

KOMENTARZ TYGODNIOWY

18 września 2023

Rada EBC podwyższyła stopy procentowe, FOMC najprawdopodobniej zdecyduje się na pauzę.

W minionym tygodniu przecieki z EBC co do prognoz ścieżki inflacji HICP poskutkowały wzrostem oczekiwań rynkowych na podwyżkę stóp tuż przed czwartkowym posiedzeniem EBC, pomimo iż na początku tygodnia dominowały oczekiwania rynkowe na stabilizację stóp w strefie euro. [Rada EBC podwyższyła stopy o 25 pkt. baz.](#) (w tym stopę repo do 4,50% i stopę depozytową do 4,00%), w reakcji na korektę w górę prognoz inflacji HICP silniej powyżej 3,0% r/r w 2024 r. oraz prognozy utrzymania inflacji powyżej 2,0% w 2025 r. w najnowszej projekcji makroekonomicznej EBC.

Jednocześnie rada wyraźnie zmieniła zapisy komunikatu, które choć nie wskazują jednoznacznie na zakończenie cyklu podwyżek, to w naszej ocenie świadczą o tym, że jest to najbardziej prawdopodobny scenariusz. Utrzymujące się ryzyko dla ścieżki inflacji (gł. kształtowanie się wynagrodzeń oraz cen energii i żywności) wpływają na utrzymanie ryzyka kolejnej podwyżki, zatem rada EBC nie zamyka jednoznacznie tej opcji, niemniej jest już ono wyraźnie niższe niż przed ubiegłotygodniowym posiedzeniem EBC.

W komunikacie EBC wyraźniej zaakcentował natomiast perspektywę długiego okresu podwyższonych stóp procentowych w kolejnych miesiącach z uwagi na bardzo powolny proces spadku inflacji.

Pomimo decyzji EBC oraz ubiegłotygodniowych publikacji korzystnych danych z gospodarki USA, oczekujemy na śródownym posiedzeniu utrzymania stóp procentowych Fed na bieżącym poziomie (5,25% – 5,50% dla stopy funduszy federalnych). Na taki scenariusz wskazywał w sierpniu prezes Powell, a w ostatnich tygodniach członkowie FOMC. Jednocześnie jednak bieżące dane makroekonomiczne przemawiają za utrzymaniem przez komitet jednoznacznie restrykcyjnej retoryki, wskazującej na możliwość podwyżki stóp w IV kw.

Także w przypadku Fed jako wysokie oceniamy prawdopodobieństwo zaakcentowania kwestii dłuższego okresu utrzymania podwyższonych stóp procentowych, w szczególności przy dużo korzystniejszej – w przypadku USA niż strefie euro – sytuacji w sferze realnej gospodarki. Opublikowane w minionym tygodniu dane dot. inflacji CPI za sierpień potwierdziły dotychczasowe sygnały z jednej strony kontynuacji spadku inflacji bazowej, z drugiej – wolniejszego tempa tego spadku wobec wcześniejszych oczekiwań.

Odsuwanie się w czasie perspektywy obniżenia stóp przez główne banki centralne przekłada się na utrzymanie presji na rynku obligacji skarbowych na rynkach bazowych. W minionym tygodniu rentowności papierów na dłuższym końcu krzywej (10L) wzrosły o ponad 5 pkt. baz. notując w przypadku USA kolejne maksima w bieżącym cyklu zacieśnienia polityki monetarnej (poziom ponad 4,30%). Na wzrost rynkowych stóp procentowych wpływa także zapewne dalszy wzrost cen ropy naftowej (do ok. 95 USD/baryłkę Brent) oraz prognozy średnioterminowe wzrostu / utrzymania podwyższonych cen surowców żywnościowych.

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 ograniczonym stopniu te efekty wpłynęły na ceny akcji. Globalny indeks giełdowy MSCI wzrósł w minionym tygodniu o 0,5%, przy wzroście dla krajów strefy euro o ponad 1% i o 0,8% dla grupy rynków wschodzących. Pomimo nieoczekiwanej podwyżki stóp w strefie euro, kurs euro wobec dolara w większym stopniu zareagował na zmianę zapisów komunikatu ograniczającą prawdopodobieństwo dalszych podwyżek stóp i osłabił się wobec dolara w kierunku 1,065 USD/EUR.
- W ograniczonym stopniu lepsze nastroje były wspierane publikacjami korzystniejszych danych z USA (kolejny solidny wzrost sprzedaży detalicznej w sierpniu i wyższy od oczekiwań wzrost produkcji przemysłowej) biorąc pod uwagę ryzyko wydłużonego okresu bardzo restrykcyjnych warunków monetarnych. W większym stopniu ten optymizm mogło wspierać pewne wyhamowanie spadków wskaźników gospodarczych w Chinach (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, nakłady inwestycyjne).
- Efekty globalne wpływały także na rynek krajowy. Choć rentowności obligacji skarbowych w minionym tygodniu zmieniały się minimalnie, to po wcześniejszych spadkach, o kilkanaście punktów bazowych rosty notowania stawek FRA i IRS. Indeks WIG wzrósł o ponad 1% w skali tygodnia. Cały czas natomiast luźna polityka pieniężna RPP ciążyła złotemu, który osłabił się w kierunku 4,65 PLN/EUR.
- Opublikowane w minionym tygodniu dokładne [dane dot. sierpniowej inflacji](#) potwierdziły wcześniejszy wynik szacunku *flash* spadku indeksu do 10,1% r/r. Podtrzymujemy także prognozę spadku inflacji bazowej do 10,1% r/r (publikacja dzisiaj).
- W świetle dostępnych obecnie informacji we wrześniu oczekujemy skokowego spadku inflacji (o ok. 1,5 pkt. proc. do ok. 8,5%) na co wpłyną: - podwyższenie progu zużycia energii elektrycznej od którego obowiązuje wyższa stawka cenowa (*de facto* obniżające poziom cen), - bardzo wysokie bazy odniesienia dla cen opatu, - wejście w życie darmowych leków dla osób poniżej 18-go i powyżej 65-go roku życia, - dynamiczne obniżki cen paliw na stacjach Orlen. W mniejszym stopniu ten spadek będzie wynikał z kontynuacji trendu dezinflacji cen żywności i inflacji bazowej.
- Podtrzymujemy naszą ocenę, że wrześniowy skokowy spadek inflacji posłuży Radzie za argument do dalszych obniżek stóp na posiedzeniu październikowym, choć już w mniejszej skali (25 – 50 pkt. baz., przy naszej punktowej prognozie obniżki o 25 pkt. baz.). Pretekstem dla RPP mogą być także publikacje w tygodniu bieżącym sierpniowych danych ze sfery realnej. Oczekujemy utrzymania ujemnej dynamiki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej oraz minimalnego wzrostu produkcji budowlanej.
- Niepewność dot. polityki pieniężnej RPP w krótkim okresie będzie zapewne cały czas ciążyła złotemu. Z drugiej strony, presja deprecjacyjna złotego może osłabiać apetyt Rady co do skali kolejnych obniżek stóp, co z kolei powinno ograniczać ryzyko jego głębszego osłabienia. Pomimo luźnej polityki pieniężnej RPP, prawdopodobne utrzymanie restrykcyjnej retoryki głównych banków centralnych będzie w najbliższych tygodniach ograniczać potencjał spadkowy rentowności, w szczególności na długim końcu krzywej dochodowości.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie komitetu FOMC (19 – 20 września)**

Oczekujemy, że komitet FOMC utrzyma stopy procentowe na niezmienionym poziomie, w tym stopę funduszy federalnych w przedziale 5,25% – 5,50%. Choć ryzyko kolejnej podwyżki FOMC utrzymuje się i komitet zapewne podtrzyma generalnie jastrzębie nastawienie w polityce pieniężnej, to większe prawdopodobieństwo przypisujemy scenariuszowi stabilizacji stóp we wrześniu.

Opublikowane w ostatnich tygodniach dane makroekonomiczne wskazują na powolny proces osłabienia koniunktury na amerykańskim rynku pracy oraz powolny proces dezinflacji, co powinno pozwolić komitetowi na decyzję o pauzie podczas wrześniowego posiedzenia. Taki scenariusz był także dominującym w pojawiających się w ostatnich tygodniach wypowiedziach członków komitetu, w tym prezes Powell na możliwość pauzy wrześniowej wskazał podczas wystąpienia w Jackson Hole. Jednocześnie generalnie wciąż bardzo wysoki poziom inflacji oraz korzystna koniunktura gospodarcza, przede wszystkim wysokie odczyty sprzedaży detalicznej w lipcu i sierpniu wskazują na utrzymanie ryzyka dalszych podwyżek stóp i wskazania na taką opcję w komunikacie FOMC oraz podczas konferencji prasowej.

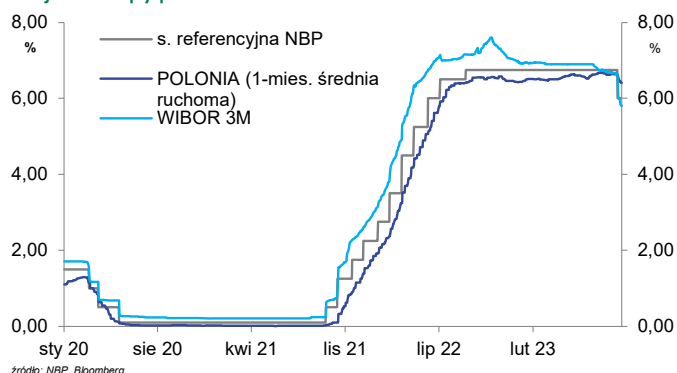
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 18 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Wskaźnik inflacji bazowej CPI	sie	10,8% r/r	10,0% r/r	10,1% r/r
środa 20 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	sie	0,1% r/r	0,1% r/r	0,0% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	sie	10,4% r/r	11,9% r/r	12,0% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	sie	-2,7% r/r	-1,8% r/r	-2,4% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	sie	-1,7% r/r	-2,9% r/r	-2,4% r/r
19:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	wrz	5,25% – 5,50%	5,25% – 5,50%	5,25% – 5,50%
19:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	wrz	-	-	-
czwartek 21 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	sie	1,1% r/r	1,1% r/r	1,2% r/r
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	sie	-4,0% r/r	-4,0% r/r	-3,1% r/r
piątek 22 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	wrz	43,2 pkt.	43,7 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	wrz	57,2 pkt.	56,1 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	wrz	44,8 pkt.	44,9 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	wrz	55,1 pkt.	54,3 pkt.	-
poniedziałek 25 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Stopa bezrobocia	sie	5,0%	5,0%	5,0%
10:00	DE	Indeks koniunktury Ifo	wrz	85,7 pkt.	-	-

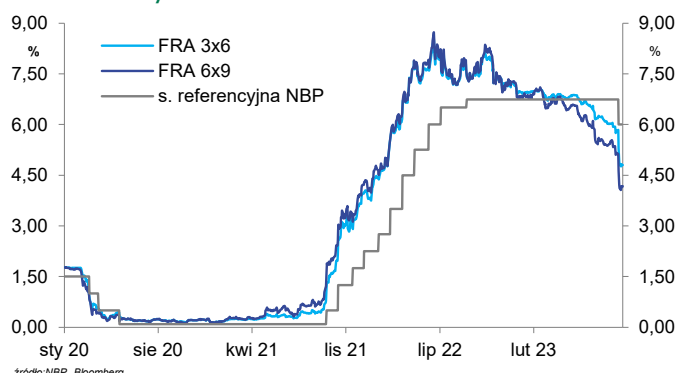
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

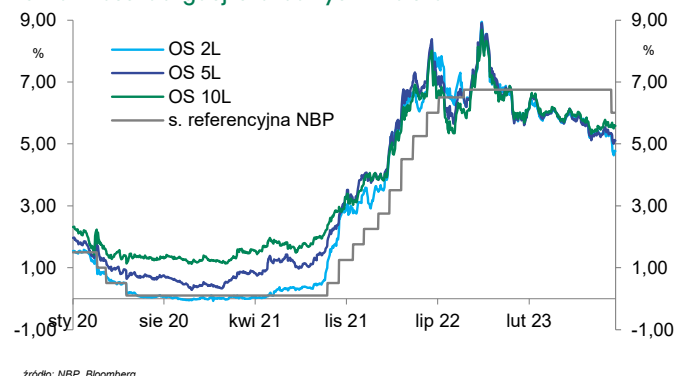
Krajowe stopy procentowe



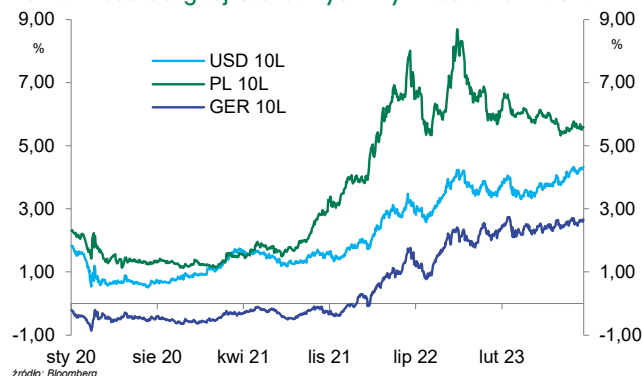
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



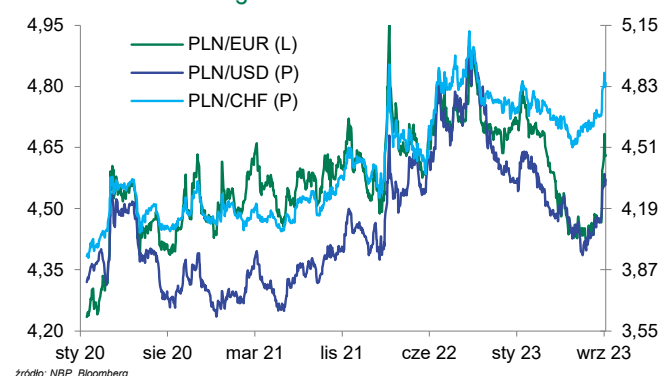
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



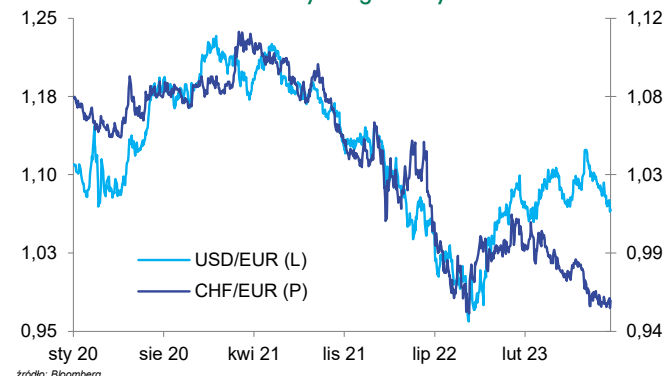
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



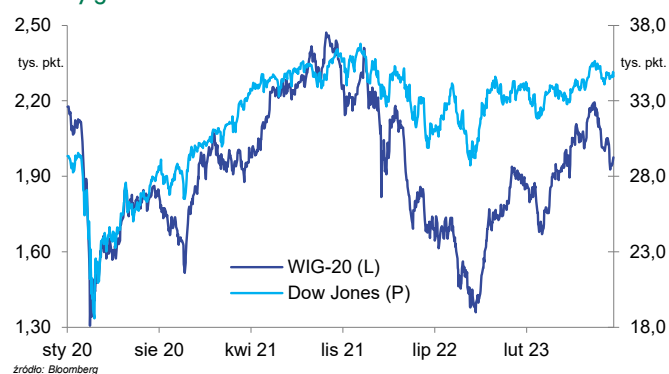
Notowania kursu złotego



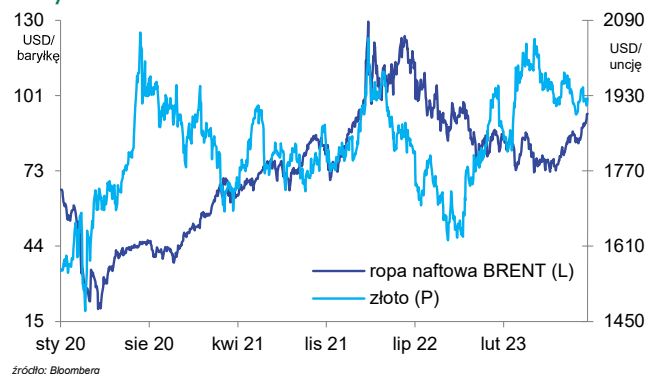
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe



Ceny surowców

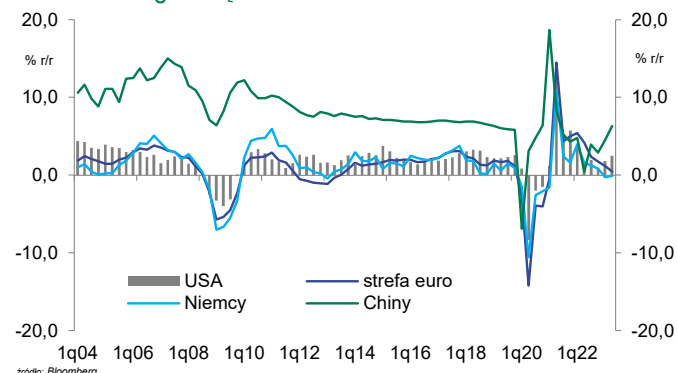


2023-09-18

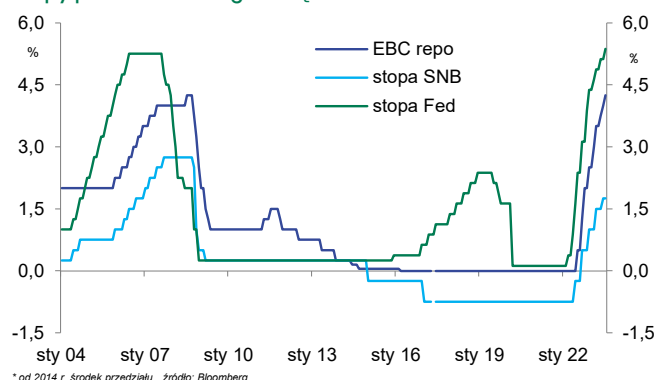
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

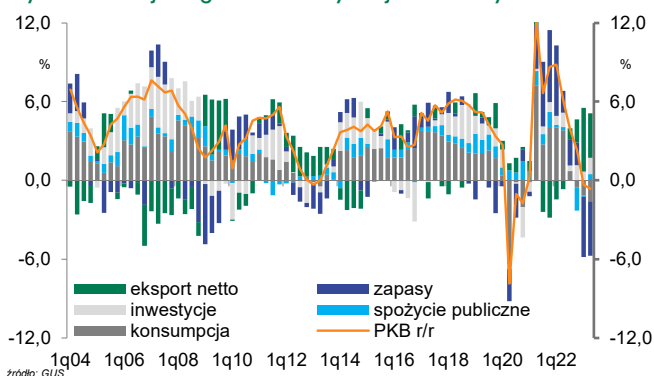
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



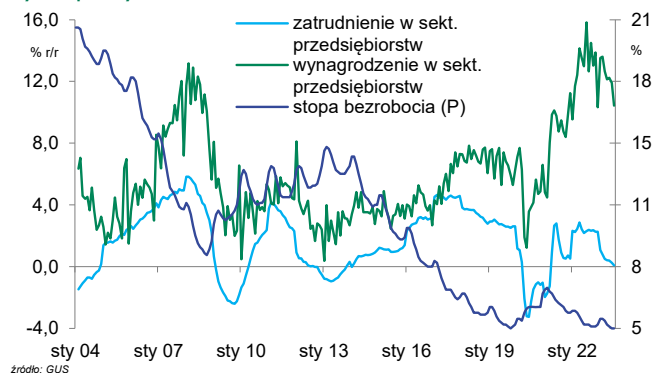
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



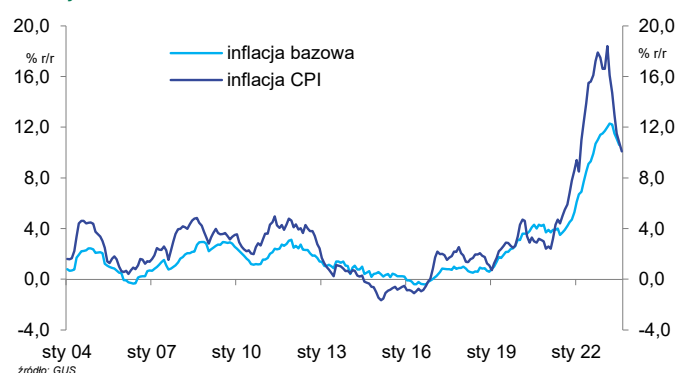
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



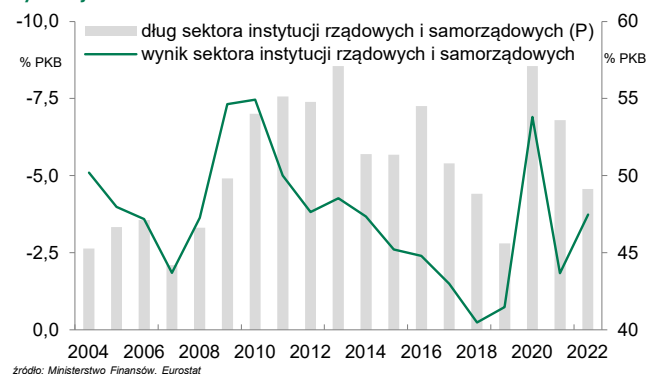
Rynek pracy



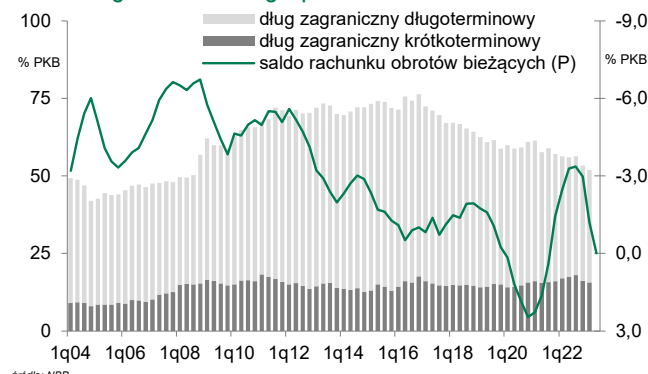
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



2023-09-18

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.08.2023	08.09.2023	15.09.2023	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	6,01	5,80	5,70	5,60	5,55
Obligacje skarbowe 2L	%	5,31	4,77	4,76	4,70	4,80	4,90
Obligacje skarbowe 5L	%	5,32	5,09	5,10	5,00	5,00	5,05
Obligacje skarbowe 10L	%	5,55	5,94	5,58	5,50	5,40	5,30
PLN/EUR	PLN	4,47	4,60	4,63	4,60	4,60	4,60
PLN/USD	PLN	4,11	4,30	4,34	4,28	4,26	4,26
PLN/CHF	PLN	4,66	4,82	4,85	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	4,25	4,50	4,50	4,50	4,50
Stopa SNB	%	-	-	-	2,00	2,00	2,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,11	4,26	4,33	4,15	3,90	3,70
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,46	2,61	2,67	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.

2023-09-18

Klauzula poufności: BOŚ jawne