

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

17 października 2022

## Wysoka inflacja w USA wzmacnia oczekiwania na „jastrzębie” decyzje banków centralnych.

- W minionym tygodniu na globalnym rynku dominowało wzmocnienie oczekiwań na dalsze zacieśnienie polityki monetarnej głównych banków centralnych. Jednocześnie okresowo nasiliły się obawy przed eskalacją ryzyka geopolitycznego związanego z wojną rosyjsko-ukraińską, po tym jak wojska rosyjskie rozpoczęły regularne naloty raketowe na główne miasta ukraińskie. Te czynniki nasilały awersję do ryzyka przez większość minionego tygodnia.
- Najbardziej oczekiwana w minionym tygodniu była publikacja wrześniowej inflacji w USA. Wskazała ona, że choć wskaźnik CPI obniżył się do 8,2% r/r (wobec oczekiwanych 8,1% r/r), to inflacja bazowa wzrosła do 6,5% r/r. Struktura inflacji bazowej wskazała na wyraźne przyspieszenie dynamiki cen w obszarze usług, co ugruntowało oczekiwania rynkowe na dalsze dynamiczne zacieśnienie polityki monetarnej przez Fed. Te oczekiwania wsparła publikacja minutes z ostatniego posiedzenia Fed. Jednocześnie ubiegłotygodniowa seria wypowiedzi przedstawicieli EBC (Lagarde, Knot, Kazimir) nie pozostawiła wątpliwości co do kontynuacji restrykcyjnego kursu EBC.
- Łącznie te informacje wzmocniły oczekiwania na kontynuację na przełomie 2022/23 restrykcyjnej polityki monetarnej na świecie. W tych warunkach w minionym tygodniu wzrosły rentowności papierów skarbowych, osiągając na koniec tygodnia kolejne do lokalne maksima rentowności 10-letnich obligacji skarbowych – ponad 4,0% w USA i blisko 2,35% w Niemczech.
- Równoległe w warunkach wzrostu awersji do ryzyka oraz rosnących obaw przed wyraźnym spowolnieniem aktywności gospodarczej w dłuższej perspektywie, przez większą część tygodnia umacniał się dolar (okresowo do 0,97 USD/EUR) i spadały notowania indeksów akcji.
- Dopiero koniec tygodnia przyniósł odreagowanie negatywnych tendencji rynkowych ze wzrostem notowań akcji i lekkim osłabieniem dolara. Trudno jednoznacznie wskazać przyczynę tej poprawy nastrojów. Mogło to być techniczne odreagowanie wcześniejszego pesymizmu lub efekt osłabienia obaw rynkowych przed eskalacją ryzyka geopolitycznego. W rezultacie dolar zakończył tydzień na poziomie 0,973 za euro, zaś wskaźnik globalnego rynku akcji MSCI zniwelował spadek w skali tygodnia do -1,4%.
- Spora zmienność panowała na rynku surowców. Z jednej strony początkowo notowania ropy naftowej Brent sięgnęły okresowo blisko 100 dolarów za baryłkę (pokłosie wcześniejszego ograniczenia wydobycia surowca przez OPEC+), by pod koniec tygodnia spaść w kierunku 90 dolarów za baryłkę. Jednocześnie kontynuowany był spadek cen gazu na rynku europejskim – pokłosie kontynuacji zapełniania europejskich magazynów gazu oraz prognoz meteorologicznych wskazujących na szansę na łagodną zimę w Europie.
- Wzrost awersji do ryzyka panujący przez większą część minionego tygodnia nasilił presję na aktywa rynków wschodzących. W tych warunkach, aby

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

powstrzymać osłabianie się forinta, Narodowy Bank Węgier wprowadził nową 1-dniową stopę depozytową z oprocentowaniem 18% wobec bazowej stopy procentowej na poziomie 13%. Także polskie aktywa traciły z początkiem tygodnia na wartości. Kurs złotego okresowo osłabił się powyżej 5 złotych za dolara i franka szwajcarskiego oraz powyżej 4,87 w relacji do euro. Rentowności 10-latek okresowo wzrosły powyżej 8%, przy rozszerzeniu spreadu do obligacji na rynkach bazowych, a WIG kontynuował spadki.

- Ostatecznie w końcówce tygodnia poprawa nastrojów na globalnych rynkach przyniosła też pozytywne odreagowanie na krajowym rynku finansowym. Największym beneficjentem tej poprawy był kurs złotego, który pod koniec tygodnia odrobił z nawiązką wcześniejsze osłabienie i złoty umocnił się w skali tygodnia o ponad 1% w relacji do koszyka walut – do 4,83 w relacji do euro oraz poniżej 4,95 w relacji do dolara i franka. Także rentowności krajowych 10-letnich obligacji obniżyły się wobec tygodniowych maksimum poniżej 7,70%, zaś WIG ograniczył tygodniową stratę do -0,7%.

- Ubiegłotygodniowe informacje z nt. polskiej gospodarki miały ograniczony wpływ na sytuację rynkową. GUS opublikował [ostateczny szacunek inflacji CPI](#) – we wrześniu wskaźnik inflacji CPI wyniósł 17,2% r/r, zgodnie z szacunkiem *flash*. Najistotniejszą informacją jest wyraźny wzrost inflacji bazowej (wg dzisiejszej publikacji NBP – do 10,7% r/r wobec 9,9% r/r w sierpniu). Wyraźnie silniejszy niż sezonowy wzrost cen dotyczył we wrześniu szerokiego wachlarza dóbr i usług i sygnalizuje ryzyko „rozlewania się” inflacji. Dla oceny na ile trwały i mocny jest efekt wzrostu inflacji bazowej bardzo istotne będą wyniki inflacji za październik. Jednocześnie w związku z wejściem od października w okres bardzo wysokich baz odniesienia sprzed roku maleje w krótkim okresie potencjał do pokonywania z miesiąca na miesiąc kolejnych psychologicznych poziomów inflacji (18%, czy 19%). Ponadto informacje, które napłynęły w ostatnich tygodniach dotyczące zamrożenia cen energii dla gospodarstw domowych w przypadku rocznego zużycia energii do 2 tys. kWh, propozycji ustanowienia maksymalnej ceny za energię elektryczną dla mikroprzedsiębiorstw i MSP (785 zł za MWh dla 90% zużycia), planu ograniczenia cen węgla w dystrybucji samorządów do 1,5 tys. zł za tonę oraz ostatnie informacje o pracach nad ustawą gazową, oznaczają spadek ryzyka istotnego impulsu wzrostowego dla CPI z początkiem przyszłego roku pochodzącego z obszaru administrowanych cen nośników energii. W świetle tych informacji jest szansa, że w I kw. 2023 r. szczyt inflacji ukształtuje się poniżej 20%, z najwyższym wynikiem w lutym, a następnie inflacja będzie się stopniowo obniżać poniżej 10% w II poł. 2023 r.

- W tym tygodniu najistotniejszym dla rynków pozostanie wątek zacieśnienia polityki pieniężnej globalnie. Przy mniejszym nasyceniu publikacjami danych z USA i EMU uwaga inwestorów skupi się na licznych wystąpieniach przedstawicieli Fed i EBC. Wśród publikacji danych oczekiwany będzie PKB za III kw. Chinach i wyniki PMI z EMU w kolejny poniedziałek. W Polsce rozpocznie się comiesięczna seria publikacji danych ze sfery realnej gospodarki.

- Z wydarzeń politycznych z uwagą śledzony będzie przebieg zjazdu Komunistycznej Partii Chin (geopolityka oraz przyszła polityka gospodarcza w obliczu dekonstrukcji) oraz szczyt UE dotyczący działań mitygujących kryzys energetyczny. Niezmiennie dla rynku kluczowy pozostanie rozwój sytuacji geopolitycznej w kontekście sytuacji militarnej i energetycznej (ceny gazu).

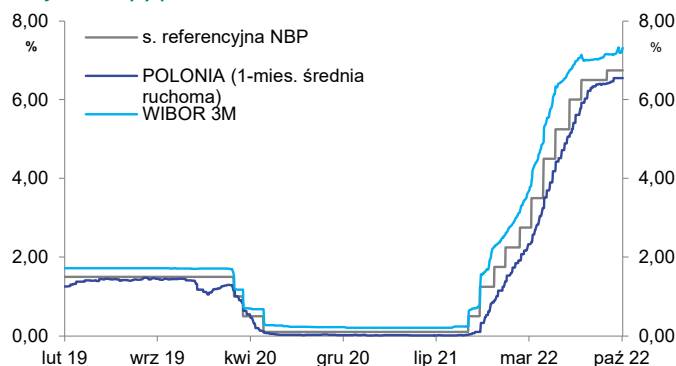
## Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 18 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
04:00	CHN	PKB	III kw.	0,4% r/r	3,4% r/r	-
04:00	CHN	Produkcja przemysłowa	wrz	4,2% r/r	4,9% r/r	-
04:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	wrz	5,4% r/r	3,5% r/r	-
04:00	CHN	Inwestycje	wrz	5,8% r/r	6,0% r/r	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa	wrz	-0,2% m/m	-0,1% m/m	-
środa 19 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Inflacja HICP (ost.)	wrz	10,0% r/r (wst.)	10,0% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (ost.)	wrz	4,8% r/r (wst.)	4,8% r/r	-
czwartek 20 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
-	UE	Szczyt UE (do 21.10)	-	-	-	-
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	wrz	2,4% r/r	2,4% r/r	2,3% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	wrz	12,7% r/r	13,1% r/r	13,0% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	wrz	10,9% r/r	8,8% r/r	8,8% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	wrz	25,5% r/r	25,5% r/r	25,5% r/r
piątek 21 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	wrz	8,2% r/r	5,9% r/r	5,8% r/r
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	wrz	4,2% r/r	4,5% r/r	4,6% r/r
poniedziałek 24 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	paź	47,8 pkt.	-	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	paź	45,0 pkt.	-	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	paź	48,4 pkt.	-	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	paź	48,8 pkt.	-	-

\* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

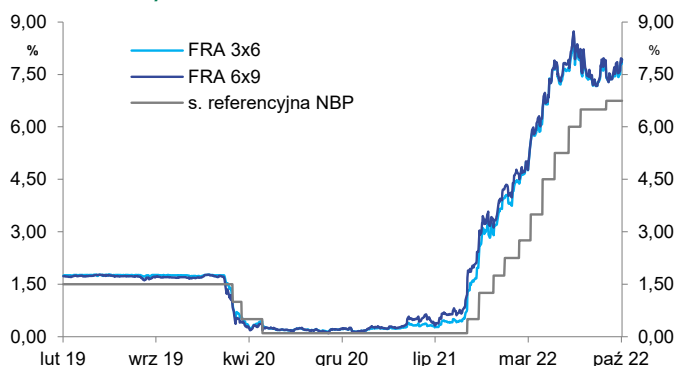
## Rynki finansowe

### Krajowe stopy procentowe



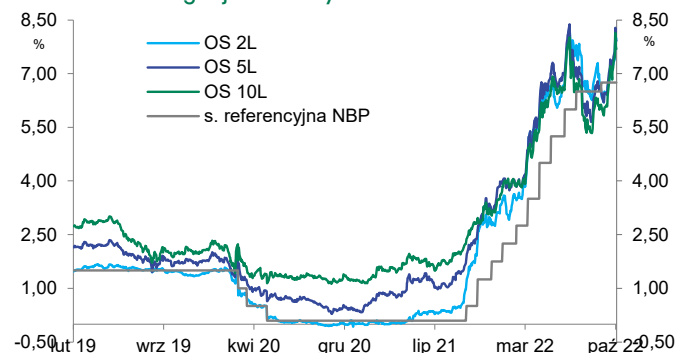
źródło: NBP, Bloomberg

### Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



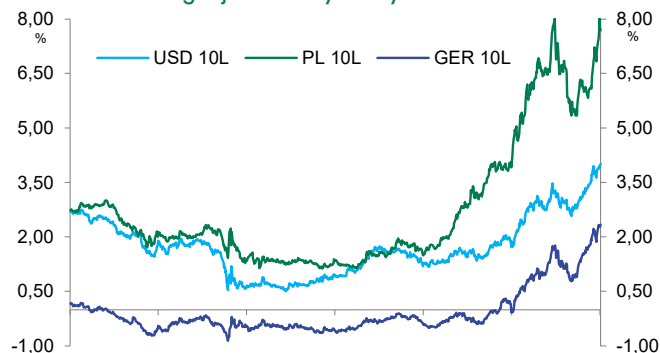
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych - Polska



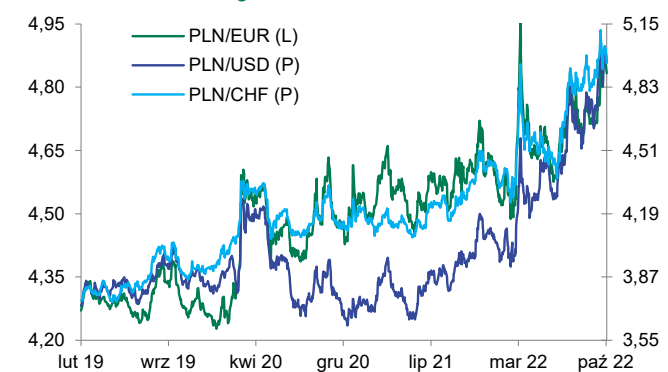
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



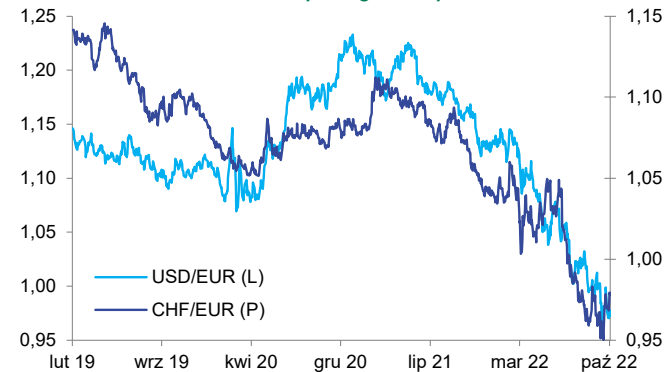
źródło: Bloomberg

### Notowania kursu złotego



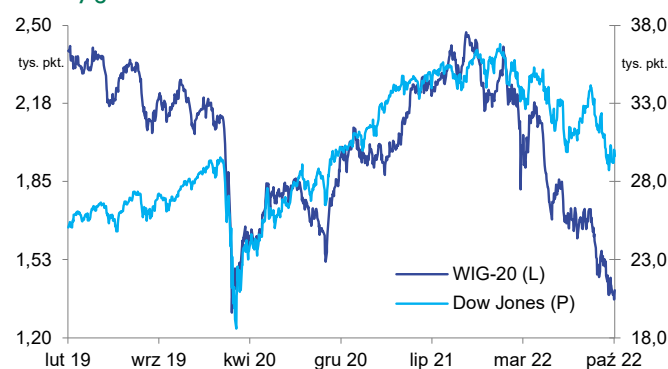
źródło: NBP, Bloomberg

### Notowania kursów walut na rynku globalnym



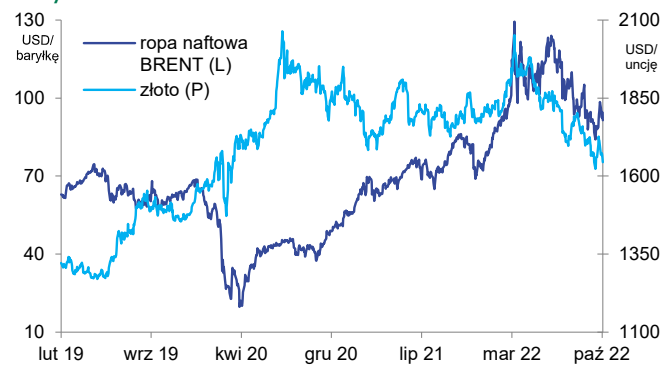
źródło: Bloomberg

### Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

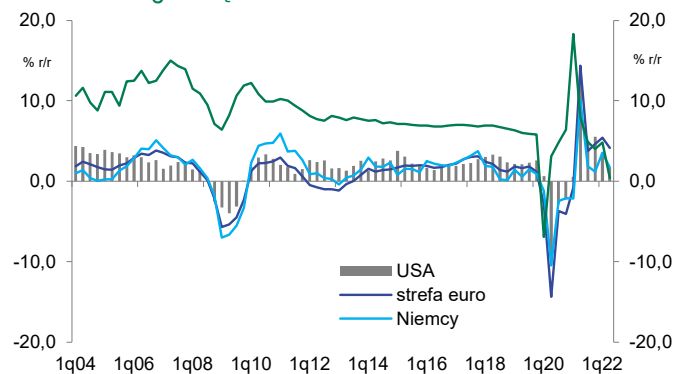
### Ceny surowców



źródło: Bloomberg

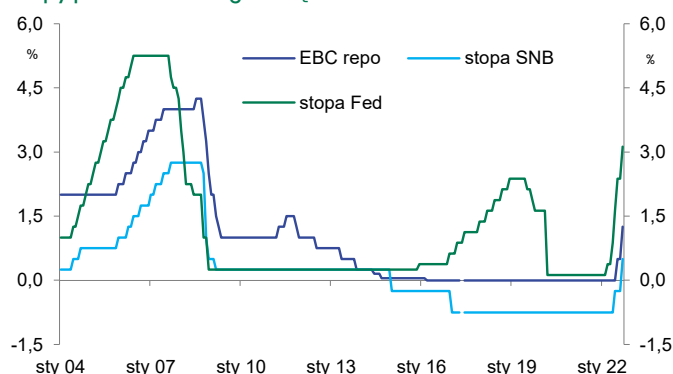
## Sfera realna

### Wzrost PKB za granicą



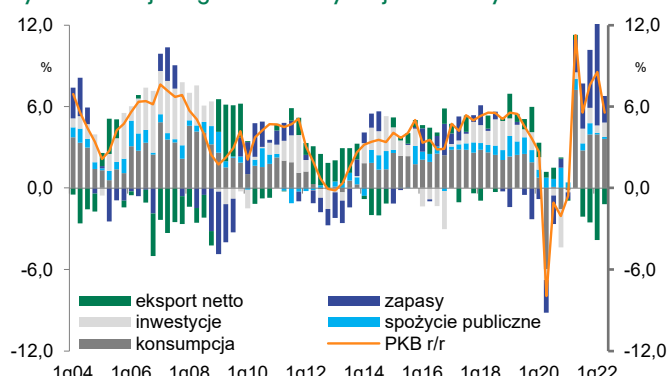
źródło: Bloomberg

### Stopy procentowe za granicą



\* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



źródło: GUS

### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



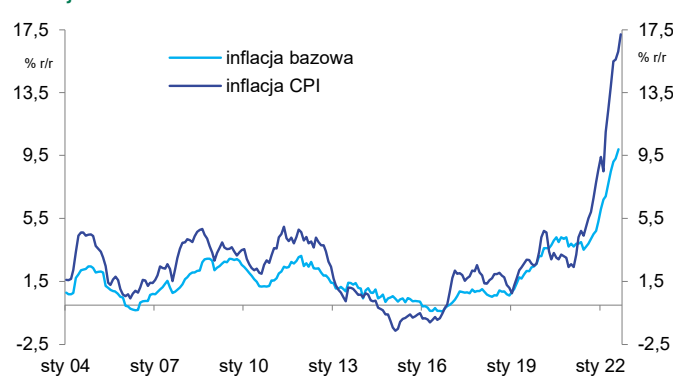
źródło: GUS

### Rynek pracy



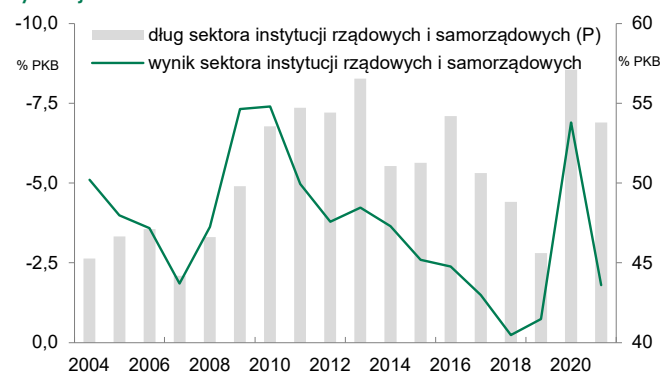
źródło: GUS

### Inflacja



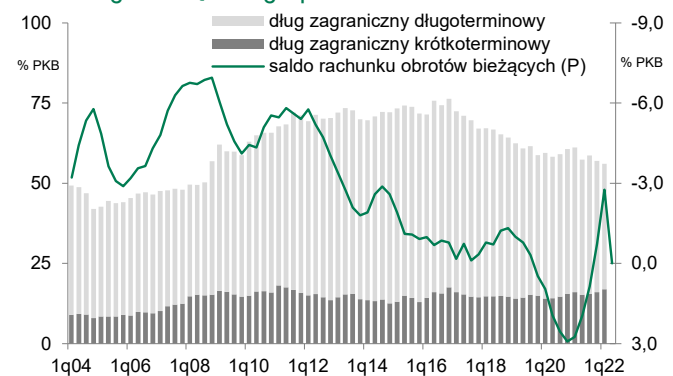
źródło: GUS

### Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

### Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.09.2022	07.10.2022	14.10.2022	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	7,19	7,31	6,95	6,95	6,95
Obligacje skarbowe 2L	%	7,37	7,30	7,98	7,30	7,00	6,10
Obligacje skarbowe 5L	%	7,36	7,47	7,92	7,20	6,75	5,80
Obligacje skarbowe 10L	%	7,13	7,32	7,69	7,10	6,60	5,70
PLN/EUR	PLN	4,87	4,86	4,83	4,78	4,75	4,68
PLN/USD	PLN	4,95	4,96	4,96	4,92	4,87	4,73
PLN/CHF	PLN	5,07	5,01	4,95	4,95	4,91	4,81
USD/EUR	USD	0,98	0,98	0,97	0,97	0,98	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	1,25	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	3,88	4,02	3,75	3,60	3,10
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,10	2,19	2,34	2,30	2,25	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: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.