

KOMENTARZ TYGODNIOWY

30 października 2023

Banki centralne ostrożniejsze z jastrzębią retoryką pomimo utrzymujących się wyzwań inflacyjnych.

- Miniony tydzień przyniósł kontynuację pogorszenia globalnych nastrojów rynkowych i jednocześnie korekcyjne spadki rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, które we wcześniejszych tygodniach osiągały lokalne maksima.
- Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami na ubiegłotygodniowym posiedzeniu [rada Europejskiego Banku Centralnego](#) utrzymała stopy procentowe bez zmian i jednocześnie praktycznie nie zmieniła dotychczasowego przekazu wskazującego na: – wysokie prawdopodobieństwo braku dalszych podwyżek stóp; – wciąż trwający cykl zacieśnienia polityki pieniężnej stąd utrzymujące się ryzyko podwyżki stóp w najbliższych miesiącach; – oczekiwane utrzymanie długiego okresu bieżących wysokich stóp procentowych. Pewnym zaskoczeniem dla inwestorów mogła być informacja, że rada w ogóle nie dyskutowała podczas posiedzenia nt. zmian w programie skupu aktywów finansowych przez EBC, niemniej przy notowanej w ostatnich tygodniach presji na rynku obligacji skarbowych na rynkach bazowych taka decyzja nie wydaje się istotnym zaskoczeniem.
- Podczas konferencji prasowej prezes EBC odnotowała publikacje ostatnich danych makroekonomicznych: – zgodny z oczekiwaniami spadek wrześniowej inflacji, – dalsze zacieśnienie warunków kredytowania i spadek popytu na kredyt w III kw., – zaskakujące spadki październikowych wskaźników koniunktury PMI.
- Zgodnie z opublikowanymi w minionym tygodniu wstępnymi wskaźnikami PMI w strefie euro, w październiku nie utrzymała się odnotowana we wrześniu poprawa koniunktury. Zarówno w przypadku przemysłu, jak i usług indeksy obniżyły się poniżej poziomów z sierpnia (spadki do odpowiednio 43,0 pkt. i 47,8 pkt.). Co więcej, poza pogorszeniem subindeksów aktywności (produkcji, nowych zamówień), w październiku silniej obniżyły się także subindeksy rynku pracy. Biorąc pod uwagę te dane, jak również szacunki spadku PKB Niemiec w III kw. (w ujęciu kwartalnym) nie można wykluczyć scenariusza technicznej recesji w strefie euro w II poł. tego roku.
- Bardzo dobre dane publikowane z USA wpisują się natomiast w obraz narastającego zróżnicowania sytuacji gospodarczej na świecie. Choć na wyniki PKB w III kw. z pewnością wpłynęły czynniki okresowe (promocje wspierające konsumpcję prywatną), to przyspieszenie wzrostu PKB do 4,8% kw/kw (SAAR) z 2,1% kw/kw wskazuje na bardzo silną aktywność amerykańskiej gospodarki. Silny rynek pracy i konsumpcja prywatna osłabiają proces dezinflacji w USA. Choć wskaźnik bazowy PCE zgodnie z oczekiwaniami we wrześniu minimalnie obniżył się do 3,7% r/r, to struktura danych wskazuje na niepokojące sygnały przyspieszenia miesięcznych wzrostów cen w kategoriach usługowych.
- Biorąc pod uwagę gwałtowny wzrost rentowności obligacji skarbowych w USA oraz wypowiedzi członków FOMC sprzed kilku dni tonujące oczekiwania na podwyżkę stóp, nie sądzimy, aby FOMC zdecydował się na podwyżkę stóp

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

na posiedzeniu, które odbędzie się w bieżącym tygodniu. Niewątpliwie jednak bieżące dane wpłyną na utrzymanie „jastrzębiej” retoryki Fed po posiedzeniu i utrzymanie wysokiego ryzyka kolejnej podwyżki stóp na posiedzeniu w grudniu.

- Ryzyko dłuższego okresu wysokiej inflacji i tym samym podwyższonych stóp procentowych to czynnik, który ogranicza potencjał do poprawy nastrojów rynkowych pomimo publikacji lepszych danych makroekonomicznych z USA. Z tego względu w minionym tygodniu globalny indeks rynku akcji MSCI spadł o ponad 2,0%, przy silniejszym spadku (o 2,6%) indeksu w USA, mniejszym w strefie euro i w grupie rynków wschodzących (kolejno o 0,3% i 0,7%). Z pewnością instrumentom o podwyższonym profilu ryzyka nie sprzyja utrzymujące się podwyższone ryzyko geopolityczne na Bliskim Wschodzie.
- Możliwe, że z powodu tego ryzyka – choć bardziej prawdopodobny wydaje się efekt korekty – w minionym tygodniu miały miejsce kilkupunktowe spadki rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. Taki ruch mogła wspierać także bardziej ostrożna retoryka banków centralnych oraz notowany w minionym tygodniu spadek cen ropy naftowej ponownie poniżej 90 USD/baryłkę w przypadku ropy Brent.
- Na rynku krajowym utrzymuje się wysoka odporność na globalny wzrost awersji do ryzyka. Kurs złotego generalnie utrzymywał się na mocniejszych poziomach (nieco powyżej 4,45 PLN/EUR), a indeks WIG zyskał w minionym tygodniu aż 2,8%. Z kolei w ślad za rynkami bazowym i prawdopodobnie oczekiwanym dalszym spadkiem krótkookresowej inflacji, obniżyły się rentowności krajowych obligacji skarbowych o blisko 15 pkt. baz. w przypadku rentowności 2-latek i 20 pkt. baz. w przypadku rentowności 10-letnich papierów.
- Miniony tydzień nie przyniósł żadnych jednoznacznych rozstrzygnięć przyspieszających termin stworzenia nowego rządu, z kolei na 13 listopada prezydent Andrzej Duda zapowiedział zwołanie pierwszego posiedzenia Sejmu X kadencji.
- W przypadku rynku krajowego uwaga rynkowa będzie coraz mocniej kierowała się w kierunku perspektyw inflacyjnych i polityki pieniężnej. W bieżącym tygodniu opublikowany zostanie szacunek *flash* październikowej inflacji CPI. Oczekujemy spadku wskaźnika do 6,6% r/r. Sądzymy, że skokowy spadek inflacji skłoni RPP do kolejnej obniżki stóp o 25 pkt. baz. podczas posiedzenia RPP w kolejnym tygodniu, jednak dopiero listopadowa konferencja prasowa prezesa NBP będzie kluczowa dla określenia preferencji Rady co do kształtowania polityki pieniężnej w średnim okresie. Te prognozy będzie także utrudniać niepewność dot. decyzji administracyjnych dot. stawki VAT na żywność oraz cen energii elektrycznej od stycznia 2024 r., które będą miały istotny wpływ na prognozę inflacji w całym 2024 r.
- Wątek perspektyw inflacyjnych oraz polityki pieniężnej pozostaje także kluczowym w przypadku rynków zagranicznych. Kluczowym wydarzeniem w tym tygodniu będzie kończące się w środę posiedzenie FOMC i retoryka prezesa J. Powella, niemniej bardzo istotne będą także publikowane pod koniec tygodnia dane z rynku pracy, w szczególności po bardzo silnej pozytywnej niespodziance dot. liczby nowych etatów sprzed miesiąca. Z pozostałych danych makroekonomicznych ważne będą publikacje październikowych wskaźników koniunktury z Chin i USA.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Wskaźnik *flash* inflacji CPI w październiku (31 października)**

Prognozujemy, że w październiku wskaźnik inflacji CPI obniżył się do 6,6% r/r wobec 8,2% r/r we wrześniu. Według naszych szacunków w październiku w kierunku spadku rocznego wskaźnika inflacji oddziaływały spadek dynamiki rocznej cen żywności (efekt umiarkowanych zmian cen żywności w ujęciu m/m przy wysokich bazach odniesienia sprzed roku), paliw (efekt utrzymania obniżonych cen hurtowych i detalicznych przez PKN Orlen), nośników energii (efekt stabilizacji cen opatu wobec wysokich wzrostów przed rokiem) oraz obniżająca się inflacja bazowa (głównie efekt hamowania wzrostu cen towarów przy wysokich efektach statystycznej bazy odniesienia sprzed roku). Według naszych szacunków październik będzie ostatnim miesiącem w tym roku o skokowym spadku wskaźnika CPI.

- **Posiedzenie komitetu FOMC (31 października – 1 listopada)**

Oczekujemy, że komitet FOMC utrzyma stopy procentowe na niezmiennym 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 zdecydowanie większe prawdopodobieństwo przypisujemy scenariuszowi stabilizacji stóp na posiedzeniu w tygodniu bieżącym.

Opublikowane w ostatnich tygodniach dane makroekonomiczne wskazują na utrzymanie solidnej koniunktury gospodarczej, a nawet pewną poprawę krótkookresową sytuacji na rynku pracy. Choć inflacja bazowa obniża się, to utrzymuje się ryzyko dla procesu dezinflacji z uwagi na relatywnie wysokie podwyżki cen w kategoriach usługowych.

Pomimo tych tendencji członkowie FOMC w dniach wcześniejszych wskazywali na preferencję ostrożności w zakresie polityki pieniężnej, co było zapewne skutkiem notowanego gwałtownego wzrostu rentowności obligacji skarbowych i tym samym zacieśnienia warunków finansowania rynkowego. Biorąc pod uwagę powyższe oczekujemy, że komitet nie zmieni stóp procentowych na posiedzeniu w tygodniu bieżącym, niemniej utrzyma restrykcyjną retorykę i opcję podwyżki na posiedzeniu w grudniu.

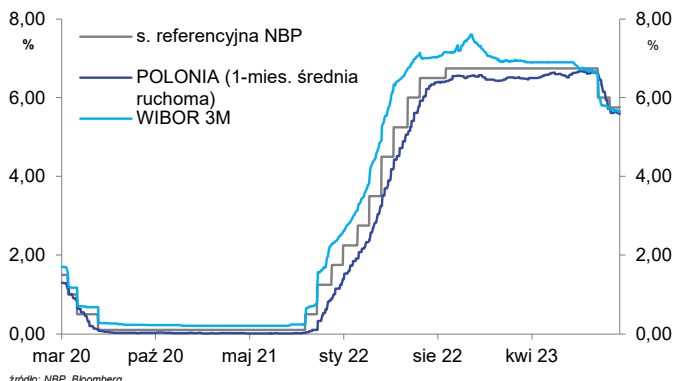
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 31 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	paź	50,2 pkt.	50,2 pkt.	-
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	paź	51,7 pkt.	52,0 pkt.	-
09:00	DE	Sprzedaż detaliczna	wrz	-1,2% m/m	0,5% m/m	-
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	paź	8,2% r/r	6,6% r/r	6,6% r/r
11:00	EMU	Wzrost PKB (wst.)	III kw.	0,1% kw/kw	0,0% kw/kw	-
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	paź	4,3% r/r	3,1% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	paź	4,5% r/r	4,2% r/r	-
środa 1 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	paź	50,6 pkt.	50,6 pkt.	-
16:00	US	Liczba nieobsadzonych miejsc pracy (JOLTS)	wrz	9,610 mln	9,265 mln	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	paź	49,0 pkt.	49,0 pkt.	-
20:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	lis	5,25% – 5,50%	5,25% – 5,50%	5,25% – 5,50%
20:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	lis	-	-	-
czwartek 2 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł	paź	43,9 pkt.	44,4 pkt.	44,2 pkt.
piątek 3 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	paź	50,2 pkt.	51,5 pkt.	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	paź	336 tys.	190 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	paź	3,8%	3,8%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	paź	4,2% r/r	4,0% r/r	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	paź	53,6 pkt.	53,0 pkt.	-
poniedziałek 6 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	wrz	3,9% m/m	-	-

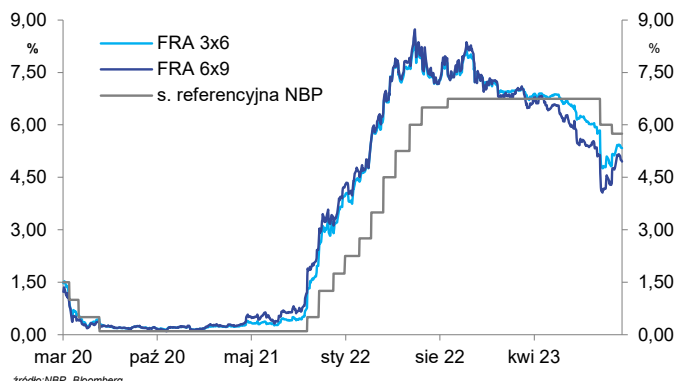
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

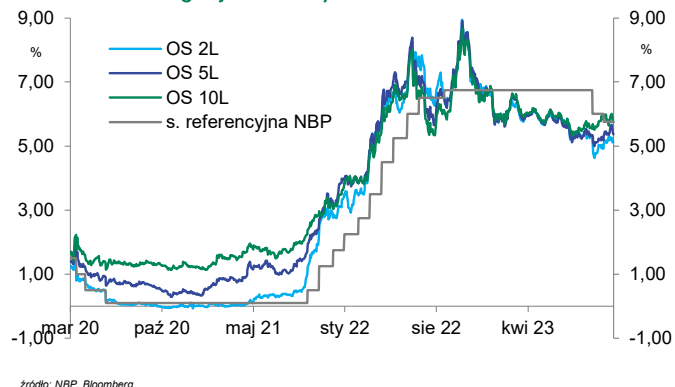
Krajowe stopy procentowe



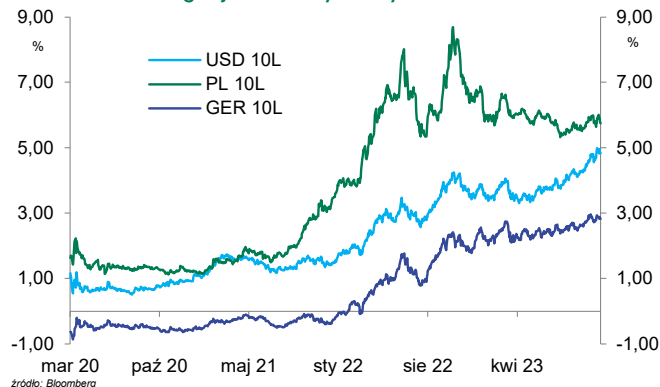
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



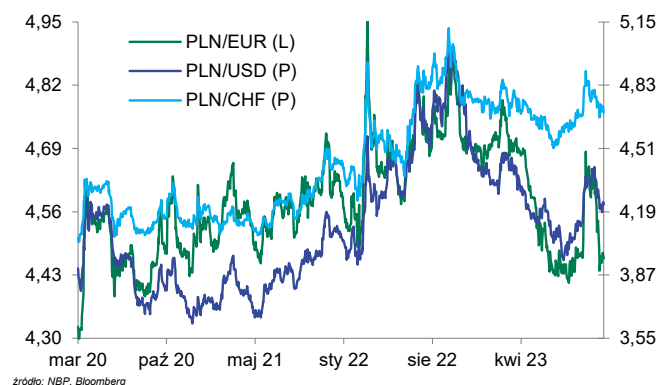
Rentowności obligacji skarbowych – Polska



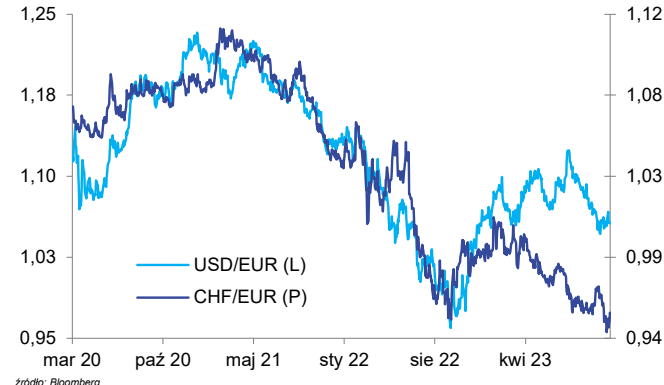
Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



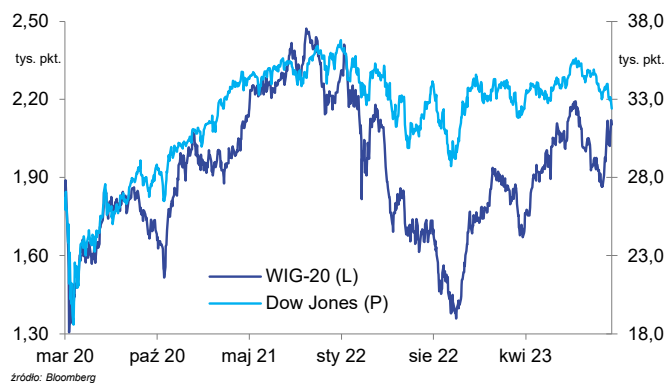
Notowania kursu złotego



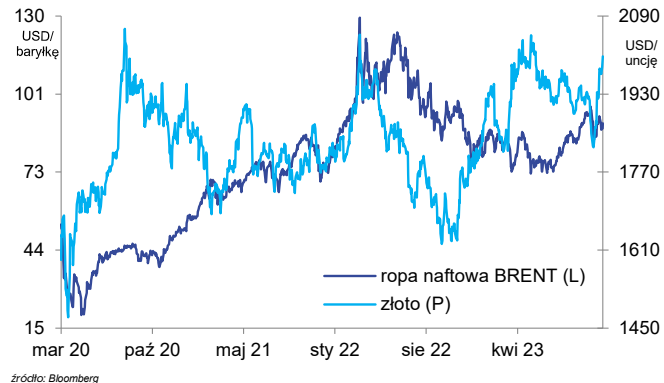
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

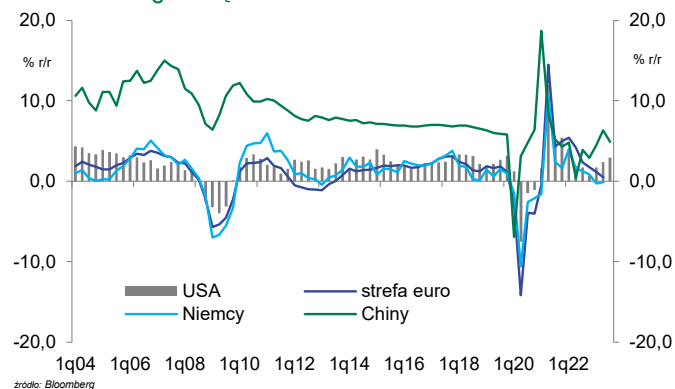


Ceny surowców

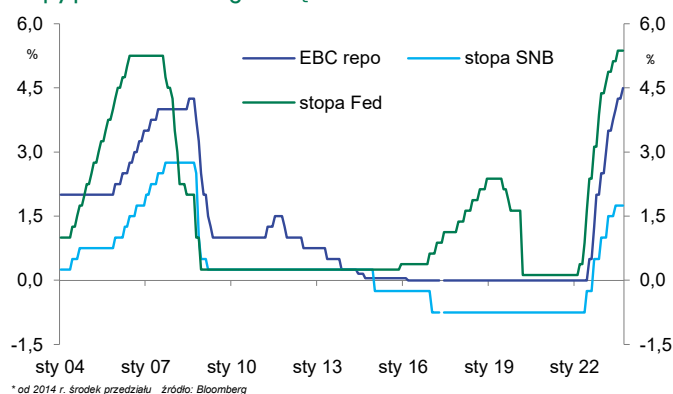


Sfera realna

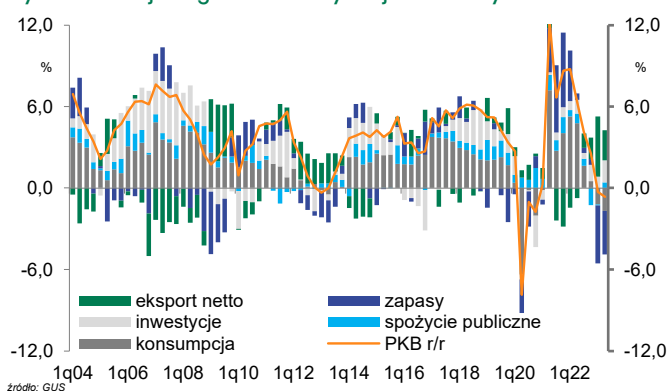
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



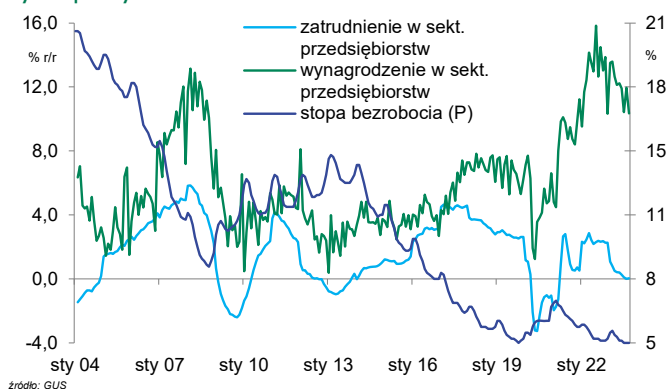
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



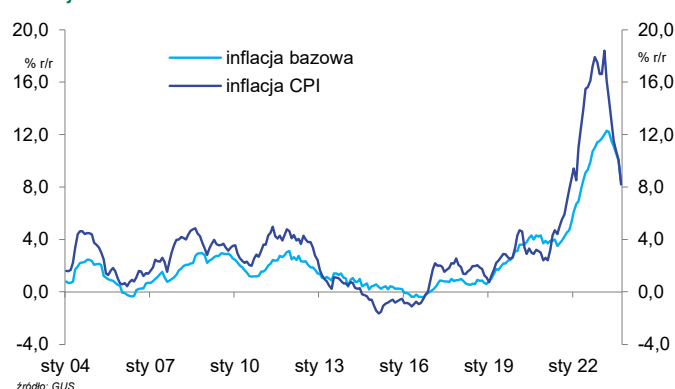
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



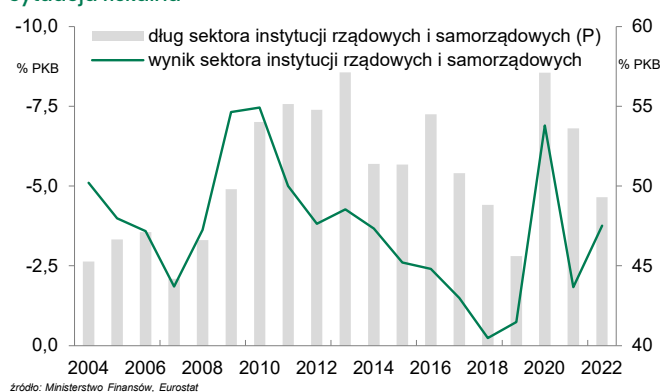
Rynek pracy



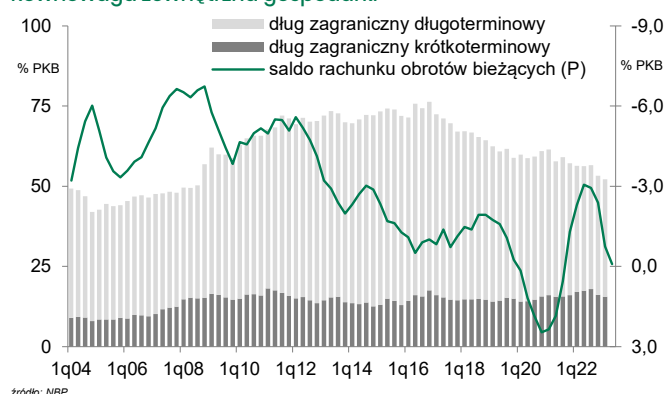
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.09.2023	20.10.2023	27.10.2023	30.11.2023	31.12.2023	31.03.2024
Stopa lombardowa NBP	%	6,50	6,25	6,25	6,00	6,00	5,50
Stopa referencyjna NBP	%	6,00	5,75	5,75	5,50	5,50	5,00
Stopa depozytowa NBP	%	5,50	5,25	5,25	5,00	5,00	4,50
WIBOR 3M	%	5,77	5,67	5,65	5,60	5,55	5,05
Obligacje skarbowe 2L	%	4,93	5,27	5,13	5,20	5,20	5,00
Obligacje skarbowe 5L	%	5,22	5,59	5,36	5,40	5,40	5,25
Obligacje skarbowe 10L	%	5,89	5,94	5,74	5,75	5,70	5,50
PLN/EUR	PLN	4,64	4,47	4,46	4,45	4,45	4,45
PLN/USD	PLN	4,37	4,22	4,23	4,18	4,16	4,13
PLN/CHF	PLN	4,80	4,73	4,69	4,64	4,64	4,62
USD/EUR	USD	1,06	1,06	1,06	1,07	1,07	1,08
Stopa Fed	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
Stopa repo EBC	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Stopa SNB	%	-	-	-	1,75	1,75	1,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,57	4,91	4,84	4,70	4,50	3,90
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,84	2,89	2,83	2,70	2,60	2,45

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.