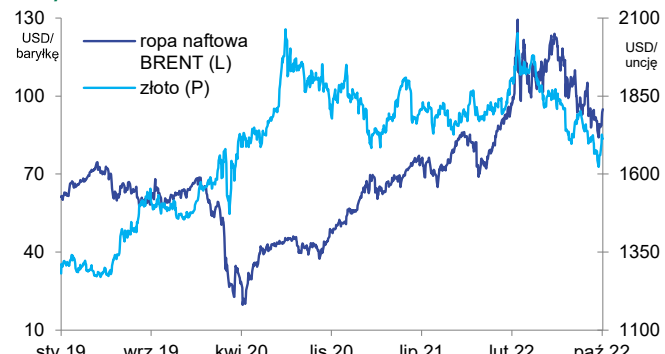
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

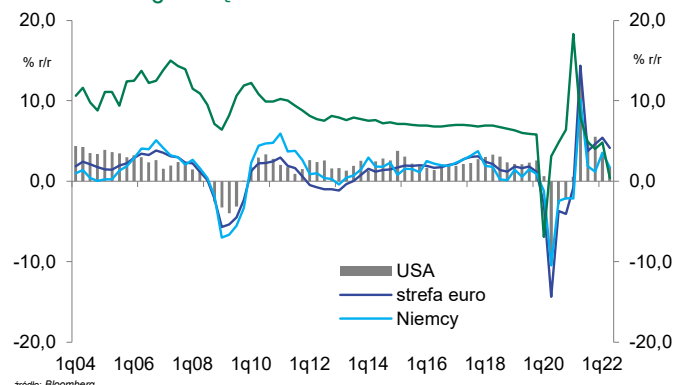
Ceny surowców



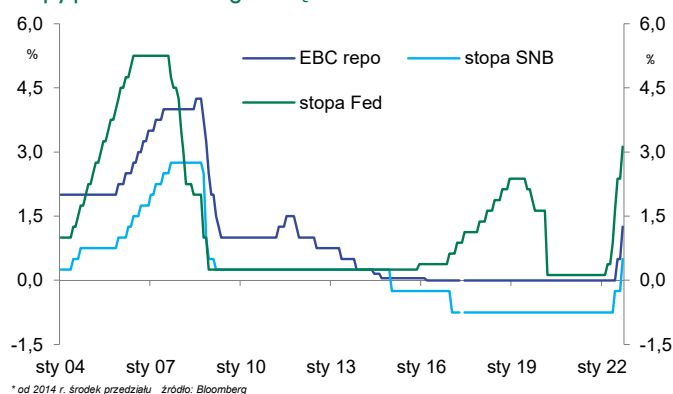
źródło: Bloomberg

Sfera realna

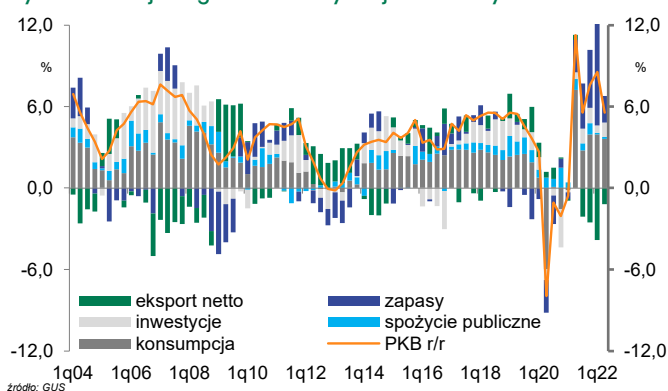
Wzrost PKB za granicą



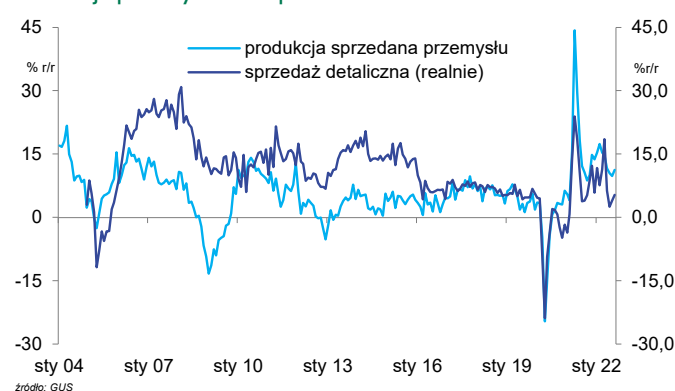
Stopy procentowe za granicą



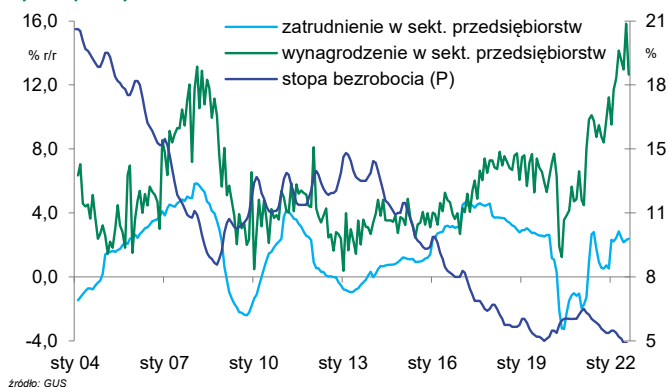
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



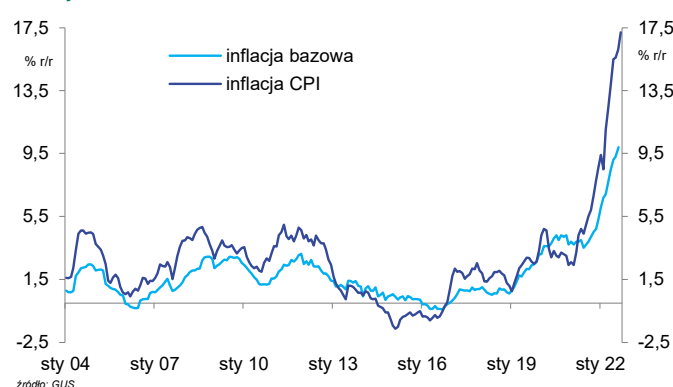
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



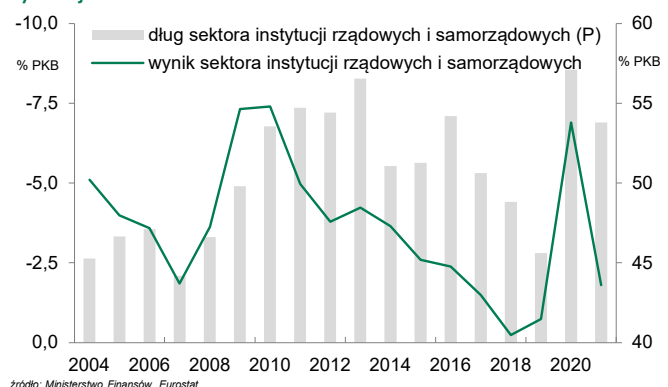
Rynek pracy



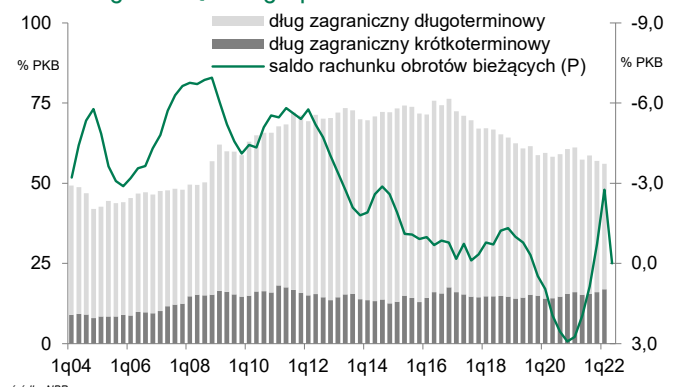
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.09.2022	30.09.2022	07.10.2022	31.10.2022	30.11.2022	31.12.2022
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	%	7,21	7,21	7,19	7,10	6,95	6,95
Obligacje skarbowe 2L	%	7,37	7,37	7,30	7,00	6,70	6,50
Obligacje skarbowe 5L	%	7,36	7,36	7,47	6,90	6,60	6,30
Obligacje skarbowe 10L	%	7,13	7,13	7,32	6,80	6,50	6,15
PLN/EUR	PLN	4,87	4,87	4,86	4,78	4,74	4,70
PLN/USD	PLN	4,95	4,95	4,96	4,93	4,86	4,80
PLN/CHF	PLN	5,07	5,07	5,01	4,95	4,91	4,85
USD/EUR	USD	0,98	0,98	0,98	0,97	0,98	0,98
Stopa Fed	%	3,25	3,25	3,25	3,25	4,00	4,50
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	4,00	4,20	4,60
Stopa repo EBC	%	1,25	1,25	1,25	1,75	1,75	2,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	1,80	1,85	2,00
SARON	%	-	-	-	0,55	0,60	1,05
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3,83	3,83	3,88	3,60	3,45	3,25
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,10	2,10	2,19	2,00	2,00	2,00

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 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.