

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

28 listopada 2022

## Decyzje banków centralnych kluczowe dla rynków. Słabsze październikowe dane z krajowej gospodarki.

- Miniony tydzień, podobnie jak tygodnie wcześniejsze, upłynął pod znakiem oczekiwań na informacje co do perspektyw polityki pieniężnej głównych banków centralnych. Publikacje stenogramów z posiedzeń FOMC i EBC dostarczyły nowych informacji, które kontrastowały nieco z wypowiedziami prezesów tych banków podczas konferencji prasowych po ostatnich posiedzeniach.
- W przypadku Fed, zapisy stenogramów potwierdziły, że członkowie komitetu analizują możliwość zmniejszenia skali podwyżek stóp na kolejnych posiedzeniach, niemniej jako mniej powszechne (niż interpretowano po wystąpieniu prezesa Powella) można uznać opinie członków, że docelowy punkt w bieżącym cyklu będzie wyższy niż oczekiwano tego we wrześniu. Z drugiej strony, po odebranych jako mniej „jastrzębi” wystąpieniu prezes EBC Lagarde, lektura stenogramów z posiedzenia EBC wskazuje jednak na zdecydowane stanowisko większości rady co do konieczności dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Także wypowiedzi członków rady EBC z tygodnia minionego wskazywały na zasadność utrzymania dotychczasowego tempa podwyżek.
- Oczekiwania na silniejsze zaostrzenie polityki EBC wspierają także listopadowe wstępne szacunki indeksów PMI w EMU i indeks Ifo z Niemiec, które zaskoczyły *in plus*, stabilizując się w przypadku usług i nawet poprawiając w sektorze przemysłu. Lepsze wyniki koniunktury wynikały ze spadku ryzyka związanego z dostępnością i wysokimi cenami surowców energetycznych i dalszego wygasania problemów w globalnych łańcuchach dostaw.
- W przypadku gospodarki amerykańskiej w październiku pozytywnie zaskoczyły wyniki zamówień na dobra trwałe, z kolei negatywnie – wskaźnik nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan.
- Oceniony jako mniej „jastrzębi” wydzźwięk stenogramów z posiedzenia FOMC wsparł dalszy spadek rentowności obligacji skarbowych w USA o 15 pkt. baz. na dłuższym końcu krzywej. Z kolei wzrost oczekiwań na silniejsze zaostrzenie polityki EBC podwyższał rentowności obligacji niemieckich na krótszym końcu o 10 pkt. baz. Lekko (o 4 pkt. baz.) obniżyły się natomiast rentowności 10-latek.
- W tych warunkach kontynuowane było wzmocnienie kursu euro w relacji do dolara w kierunku 1,04 USD/EUR.
- Podobnie, różny wydzźwięk zapisów z posiedzeń Fed i EBC wpłynął na sytuację na rynkach akcji, gdzie silniej zyskały akcje spółek amerykańskich (o.k 1,5%) i w nieco mniejszym stopniu (1,0%) zyskał na wartości syntetyczny indeks dla strefy euro (MSCI EMU).
- Gorzej radziły sobie w minionym tygodniu indeksy na rynkach wschodzących (-0,5% dla MSCI EM), choć głównie ze względu na silną przecenę na giełdę w Chinach. Pogarszające się statystyki zachorowań na COVID-19,

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

wraz z dotychczasową restrykcyjną polityką antyepidemiczną przełożyły się na silne pogorszenie nastrojów dot. sytuacji gospodarczej w Chinach. W ograniczonym stopniu te obawy ograniczyła decyzja chińskiego banku centralnego o obniżeniu stopy rezerw obowiązkowych o 25 pkt. baz.

- Na krajowym rynku utrzymywała się w minionym tygodniu ograniczona zmienność, przy aprecjacji kursu złotego o 0,4% w ujęciu do koszyka walut, w tym do poniżej 4,70 PLN/EUR. Lekkie spadki kontynuowały rentowności obligacji skarbowych od 7 pkt. baz. w przypadku 2-latek i 15 pkt. baz. (głębiej poniżej 7,0%) obligacji 10-letnich. Nie utrzymały się natomiast wcześniejsze wzrosty notowań akcji i indeks WIG obniżył się w skali tygodnia o 0,8%.
- W minionym tygodniu negatywnie zaskoczyły dane z gospodarki polskiej za październik. Po korekcyjnych wzrostach (w ujęciu zmian miesięcznych, oczyszczonych z sezonowości) pod koniec III kw., w październiku powróciły spadki [sprzedaży detalicznej](#) i [produkcji przemysłowej](#). W efekcie roczne dynamiki obniżyły się odpowiednio do 0,7% r/r i 6,8%. W skali miesiąca odnotowano korekcyjny wzrost [produkcji w budownictwie](#), jednak przy tak silnych wcześniejszych spadkach roczna dynamika utrzymała się na słabym poziomie 3,9%. Wciąż jednak skala spowolnienia aktywności nie pogarsza istotnie sytuacji na rynku pracy, przy utrzymaniu solidnego wzrostu [zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw](#) (2,4% r/r) oraz historycznie niskiej [stopy bezrobocia rejestrowanego](#) (5,1%). Spadek [dynamiki płac](#) do 13,0% r/r potwierdził, że wybiecie dynamiki płac w październiku wynikało z wypłat premii.
- Pojawiające się wypowiedzi członków RPP wpisują się w dotychczasowy przekaz dotyczący intencji stabilizacji stóp przez „gołębią” większość w Radzie oraz potrzeby dalszych podwyżek przez 3 „jastrzębich” członków.
- W minionym tygodniu rząd zdecydował o zamrożeniu na poziomie z 2022 r. stawek netto cen gazu dla gospodarstw domowych. Informacje te potwierdzają oczekiwania co do stabilizacji cen gazu w taryfach dla odbiorców indywidualnych, z drugiej strony potwierdzają ostatecznie, że przywrócenie stawek VAT na gaz i energię elektryczną podwyższą z początkiem 2023 r. ceny brutto za energię elektryczną i gaz dla odbiorców indywidualnych o ok. 20%.
- W tygodniu bieżącym opublikowany zostanie listopadowy szacunek *flash* inflacji CPI. Prognozujemy, że w listopadzie wskaźnik inflacji CPI lekko obniżył się do 17,8% r/r wobec 17,9% r/r w październiku, głównie za sprawą obniżenia cen paliw i opału. Ponadto poznamy także pełną strukturę danych dot. wzrostu PKB w III kw., gdzie silniejsze od naszych szacunków wyniki mogły notować inwestycje (opublikowane w minionym tygodniu dane dot. nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw) oraz eksport.
- W kontekście oczekiwań dot. polityki pieniężnej głównych banków centralnych kluczowe dla sytuacji rynkowej w tygodniu bieżącym będą miesięczne dane z rynku pracy USA oraz szacunek *flash* inflacji HICP w strefie euro. Te dane będą miały istotne znaczenie dla skali grudniowych podwyżek stóp (w przypadku obu banków obstawiamy zmniejszenie skali podwyżek do 50 pkt. baz.).

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

### • Wskaźnik inflacji w listopadzie – szacunek *flash* (30 listopada)

Prognozujemy, że w listopadzie wskaźnik inflacji CPI lekko obniżył się do 17,8% r/r wobec 17,9% r/r w październiku. Do obniżenia listopadowej inflacji przyczyniły się: obniżenie cen paliw dla środków transportu (głównie efekt umocnienia złotego wobec dolara) oraz prawdopodobnego spadku cen węgla po wprowadzeniu z początkiem listopada systemu dystrybucji węgla przez samorządy po gwarantowanych cenach. Z kolei w kierunku wzrostu CPI w listopadzie oddziaływał dalszy (aczkolwiek wolniejszy niż październiku) wzrost dynamiki cen żywności oraz kontynuacja wzrostu inflacji bazowej do 11,4% r/r wobec 11,0% r/r w październiku.

### • PKB w III kw. – szacunek wraz ze strukturą (30 listopada)

Zgodnie z tzw. szybkim szacunkiem (publikacja 15.11) PKB w III kw. wzrósł o 3,5% r/r. Biorąc pod uwagę, że dane zazwyczaj nie różniły się od szacunku *flash* o więcej niż 0,1 pkt. proc., skorygowaliśmy w dół naszą prognozę, zgodnie z szacunkiem *flash*.

Na podstawie danych GUS dot. nakładów inwestycyjnych w sektorze przedsiębiorstw po III kw. skorygowaliśmy w górę (do 4,0% r/r) szacunek inwestycji w gospodarce – wobec prognozy PKB 2,6% r/r sprzed publikacji *flash*. Na wyższym, wobec naszych pierwotnych prognoz poziomie mogły także ukształtować się wyniki eksportu – wyraźne odbicie produkcji przemysłowej w działach eksportu wcześniej dotkniętych problemami w globalnych łańcuchach dostaw. Nie można także wykluczyć, że tempo spadku kontrybucji zapasów nieco osłabło w tym okresie i także nieco silniej wsparło wynik PKB wobec naszych pierwotnych oczekiwań.

	1q22	2q22	3q22	3q22P	
<b>PKB</b>	<b>8,6</b>	<b>5,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	
popyt krajowy	12,0	6,9	-	3,8	
konsumpcja prywatna	% r/r	6,7	6,4	-	2,3
spożycie publiczne	0,3	0,6	-	2,0	
inwestycje	4,7	6,6	-	4,0	
konsumpcja prywatna	4,0	3,6	-	1,3	
spożycie publiczne	0,1	0,1	-	0,4	
inwestycje	kontrybucja	0,6	1,0	-	0,7
zapasy	pkt. proc.	6,7	1,8	-	1,4
eksport netto	-2,7	-0,7	-	-0,2	
wartość dodana	8,4	5,6	-	3,3	
przemysł	% r/r	14,0	8,4	-	7,9
budownictwo	17,0	5,2	-	-0,3	
handel i naprawy	5,7	5,6	-	0,5	

źródło: GUS, BOŚ Bank

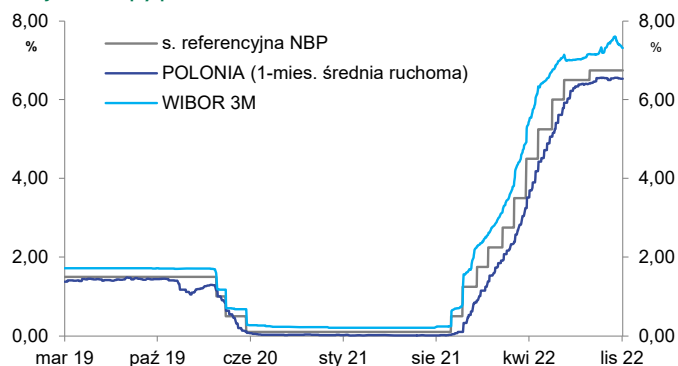
## Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 29 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Wskaźnik nastrojów konsumentów Instytutu Conference Board	lis	102,5 pkt.	99,9 pkt.	-
środa 30 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	lis	49,2 pkt.	49,0 pkt.	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	lis	48,7 pkt.	48,0 pkt.	-
10:00	PL	<b>Wskaźnik inflacji CPI (wst.)</b>	lis	<b>17,9% r/r</b>	-	<b>17,8% r/r</b>
10:00	PL	<b>Wzrost PKB – struktura,</b>	III kw.	<b>3,5% r/r (wst.)</b>	-	<b>3,5% r/r</b>
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	lis	10,6% r/r	10,4% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	lis	5,0% r/r	5,0% r/r	-
czwartek 1 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	lis	49,2 pkt.	48,9 pkt.	-
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	paź	0,9% m/m	-0,5% m/m	-
09:00	PL	<b>Indeks koniunktury PMI – przemysł</b>	lis	<b>42,0 pkt.</b>	-	<b>42,4 pkt.</b>
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych	paź	0,4% m/m	0,4% m/m	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych	paź	0,6% m/m	0,8% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE	paź	6,2% r/r	6,0% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	paź	5,1% r/r	5,0% r/r	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	lis	50,2 pkt.	49,8 pkt.	-
piątek 2 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	lis	261 tys.	200 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	lis	3,7%	3,7%	-
14:30	US	Zmiana godzinowych wynagrodzeń	lis	4,7% r/r	4,6% m/m	-
poniedziałek 5 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	lis	48,4 pkt.	48,4 pkt.	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	lis	54,4 pkt.	53,9 pkt.	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

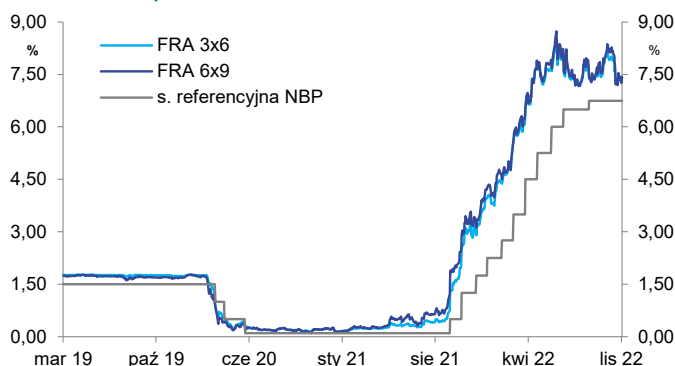
## Rynki finansowe

### Krajowe stopy procentowe



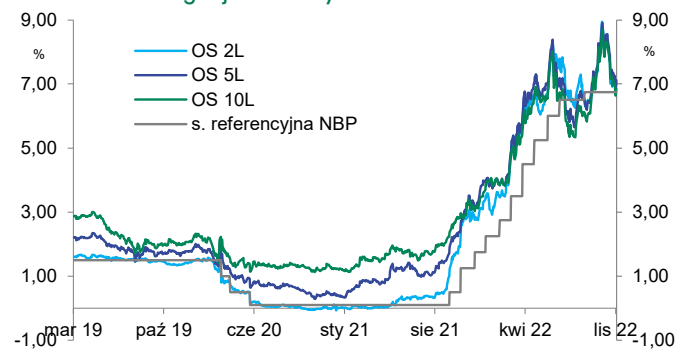
źródło: NBP, Bloomberg

### Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



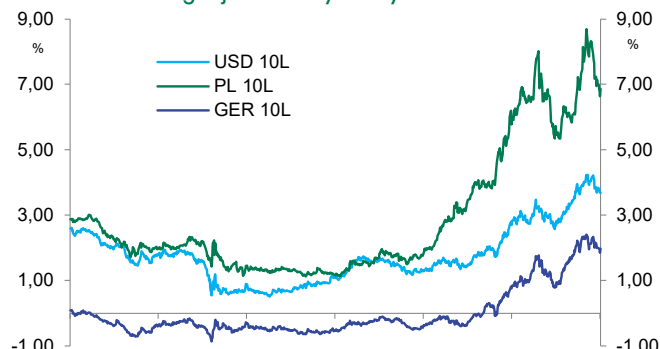
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych - Polska



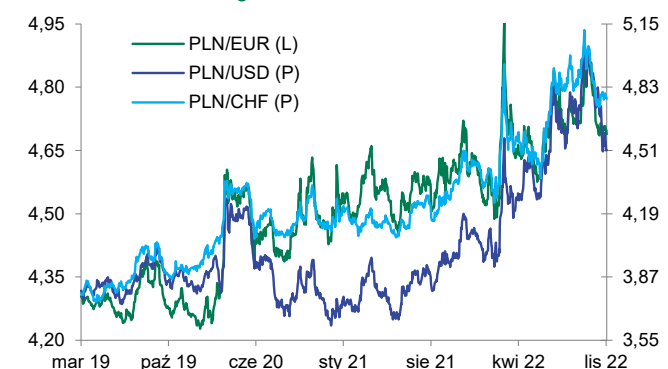
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



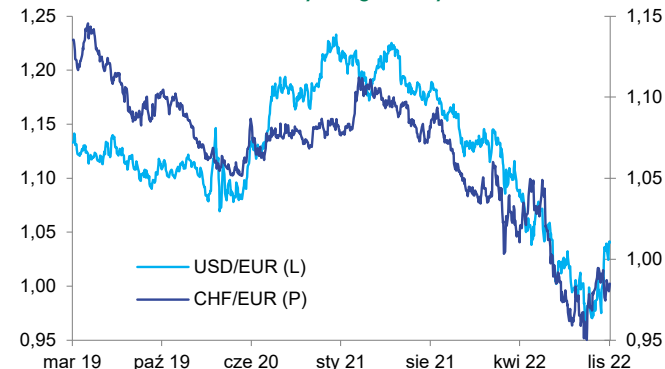
źródło: Bloomberg

### Notowania kursu złotego



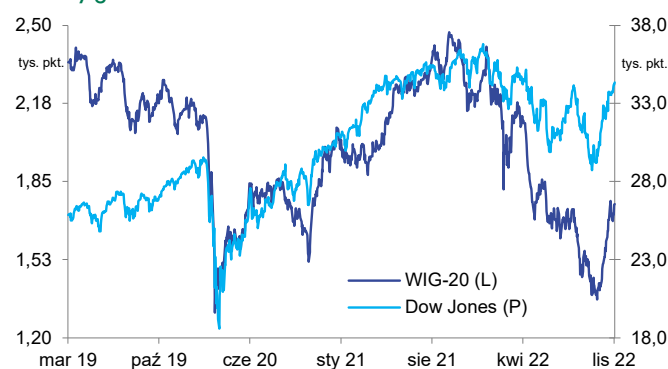
źródło: NBP, Bloomberg

### Notowania kursów walut na rynku globalnym



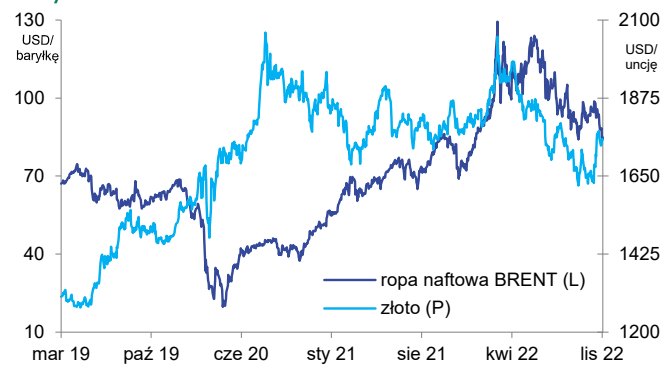
źródło: Bloomberg

### Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

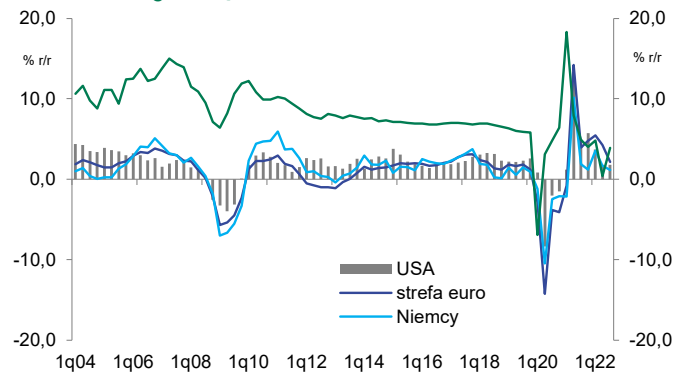
### Ceny surowców



źródło: Bloomberg

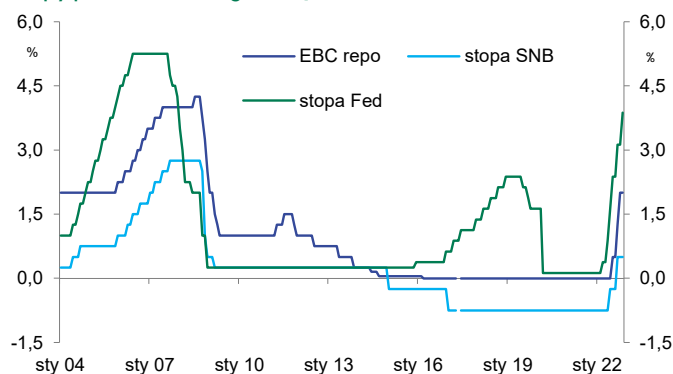
## Sfera realna

### Wzrost PKB za granicą



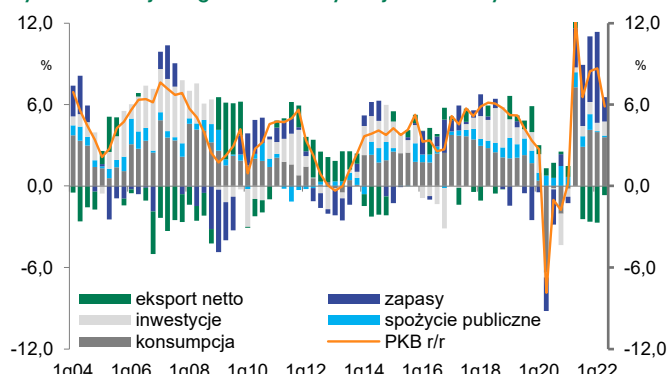
źródło: Bloomberg

### Stopy procentowe za granicą



\* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



źródło: GUS

### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



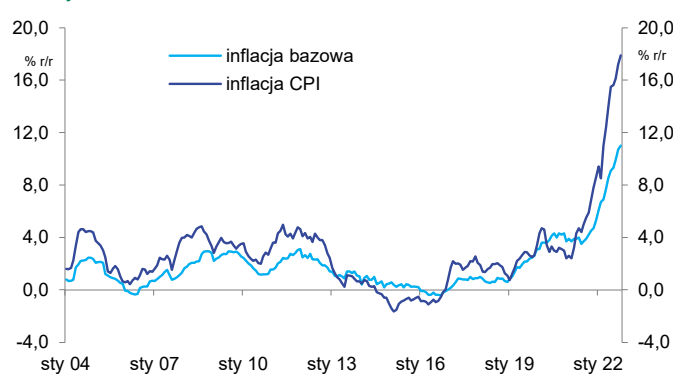
źródło: GUS

### Rynek pracy



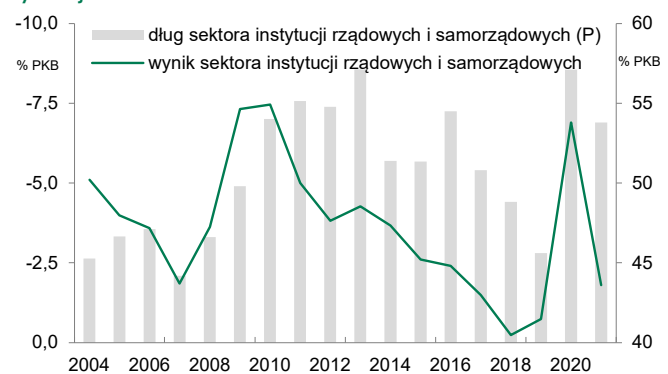
źródło: GUS

### Inflacja



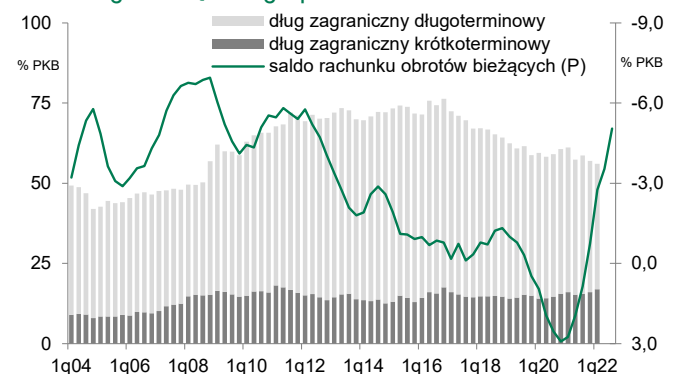
źródło: GUS

### Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

### Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.10.2022	18.11.2022	25.11.2022	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	%	7,51	7,40	7,31	7,00	6,95	6,95
Obligacje skarbowe 2L	%	8,54	7,12	7,05	7,20	7,15	7,00
Obligacje skarbowe 5L	%	8,53	7,25	7,11	7,10	7,10	6,90
Obligacje skarbowe 10L	%	8,32	7,00	6,86	7,00	7,00	6,85
PLN/EUR	PLN	4,71	4,71	4,69	4,75	4,73	4,70
PLN/USD	PLN	4,73	4,53	4,51	4,70	4,68	4,59
PLN/CHF	PLN	4,74	4,77	4,77	4,87	4,85	4,82
USD/EUR	USD	0,99	1,03	1,04	1,01	1,01	1,03
Stopa Fed	%	3,25	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	%	4,05	3,83	3,68	3,85	3,80	3,60
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,14	2,01	1,97	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.