

KOMENTARZ TYGODNIOWY

12 grudnia 2022

Słabe nastroje rynkowe w oczekiwaniu na decyzje głównych banków centralnych. RPP nie zaskoczyła.

- Miniony tydzień przyniósł silne pogorszenie nastrojów na globalnym rynku finansowym, z wyraźnym spadkiem indeksów akcji i wzrostem rentowności obligacji. Po kilku tygodniach silnego wzrostu apetytu na ryzykowne aktywa, podsycanego oczekiwaniami na osłabienie czynników kosztowych na inflację konsumencką (z pozytywnym wpływem na aktywność gospodarczą i potencjałem dla mniej „jastrzębiej” polityki banków centralnych), w minionym tygodniu na rynki powróciła niepewność co do rozwoju sytuacji gospodarczej i rynkowej i przyszłej polityki monetarnej. Bezpośrednim impulsem „przypominającym” o tych dylematach, były zaplanowane na ten tydzień posiedzenia Fed, EBC, Banku Anglii, Narodowego Banku Szwajcarii oraz kilku innych banków centralnych. Niemniej to nie skala grudniowych podwyżek jest wyzwaniem dla rynków finansowych (tutaj oczekiwania są dość ugruntowane), tylko m.in. niepewność co do przekazu banków w odniesieniu do polityki monetarnej wobec niepewnych scenariuszy makroekonomicznych.

- W tych warunkach po dwóch tygodniach z rzędu wzrostu indeksów akcji w USA i dziewięciu tygodniach wzrostowych w strefie euro, w minionym tygodniu indeks MSCI akcji w USA spadł w skali tygodnia aż o 3,5%, a w strefie euro o 2,1%. W rezultacie miniony tydzień był najniższym na rynkach akcji od połowy września tego roku. Tak silne spadki notowań to kombinacja realizacji zysków po okresie wyraźnej poprawy nastrojów na rynkach akcji, przy wskazanym nawrocie niepewności co do scenariusza makroekonomicznego (aktywność gospodarcza, polityka pieniężna) w nadchodzącym roku oraz naturalnej podwyższonej nerwowości inwestorów przed zbliżającymi się posiedzeniami banków centralnych.

- Niepewność co do dalszego scenariusza makroekonomicznego objawiła się też zmiennością na rynku stopy procentowej w trakcie minionego tygodnia. Ostatecznie w skali całego tygodnia rentowności papierów 10-letnich wzrosły – o 8 pkt. baz (do 3,58%) i 9 pkt. baz. (do 1,92%) w Niemczech, odreagowując po wyraźnym trendzie spadkowym obserwowanym od początku listopada. Jednocześnie rentowności pozostają wyraźnie poniżej szczytów rentowności notowanych na początku listopada.

- Zdecydowanie stabilniejszy pozostał rynek walutowy z ograniczonymi zmianami notowań dolara i euro i stabilizacją kursu USD/EUR w okolicach 1,05 dolara za euro.

- Na krajowym rynku finansowym zmiany notowań przebiegały podobnie jak na rynku globalnym, choć polskie aktywa okazały się relatywnie „mocniejsze” na tle sytuacji globalnej. WIG spadł o 0,7% w skali tygodnia. Kurs złotego poruszał się w trendzie bocznym poniżej 4,70 PLN/EUR, w okolicach 4,45 PLN/USD i w okolicach 4,75 PLN/CHF. Rentowności długoterminowych papierów skarbowych wzrosły w skali tygodnia o 7 pkt baz, przy zmienności notowań obligacji, jednocześnie wyraźnie osłabły oczekiwania na obniżki stóp NBP pod

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

koniec 2023 r. widoczne w notowaniach kontraktów FRA. Ubiegłotygodniowa [decyzja RPP o utrzymaniu stóp procentowych na dotychczasowym poziomie](#) (6,75% dla stopy referencyjnej) miała ograniczony wpływ na rynek stopy procentowej.

- Z czwartkowej konferencji prezesa NBP najistotniejsze wydają nam się: – deklaracja, że obecny poziom stóp RPP uważa za optymalny, ale nadal nie deklaruje końca cyklu podwyżek; – informacja, że decyzja RPP o formalnym zakończeniu cyklu podwyżek stóp jest ewentualnie możliwa po zapoznaniu się RPP z marcową projekcją inflacji; – sygnał, że RPP może powrócić do podwyżek, jeżeli inflacja będzie uporczywa, – podtrzymanie stanowiska, że RPP nie zapowiada obniżek stóp pod koniec 2023 r., przewidując jednocześnie jednocyfrową inflację w tym horyzoncie. Przekaz grudniowego komunikatu Rady oraz retoryka prezesa NBP podczas konferencji prasowej utwierdzają nas w scenariuszu stabilizacji stóp NBP przez cały 2023 rok.
- Jak już wspomnieliśmy, w bieżącym tygodniu najbardziej oczekiwana jest seria posiedzeń głównych banków centralnych, z Fed i EBC na czele. Jak wskazaliśmy, nie sama skala podwyżki stóp budzi największe emocje – w obu przypadkach przeważają oczekiwania, że banki zmniejszą skalę grudniowej podwyżki do 50 pkt. baz wobec dotychczasowych 75 pkt. baz. – lecz przestanie co do przyszłej polityki monetarnej.
- W przypadku Fed kluczowe będą prognozy członków FOMC co do przyszłego poziomu stóp Fed zawarte w ckwartalnej edycji prognoz. Biorąc pod uwagę komentarze prezesa Fed dot. skali dalszych podwyżek stóp oraz mocne listopadowe dane z rynku pracy nie można wykluczyć ponownego podwyższenia prognozowanej ścieżki stóp procentowych na 2023 r. Z drugiej strony skalę zaostrzenia retoryki FOMC może hamować znacząca skala dotychczasowych podwyżek stóp oraz słabsze dane z gospodarki globalnej, stąd zapewne FOMC będzie podkreślał znaczenie dla decyzji FOMC napływających w kolejnych miesiącach danych makroekonomicznych.
- Z kolei retoryka rady EBC dot. kolejnych kroków w polityce pieniężnej będzie zależna od grudniowej projekcji EBC, w tym przede wszystkim oczekiwanej perspektywy powrotu inflacji do celu banku centralnego. Jednocześnie po tym jak w ostatnich miesiącach narracja rady EBC często się zmieniała (wraz ze zmienną sytuacją gospodarczą i rynkową) nie można wykluczyć, że rada nie zdecyduje się na jednoznaczny przekaz i większy nacisk położy na kolejne publikacje danych makroekonomicznych.
- Po minionym tygodniu ubogim w publikacje danych, w tym tygodniu planowana jest seria publikacji. W USA najważniejsza będzie listopadowa inflacja CPI, a w następnej kolejności produkcja i sprzedaż detaliczna. W strefie euro opublikowane zostaną (tradycyjnie w grudniu wcześniej niż zazwyczaj) wstępne odczyty wskaźników koniunktury PMI za grudzień. W Chinach comiesięczna seria danych o produkcji, sprzedaży detalicznej i inwestycjach objawi skalę negatywnego wpływu zaostrzenia w listopadzie restrykcji covidowych, zanim zostały one istotnie złagodzone w grudniu.
- W Polsce oczekiwana będzie publikacja ostatecznego listopadowego wskaźnika inflacji CPI oraz inflacji bazowej (oczekujemy wzrostu do 11,2% r/r) oraz salda na rachunków obrotów bieżących w październiku.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (14 grudnia)**

Oczekujemy, że podczas grudniowego posiedzenia komitet FOMC podwyższy stopy procentowe o 50 pkt. baz, w tym stopę funduszy federalnych do poziomu 4,00% - 4,50%. Sądzymy, że głównym argumentem za ograniczeniem dotychczasowego tempa zacieśnienia polityki pieniężnej (od czerwca cztery podwyżki po 75 pkt. baz.) będzie zahamowanie wzrostu inflacji CPI (w tym inflacji bazowej), sygnały silniejszego ograniczenia presji kosztowej w gospodarce światowej jak również dotychczasowa skala zacieśnienia polityki monetarnej (od marca do listopada 2022 r. 375 pkt. baz.). Prognoza zmniejszenia skali podwyżek stóp jest zgodna z sugestiami prezesa Powella podczas listopadowej konferencji prasowej oraz zapisami dyskusji z posiedzenia FOMC wskazującymi, że członkowie komitetu rozważali kwestię mniejszych podwyżek stóp na posiedzeniach kolejnych. Jednocześnie biorąc pod uwagę komentarze prezesa Powella dot. skali dalszych podwyżek stóp oraz publikacje mocnych listopadowych danych z rynku pracy nie można wykluczyć podwyższenia przez członków FOMC prognozowanej ścieżki stóp procentowych w 2023 r. Z drugiej strony skalę zaostżenia retoryki Fed może hamować znacząca skala dotychczasowych podwyżek stóp oraz słabsze dane z gospodarki globalnej, stąd zapewne FOMC będzie podkreślał znaczenie napływających w kolejnych miesiącach danych dla decyzji banku centralnego w I kw. 2023 r. Na tę retorykę może jeszcze wpłynąć publikacja listopadowych danych dot. inflacji CPI w tygodniu bieżącym.

- **Posiedzenie Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego (15 grudnia)**

Oczekujemy, że podczas grudniowego posiedzenia rada EBC podwyższy stopy procentowe o 50 pkt. baz, w tym stopę referencyjną do 2,50% i stopę depozytową do 2,0%. Po dwóch podwyżkach stóp rzędu 75 pkt. baz. oczekujemy zmniejszenia skali podwyżek jako efekt: - nieoczekiwanego spadku listopadowej inflacji, pogorszenie danych ze sfery realnej oraz prawdopodobne uwzględnienie w projekcji EBC recesji w gospodarce strefy euro w 2023 r. - dotychczasową istotną skalę podwyżek stóp (200 pkt. baz. od lipca do października), - wzmocnienie kursu euro oraz wyhamowanie wzrostów cen surowców i presji kosztowej na rynku globalnym. Na opcję redukcji tempa podwyżek stóp wskazuje także część ostrożniejszych wypowiedzi przedstawicieli EBC oraz zapisy dyskusji z październikowego posiedzenia, że część członków Rady preferowała już na poprzednim posiedzeniu mniejsze podwyżki stóp. Jednocześnie jako wysokie oceniamy prawdopodobieństwo, że zmniejszeniu skali podwyżek stóp będzie towarzyszyć zapowiedź ograniczania bilansu EBC z początkiem 2023 r. Retoryka EBC dot. kolejnych kroków w polityce pieniężnej będzie zależna od grudniowej projekcji EBC tj. oczekiwanej przez bank centralny perspektywy powrotu inflacji do celu banku centralnego, choć po sporej zmienności tej retoryki w trakcie II poł. br. (wraz ze zmiennością sytuacji gospodarczej i rynkowej) możliwy jest większy nacisk na kolejne publikacje informacji i danych makroekonomicznych.

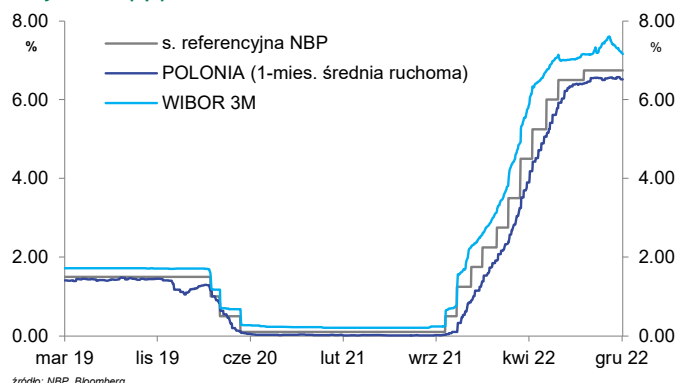
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 13 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Wskaźnik inflacji CPI	lis	7,7% r/r	7,3% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej CPI	lis	6,3% r/r	6,1% r/r	-
środa 14 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	paź	0,9% m/m	-1,5% m/m	-
14:00	PL	Saldo rachunku obrotów bieżących	paź	-1561 mln EUR	-920 mln EUR	-645 mln EUR
19:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	gru	3,75% - 4,00%	4,25% - 4,50%	4,25% - 4,50%
19:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	gru	-	-	-
czwartek 15 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Produkcja przemysłowa	lis	5,0% r/r	3,7% r/r	-
03:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	lis	-0,5% r/r	-3,9% r/r	-
03:00	CHN	Inwestycje	sty-lis	5,8% r/r	5,6% r/r	-
9:30	CHE	Decyzja Narodowego Banku Szwajcarii	gru	0,50%	1,00%	1,00%
10:00	PL	Wskaźnik CPI (ost.)	lis	17,4% r/r (wst.)	17,4% r/r	17,4% r/r
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii dot. stóp procentowych	gru	3,00%	3,50%	-
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych	gru	1,50% / 2,00%	2,00% / 2,50%	2,00% / 2,50%
14:30	EMU	Konferencja prasowa prezes EBC po posiedzeniu rady EBC	paź	-	-	-
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	lis	1,3% m/m	0,0% m/m	-
piątek 16 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	gru	46,2 pkt.	46,2 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	gru	48,5 pkt.	48,6 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	gru	47,1 pkt.	47,1 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	gru	48,5 pkt.	48,6 pkt.	-
14:00	PL	Wskaźnik inflacji bazowej (CPI z wyłączeniem cen żywności i energii)	lis	11,0% r/r	-	11,2% r/r
15:15	US	Produkcja przemysłowa	lis	-0,1% m/m	0,2% m/m	-
poniedziałek 19 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo	gru	86,3 pkt.	-	-

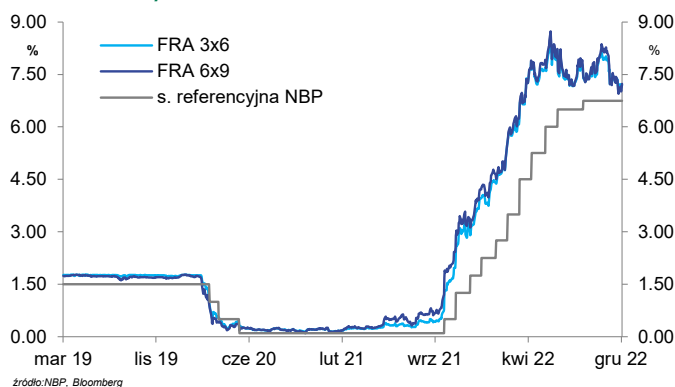
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

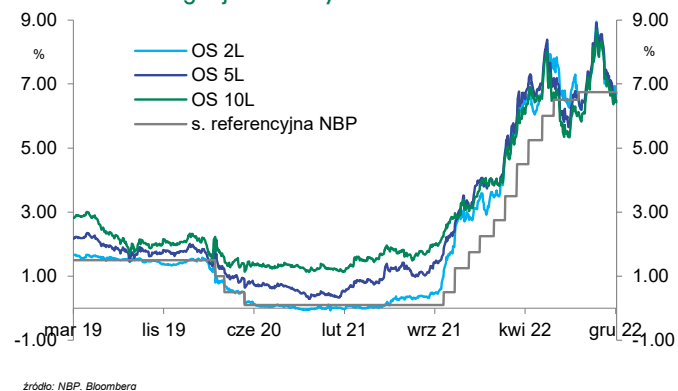
Krajowe stopy procentowe



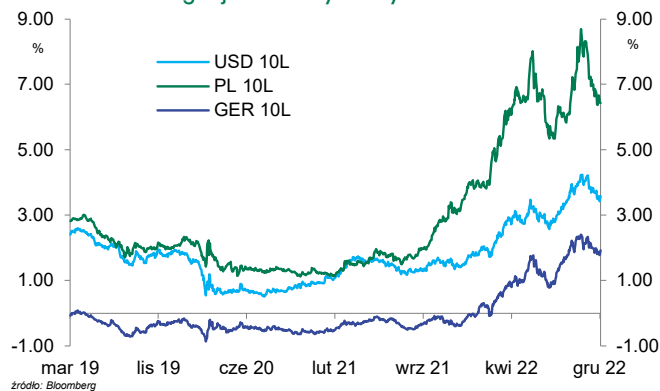
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



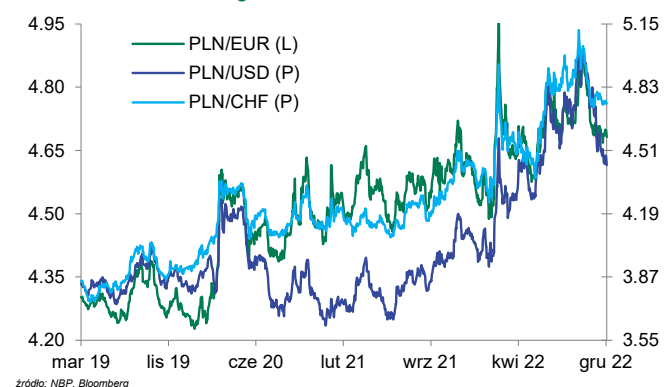
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



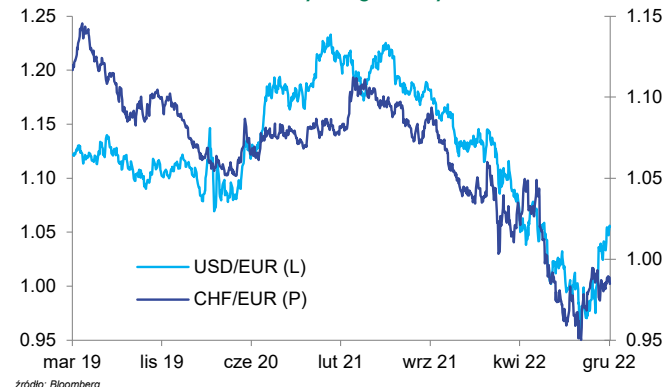
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



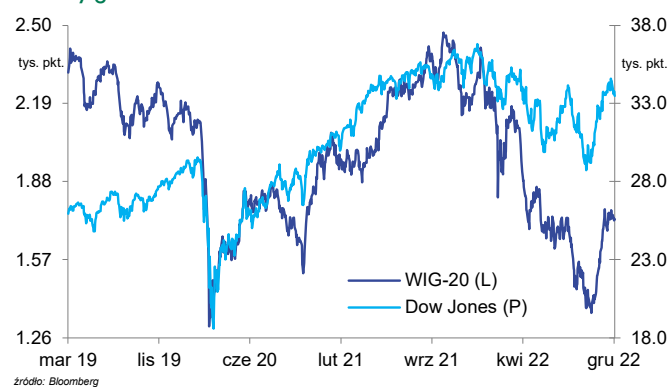
Notowania kursu złotego



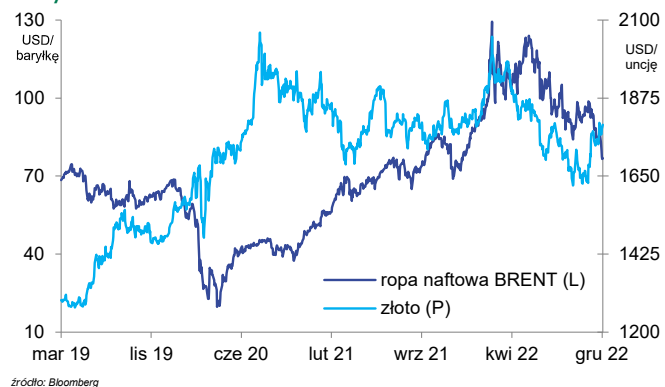
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

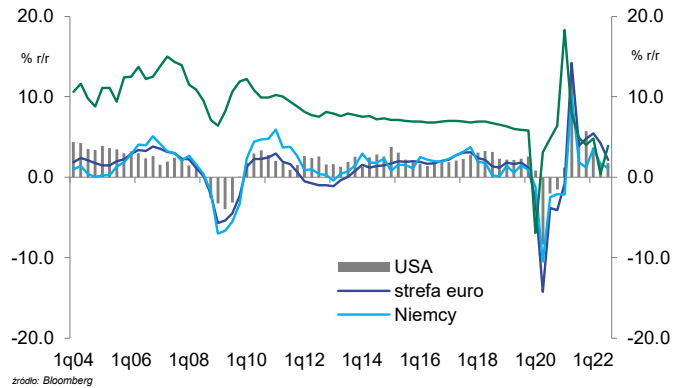


Ceny surowców

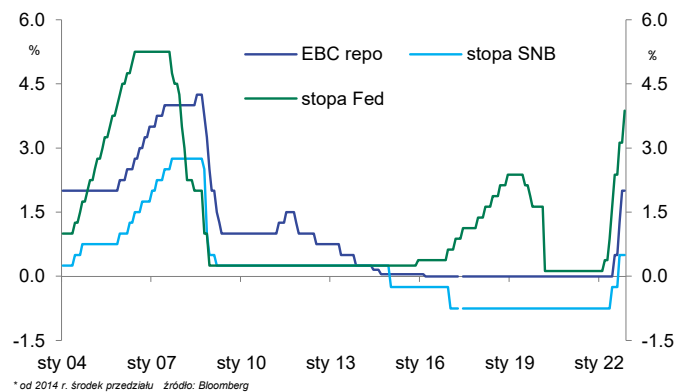


Sfera realna

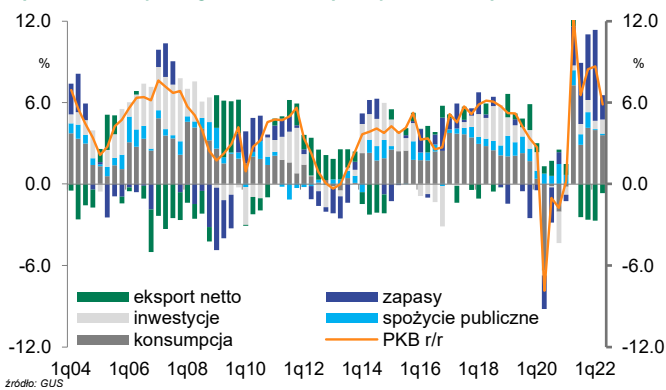
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



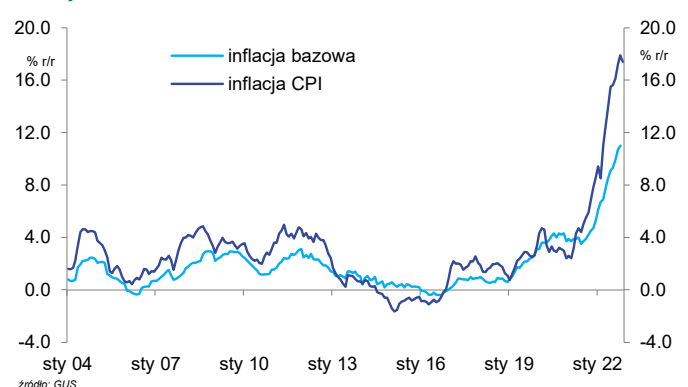
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



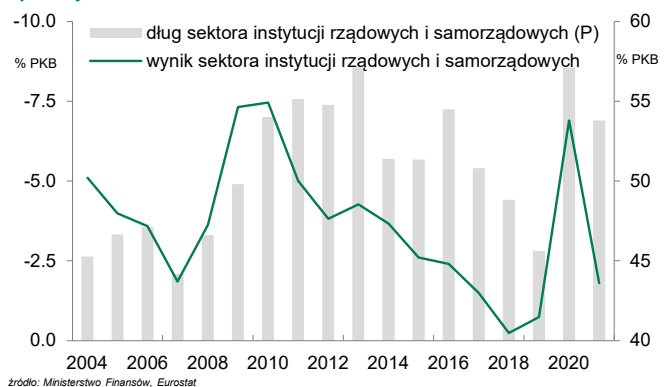
Rynek pracy



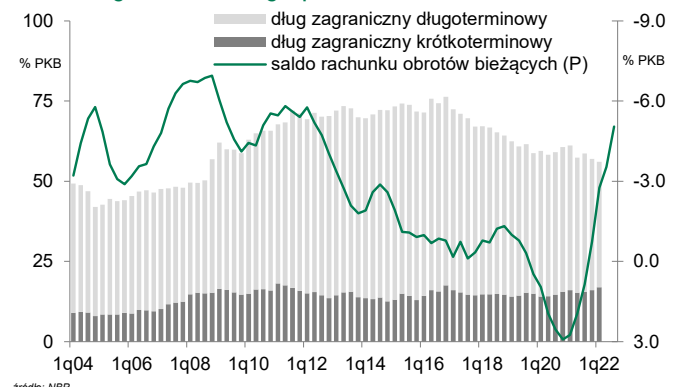
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.11.2022	02.12.2022	09.12.2022	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	7,24	7,16	7,00	6,95	6,95
Obligacje skarbowe 2L	%	6,87	6,70	6,70	6,90	6,90	6,90
Obligacje skarbowe 5L	%	6,81	6,46	6,48	6,80	6,80	6,80
Obligacje skarbowe 10L	%	6,57	6,36	6,43	6,70	6,70	6,70
PLN/EUR	PLN	4,67	4,69	4,68	4,70	4,70	4,70
PLN/USD	PLN	4,51	4,45	4,44	4,54	4,59	4,59
PLN/CHF	PLN	4,74	4,76	4,75	4,80	4,82	4,82
USD/EUR	USD	1,04	1,05	1,06	1,04	1,03	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	3,49	3,58	3,70	3,70	3,60
Obligacje skarbowe GER 10L	%	1,92	1,85	1,92	2,10	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: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.