

KOMENTARZ TYGODNIOWY

5 grudnia 2022

Dane o inflacji CPI i PKB wspierają stabilizację stóp NBP. Na rynku globalnym nadal oczekiwane ograniczenie „jastrzębiej” polityki pieniężnej.

- Kombinacja publikowanych w minionym tygodniu danych z polskiej gospodarki znacząco ograniczyła oczekiwania rynkowe na dalsze podwyżki stóp procentowych NBP. Według [szacunku flash inflacja CPI](#) w listopadzie obniżyła się do 17,4% r/r poniżej najniższych prognoz. Głównym powodem spadku inflacji był silniejszy od oczekiwań spadek cen nośników energii, co łącznie z notowanym w ostatnich tygodniach spadkiem dynamiki cen paliw pokazuje potencjał spadkowy inflacji w warunkach stabilizowania się cen surowców energetycznych. Choć w listopadzie inflacja bazowa jeszcze wzrosła, szacujemy, że w okolice 11,2% wobec 11,0% miesiąc wcześniej, to skala tego wzrostu była niższa wobec oczekiwań. Dopiero dokładna struktura danych inflacji bazowej da więcej informacji dot. tendencji inflacji bazowej w kolejnych miesiącach.
- Niższej niespodziance inflacyjnej towarzyszyły słabsze od oczekiwań dane dot. PKB. Choć wg ostatecznego szacunku [dynamika PKB na poziomie 3,6% r/r](#) nawet lekko przekroczyła szacunek *flash*, to struktura danych potwierdziła, że lepsze wyniki w głównej mierze wynikały z wyższej kontrybucji zapasów (nietrwały komponent wzrostu), przy słabszych wynikach (nawet wobec naszych konserwatywnych założeń) spożycia gospodarstw domowych i nakładów brutto na środki trwałe. Taka struktura wzrostu to większe ryzyko silniejszego spowolnienia aktywności w nadchodzących kwartałach.
- Powyższe publikacje, jak również nasilenie trendu globalnego oczekiwań na ograniczenie dotychczasowej skali zacieśnienia polityki pieniężnej głównych banków centralnych, silnie obniżyły rentowności krajowych obligacji skarbowych. Rentowności 2-letnich papierów obniżyły się o 35 pkt. baz. do 6,7%, z kolei 10-latek o blisko 50 pkt. baz. do 6,36%. Stawki FRA w skali tygodnia obniżyły się o 11-55 pkt. baz. (w zależności od okresu).
- Mniejszą zmienność notowano na rynku akcji. Indeks WIG obniżył się w minionym tygodniu minimalnie o 0,1%. Kurs złotego nie zmienił się w ujęciu do koszyka walut, utrzymując się poniżej 4,70 PLN/EUR, w okolicach 4,75 PLN/CHF i pod koniec tygodnia nieco silniej obniżając się wobec dolara do 4,45 PLN/USD.
- Na globalnym rynku finansowym w minionym tygodniu dominowały pozytywne nastroje w oczekiwaniu na ograniczenie dotychczasowej skali polityki pieniężnej głównych banków centralnych. Te nastroje silnie wspierała niespodzianka w postaci niższej inflacji HICP za listopad (spadek do 10,0% r/r z 10,6% r/r) pod wpływem silniejszego spadku cen energii przy stabilizacji inflacji bazowej na poziomie 5,0% r/r. W kontekście perspektyw inflacyjnych inwestorzy pozostawali także pod wpływem dalszych, bardzo silnych spadków subindeksów kosztów produkcji oraz cen finalnych we wszystkich regionach, zarówno w przemyśle jak i usługach. Niektóre subindeksy obniżyły się nawet do poziomów wyraźnie poniżej 50 pkt. Te dane w połączeniu ze stabilniejszą

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

sytuacją na rynku surowców oraz pierwszymi niespodziankami niższej inflacji (CPI i PCE w USA w październiku, HICP w listopadzie) jeszcze wzmocniły oczekiwania na obniżenie się inflacji w średnim terminie.

- Podobny wpływ miały publikowane z początkiem tygodnia dane dot. sfery realnej gospodarki, takie jak silniejszy spadek sprzedaży detalicznej w Niemczech oraz spadek indeksu ISM w przemyśle USA poniżej 50 pkt. Ponadto wypowiedzi przedstawicieli Fed (w tym prezesa Powella) oraz EBC także wskazywały na pewne złagodzenie dotychczasowej retoryki dające szansę na zmniejszenie skali podwyżek stóp na posiedzeniach grudniowych. Publikacja danych dot. HICP ograniczyła z kolei wpływ nieco „jastrzębiej” wypowiedzi prezesa EBC z początku tygodnia.
- W tych pozytywnych nastrojach inwestorzy niewiele uwagi przywiązali do publikacji pod koniec tygodnia mocnych danych z amerykańskiego rynku pracy oraz solidnych wyników wydatków gospodarstw domowych. Liczba nowych miejsc pracy wzrosła w listopadzie o 263 tys. utrzymując się kolejny miesiąc wyraźnie powyżej poziomu 200 tys. Ponadto w listopadzie do 5,1% r/r przyspieszyła dynamika wynagrodzeń a dane dot. tempa wzrostu plac za wrzesień i październik zostały skorygowane w górę. Choć w październiku liczba nieobsadzonych etatów obniżyła się do 10,3 tys., to skala spadku była niższa od oczekiwań i utrzymywała się na wciąż silnym poziomie. Stabilny wzrost dochodów oraz dalsze ograniczanie oszczędności cały czas podtrzymywało solidny poziom wydatków konsumpcyjnych w USA, które wzrosły o 0,8% m/m w listopadzie, powyżej 0,4% w październiku.
- Bilans tych danych i informacji został oceniony przez rynki jako szansę na obniżenie wskaźnika inflacji w krajach rozwiniętych przy ograniczonej skali spowolnienia aktywności. W efekcie w miniony tydzień ponownie zyskały giełdy. Globalny indeks MSCI wzrósł o 0,8%, w tym w USA o 1,5% a w strefie euro o 0,4%. W minionym tygodniu pogłębił się także spadek rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. Rentowności 10-latek w USA obniżyły się o blisko 20 pkt. w kierunku 3,50%, z kolei rentowności papierów niemieckich spadły o 12 pkt. baz. do 1,85%. W tych warunkach kontynuowana była także przecena dolara, który w relacji do koszyka walut stracił 1%, a kurs euro wobec dolara wzrósł do ponad 1,05 USD/EUR.
- W minionym tygodniu silniejsze wzrosty notowały giełdy rynków wschodzących, na co wpłynęły nie tylko mniejsze obawy przed zacieśnieniem polityki pieniężnej Fed, ale w decydującym stopniu informacje z Chin o poluzowaniu restrykcji covidowych po fali protestów społecznych. Te informacje całkowicie zdominowały efekt publikacji bardzo słabych listopadowych indeksów PMI w Chinach.
- Z informacji globalnych w nadchodzącym tygodniu najważniejsze będą październikowe dane z niemieckiego przemysłu. Uboższy kalendarz publikacji zaplanowany na bieżący tydzień powinien ograniczać już zmienność, a inwestorzy będą oczekiwać na posiedzenia Fed i EBC w tygodniu kolejnym.
- W kraju na bieżący tydzień zaplanowano posiedzenie RPP, niemniej biorąc pod uwagę stabilizację stóp w październiku i listopadzie oraz dane opublikowane w minionym tygodniu wydaje się, że niepewność dotycząca wyniku posiedzenia będzie najniższa od ponad roku.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (7 grudnia)**

Oczekujemy, że podczas środowego posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy NBP bez zmian, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie 6,75%. Po tym jak RPP zdecydowała o stabilizacji stóp w październiku i listopadzie, jest niemal pewne, że podobna decyzja zostanie podjęta także podczas grudniowego posiedzenia Rady. Przesłankami dla większości RPP dla utrzymania dotychczasowej restrykcyjności polityki monetarnej będą dane z polskiej gospodarki opublikowane w minionym tygodniu (spadek listopadowego CPI, pogorszenie struktury PKB za III kw. – słabsza od oczekiwań konsumpcja i inwestycje), silniejszy kurs złotego, osłabienie ryzyk inflacyjnych na świecie, nieco mniej „jastrzębia” retoryka głównych banków centralnych. Na scenariusz stabilizacji stóp wskazują też wypowiedzi członków RPP należących do „gołębiej” większości.

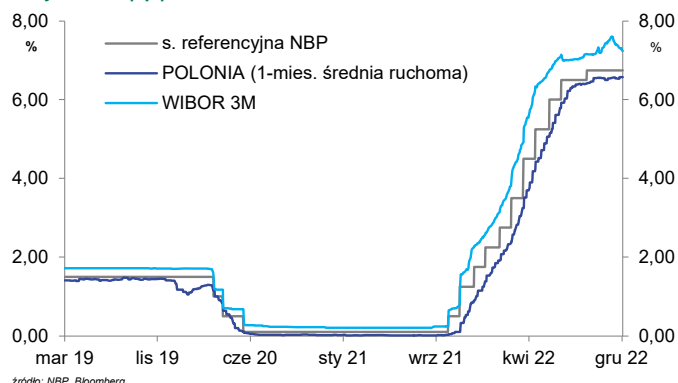
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 5 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	lis	54,4 pkt.	53,5 pkt.	-
wtorek 6 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
-	CHN	Eksport / import	lis	-0,3% r/r / -0,7% r/r	-4,4% r/r / -7,0% r/r	-
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	paź	-4,0% m/m	0,5% m/m	-
środa 7 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	paź	0,6% m/m	-0,6% m/m	-
-	PL	Decyzja RPP dot. stóp procentowych NBP	gru	6,75%	6,75%	6,75%
czwartek 8 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	gru	-	-	-
piątek 9 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Wskaźnik inflacji CPI	lis	2,1% r/r	1,6% r/r	-
16:00	US	Wskaźnik nastrojów konsumentów U. Michigan (wst)	gru	56,8 pkt.	56,8 pkt.	-

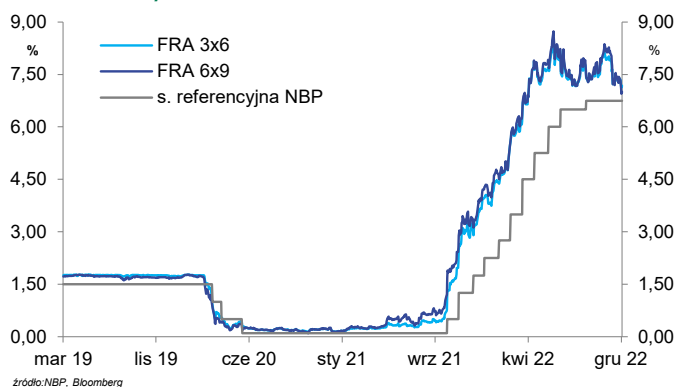
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

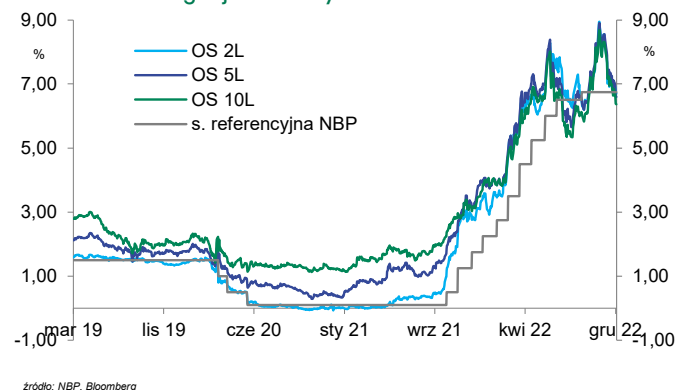
Krajowe stopy procentowe



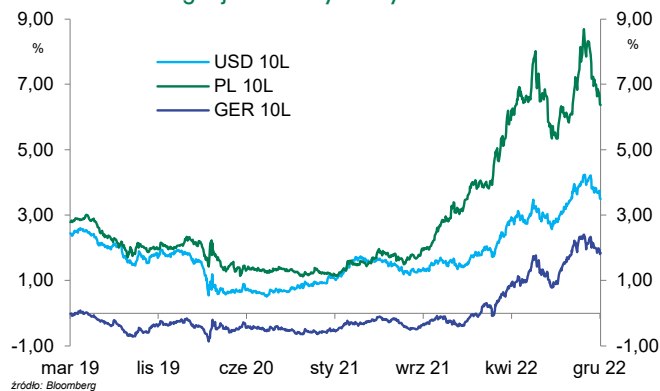
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



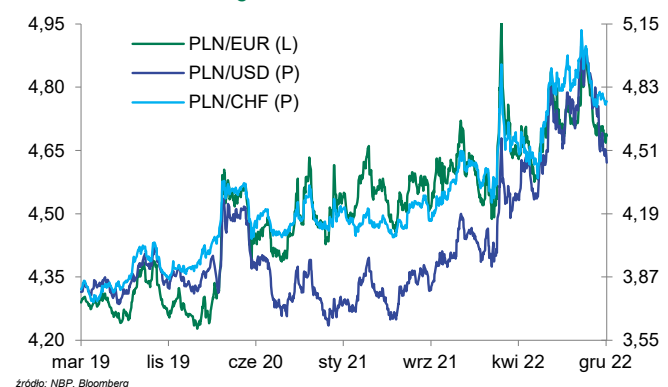
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



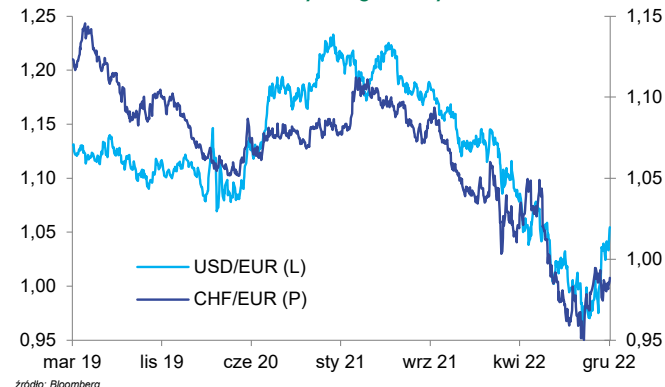
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



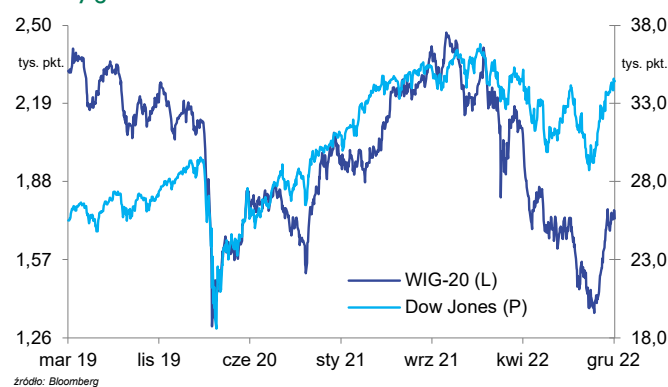
Notowania kursu złotego



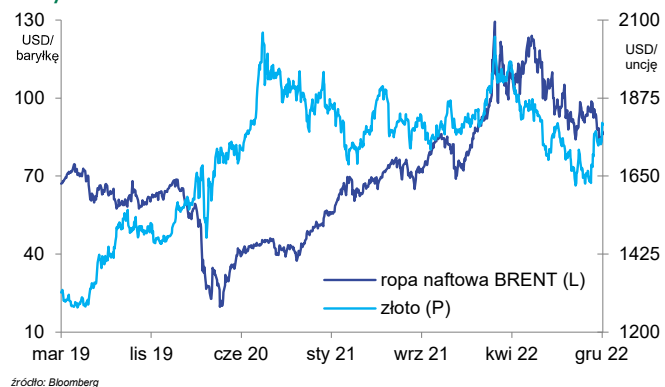
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

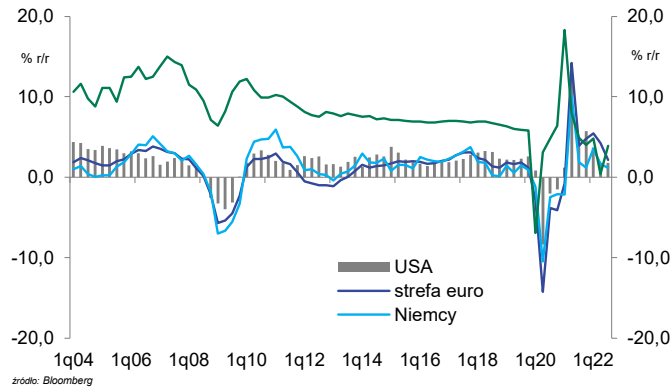


Ceny surowców

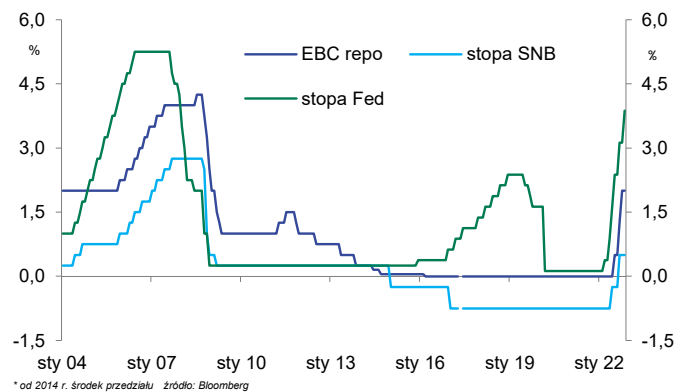


Sfera realna

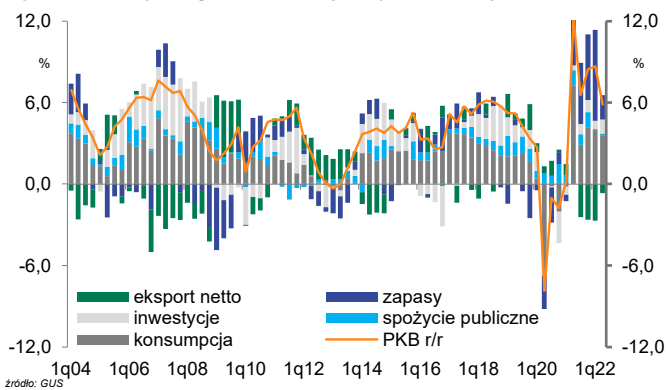
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



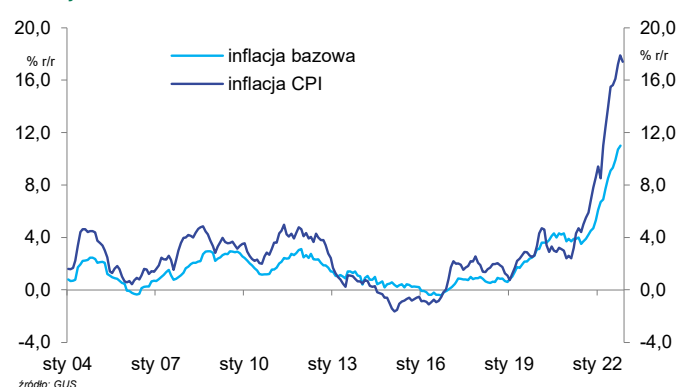
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



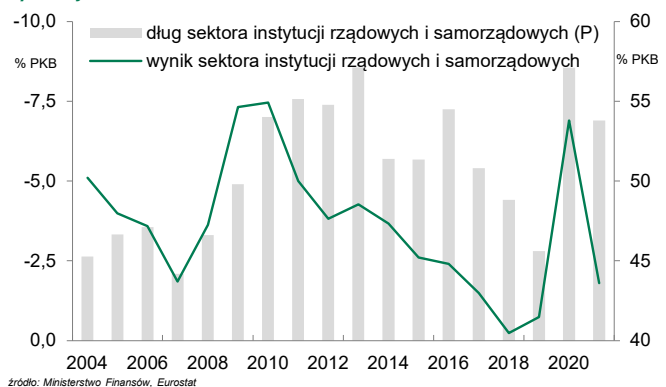
Rynek pracy



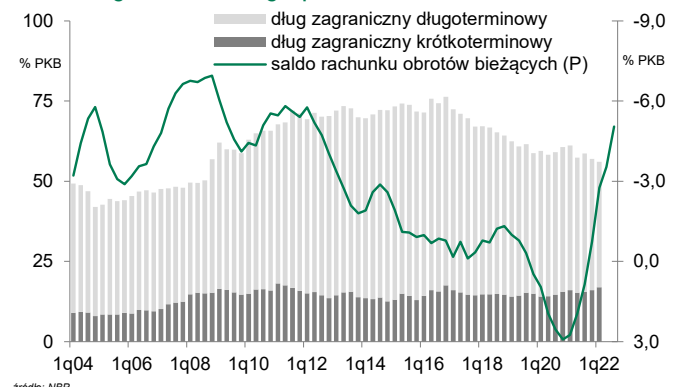
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.11.2022	25.11.2022	02.12.2022	31.12.2022	31.01.2023	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	%	7,28	7,31	7,24	7,00	6,95	6,95
Obligacje skarbowe 2L	%	6,87	7,05	6,70	6,90	6,90	6,90
Obligacje skarbowe 5L	%	6,81	7,11	6,60	6,80	6,80	6,80
Obligacje skarbowe 10L	%	6,57	6,86	6,36	6,60	6,70	6,70
PLN/EUR	PLN	4,67	4,69	4,69	4,70	4,73	4,70
PLN/USD	PLN	4,51	4,51	4,45	4,59	4,64	4,59
PLN/CHF	PLN	4,74	4,77	4,76	4,80	4,85	4,82
USD/EUR	USD	1,04	1,04	1,05	1,03	1,02	1,03
Stopa Fed	%	4,00	4,00	4,00	4,50	4,50	5,00
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	4,80	4,90	5,00
Stopa repo EBC	%	2,00	2,00	2,00	2,50	2,50	2,50
EURIBOR 3M	%	-	-	-	2,50	2,50	2,50
SARON	%	-	-	-	1,05	1,05	1,30
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3,61	3,68	3,49	3,75	3,75	3,60
Obligacje skarbowe GER 10L	%	1,92	1,97	1,85	2,15	2,10	2,05

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.