

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

26 września 2022

## Jastrzębi Fed silnie pogorszył nastroje rynkowe. Oczekiwany krajowy wskaźnik CPI za wrzesień.

- Miniony tydzień przyniósł wyraźne nasilenie obaw rynkowych przed silniejszym spowolnieniem globalnej aktywności gospodarczej. Głównym tego powodem był restrykcyjny przekaz Fed po ubiegłotygodniowym posiedzeniu.
- Podczas środowego posiedzenia [FOMC podwyższył stopy procentowe o 75 pkt. baz. do 2,25 – 3,00%](#) dla stopy funduszy federalnych. Sama decyzja FOMC była dyskutowana przez rynki, zdecydowanie większym zaskoczeniem okazały się prognozy członów FOMC dot. dalszych podwyżek stóp procentowych w I.2022–2023 oraz jastrzębia narracja prezesa Fed, który podkreślił, że Fed jest zdeterminowany do ograniczenia inflacji także w warunkach wzrostu ryzyka recesji. Biorąc pod uwagę jednoznaczny przekaz FOMC oraz krótkoterminowe założenia dot. sytuacji gospodarczej w USA skorygowaliśmy w górę prognozę stopy Fed do 4,25% – 4,50% na koniec. Jednocześnie przy bardziej pesymistycznych założeniach średnioterminowych podtrzymujemy scenariusz rozpoczęcia rozluźniania polityki pieniężnej w USA pod koniec 2023 r.
- Globalne nastroje związane z silnym zacieśnieniem polityki pieniężnej podtrzymały także decyzje szeregu banków centralnych, w tym podwyżka stóp w Szwajcarii o 75 pkt. baz. oraz przez Bank Anglii o 50 pkt. baz.
- W warunkach wzrostu oczekiwań na silniejsze globalne zaostrzenie polityki pieniężnej, miniony tydzień przyniósł kolejny skokowy wzrost rentowności obligacji skarbowych do nowych lokalnych maksimów. Rentowności obligacji 10-letnich w USA wzrosły o 25 pkt. baz. do ok. 3,70%, z kolei rentowności obligacji niemieckich przekroczyły poziom 2%.
- Oczekiwania większej skali zacieśnienia polityki pieniężnej w warunkach spowalniającego wzrostu aktywności dodatkowo obniżyły notowania aktywów finansowych o wyższym profilu ryzyka, w tym na rynkach akcji. Globalny indeks MSCI obniżył się w skali tygodnia o 4,4%, w tym o 4,9% w USA i 4,7% w strefie euro. Indeks dla rynków wschodzących obniżył się o 3,3%.
- Obawy o perspektywę wzrostu gospodarki globalnej pchnęły także w dół ceny szeregu surowców, w tym pod koniec tygodnia ropy naftowej poniżej 85 USD/baryłkę ropy Brent, Ceny gazu w Europie utrzymywały się w minionym tygodniu w przedziale 160 – 200 EUR/MWh, wobec 240–300 pod koniec sierpnia. O ponad 15% obniżyły się także ceny węgla.
- Wzrost cen gazu cały czas powstrzymywały informacje dot. stanu zapasów w krajach europejskich oraz korekty prognoz popytu związane z oczekiwaną recesją. Na ceny surowców nie wpłynęły informacje dot. ogłoszenia częściowej mobilizacji w Rosji wskazujące na ryzyko przedłużania się konfliktu zbrojnego, ale także ryzyka geopolitycznego i surowcowego w Europie.
- Te informacje osłabiły natomiast notowania euro, podobnie jak sondaże przed wyborami parlamentarnymi we Włoszech. Wygrana centroprawicowej

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

koalicji (na co wskazują wyniki exit poll) może wzmacniać obawy rynkowe co przyszłym relacji z UE i dodatkowo osłabiać notowania euro. Jednocześnie jednak, to posiedzenie FOMC było głównym czynnikiem wpływającym na rynek walutowy w tygodniu minionym.

- Kurs dolara wobec euro wzmożnił się do 0,97 USD/EUR, wobec 1,00 USD/EUR na koniec tygodnia wcześniejszego. W relacji do koszyka walut dolar zyskał na wartości o 1,7%, a kurs euro osłabił się o 0,8%.
- Informacje geopolityczne osłabiły z kolei w minionym tygodniu kurs złotego. W relacji do koszyka walut kurs stracił na wartości ponad 1%, wzrósł do 4,76 PLN/EUR, ok. 4,90 PLN/USD oraz ok. 5,00 PLN/CHF.
- Sytuacja na rynku globalnym wpłynęła na wzrost rentowności krajowego długu o ponad 30 pkt. baz. w przypadku 10-latek i niespełna 20 pkt. baz. dla obligacji 2-letnich. Rentowności utrzymywały się jednak zdecydowanie poniżej maksimum z czerwca, przy niewielkich zmianach stawek FRA (w minionym tygodniu 10-15 pkt. baz. wyżej). Skalę wzrostu rentowności cały czas ograniczała retoryka większości członków Rady nt. zbliżającego się końca cyklu podwyżek stóp NBP oraz informacje rządowe wskazujące na ograniczenie podwyżek cen nośników energii z początkiem 2023 r.
- W niewielkim stopniu na krajowe aktywa wpływały publikacje serii danych ze sfery realnej polskiej gospodarki. W sierpniu utrzymała się solidna sytuacja na krajowym [ryнку pracy](#) i [historycznie niski poziom bezrobocia](#). Jednocześnie w danych znalazła potwierdzenie teza, że gwałtowny wzrost dynamiki wynagrodzeń w lipcu był jedynie okresowy i wynikał z kumulacji wypłat premii. Zarówno [sprzedaż detaliczna](#), [produkcja przemysłowa](#) i [budowlano-montażowa](#) lekko wzrosły w ujęciu zmian miesięcznych oczyszczonych z sezonowości, po wcześniejszych spadkach. Takie wyniki nie zmieniają perspektywy dalszego wyraźnego osłabienia aktywności na przełomie 2022 i 2023 r., jednak, póki co nie wskazują na gwałtowne nasilenie tego spowolnienia.
- Z punktu widzenia kolejnych decyzji RPP kluczowa pozostaje zachowanie inflacji. Na piątek zaplanowana jest publikacja szacunku *flash* wrześniowego wskaźnika CPI. Uwzględniając sierpniową i wrześniową podwyżkę cen węgla przez PGG oraz rosnące ceny hurtowe żywności oczekujemy wzrostu inflacji w okolice 17,0% r/r z 16,1% r/r w sierpniu, co – jeśli nasza prognoza się spełni – wzmocni oczekiwania na październikową podwyżkę stóp. Jednocześnie rządowe decyzje co do istotnego ograniczenia wzrostu cen nośników energii z początkiem 2023 r. będą ograniczać oczekiwania na większą skalę podwyżek stóp NBP w średnim okresie.
- Podobnie istotne znaczenie dla październikowej decyzji EBC będą miały zapewne szacunki wrześniowej inflacji HICP w strefie euro (publikacja wstępnych danych w bieżącym tygodniu). Z kolei w USA opublikowany zostanie indeks inflacji PCE za sierpień oraz ostateczny szacunek oczekiwań inflacyjnych konsumentów we wrześniu.
- Z puli danych ze sfery realnej gospodarki opublikowane zostaną sierpniowe dochody i wydatki konsumentów w USA oraz wskaźniki koniunktury za wrzesień w Chinach.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Wskaźnik inflacji we wrześniu – szacunek *flash* (30 września)**

**Prognozujemy, że wskaźnik inflacji CPI we wrześniu wzrósł do 17,0% r/r wobec 16,1% r/r w sierpniu.** Według naszych szacunków do dalszego wyraźnego wzrostu wskaźnika CPI przyczynił się przede wszystkim skokowy wzrost cen opału (ponad 25% m/m) za sprawą wzrostu cen węgla dla odbiorców detalicznych w ofercie PGG (dwukrotna podwyżka - w połowie sierpnia i z początkiem września) oraz Tauronu. W rezultacie wg naszych szacunków kontrybucja nośników energii do wzrostu wrześniowego wskaźnika CPI wyniosła 0,8 pkt. proc. Oprócz nośników energii w kierunku wzrostu wskaźnika CPI oddziaływała we wrześniu kontynuacja wzrostu cen żywności o ponad 1% m/m (kontrybucja do zmiany wskaźnika CPI 0,3 pkt. proc.) oraz kontynuacja wzrostu inflacji bazowej do 10% r/r (kontrybucja do wzrostu wskaźnika CPI 0,1 pkt. proc.). W przeciwnym kierunku – ograniczając wzrost wskaźnika inflacji we wrześniu (o 0,3 pkt. proc.) oddziaływała kontynuacja spadku cen paliw (nieco ponad 2% m/m).

## Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 27 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe	sie	-0,1% m/m	-0,1% m/m	-
piątek 30 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	wrz	49,4 pkt.	49,4 pkt.	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS– usługi	wrz	52,6 pkt.	52,6 pkt.	-
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin– przemysł	wrz	49,5 pkt.	49,6 pkt.	-
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Wskaźnik inflacji CPI (wst.)</b>	<b>wrz</b>	<b>16,1% r/r</b>	-	<b>17,0% r/r</b>
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	wrz	9,1% r/r	9,7% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	wrz	4,3% r/r	4,8% r/r	-
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych	sie	0,2% m/m	0,3% m/m	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych	sie	0,1% m/m	0,2% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE	sie	6,3% r/r	6,0% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	sie	4,6% r/r	4,8% r/r	-
16:00	US	Indeks oczekiwań inflacyjnych konsumentów Uniw. Michigan (ost.)	wrz	2,8%	-	-
poniedziałek 3 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
<b>09:00</b>	<b>PL</b>	<b>Indeks koniunktury PMI – przemysł</b>	<b>wrz</b>	<b>40,9 pkt.</b>	-	<b>41,0 pkt.</b>
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	wrz	52,8 pkt.	52,8 pkt.	-

\* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

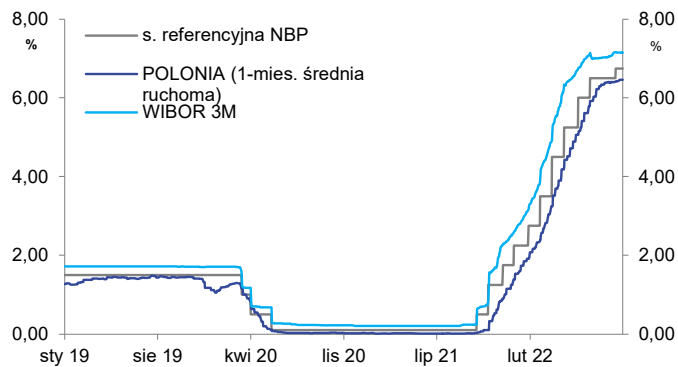
## Miesięczny kalendarz publikacji danych

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	sierpień	1.09	42,1 pkt.	40,9 pkt.	
Posiedzenie RPP	PL	wrzesień	7.09	6,50%	6,75%	
Saldo na rachunku obrotów bieżących	PL	lipiec	13.09	-1468 mln EUR	-1735 mln EUR	
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	sierpień	15.09	16,1% r/r (wst.)	16,1% r/r	
Wskaźnik inflacji bazowej CPI	PL	sierpień	16.09	9,3% r/r	9,9% r/r	
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	sierpień	20.09	2,3% r/r	2,4% r/r	
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	sierpień	20.09	15,8% r/r	12,7% r/r	
Produkcja przemysłowa	PL	sierpień	20.09	7,6% r/r	10,9% r/r	
Wskaźnik PPI	PL	sierpień	20.09	24,9% r/r	25,5% r/r	
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	PL	sierpień	21.09	2,0% r/r	4,2% r/r	
Produkcja budowlano-montażowa	PL	sierpień	21.09	4,2% r/r	6,1% r/r	
Stopa bezrobocia	PL	sierpień	23.09	4,9%	4,8%	
Wskaźnik inflacji CPI (flash)	PL	wrzesień	30.09	16,1% r/r		17,0% r/r

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI – przemysł	CHN	sierpień	1.09	50,4 pkt.	49,5 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	sierpień	1.09	52,8 pkt.	52,8 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	sierpień	2.09	528 tys.	315 tys.	
Dynamika wynagrodzeń	US	sierpień	2.09	5,2% r/r	5,2% r/r	
Indeks koniunktury PMI – usługi	CHN	sierpień	5.09	55,5 pkt.	55,0 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	sierpień	6.09	56,7 pkt.	56,9 pkt.	
Posiedzenie EBC	EMU	wrzesień	8.09	0,00% / 0,50%	0,75% / 1,25%	
Produkcja przemysłowa	CHN	sierpień	16.09	3,8% r/r	4,2% r/r	
Posiedzenie FOMC	US	wrzesień	21.09	2,25%-2,50%	2,75% - 3,00%	
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	wrzesień	23.09	49,6 pkt.	48,5 pkt.	
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	wrzesień	23.09	49,8 pkt.	48,9 pkt.	
Wskaźnik inflacji PCE	US	sierpień	30.09	6,3% r/r		6,0% r/r
Wskaźnik inflacji HICP (wst)	EMU	wrzesień	30.09	9,1% r/r		9,7% r/r

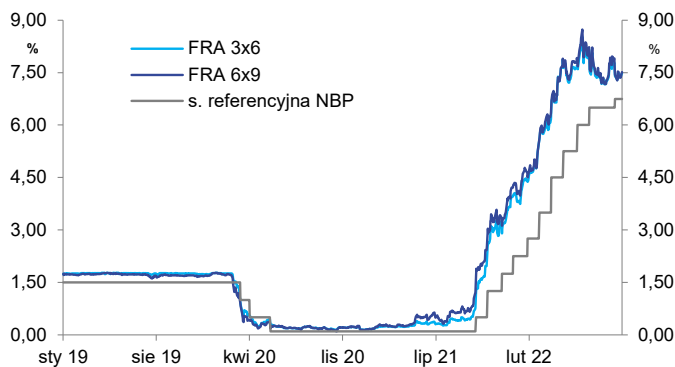
## Rynki finansowe

### Krajowe stopy procentowe



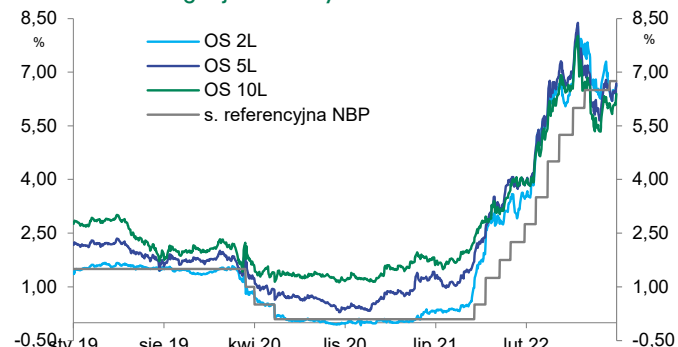
źródło: NBP, Bloomberg

### Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



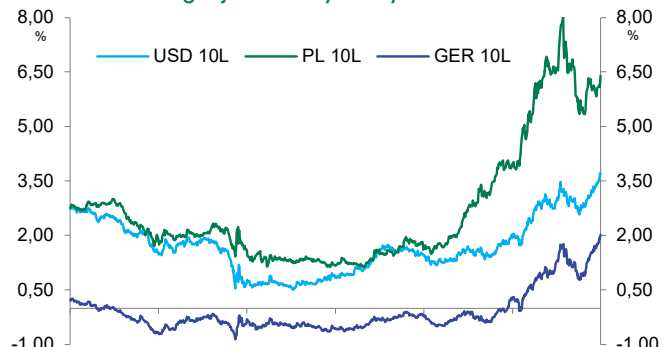
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych - Polska



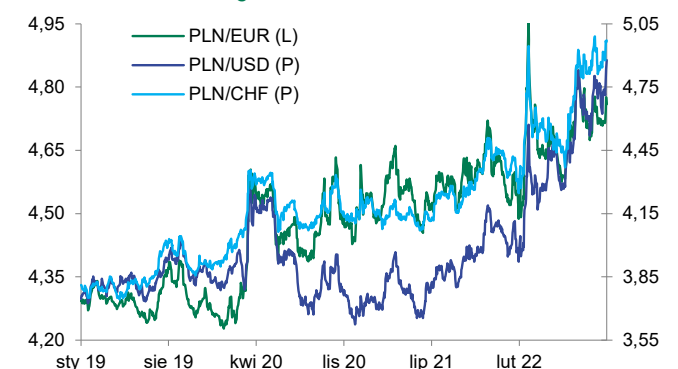
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



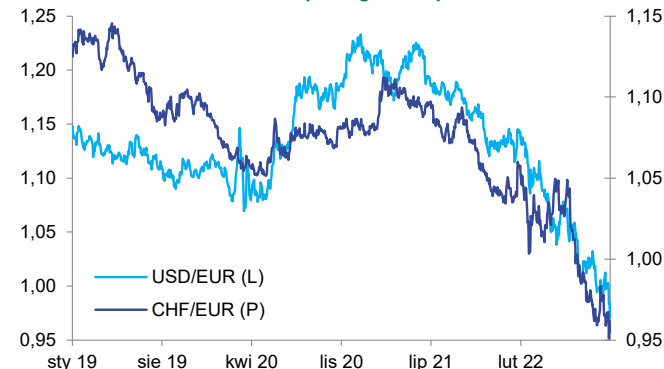
źródło: Bloomberg

### Notowania kursu złotego



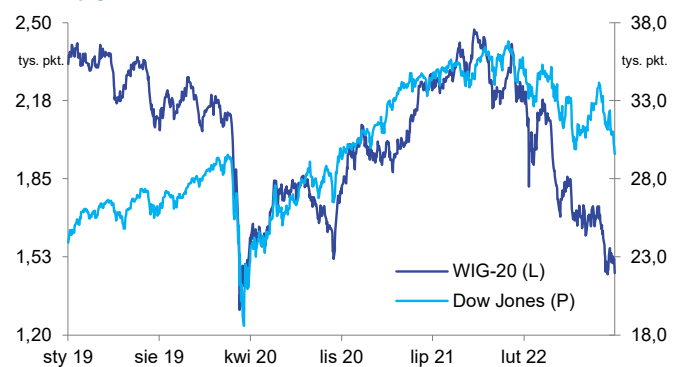
źródło: NBP, Bloomberg

### Notowania kursów walut na rynku globalnym



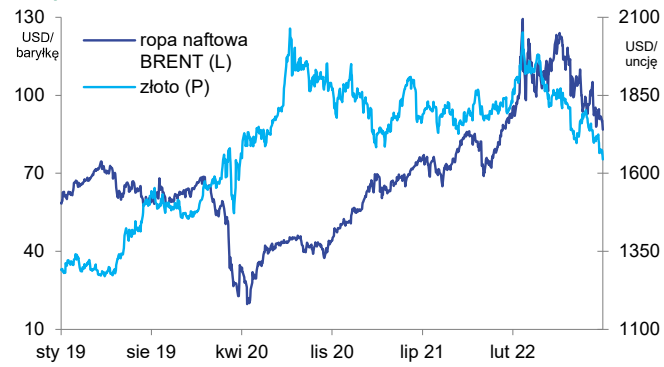
źródło: Bloomberg

### Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

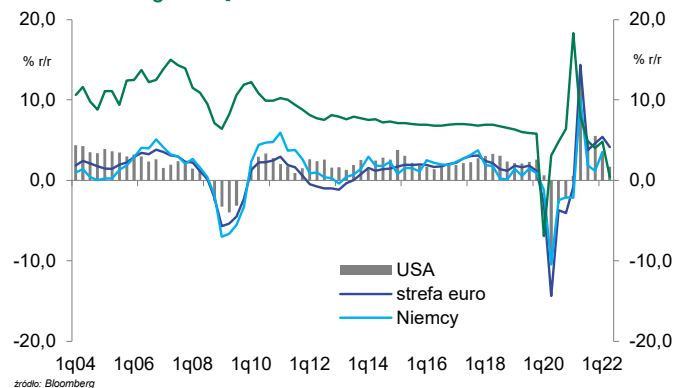
### Ceny surowców



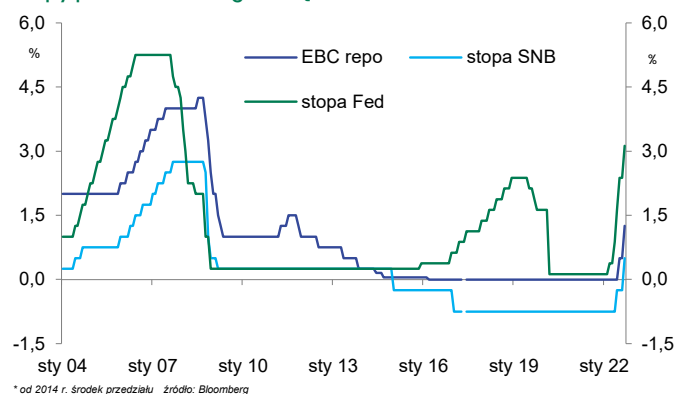
źródło: Bloomberg

## Sfera realna

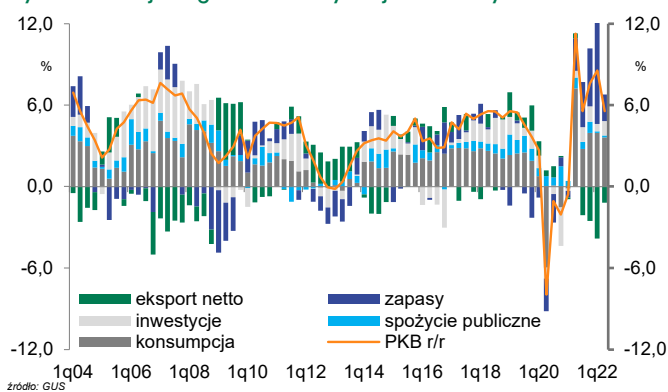
### Wzrost PKB za granicą



### Stopy procentowe za granicą



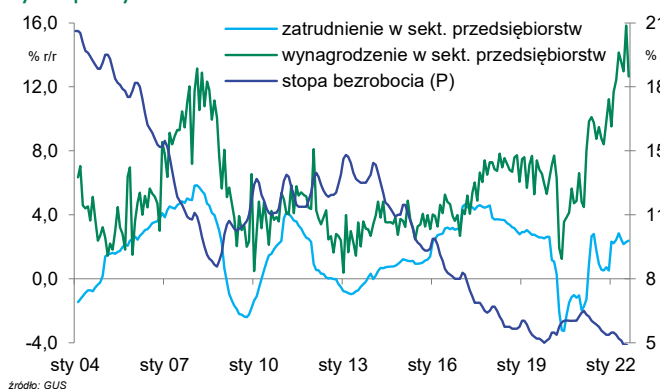
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



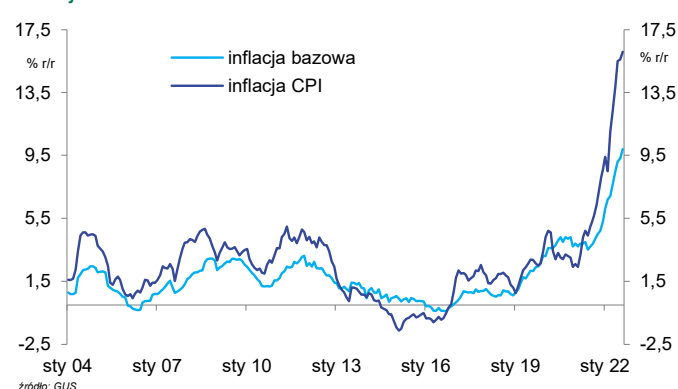
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



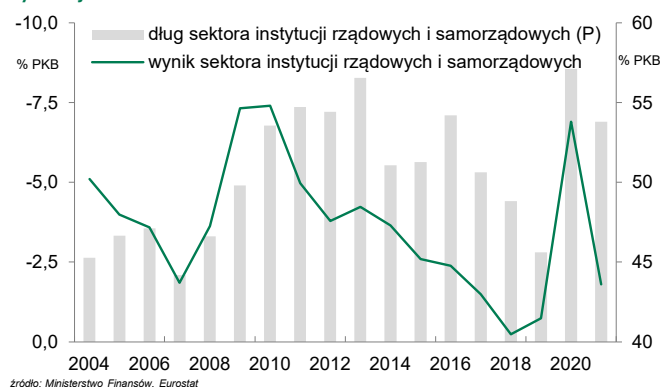
### Rynek pracy



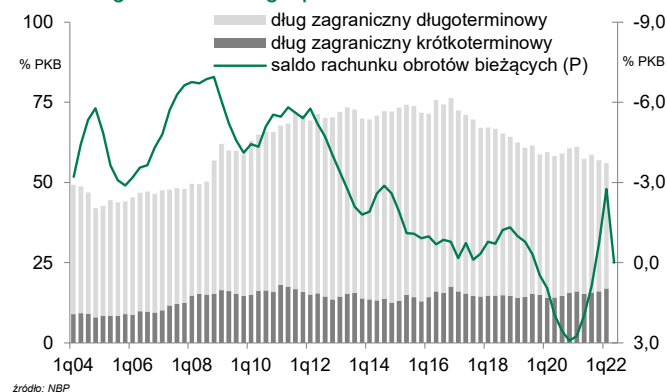
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.08.2022	16.09.2022	23.09.2022	31.10.2022	30.11.2022	31.12.2022
Stopa lombardowa NBP	%	7,00	7,25	7,25	7,50	7,50	7,50
Stopa referencyjna NBP	%	6,50	6,75	6,75	7,00	7,00	7,00
Stopa depozytowa NBP	%	6,00	6,25	6,25	6,50	6,50	6,50
WIBOR 3M	%	7,11	7,15	7,15	7,20	7,20	7,20
Obligacje skarbowe 2L	%	6,89	6,45	6,63	6,50	6,45	6,40
Obligacje skarbowe 5L	%	6,63	6,43	6,69	6,35	6,25	6,15
Obligacje skarbowe 10L	%	6,10	6,07	6,40	6,00	5,85	5,70
PLN/EUR	PLN	4,73	4,72	4,76	4,72	4,70	4,70
PLN/USD	PLN	4,74	4,74	4,88	4,82	4,75	4,70
PLN/CHF	PLN	4,85	4,91	4,97	4,87	4,85	4,85
USD/EUR	USD	1,01	1,00	0,97	0,98	0,99	1,00
Stopa Fed	%	2,50	2,50	3,25	3,25	4,00	4,50
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	3,50	4,20	4,60
Stopa repo EBC	%	0,50	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	%	3,19	3,45	3,69	3,60	3,45	3,25
Obligacje skarbowe GER 10L	%	1,53	1,75	2,02	1,85	1,80	1,70

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 wpacony w całości.