

KOMENTARZ TYGODNIOWY

27 listopada 2023

Stabilniej na rynku globalnym. Dane z gospodarki krajowej potwierdzają wzrost dynamiki PKB w IV kw.

- Po dużej zmienności sytuacji rynkowej obserwowanej od kilkunastu tygodni, miniony tydzień był już dużo spokojniejszy, być może ze względu na czwartkowe Święto Dziękczynienia w USA i ograniczenie aktywności inwestorów.
- Opublikowane w minionym tygodniu zapisy stenogramów z posiedzeń FOMC i EBC raczej wsparły prognozy, że banki centralne nie podwyższą już stóp procentowych w bieżącym cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej. Choć w obu przypadkach jednoznacznie wskazano opcję dalszego zacieśnienia polityki monetarnej oraz wysoką niepewność co do procesu spadku inflacji w kolejnych kwartałach, to jednak przebijają się kwestie dotychczasowego silnego zaostrzenia polityki pieniężnej i trwającego stopniowego procesu dezinflacji. Wydaje się, że zarówno w przypadku FOMC jak i rady EBC poprzeczka dla kolejnej podwyżki stóp zawieszona jest relatywnie wysoko. Sądzymy, że w bazowym scenariuszu utrzymania bieżących tendencji makroekonomicznych banki centralne nie zdecydują się na zmianę parametrów polityki pieniężnej. Ewentualne zacieśnienie wymagałoby zmiany bieżących trendów sytuacji gospodarczej.
- Publikacje stenogramów miały jednak ograniczony wpływ na sytuację rynkową. W minionym tygodniu rentowności obligacji skarbowych w USA minimalnie (3 pkt. baz.) wzrosły na dłuższym końcu krzywej (papiery 10-letnie) i lekko obniżyły się na krótkim końcu (o 6 pkt. baz. dwulatki). W przypadku obligacji niemieckich rentowności wzrosły o 6 pkt. baz. i 11 pkt. baz. odpowiednio na dłuższym i krótszym końcu krzywej.
- Silniejsze spadki cen papierów niemieckich mogły wynikać z publikacji wstępnych odczytów indeksów PMI za listopad. Generalnie indeksy koniunktury utrzymywały się na słabych poziomach (47,1 pkt. indeks composite dla przemysłu i usług) zbliżonych do tych notowanych przez ostatnie cztery miesiące, a subindeks zatrudnienia nawet obniżył się po raz pierwszy poniżej 50 pkt. Jednak w listopadzie wzrosły subindeksy cen zarówno kosztów produkcji, jak i produktów i usług gotowych co nieco zaskakuje w kontekście tendencji cen surowców i transportu, ale może wynikać z rosnącego wpływu wyższych kosztów pracy na procesy cenotwórcze.
- Z drugiej strony wzrost rentowności na tle zmian z wcześniejszych tygodni trudno uznać za znaczący. Na taką ocenę wskazuje także utrzymanie generalnie niezłych nastrojów sprzyjających dalszym wzrostom indeksów akcji (o 0,8% dla globalnego indeksu MSCI, 1,0% w USA, 0,7% w strefie euro i 0,4% dla indeksu rynków wschodzących. W minionym tygodniu na wartości lekko stracił dolar (0,5% w relacji do koszyka walut), z kolei kurs euro wobec dolara utrzymywał się powyżej 1,09 USD/EUR.
- Umiarkowany optymizm na rynku globalnym cały czas wspierał także ceny akcji na rynku krajowym (wzrost indeksu WIG o 0,5%) oraz notowania polskiej

Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych
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

waluty. Kurs złotego w ujęciu do koszyka walut umocnił się w minionym tygodniu o 0,6%, w relacji do euro utrzymał się w okolicach 4,37 PLN/EUR.

- W minionym tygodniu silniej wzrosły natomiast rentowności krajowych obligacji skarbowych o 16 pkt. baz. na dłuższym końcu i 13 pkt. baz. papierów 2 – letnich. Wzrosły stawek IRS oraz stawek FRA o dłuższych terminach rzędu 20 pkt. baz. wskazują na ponowne przesunięcie w górę oczekiwań rynkowych co do skali poluzowania krajowej polityki pieniężnej. Być może coraz częściej wskazywane prognozy wyhamowania spadku inflacji CPI na przełomie roku, być może kolejne wypowiedzi członków RPP z rezerwą odnoszących się do kolejnych obniżek (poza jedną gołębią wypowiedzią W. Janczyka) wpłynęły silniej na oczekiwaną przez inwestorów skalę redukcji stóp w 2024 r.
- Nie sądzimy natomiast, aby te zmiany wynikały z publikacji serii październikowych danych z gospodarki polskiej potwierdzających oczekiwania na dalszy wzrost dynamiki PKB w IV kw. Choć na październikowe dane istotny wpływ miały efekty kalendarzowe (liczba dni roboczych / handlowych), to także eliminując wpływ tych efektów można wskazywać na dalsze wzrosty [sprzedaży detalicznej](#), ponadto przy poprawiającej się strukturze tego wzrostu. Prognozę dalszej poprawy wyników konsumpcji prywatnej wspiera także generalny obraz stabilnej sytuacji na [rynku pracy](#), pomimo lekkiego spadku zatrudnienia (w ujęciu r/r), dzięki wciąż solidnym wzrostom wynagrodzeń, spadkowi inflacji CPI (i rosnącej sile nabywczej dochodów), a przede wszystkim wciąż historycznie niskiej [stopie bezrobocia](#).
- Pomimo korekcyjnego obniżenia [produkcji budowlanej](#) (w skali miesiąca), dane nie wskazują na zmianę dotychczasowego trendu solidnego wzrostu inwestycji infrastrukturalnych oraz odbijającej po bardzo silnym spadku aktywności w budownictwie mieszkaniowym. W ten dość optymistyczny obraz nie pisują się natomiast dane dot. [produkcji przemysłowej](#). W skali miesiąca, po wykluczeniu efektów sezonowych produkcja obniżyła się, nie utrzymując wzrostów z poprzednich miesięcy przy rozczarowujących wynikach w przetwórstwie przemysłowym.
- W bieżącym tygodniu opublikowane zostaną pełne dane dot. wzrostu PKB w II kw. weryfikujące skalę poprawy wyników spożycia gospodarstw domowych wraz z poprawą ich sytuacji dochodowej. Zapewne ważniejsze dla inwestorów będzie zapewne wstępny szacunek listopadowej inflacji CPI. Oczekujemy stabilizacji inflacji w okolicach październikowego wyniku lub lekkiego wzrostu (6,6–6,7% r/r). Potwierdzenie tezy o wyhamowaniu spadku inflacji może cały czas wpływać na ograniczenie oczekiwań rynkowych co do perspektyw poluzowania polityki pieniężnej, jednak z punktu widzenia średniookresowego kluczowe będą w kolejnych tygodniach informacje dot. decyzji administracyjnych dot. stawki VAT na żywność czy też cen energii elektrycznej w 2024 r.
- Na rynku globalnym w bieżącym tygodniu pod jego koniec istotne będą zapewne odczyty wskaźników koniunktury USA i Chin. Ponadto opublikowane zostaną wskaźniki inflacji PCE i wydatków gospodarstw domowych w październiku. Wydaje się jednak, że inwestorzy będą bardziej oczekiwać na publikację danych z rynku pracy w kolejnym tygodniu, ważniejszych z punktu widzenia średnioterminowych prognoz polityki Fed.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

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

Zgodnie z tzw. szybkim szacunkiem (dane opublikowane 14.11) PKB w III kw. wzrósł o 0,4% r/r, wobec spadku o 0,5% r/r w II kw.

Biorąc pod uwagę fakt, że dane wstępne zazwyczaj nie różniły się od szacunku flash o więcej niż 0,1 pkt. proc., skorygowaliśmy lekko w dół nasz szacunek wzrostu PKB w zgodzie z wstępnym szacunkiem GUS. Przy okazji tej korekty założyliśmy „technicznie”, że gorszy wynik PKB (o 0,2 pkt. proc.) względem naszej wcześniejszej prognozy był wynikiem niższej kontrybucji we wzrost zapasów i / lub eksportu netto.

Zakładamy, że głównym powodem wyraźnej poprawy wyniku PKB w III kw. jest ograniczenie spadku spożycia gospodarstw domowych. Na takie dane wskazują wyraźnie lepsze w III kw. dane dot. sprzedaży detalicznej. Ten obraz jest spójny z poprawą w połowie roku danych dot. realnych dochodów gospodarstw domowych (gt. dzięki obniżającej się inflacji), jak również mniejszego negatywnego wpływu (dla dynamiki rocznej) podwyższonej konsumpcji migrantów z Ukrainy (w trakcie III kw. stopniowy powrót części uchodźców).

W pozostałych kategoriach oczekujemy już mniejszych zmian. Szacujemy, że w III kw. utrzymała się mocna dynamika inwestycji, przy prawdopodobnych lepszych wynikach publicznych inwestycji infrastrukturalnych oraz mniejszych spadków nakładów na rynku mieszkaniowym (dane dot. produkcji budowlano-montażowej) oraz wciąż solidnych inwestycjach firm (Szybki Monitoring NBP). Sądzymy, że cały czas utrzymuje się istotnie pozytywny wpływ konieczności zakończenia w 2023 r. projektów inwestycyjnych współfinansowanych ze środków Budżetu UE na I. 2014 – 2020.

Na podstawie badania NBP (Szybki Monitoring) zakładamy co prawda niższą, ale wciąż wyraźnie ujemną kontrybucję zapasów we wzrost PKB. Mniejsza ujemna kontrybucja zapasów wpływa natomiast na prognozę niższej dodatniej kontrybucji eksportu netto (negatywny wpływ na import).

		4q22	1q23	2q23	3q23*	3q23P
PKB		2,5	-0,3	-0,6	0,4	0,4
popyt krajowy		1,0	-4,8	-2,9	-	-0,5
konsumpcja prywatna	% r/r	1,0	-2,0	-2,8	-	0,0
spożycie publiczne		-6,2	-0,3	2,2	-	2,0
inwestycje		5,6	6,8	10,5	-	9,0
konsumpcja prywatna		0,5	-1,2	-1,7	-	0,0
spożycie publiczne		-1,3	0,0	0,4	-	0,4
inwestycje	kontrybucja	1,2	0,8	1,6	-	1,5
zapasy	pkt. proc.	0,4	-4,3	-3,2	-	-2,3
eksport netto		1,6	4,4	2,2	-	1,0
wartość dodana		3,1	0,9	0,8	-	1,6
przemysł		3,7	-0,9	-1,7	-	-2,0
budownictwo	% r/r	1,6	1,9	2,9	-	5,7
handel i naprawy		-3,7	-4,3	-6,7	-	0,4

Źródła: GUS, BOŚ Bank

*publikacja flash

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

Prognozujemy wstępnie, że w listopadzie wskaźnik inflacji CPI ukształtował się na poziomie zbliżonym do poziomu z października, tj. w przedziale 6,6–6,7% r/r.

Według naszych szacunków w kierunku obniżenia inflacji oddziaływała niższa dynamika cen żywności i nośników energii (wpływ obniżenia cen surowców żywnościowych na świecie i efekt wysokiej bazy sprzed roku) oraz niższa inflacja bazowa (efekt wysokiej bazy odniesienia sprzed roku). W przeciwnym kierunku oddziaływała jednak wyższa dynamika cen paliw – zarówno wynik skokowego wzrostu cen paliw na rynku detalicznym w ujęciu m/m (ponad 7%), jak i niska baza odniesienia sprzed roku.

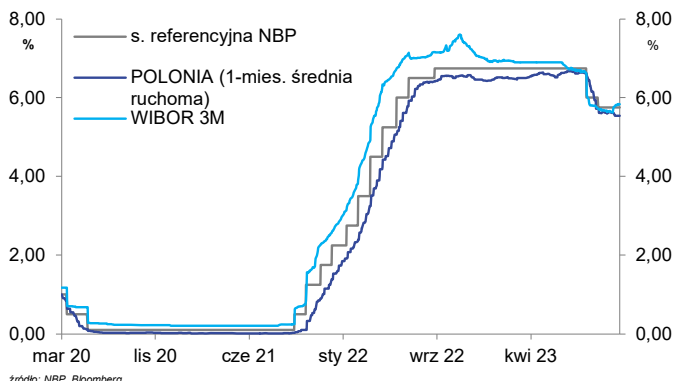
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

czwartek 30 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	lis	49,5 pkt.	49,8 pkt.	-
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	lis	50,6 pkt.	51,1 pkt.	-
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	lis	6,6% r/r	-	6,6–6,7% r/r
10:00	PL	Dynamika PKB (ost.)	III kw	-0,4% r/r (flash)	-	-0,4% r/r
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	lis	2,9% r/r	2,7% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	lis	4,2% r/r	3,9% r/r	-
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych	paź	0,3% m/m	0,2% m/m	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych	paź	0,7% m/m	0,2% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE	paź	3,4% r/r	3,1% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik bazowy inflacji PCE	paź	3,7% r/r	3,5% r/r	-
piątek 1 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	lis	49,5 pkt.	49,5 pkt.	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	lis	46,7 pkt.	47,7 pkt.	-
poniedziałek 4 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	lis	50,4 pkt.	50,5 pkt.	-

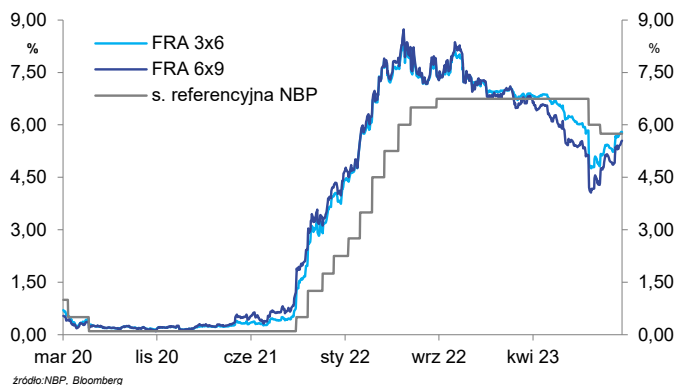
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

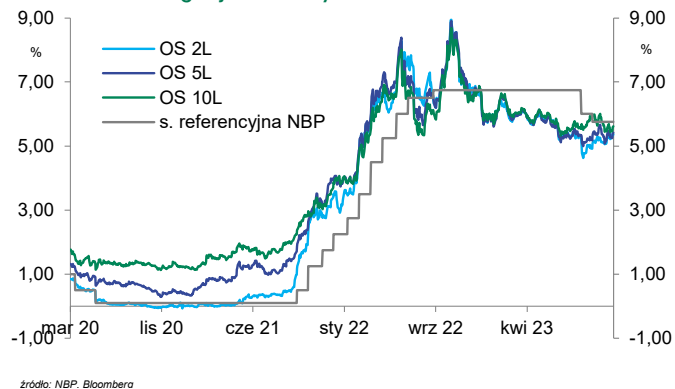
Krajowe stopy procentowe



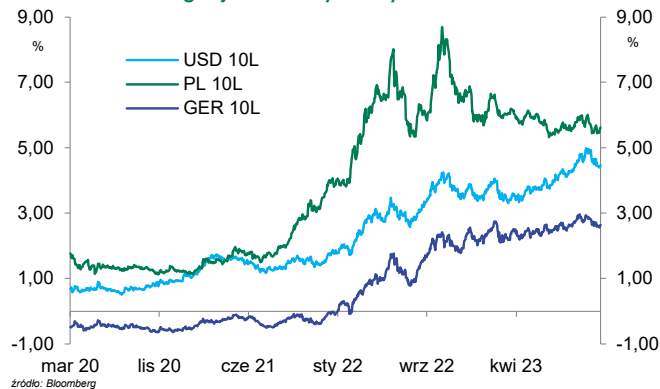
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



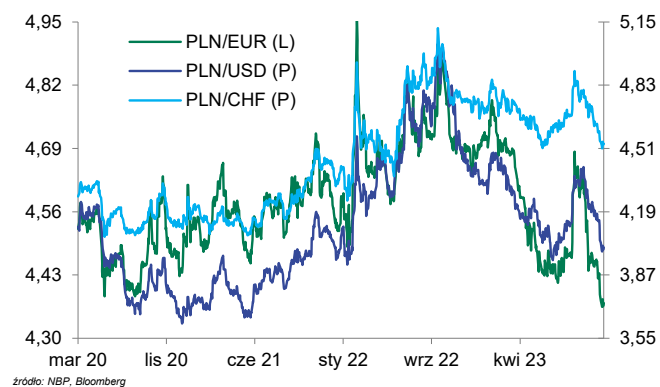
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



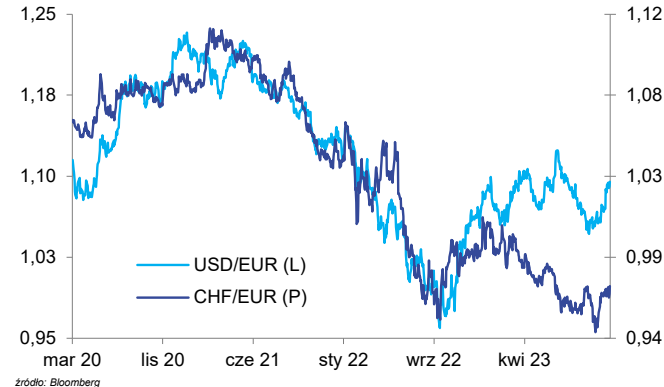
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



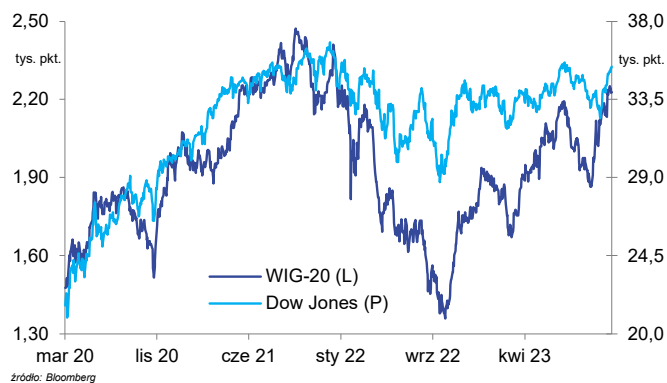
Notowania kursu złotego



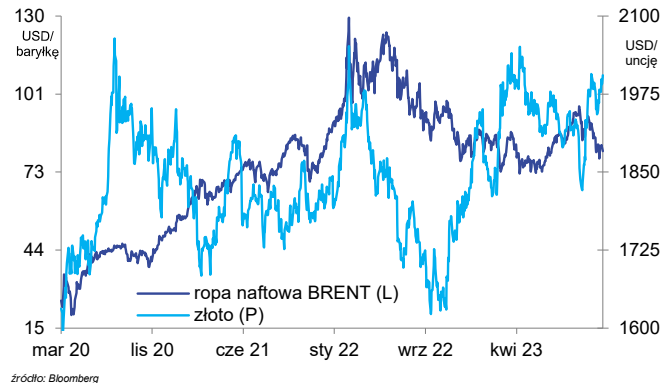
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

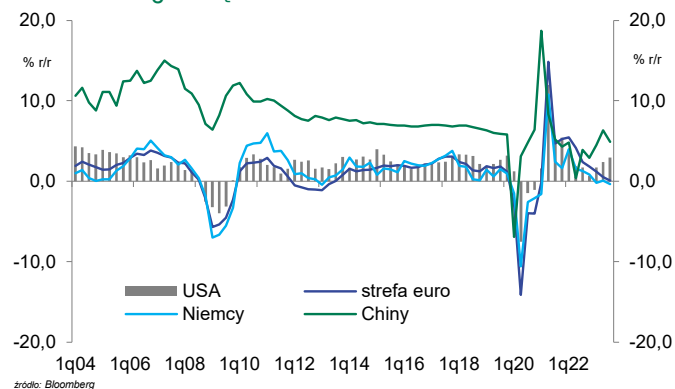


Ceny surowców

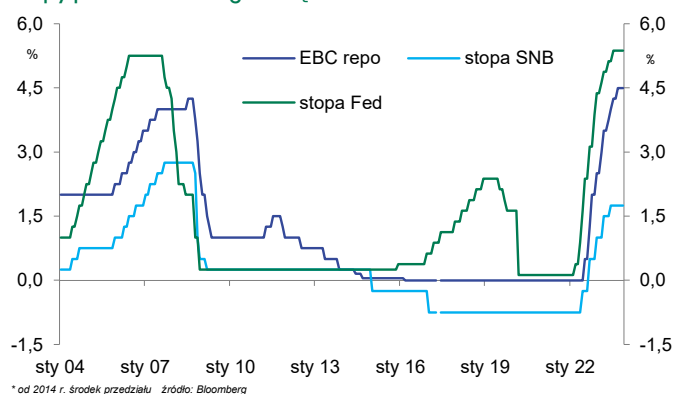


Sfera realna

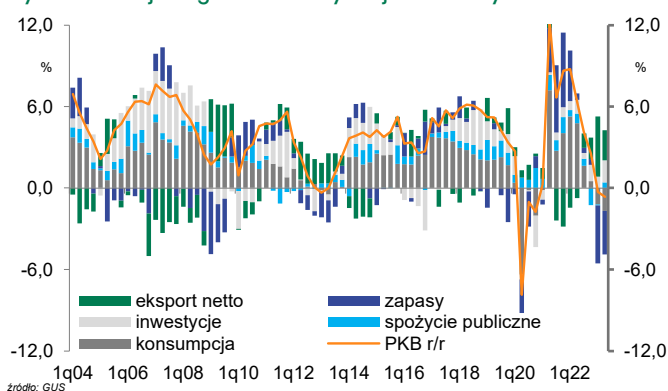
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



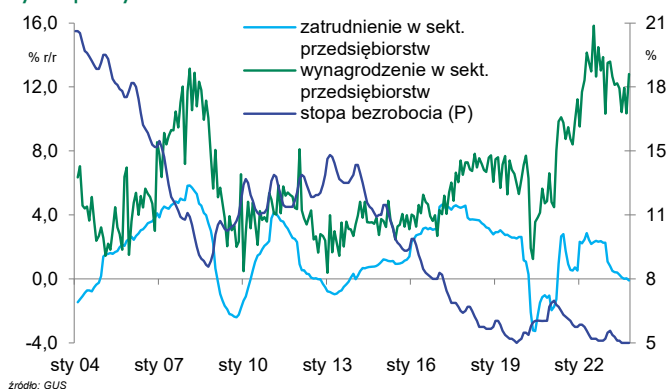
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



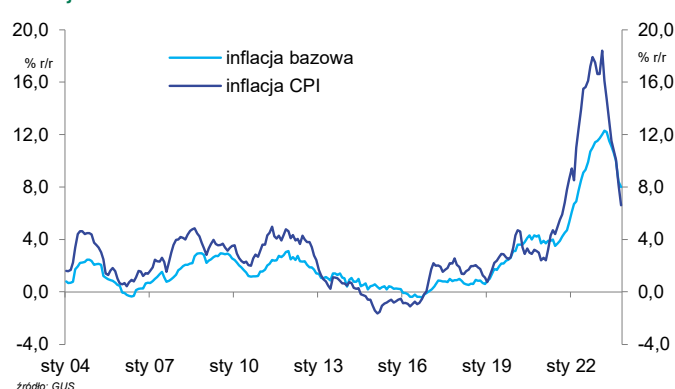
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



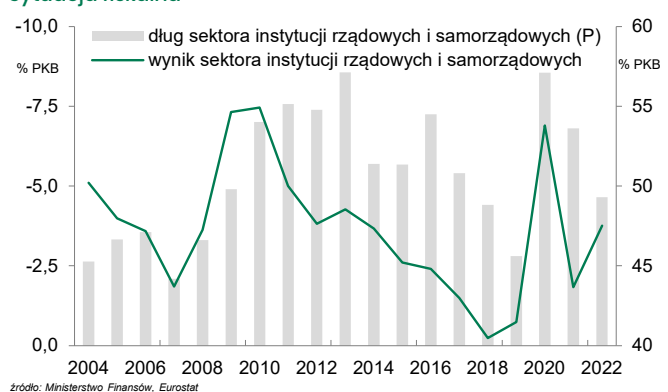
Rynek pracy



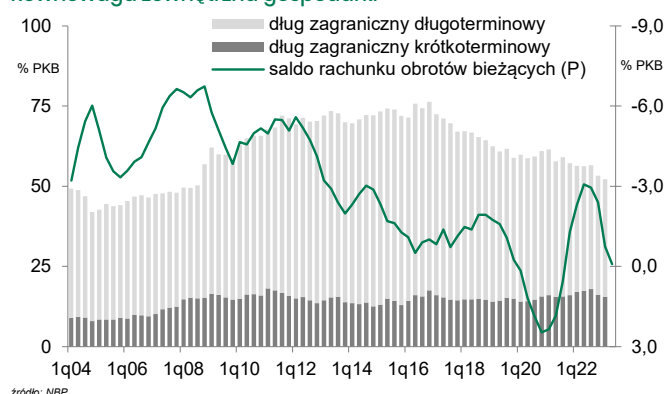
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.10.2023	17.11.2023	24.11.2023	31.12.2023	31.01.2024	31.03.2024
Stopa lombardowa NBP	%	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
Stopa referencyjna NBP	%	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Stopa depozytowa NBP	%	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	5,66	5,81	5,83	5,85	5,85	5,80
Obligacje skarbowe 2L	%	5,10	5,23	5,36	5,35	5,35	5,35
Obligacje skarbowe 5L	%	5,29	5,27	5,41	5,45	5,45	5,40
Obligacje skarbowe 10L	%	5,64	5,46	5,61	5,60	5,55	5,45
PLN/EUR	PLN	4,45	4,38	4,37	4,45	4,45	4,45
PLN/USD	PLN	4,17	4,03	4,01	4,20	4,18	4,18
PLN/CHF	PLN	4,62	4,54	4,53	4,64	4,64	4,64
USD/EUR	USD	1,06	1,09	1,09	1,06	1,07	1,07
Stopa Fed	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
Stopa repo EBC	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Stopa SNB	%	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,93	4,44	4,47	4,50	4,40	4,20
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,80	2,59	2,64	2,60	2,60	2,50

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.