

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

31 października 2022

## „Gołębia” podwyżka rady EBC o 75 pkt. baz., teraz kolej na decyzję Fed. W Polsce oczekiwane dane CPI.

• Miniony tydzień przyniósł kontynuację dobrych nastrojów na globalnym rynku z mocnym popytem na ryzykowne aktywa. Za tą poprawą stał wzrost oczekiwań rynkowych, że może być już blisko zwrotu w globalnej polityce monetarnej w kierunku mniej jastrzębiej polityki, z silniejszym eksponowaniem ryzyka dla aktywności gospodarczej. Przyczyniły się do tego: – spekulacje medialne o możliwości zmniejszenia skali podwyżki stóp Fed do 50 pkt. baz. podczas grudniowego posiedzenia (artykuł w WSJ pod koniec wcześniejszego tygodnia); – dalszy spadek cen gazu na rynku europejskim, – dalszy spadek wskaźników koniunktury PMI w strefie euro i USA; a przede wszystkim odebrany jako „gołębi” przekaz po ubiegłotygodniowym posiedzeniu rady EBC.

• [Rada EBC na posiedzeniu w ostatni czwartek podwyższyła stopy procentowe o 75 pkt. baz.](#), do 2,00% dla stopy referencyjnej oraz do 1,50% dla stopy depozytowej, co było powszechnie oczekiwane. Jednocześnie niespodziewanie rada EBC złagodziła ton komunikatu po posiedzeniu i w łagodniejszym tonie podczas konferencji prasowej wypowiedziała się też prezes Lagarde. Podsyciły one nadzieje, że skala zacieśnienia polityki monetarnej EBC będzie mniejsza od dotychczas dyskutowanej przez rynki.

• Te zmiany poskutkowały obniżaniem się przez większość tygodnia rentowności papierów skarbowych na rynkach bazowych. Do minionego czwartku rentowności papierów 10-letnich obniżyły się o około 40 pkt. baz. – wyraźnie poniżej 4% w USA i poniżej 2% w Niemczech. Dopiero końcówka tygodnia za sprawą sporej niespodzianki inflacyjnej w Niemczech (CPI w październiku 11,6% vs. oczekiwane 10,9%), w mniejszym stopniu, niezłego wyniku PKB w tym kraju w III kw. (+0,3% kw/kw vs. oczekiwany lekki spadek), jak i solidnego wzrostu wrześniowych wydatków konsumpcyjnych Amerykanów spowodowały odreagowanie w górę rentowności 10-latek w okolice 4% w USA i powyżej 2% w Niemczech.

• Wzrost apetytu na ryzyko, wsparty publikacjami niezłych wyników finansowych spółek stymulował dynamiczny wzrost indeksów na rynkach akcji (globalny indeks akcji MSCI wzrósł o 3,5%), a dolar stracił na wartości (o ok. 1% w relacji do koszyka walut). W rezultacie pomimo „gołębiego” przekazu EBC euro zyskało na wartości w relacji do dolara w okolice 1,0 USD/EUR.

• Dobre nastroje na globalnym rynku sprzyjały notowaniom rodzimych aktywów. WIG zyskał w skali tygodnia spektakularne blisko 6%. Kurs złotego kontynuował umocnienie, kończąc tydzień na poziomach 4,72 PLN/EUR, 4,75 PLN/USD i 4,76 PLN/CHF. Takie poziomy w przypadku euro i dolara ostatnio notowane były pod koniec września, a franka – na początku lipca br.

• Po skokowym wzroście rentowności krajowych obligacji we wcześniejszym tygodniu (o 100 pkt. baz.), miniony tydzień przyniósł ich wyraźny spadek. Był to efekt obniżenia rentowności na rynkach bazowych, pewnego spadku oczekiwań co do skali podwyżek stóp NBP (spadek notowań FRA), zawieszenia

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

planów BGK na 15 mld emisji obligacji do końca roku na rzecz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych. Jak wskazywaliśmy skokowe wzrosty rentowności przed ponad tygodniem odbywały się na bardzo płytkim, nietransakcyjnym rynku, co nakazywało ostrożność w interpretowaniu tak nagłych zmian. Ostatecznie w skali całego tygodnia rentowności papierów obniżyły na całej długości krzywej dochodowości o ok. 90 pkt. baz. i powróciły do poziomu 8,1% dla obligacji 10-letnich w okolice poziomów notowanych w połowie października.

- W tym tygodniu pierwszoplanowym wydarzeniem dla globalnego rynku będzie środowe posiedzenie FOMC. Powszechnie oczekiwane jest ponowne podwyższenie stóp o 75 pkt. baz. do przedziału 3,75% - 4,00%. Bardziej niż sama podwyżka stóp, oczekiwane jest przestanie komitetu po posiedzeniu na podstawie, którego rynek będzie starał się określić skalę podwyżki stóp na kolejnym, grudniowym posiedzeniu Fed. Wobec wciąż podwyższonych wskaźników bieżącej inflacji oraz umiarkowanego pogorszenia danych ze sfery realnej trudno natomiast w krótkim okresie oczekiwać wyraźniejszego przesunięcia w kierunku łagodniejszej retoryki. Najbardziej prawdopodobne wydaje się wskazanie przez FOMC, że skalę podwyżek na kolejnych posiedzeniach zależeć będzie od napływających danych z gospodarki.
- Z publikacji danych z USA oczekiwane będą odczyty wskaźników koniunktury ISM za październik oraz dane z rynku pracy. Z Europy – wstępne szacunki inflacji w strefie euro (prawdopodobny kolejny lokalny szczyt biorąc pod uwagę niespodziankę inflacyjną w Niemczech) oraz zamówienia w przemyśle niemieckim.
- Dla krajowego rynku najistotniejszym wydarzeniem będzie dzisiejsza publikacja szacunku *flash* październikowej inflacji. Prognozujemy, że inflacja CPI przyśpieszyła w październiku do 17,8% r/r stymulowana głównie przez wzrost cen żywności i inflacji bazowej (oczekujemy dalszego wzrostu do 11,1% r/r). Sądzymy, że jeśli październikowa inflacja nie zaskoczy i nie przekroczy kolejnego psychologicznego poziomu (18,0% r/r) powinna być raczej neutralna dla krajowego rynku obligacji.
- Od ponad tygodnia na rynkach testowana jest ponowna próba „grania” pod zwrot scenariusza rynkowego w kierunku mniej „jastrzębiej” polityki monetarnej. Jak pokazała ostatnia niespodzianka inflacyjna w Niemczech, która miała miejsce dzień po „gołębim” zwrocie w retoryce EBC, taka strategia nadal obciążona jest sporym ryzykiem. Od dłuższego czasu wskazujemy, że kwestia osłabienia aktywności gospodarczej, wiodącej do obniżenia inflacji w dłuższym okresie ostatecznie wyjdzie na pierwszy plan. Jednak zanim to trwale nastąpi potrzebne będzie ugruntowanie się stabilniejszej bieżącej inflacji, co w październiku jeszcze nie nastąpiło. Nie można też zapominać, że źródła ryzyka geopolitycznego nie wygasły, stąd nagły nawrót awersji do ryzyka na rynkach nie jest wykluczony.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Wskaźnik inflacji w październiku – szacunek *flash* (31 października)**

**Prognozujemy, że wskaźnik inflacji CPI w październiku wzrósł do 17,8% r/r wobec 17,2% r/r we wrześniu.** Według naszych szacunków do dalszego wyraźnego wzrostu wskaźnika CPI przyczynił się przede wszystkim skokowy wzrost cen żywności, w rezultacie wg naszych szacunków kontrybucja tej kategorii do wzrostu wrześniowego wskaźnika CPI wyniosła 0,5 pkt. proc. Oprócz nośników energii w kierunku wzrostu wskaźnika CPI oddziaływała we wrześniu kontynuacja wzrostu inflacji bazowej do 11,1% r/r (kontrybucja do zmiany wskaźnika CPI 0,2 pkt. proc.) oraz wzrost cen paliw (kontrybucja do wzrostu wskaźnika CPI 0,1 pkt. proc.). W przeciwnym kierunku – ograniczając wzrost wskaźnika inflacji w październiku (o 0,2 pkt. proc.) oddziaływała mniejsza skala wzrostu cen nośników energii (-0,2% pkt. proc.). Choć w październiku kontynuowany był wzrost ceny opatu, jednak przed rokiem skokowy wzrost cen gazu dla odbiorców detalicznych wykreował bardzo wysoką bazę odniesienia, tym samym kontrybucja nośników energii powinna naszym zdaniem spaść w październiku br.

- **Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (2 listopada)**

**Oczekujemy, że FOMC podwyższy stopy o 75 pkt. baz. do przedziału 3,75% – 4,00%.** Taka decyzja jest powszechnie oczekiwane na rynku. Bardziej niż sama podwyżka stóp, oczekiwane jest przestanie komitetu po posiedzeniu, na podstawie którego rynek będzie starał się określić skalę podwyżki stóp w przyszłości, w tym na kolejnym, grudniowym posiedzeniu Fed. Choć w naszej ocenie ograniczenie skali zacieśnienia polityki pieniężnej przybliży się (dotychczasowa skala podwyżek, pogarszające się prognozy gospodarcze), to wobec wciąż podwyższonych wskaźników bieżącej inflacji oraz umiarkowanego pogorszenia danych ze sfery realnej trudno natomiast w krótkim okresie oczekiwać wyraźniejszego przesunięcia w kierunku łagodniejszej retoryki. Najbardziej prawdopodobne wydaje się wskazanie przez FOMC, że skalę podwyżek na kolejnych posiedzenia zależeć będzie od napływających danych z gospodarki.

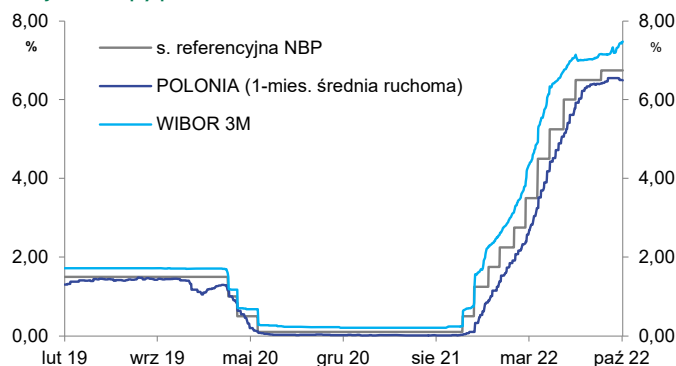
## Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 31 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Inflacja CPI (wst.)	paź	17,2% r/r	17,7% r/r	17,8% r/r
11:00	EMU	PKB (wst.)	III kw.	0,8% kw/kw	-	0,1% kw/kw
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	paź	9,9% r/r	-	9,8% r/r
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	paź	4,8% r/r	-	4,9% r/r
wtorek 1 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	paź	48,1 pkt.	48,5 pkt.	-
15:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	paź	50,9 pkt.	50,0 pkt.	-
środa 2 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł	paź	43,0 pkt.	42,7 pkt.	42,4 pkt.
09:55	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (ost.)	paź	45,7 pkt. (wst.)	45,7 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (ost.)	paź	46,6 pkt. (wst.)	46,6 pkt.	-
19:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	lis	3,00% - 3,25%	3,75% - 4,00%	3,75% - 4,00%
19:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	lis	-	-	-
czwartek 3 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Stopa bezrobocia, wrzesień	wrz	6,6%	6,6%	-
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii dot. stóp procentowych	lis	2,25%	3,00%	-
15:00	US	Zamówienia na dobra trwałe	wrz	0,0% m/m	0,4% m/m	-
15:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	paź	56,7 pkt.	55,9 pkt.	-
piątek 4 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	wrz	-2,4% m/m	-0,5% m/m	-
09:55	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (ost.)	paź	48,2 pkt. (wst.)	48,2 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (ost.)	paź	47,1 pkt. (wst.)	47,1 pkt.	-
13:30	US	Zmiana zatrudnienia	paź	263 tys.	200 tys.	-
13:30	US	Stopa bezrobocia	paź	3,5%	3,6%	-
13:30	US	Zmiana godzinowych wynagrodzeń	paź	5,0% r/r	4,6% m/m	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

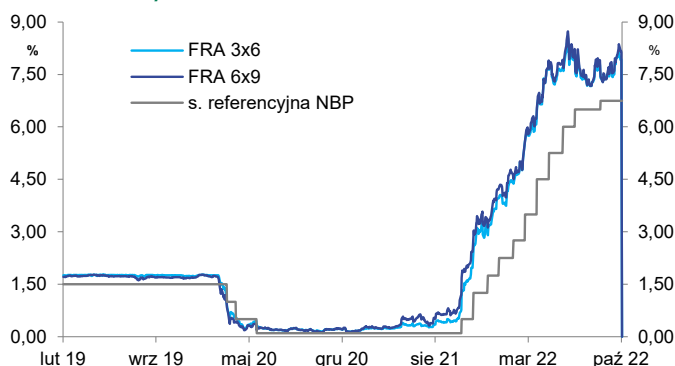
## Rynki finansowe

### Krajowe stopy procentowe



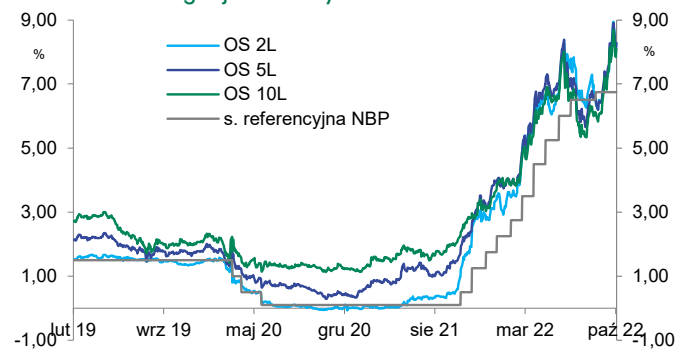
źródło: NBP, Bloomberg

### Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



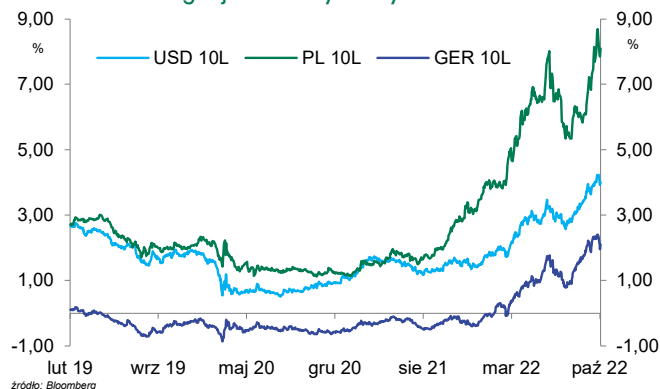
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych - Polska



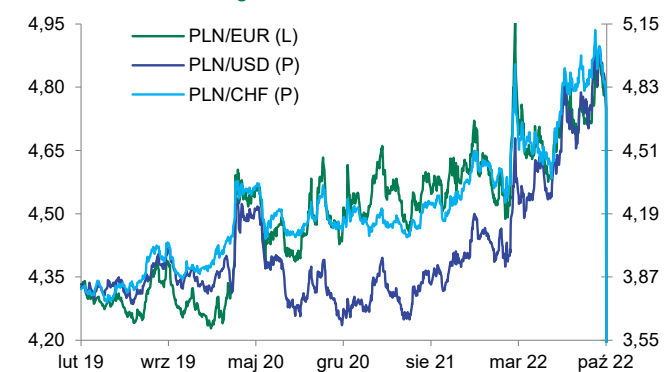
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



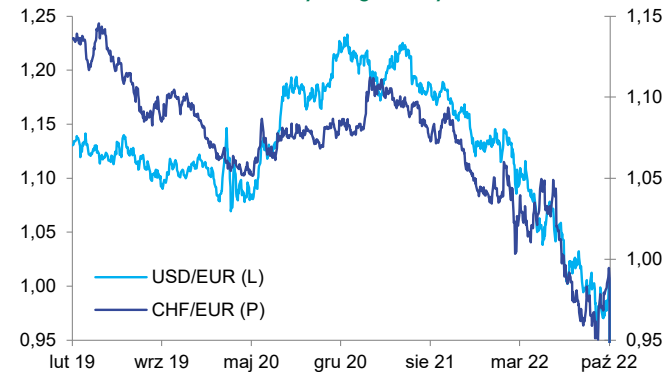
źródło: Bloomberg

### Notowania kursu złotego



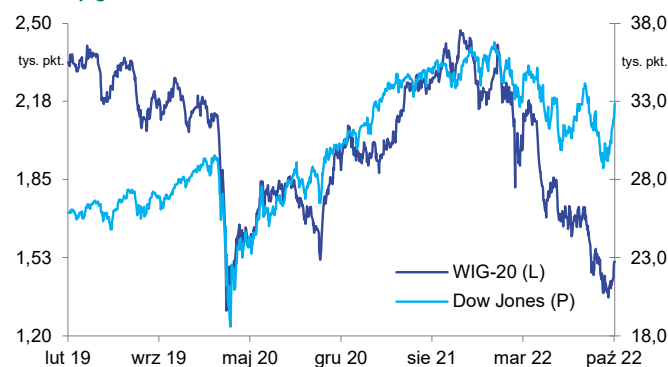
źródło: NBP, Bloomberg

### Notowania kursów walut na rynku globalnym



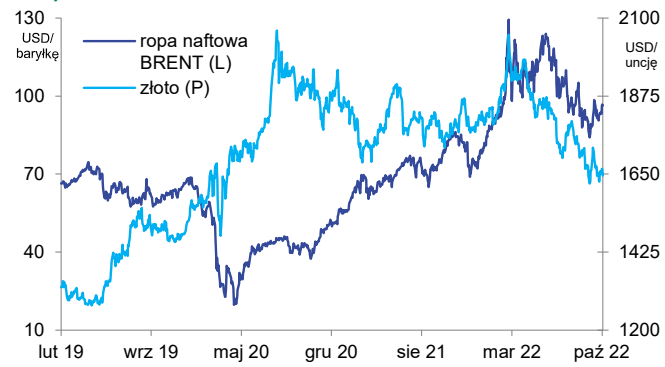
źródło: Bloomberg

### Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

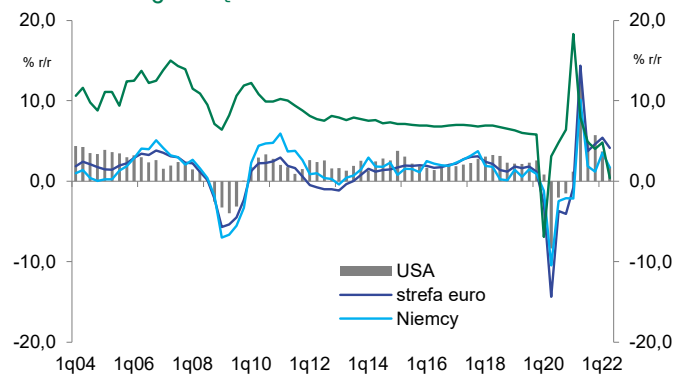
### Ceny surowców



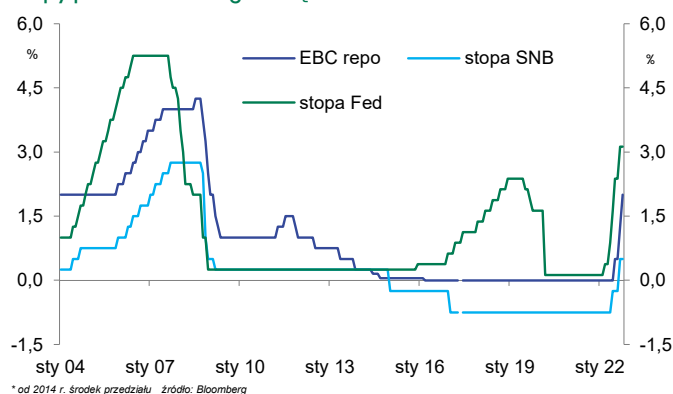
źródło: Bloomberg

## Sfera realna

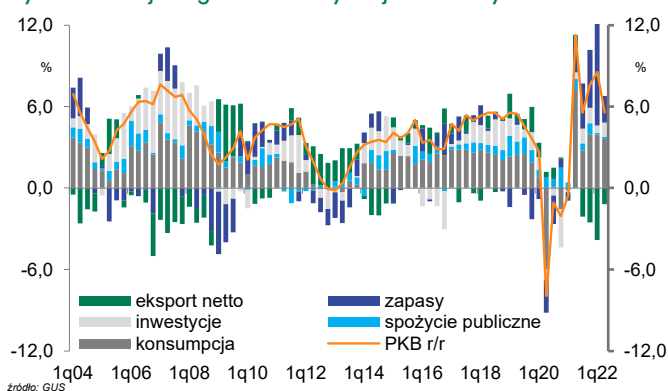
### Wzrost PKB za granicą



### Stopy procentowe za granicą



### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



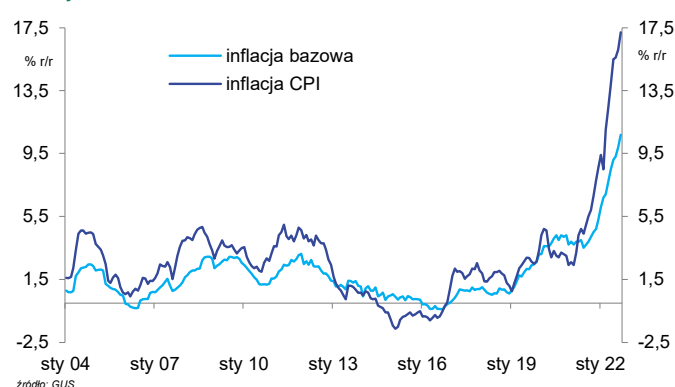
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



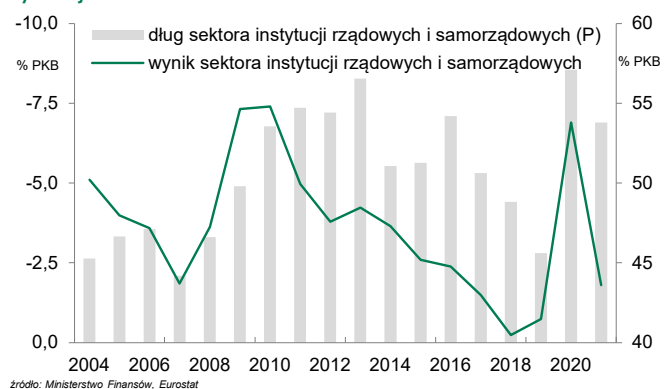
### Rynek pracy



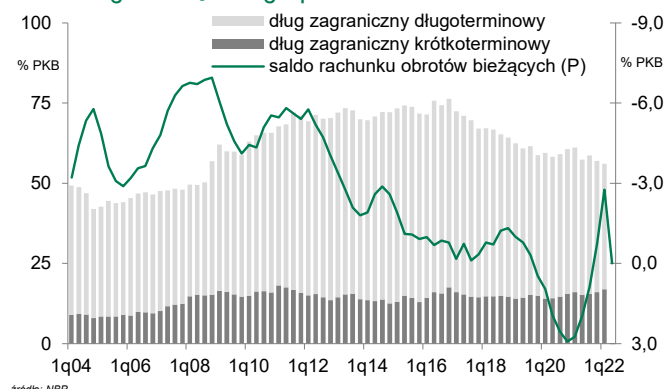
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.09.2022	21.10.2022	28.10.2022	30.11.2022	31.12.2022	31.03.2023
Stopa lombardowa NBP	%	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25
Stopa referencyjna NBP	%	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Stopa depozytowa NBP	%	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
WIBOR 3M	%	7,21	7,43	7,48	7,30	7,10	6,95
Obligacje skarbowe 2L	%	7,37	8,95	8,27	7,90	7,30	6,20
Obligacje skarbowe 5L	%	7,36	8,91	8,28	7,85	7,15	6,10
Obligacje skarbowe 10L	%	7,13	8,69	8,09	7,80	7,00	6,00
PLN/EUR	PLN	4,87	4,78	0,00	4,74	4,75	4,68
PLN/USD	PLN	4,95	4,90	0,00	4,81	4,82	4,73
PLN/CHF	PLN	5,07	4,85	0,00	4,89	4,90	4,81
USD/EUR	USD	0,98	0,99	0,00	0,99	0,99	0,99
Stopa Fed	%	3,25	3,25	3,25	4,00	4,50	4,50
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	4,20	4,60	4,60
Stopa repo EBC	%	1,25	1,25	2,00	2,00	2,50	2,50
EURIBOR 3M	%	-	-	-	2,10	2,50	2,50
SARON	%	-	-	-	0,60	1,05	1,30
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3,83	4,22	4,01	3,85	3,70	3,15
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,10	2,41	2,10	2,15	2,15	2,00

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: 000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.