

KOMENTARZ TYGODNIOWY

2 października 2023

Wyraźny spadek wrześniowej inflacji CPI ułatwi RPP kolejną obniżkę stóp procentowych.

• Miniony tydzień przyniósł dalsze pogorszenie nastrojów na globalnym rynku finansowym. Co prawda wzmacniają się oczekiwania dot. zakończenia bieżącego cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej, równocześnie jednak ugruntowują się prognozy co do dłuższego okresu podwyższonych stóp. W efekcie, pomimo spadku rentowności 2-letnich obligacji skarbowych na rynkach bazowych (o ok. 5 pkt. baz.), w minionym tygodniu ponownie wzrosły rentowności papierów 10-letnich o 10 pkt. baz. w Niemczech i 14 pkt. baz. w USA (do kolejnych lokalnego maksimum ok. 4,60% w USA i 2,85% w Niemczech).

• Te oczekiwania wspiera retoryka banków centralnych (posiedzenia wrześniowe FOMC i rady EBC), bieżący bardzo powolny proces dezinflacji, wciąż solidna sytuacja gospodarcza w USA oraz wysokie ceny ropy naftowej (dalszy wzrost powyżej 95 USD/baryłkę ropy Brent). Ponadto, przy trudnej post-pandemicznej sytuacji fiskalnej wielu gospodarek, perspektywa dłuższego okresu podwyższonych stóp procentowych przekłada się na dodatkowe ryzyko gospodarcze i tym samym presję na rentowności obligacji skarbowych.

• Na te nastroje nie wpłynęły lepsze od oczekiwań dane dot. wrześniowego szacunku inflacji HICP w strefie euro. Niższy od oczekiwań rynkowych okazał się nie tylko ogólny wskaźnik HICP (spadek do 4,3% r/r), ale także wskaźnik bazowy, który obniżył się do 4,5% r/r przy silniejszej dezinflacji cen towarów.

• W efekcie niezłe dane ze sfery realnej gospodarki USA (solidny wzrost wydatków konsumentów o 0,4% m/m po bardzo silnym wzroście lipcowym o 0,9%), czy też stopniowa poprawa wskaźników koniunktury PMI w Chinach nie poprawiały nastrojów inwestorów. Globalny indeks rynków akcji MSCI w skali tygodnia osłabił się o 0,8%, w tym o 0,6% w USA, o 1% w strefie euro oraz o 0,8% w grupie krajów wschodzących.

• Niekorzystne nastroje rynkowe w trakcie minionego tygodnia mogły także wynikać z obawą przed scenariuszem zawieszenia aktywności części instytucji publicznych w USA (shutdown) w związku z problemem z przegłosowaniem budżetu państwa na kolejny rok fiskalny. Ostateczne sobotnie porozumienie o uchwaleniu tymczasowego budżetu (na 45 dni) w krótkim okresie ogranicza to ryzyko i przesunęło je na drugą połowę listopada.

• Słabsze nastroje globalne wpłynęły także na krajowy rynek finansowy, co przełożyło się na osłabienie kursu złotego o ponad 1,0% w relacji do koszyka walut. W relacji do euro kurs ponownie wzrósł wyraźnie powyżej 4,60 PLN/EUR, a w relacji do dolara do powyżej 4,35 PLN/USD. WIG w skali tygodnia stracił na wartości 1,7%.

• Wzrost rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych podwyższył także rentowności polskich 10-latek, które w skali tygodnia wzrosły o 13 pkt. baz. do 5,89%. Z drugiej strony o 10 pkt. baz. spadły rentowności papierów 2-letnich, do czego przyczyniła się publikacja wstępnego szacunku inflacji CPI z września.

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

- Zgodnie z szacunkiem [flash wskaźnik CPI we wrześniu](#) obniżył się o blisko 2 pkt. proc. do 8,2% r/r, silniej wobec prognoz rynkowych. Poza dotychczasowymi tendencjami wyhamowania wzrostu cen żywności oraz inflacji bazowej po wykluczeniu cen administrowanych, na skokowy spadek wrześniowej inflacji w dominującym stopniu wpłynęła kumulacja efektów okresowych i decyzji administracyjnych: - obniżenie cen energii elektrycznej jako efekt podwyższenia progów zużycia od których obowiązują wyższe stawki cen, - darmowe leki dla osób poniżej 18-go i powyżej 65-go roku życia, - skokowy spadek cen paliw pomimo wzrostu cen ropy naftowej, - silny efekt bazy dla cen opatu i żywności.
- Niezależnie od czynników wpływających na spadek inflacji oraz wskazywania na wrześniowy jej spadek jako wytłumaczenie już wrześniowej redukcji stóp, RPP zapewne wykorzysta głęboki spadek inflacji we wrześniu jako pretekst dla dalszego poluzowania polityki pieniężnej. Biorąc pod uwagę skalę deprecjacji złotego po wrześniowym ruchu Rady oraz wypowiedzi członków RPP tonujące oczekiwania dot. skali obniżek stóp, prognozujemy, że na śródownym posiedzeniu Rada obniży stopy o 25 pkt. baz. Z drugiej strony, biorąc pod uwagę jak silny wpływ na decyzje Rady mają bieżące dane oraz wyraźną preferencję większości RPP dla jak najszybszych obniżek stóp, jako wysokie (bliskie 50%) oceniamy ryzyko obniżki stóp o 50 pkt. baz.
- Dla sytuacji rynkowej istotna będzie także retoryka prezesa NBP podczas czwartkowej konferencji prasowej. Sądzymy natomiast, że tym razem przekaz dot. średniookresowych decyzji Rady może być już mniej jednoznaczny, a pretekstem dla tej zmiany retoryki może być zapowiedź konieczności zapoznania się z aktualizacją prognoz z listopadowej projekcji makroekonomicznej NBP.
- Skala redukcji stóp RPP oraz wypowiedzi prezesa NBP będą miały wpływ na kształtowanie się kursu złotego oraz rentowności papierów na krótkim końcu krzywej. Jeżeli, tak jak oczekujemy, obniżka stóp okaże się mniejsza wobec oczekiwań rynkowych (np. notowania FRA), może to wesprzeć notowania złotego i osłabić obligacje skarbowe. Jednocześnie wpływ tych zmian pozostanie osłabiony przez sytuację zewnętrzną. W tym aspekcie jednak w krótkim okresie trudniej oczekiwać odwrócenia bieżących trendów. Dopiero silniejsze pogorszenie sytuacji na amerykańskim rynku pracy osłabi presję na rentowności obligacji na dłuższym końcu.
- Z tego względu w bieżącym tygodniu kluczowe dla inwestorów będą właśnie publikacje danych z rynku pracy USA, w tym wrześniowe dane dot. zatrudnienia i wynagrodzeń oraz sierpniowe dane dot. liczby wakatów.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (3-4 października)**

Przewidujemy, że Rada Polityki Pieniężnej obniży stopy procentowe o 25 pkt. baz., w tym stopę referencyjną NBP do poziomu 5,75%. Pretekstem dla tej decyzji Rady będzie wyraźny spadek wrześniowej inflacji. Przyznajemy, że prawdopodobieństwo większej skali obniżki stóp – o 50 pkt. baz. – jest wysokie, bliskie 50%, biorąc pod uwagę, że spadek wrześniowej inflacji wyniósł blisko 2 pkt. Naszym zdaniem za obniżką stóp o 25 pkt. baz. ostatecznie przeważa obawa przed ewentualnym dalszym osłabieniem złotego, po tym jak złoty skokowo stracił na wartości w reakcji na nieoczekiwanie dużą obniżkę stóp NBP we wrześniu. Jednocześnie wyraźnie spadło ryzyko powtórzenia obniżki stóp o kolejne 75 pkt. baz. biorąc pod uwagę wypowiedź prezesa NBP dla PAP z 20 września, że po dostosowaniu stóp procentowych we wrześniu przestrzeń do ich dalszych obniżek „znacząco zawęża się”.

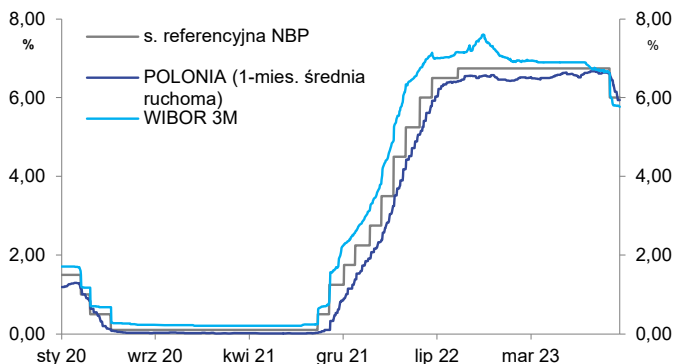
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 2 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	wrz	47,6 pkt.	47,9 pkt.	-
wtorek 3 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Liczba nieobsadzonych miejsc pracy (JOLTS)	sie	8,827 mln	8,830 mln	-
środa 4 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	sie	-0,2% m/m	-0,5% m/m	-
-	PL	Decyzja RPP dot. stóp procentowych NBP	paź	6,00%	5,75%	5,75%
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	wrz	54,5 pkt.	53,5 pkt.	-
czwartek 5 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	paź	-	-	-
piątek 6 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	sie	-11,7% m/m	1,5% m/m	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	wrz	187 tys.	165 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	wrz	3,8%	3,7%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	wrz	4,3% r/r	4,3% r/r	-
poniedziałek 9 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	sie	-0,8% m/m	-	-

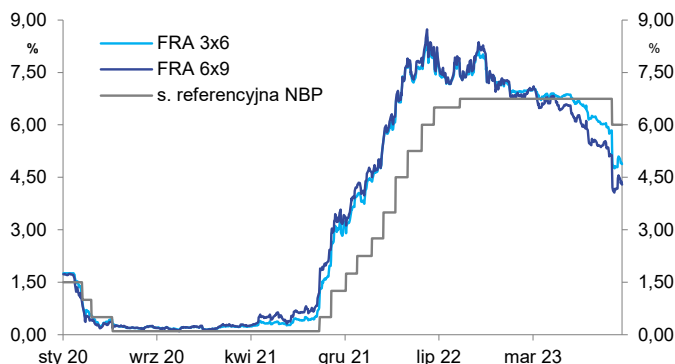
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

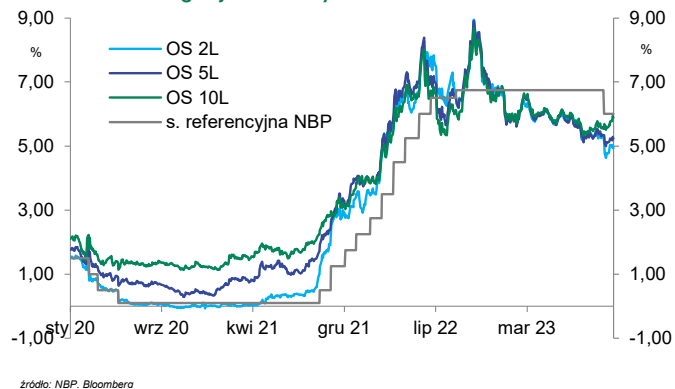
Krajowe stopy procentowe



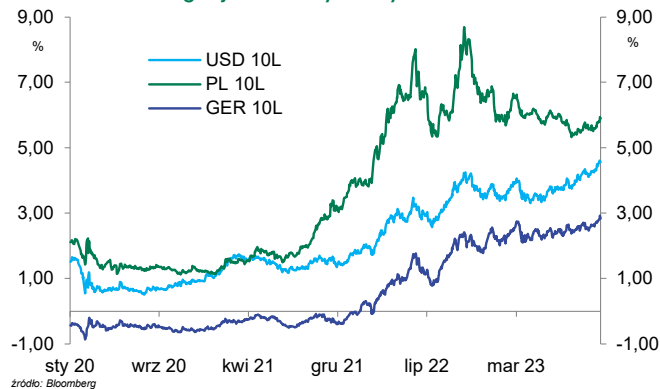
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



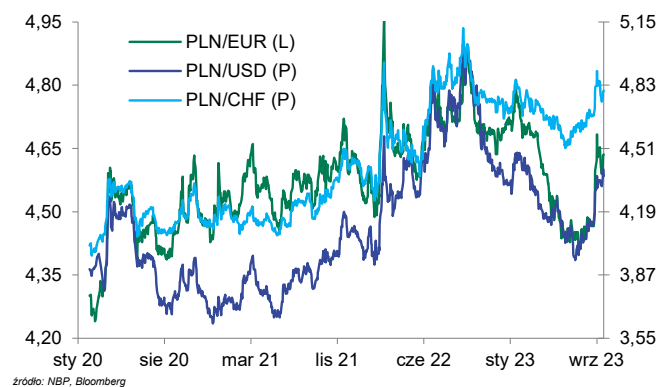
Rentowności obligacji skarbowych – Polska



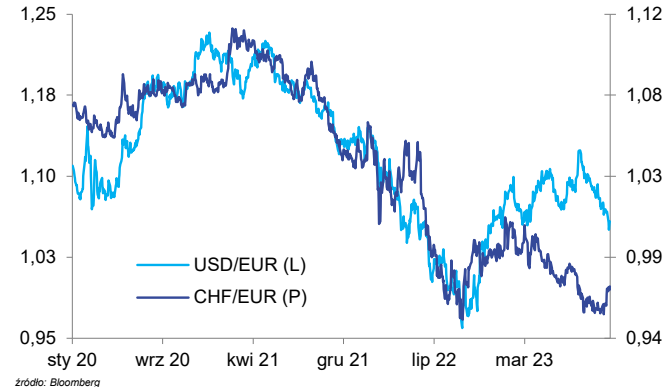
Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



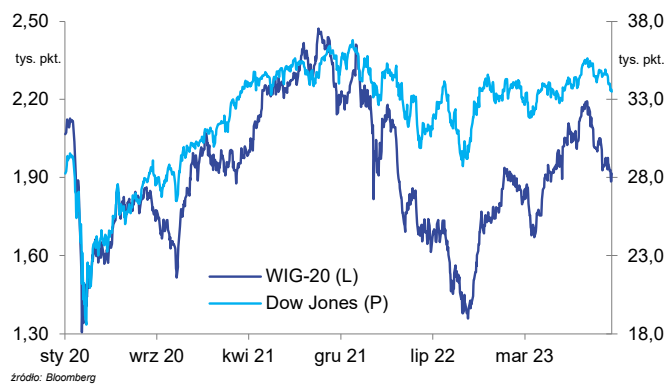
Notowania kursu złotego



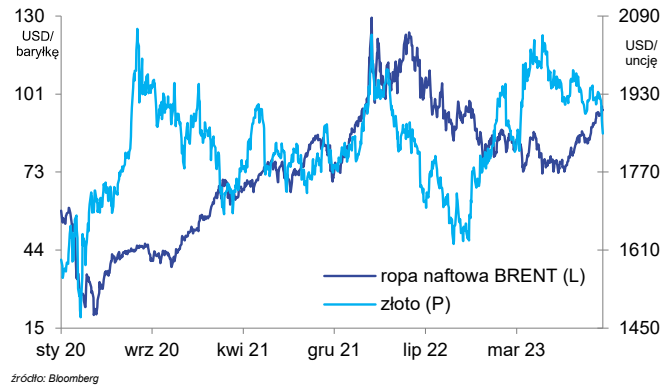
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

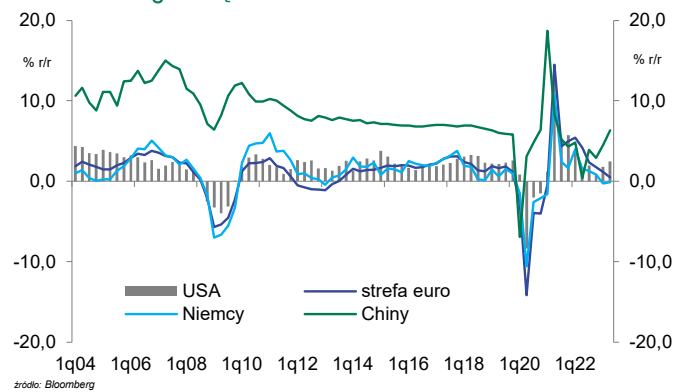


Ceny surowców

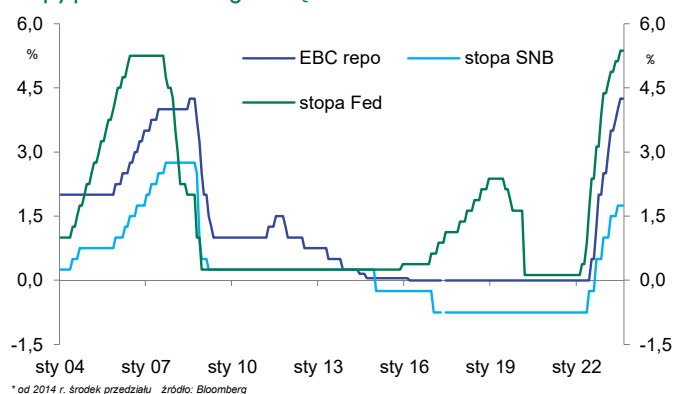


Sfera realna

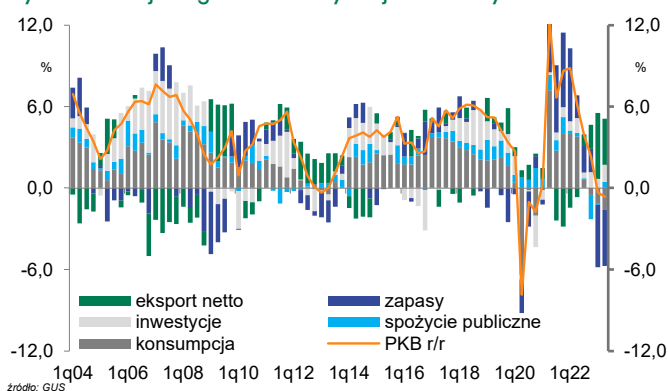
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



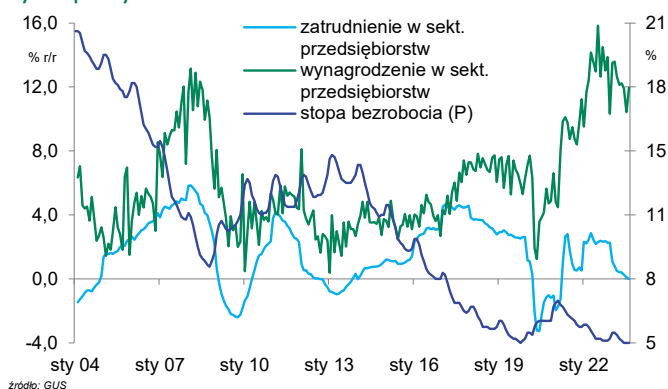
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



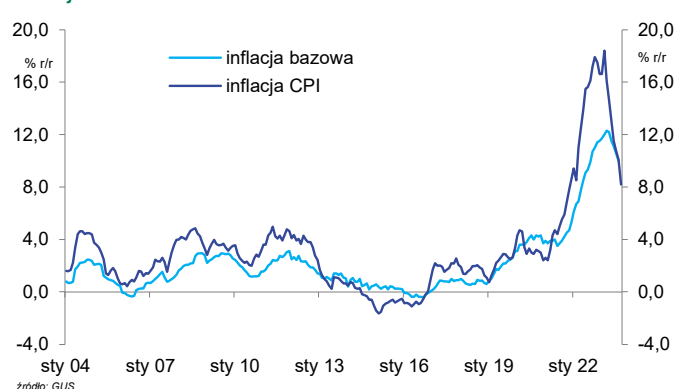
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



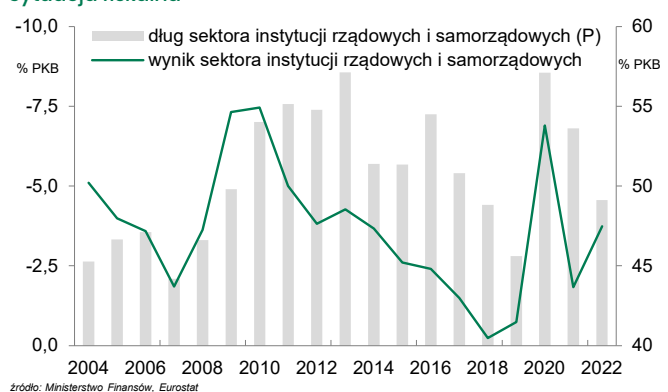
Rynek pracy



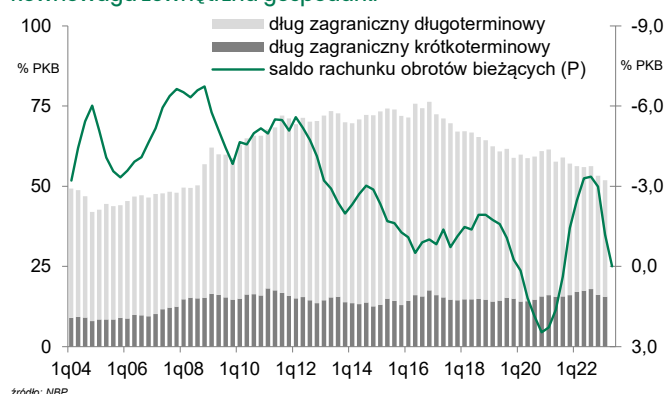
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.08.2023	22.09.2023	29.09.2023	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	5,79	5,77	5,70	5,60	5,55
Obligacje skarbowe 2L	%	5,31	5,03	4,93	4,95	4,90	4,90
Obligacje skarbowe 5L	%	5,32	5,22	5,22	5,10	5,05	5,00
Obligacje skarbowe 10L	%	5,55	5,94	5,89	5,75	5,60	5,50
PLN/EUR	PLN	4,47	4,61	4,64	4,60	4,60	4,60
PLN/USD	PLN	4,11	4,33	4,37	4,34	4,32	4,30
PLN/CHF	PLN	4,66	4,78	4,80	4,79	4,79	4,79
USD/EUR	USD	1,08	1,07	1,06	1,06	1,07	1,07
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	4,43	4,57	4,25	4,05	3,90
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,46	2,74	2,84	2,70	2,60	2,50

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.