

KOMENTARZ TYGODNIOWY

25 września 2023

Pauza Fed z przekazem „wyższe stopy na dłużej”. Prezes NBP studzi oczekiwania co do skali obniżek stóp. We wrześniu oczekiwany wyraźny spadek CPI.

- Podczas ubiegłotygodniowego posiedzenia [Komitet Otwartego Rynku Fed \(FOMC\) utrzymał stopy procentowe na dotychczasowym poziomie](#) zgodnie z oczekiwaniami. Jednocześnie większość członków FOMC podtrzymała w kwartalnej rundzie prognoz FOMC swoje preferencje dla jednej podwyżki stóp w tym roku o 25 pkt. baz. Przekaz ten został jednak nieco złagodzony w trakcie konferencji prasowej prezesa Fed, który wskazał zarówno na opcję braku kolejnej podwyżki, jak i dalszego zacieśnienia polityki monetarnej. Pomimo pewnego niuansowania przez prezesa Fed perspektyw krótkoterminowych, oczekiwania członków FOMC w najnowszej prognozie stóp procentowych w dłuższym okresie okazały się jednoznacznie konserwatywne. Członkowie FOMC wyraźnie ograniczyli oczekiwaną skalę obniżek stóp procentowych w 2024 i 2025 r. Obecna mediana prognoz FOMC wskazuje, że na koniec 2024 r. stopa funduszy federalnych wyniesie 5,00% – 5,25%, a na koniec 2025 r. 3,75% – 4,00%, tj. 50 pkt. baz. wyżej niż w prognozie z czerwca. Zatem prognozy te wzmocniły dotychczasowy przekaz Fed o dłuższym okresie podwyższonego poziomu stóp procentowych w warunkach korzystniejszej od oczekiwań sytuacji gospodarczej.

- W efekcie, choć dwa główne banki centralne – Fed i EBC – podczas wrześniowych posiedzeń podjęły odmienne decyzje co do bieżącego poziomu stóp procentowych, to przesłanie obu banków dot. długoterminowych perspektyw polityki monetarnej jest zbieżne – stopy pozostaną podwyższone przez dłuższy czas, gdyż wymaga tego sprowadzenie inflacji do celów inflacyjnych banków centralnych.

- Odsuwanie się w czasie perspektywy obniżenia stóp przez główne banki centralne poskutkowało utrzymaniem presji na rynku obligacji skarbowych na rynkach bazowych. W minionym tygodniu rentowności papierów 10-letnich wzrosły o 10 pkt. baz. w USA i o 7 pkt. baz. w Niemczech i w USA osiągnęły nowe maksimum (blisko 4,50%), zaś w Niemczech okolice dotychczasowego maksimum z marca tego roku (blisko 2,75%).

- Perspektywa wyższych stóp na dłużej poskutkowała silnymi spadkami notowań na rynkach akcji. Globalny indeks akcji MSCI spadł w skali tygodnia o 2,7%, przy spadku w USA o 3%, w strefie euro o 2% i o 1,9% dla indeksu rynków wschodzących. Z kolei większych zmian nie odnotował kurs euro wobec dolara, który wahał się przez cały tydzień w okolicach 1,065 USD/EUR.

- W ograniczonym stopniu na notowania rynkowe wpłynęły skąpe ubiegłotygodniowe publikacje danych makroekonomicznych. Wśród nich najistotniejszym były opublikowane pod koniec tygodnia wstępne odczyty indeksów koniunktury PMI w strefie euro za wrzesień (w przemyśle – 43,4 pkt. wobec 43,5 pkt. w sierpniu, w usługach – 48,4 pkt. wobec 47,9 pkt. w poprzednim miesiącu). Poziomy poniżej 50 pkt. (w tym poniżej 40 pkt. w przemyśle Niemiec) świadczą o utrzymujących się tendencjach stagnacyjnych w gospodarce EMU.

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

- W minionym tygodniu na krajowym rynku stopy procentowej nastąpiła zmiana w kierunku oddziaływania głównych czynników kształtujących ceny obligacji. Po tym jak dotychczas oczekiwania rynkowe na agresywne obniżki stóp NBP i jednocześnie konserwatywny przekaz Fed i EBC oddziaływały przeciwstawnie na krajowy rynek obligacji, miniony tydzień przyniósł uspoźnienie wpływu czynników krajowych i zewnętrznych na ceny krajowych obligacji.
- Nastąpiło to za sprawą ostrożnego, jak na dotychczasowe oczekiwania rynkowe obniżek stóp NBP, przesłania prezesa NBP w wypowiedzi dla PAP. Prezes Glapiński wskazał, że po dostosowaniu stóp procentowych we wrześniu przestrzeń do ich dalszych obniżek znacząco zawęża się, choć nadal będzie się pojawiać wraz z napływającymi danymi. Prezesowi NBP wtórował H. Wnorowski, z RPP, który wskazał, że obecnie potrzebne są bardziej stopniowe działania w polityce monetarnej oraz że ostatnie osłabienie złotego było nadmierne. Stonowane wypowiedzi członków RPP wpisały się w nasze oczekiwania, że Rada przy kolejnych decyzjach będzie wyraźnie ostrożniejsza w porównaniu z wrześniową decyzją o obniżce stóp o 75 pkt. baz.
- Reakcją rynku na wypowiedzi przedstawicieli NBP było ograniczenie oczekiwań co do skali obniżek stóp NBP w krótkim okresie. Stawki FRA 3x6 wzrosły o 30 pkt. baz., zaś rentowności 2-letnich obligacji o 40 pkt. baz., w obu przypadkach powyżej 5%. Ostrożniejsze wypowiedzi płynące z NBP oraz presja ze strony rynków bazowych poskutkowały wyraźnym wzrostem rentowności 10-letnich złotych papierów skarbowych, o blisko 20 pkt. baz. w okolice 5,80%.
- Równolegle umocnił się kurs złotego po skokowym osłabieniu w reakcji na nieoczekiwane głęboką wrześniową obniżkę stóp. W relacji do koszyka walut złoty zyskał ponad 1%, czyli odrobił około ¼ osłabienia z poprzednich dwóch tygodni i ustabilizował się w okolicach 4,60 PLN/EUR i 4,30 PLN/USD. Warszawska giełda wpisała się w negatywne nastroje światowe ze spadkiem WIG o blisko 2%.
- Opublikowane w minionym tygodniu sierpniowe dane z polskiej gospodarki ([rynek pracy](#), [produkcja przemysłowa](#), [budowlana](#) i [sprzedaż detaliczna](#)) wskazały na utrzymujące się tendencje osłabionej aktywności polskiej gospodarki. Natomiast jako lekko optymistyczne można ocenić dane nt. sprzedaży detalicznej z drugim z rzędu wzrostem sprzedaży w ujęciu m/m po korekcie o sezonowość, co wspiera nasze oczekiwania na stopniowe odrodzenie konsumpcji na przełomie 2023 i 2024 w ślad za wzrostem realnych dochodów dzięki spadkowi inflacji.
- W tym tygodniu na polskim rynku najistotniejszy będzie piątkowy wstępny odczyt inflacji CPI za wrzesień. Oczekujemy spadku CPI w okolice 8,5% r/r wobec 10,1% r/r w sierpniu. Przyczyni się do tego kombinacja wysokich baz sprzed roku (żywność, nośniki energii) oraz wrześniowy spadek cen (energia elektryczna, paliwa, leki). Oceniamy, że skokowy spadek inflacji we wrześniu da pretekst RPP do kolejnej obniżki stóp na posiedzeniu październikowym w przedziale 25–50 baz. (ze wskazaniem na 25 pkt. baz.), jednocześnie w świetle ostatniej retoryki członków RPP wyraźnie spadło ryzyko powtórzenia obniżki o wrześniowej skali.
- W przypadku rynków zagranicznych najistotniejszymi w tym tygodniu publikacjami danych będą sierpniowe wydatki konsumentów w USA i wskaźnik dynamiki cen PCE oraz wstępny odczyt wrześniowej inflacji HICP w strefie euro. Ponadto oczekiwane będą wystąpienia prezesa Fed i prezesa EBC.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Wskaźnik inflacji CPI we wrześniu (29 września)**

Prognostujemy, że we wrześniu wskaźnik inflacji CPI obniżył się do 8,4% r/r wobec 10,1% r/r w sierpniu. Według naszych szacunków we wrześniu w kierunku spadku rocznego wskaźnika inflacji oddziaływać będą niższa dynamika cen żywności i opatu (efekt niższych cen surowców i wysokich baz odniesienia sprzed roku), spadek dynamiki cen paliw (efekt skokowego obniżenia cen hurtowych i detalicznych przez PKN Orlen) oraz obniżająca się inflacja bazowa (głównie efekty bazy plus obniżka cen biletów przez PKP InterCity). Dodatkowym istotnym czynnikiem obniżającym wrześniową inflację będzie kumulacja w tym okresie zmian w regulacjach, które obniżą ceny nośników energii (wejście w życie ustawy o podwyższeniu limitu zużycia energii elektrycznej po zamrożonej na ubiegłorocznym poziomie cenie) oraz ceny leków (wejście w życie listy darmowych leków dla osób w wieku 65+ oraz dzieci i młodzieży do 18 roku życia).

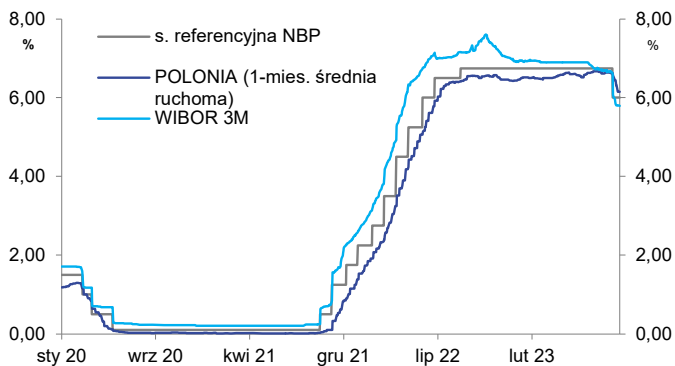
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

czwartek 28 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
22:00	US	Wystąpienie prezesa Fed J. Powella	-	-	-	-
piątek 29 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:40	EMU	Wystąpienie prezes EBC C. Lagarde	-	-	-	-
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	wrz	10,1% r/r	-	8,4% r/r
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	wrz	5,2% r/r	4,5% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	wrz	5,3% r/r	4,8% r/r	-
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych	sie	0,2% m/m	0,5% m/m	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych	sie	0,8% m/m	0,4% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE	sie	3,3% r/r	3,5% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik bazowy inflacji PCE	sie	4,2% r/r	3,9% r/r	-
sobota 30 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	wrz	49,7 pkt.	50,2 pkt.	-
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	wrz	51,0 pkt.	51,5 pkt.	-
poniedziałek 2 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł	wrz	43,1 pkt.	-	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	wrz	47,6 pkt.	47,6 pkt.	-

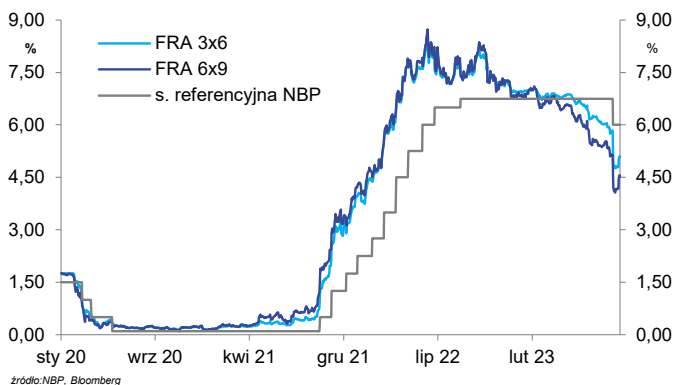
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

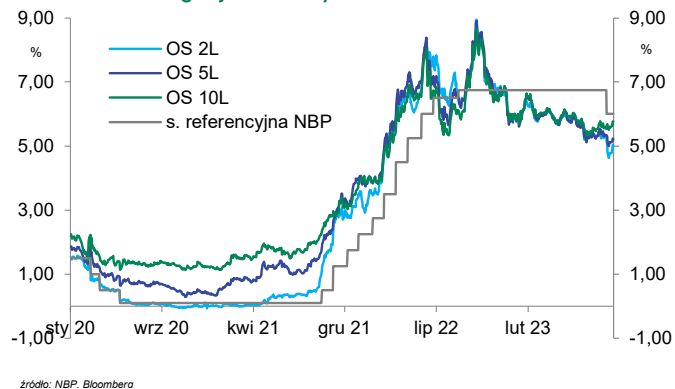
Krajowe stopy procentowe



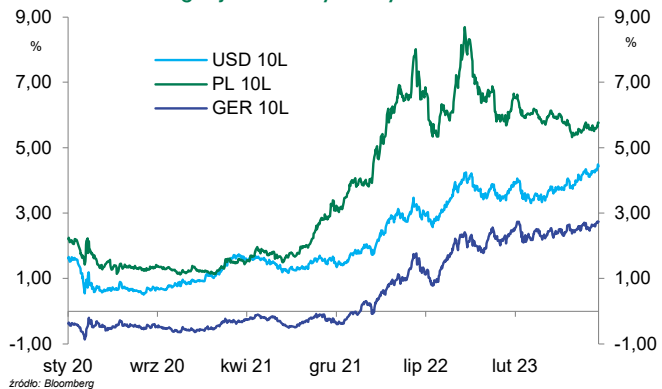
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



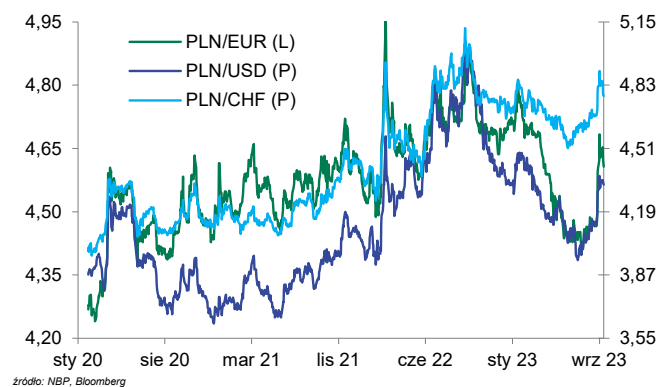
Rentowności obligacji skarbowych – Polska



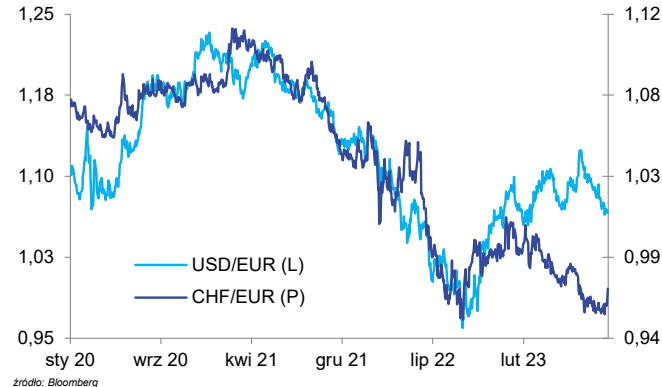
Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



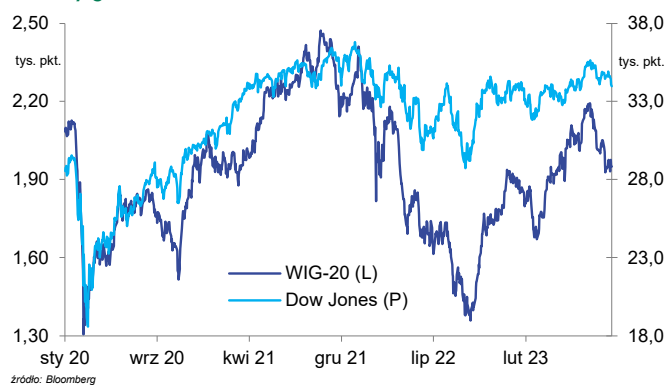
Notowania kursu złotego



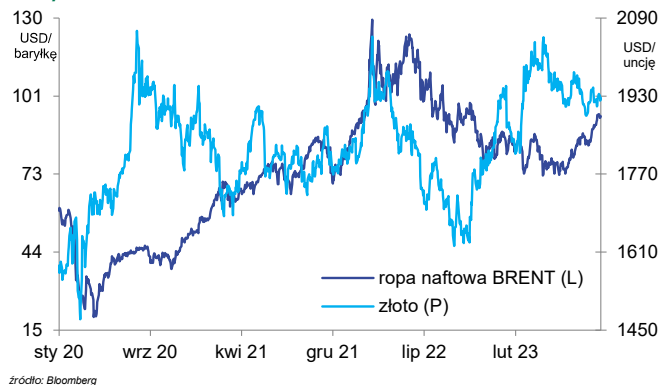
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

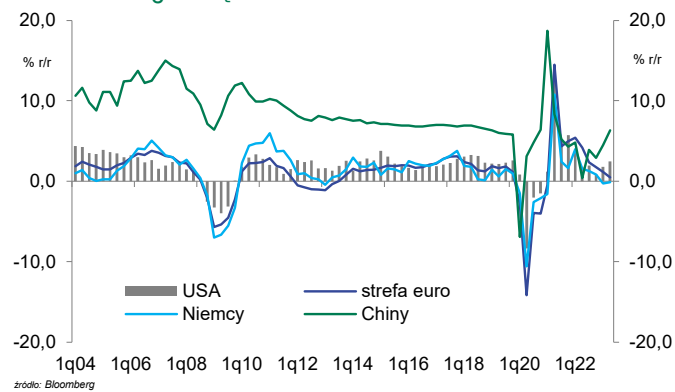


Ceny surowców

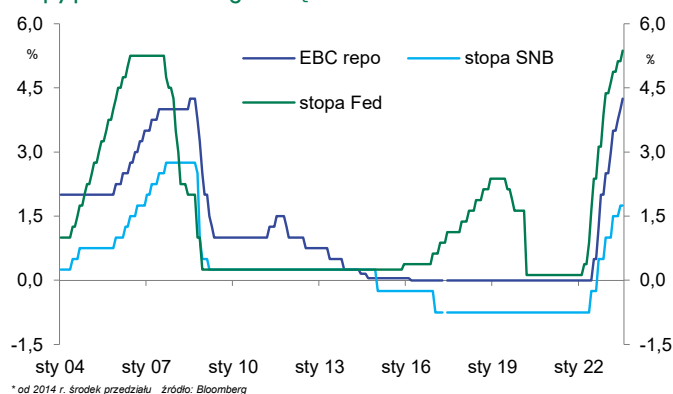


Sfera realna

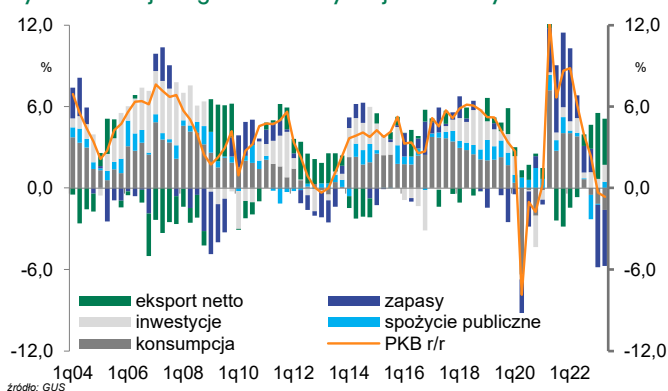
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



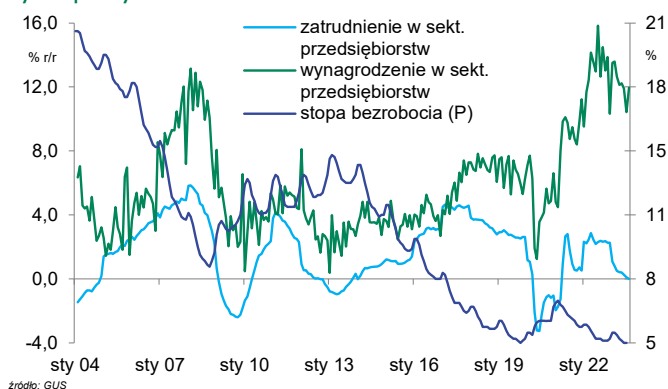
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



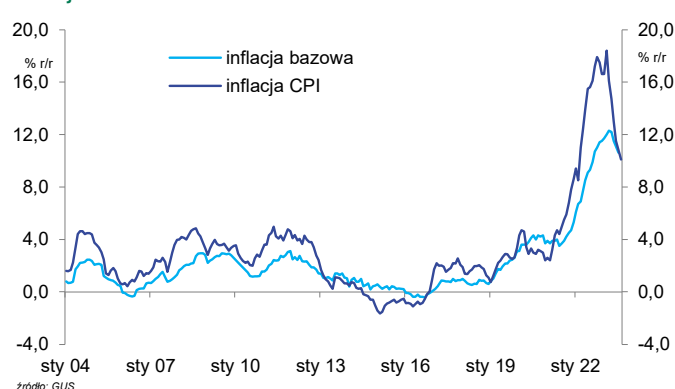
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



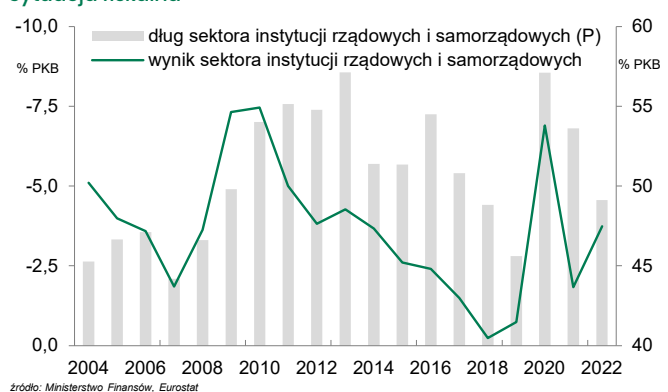
Rynek pracy



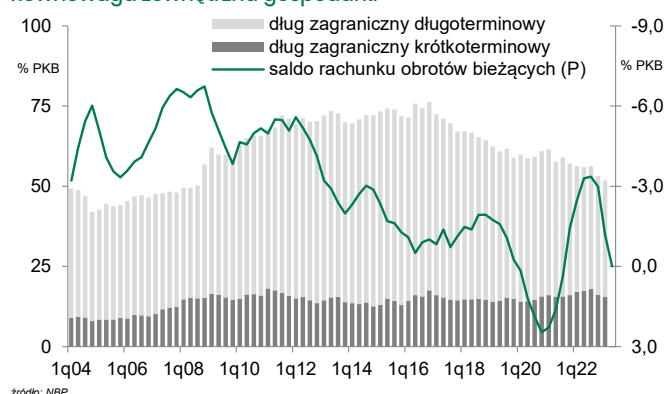
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.08.2023	15.09.2023	22.09.2023	31.10.2023	30.11.2023	31.12.2023
Stopa lombardowa NBP	%	7,25	6,50	6,50	6,25	6,00	6,00
Stopa referencyjna NBP	%	6,75	6,00	6,00	5,75	5,50	5,50
Stopa depozytowa NBP	%	6,25	5,50	5,50	5,25	5,00	5,00
WIBOR 3M	%	6,65	5,80	5,79	5,70	5,60	5,55
Obligacje skarbowe 2L	%	5,31	4,76	5,03	4,85	4,85	4,90
Obligacje skarbowe 5L	%	5,32	5,10	5,22	5,05	5,05	5,05
Obligacje skarbowe 10L	%	5,55	5,94	5,76	5,60	5,45	5,30
PLN/EUR	PLN	4,47	4,63	4,61	4,60	4,60	4,60
PLN/USD	PLN	4,11	4,34	4,33	4,28	4,26	4,26
PLN/CHF	PLN	4,66	4,85	4,78	4,84	4,84	4,84
USD/EUR	USD	1,08	1,07	1,07	1,08	1,08	1,08
Stopa Fed	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
Stopa repo EBC	%	4,25	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Stopa SNB	%	-	-	-	1,75	1,75	1,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,11	4,33	4,43	4,20	4,05	3,85
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,46	2,67	2,74	2,55	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.