

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

20 listopada 2023

## Doskonałe nastroje na globalnym rynku. Dynamika PKB w Polsce powróciła w III kw. powyżej zera.

• Miniony tydzień przyniósł wyraźną poprawę nastrojów na rynkach finansowych ze wzmożonym apetytem na ryzykowne aktywa. Rynki bardzo pozytywnie zareagowały na niższe od oczekiwań odczyty inflacji CPI i PPI w USA, które wzbudziły nadzieje, że proces dezinflacji ugruntowuje się. To zaś nie tylko oślabiło obawy przed kolejną podwyżką stóp procentowych Fed (okresowo podsycone wypowiedzią prezesa Fed we wcześniejszym tygodniu), ale też podsyciło spekulacje nt. ewentualnej obniżki stóp Fed.

• Zgodnie z opublikowanymi w minionym tygodniu danymi, październikowy wskaźnik CPI w USA obniżył się do 3,2% r/r vs. +3,7% r/r miesiąc wcześniej, poniżej oczekiwanych +3,3% r/r. Także wskaźnik inflacji bazowej cen paliw i żywności okazał się niższy od oczekiwań – na poziomie 4,0% vs. wobec +4,1% r/r we wrześniu i oczekiwanych +4,1% r/r. Z kolei wskaźnik cen producentów PPI spadł w październiku do 1,3% r/r wyraźnie poniżej mediany oczekiwań na poziomie 1,9% r/r.

• Z drugiej strony publikacje październikowych danych z Chin nt. produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i inwestycji lekko zaskoczyły *in plus*, co może wskazywać na mniej pesymistyczny od wcześniejszych oczekiwań obraz aktywności gospodarki chińskiej w III kw.

• Obraz gospodarki globalnej wyłaniający się z tych danych – umiarkowane osłabienie aktywności (ale brak oznak gwałtownej dekonunktury) i jednocześnie postępująca dezinflacja to z punktu widzenia rynków korzystna kombinacja danych. Dodatkowo optymizmowi rynkowemu służyło oddalenie do stycznia przyszłego roku perspektywy *shutdownu* w USA (ograniczenia aktywności administracji publicznej), dzięki kompromisowi w Kongresie USA ws. prowidzium budżetowego. Nastrojom pomógł też zapewne brak eskalacji ryzyka geopolitycznego na Bliskim Wschodzie pomimo kontynuacji działań wojsk izraelskich w Strefie Gazy.

• W tych warunkach miniony tydzień przyniósł silny wzrost indeksów akcji, obniżenie rentowności obligacji, osłabienie dolara oraz umocnienie aktywów rynków wschodzących.

• W minionym tygodniu rynki akcji były nadzwyczaj silne. Globalny indeks MSCI wzrósł o solidne 2,4% w skali tygodnia, w USA – o 2,3%, na rynkach wschodzących o 2,1%, zaś w strefie euro – aż o 3,3%.

• Rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych solidnie spadły zawiązką rekompensując wzrost z wcześniejszego tygodnia, w tym w USA aż o 21 pkt. baz. do 4,44%, a w Niemczech o 12 pkt. baz., poniżej 2,60%. Na rynku walutowym dolar wyraźnie stracił na wartości – w ujęciu do koszyka walut osłabił się o 1,5%, w tym wobec euro o ponad 2 centy w okolice 1,09 USD/EUR.

• Wyraźna poprawa nastrojów na rynkach globalnych wsparta też krajowe aktywa finansowe. WIG wzrósł w skali tygodnia o mocne 3,6%. Rentowności krajowych 10-letnich papierów skarbowych spadły o 14 pkt. baz. do 5,46%. Zaś

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

złoty zyskał na wartości w relacji do koszyka walut 1,1% i osiągnął na koniec tygodnia mocne poziomy – poniżej 4,38 PLN/ EUR, poniżej 4,05 PLN/USD i poniżej 4,55 PLN/CHF.

- Ubiegłotygodniowa [publikacja wstępnego szacunku PKB za III kw.](#) mogła dodatkowo wesprzeć polskie aktywa finansowe, choć nie był to czynnik pierwszoplanowy. PKB w III kw. wzrósł o 0,4% r/r i po dwóch kwartałach spadku powrócił do wzrostu w ujęciu r/r, potwierdzając nasze oczekiwania na wzrost PKB w III kw. Na taki scenariusz wskazywała poprawa miesięcznych danych z III kw. publikowanych, przede wszystkim wzrost dynamiki sprzedaży detalicznej o 1,4% r/r oraz wzrost dynamiki produkcji budowlano-montażowej do 5,5% r/r.
- Oceniamy, że decydującym czynnikiem wzrostu PKB w III kw. była poprawa spożycia gospodarstw domowych. Prognozujemy, że w III kw. dynamika konsumpcji prywatnej ukształtowała się w okolicach 0% r/r, po spadku o 2,8% r/r w II kw. Poprawę wyniku konsumpcji wspierała poprawa realnych dochodów gospodarstw domowych dzięki skokowemu spadkowi wskaźnika inflacji. Szacujemy ponadto, że w III kw. generalnie utrzymała się wysoka dynamika inwestycji – w okolicach 9,0% r/r, co stabilizowało wzrost PKB.
- Prognozujemy pod koniec 2023 r. dalszy wzrost dynamiki PKB w kierunku 2% r/r i stabilizację nieco powyżej tego poziomu w całym 2024 r. Pod koniec tego roku i z początkiem przyszłego wzrost dynamiki konsumpcji będzie nadal motorem przyspieszenia dynamiki PKB za sprawą dalszej poprawy realnych dochodów gospodarstw domowych. Natomiast w 2024 r. wyraźne osłabienie dynamiki inwestycji ograniczy potencjał do przyspieszenia dynamiki PKB istotnie powyżej 2%. Osłabienie inwestycji będzie efektem wygaśnięcia do końca bieżącego roku pozytywnego wpływu wydatkowania środków unijnych z perspektywy na l. 2014-2020. W całym 2024 r. oczekujemy, że PKB wzrośnie o 2,2%.
- Oczekiwana w tym tygodniu seria październikowych danych nt. polskiej gospodarki (rynek pracy, produkcja, sprzedaż detaliczna), da obraz aktywności polskiej gospodarki z początkiem IV kw. wstępnie weryfikując oczekiwania co do dalszej poprawy aktywności polskiej gospodarki pod koniec bieżącego roku.
- Opublikowane [pełne dane nt. CPI w październiku](#) wskazały na ostateczny odczyt CPI na poziomie 6,6% r/r (korekta w górę wobec szacunku *flash* o 0,1 pkt. proc.) wobec 8,5% r/r miesiąc wcześniej. Obniżyła się też inflacja bazowa do 8% r/r wobec 8,4% r/r we wrześniu. Szacujemy, że październik był ostatnim miesiącem ze skokowym spadkiem inflacji. Szacujemy wstępnie, że w listopadzie wskaźnik CPI ukształtuje się w okolicach 6,6% r/r, a na koniec roku lekko wzrośnie pozostając poniżej 7,0% r/r.
- W bieżącym tygodniu kalendarz publikacji danych z gospodarki globalnej jest stosunkowo ubogi – w czwartek oczekiwane będą wstępne odczyty indeksów PMI koniunktury w strefie euro, w piątek – koniunktury Ifo w Niemczech.
- W przypadku USA oczekiwana będzie wtorkowa publikacja protokołu z ostatniego posiedzenia FOMC. Publikacja *minutes* jest tym bardziej oczekiwana, iż wystąpiła różnica przekazu między odebraną jako raczej „gołębia” retoryką prezesa Fed podczas konferencji prasowej po ostatnim posiedzeniu FOMC a odebrany jako bardziej „jastrzębie” publicznym wystąpieniem prezesa Powella przed ponad tygodniem.

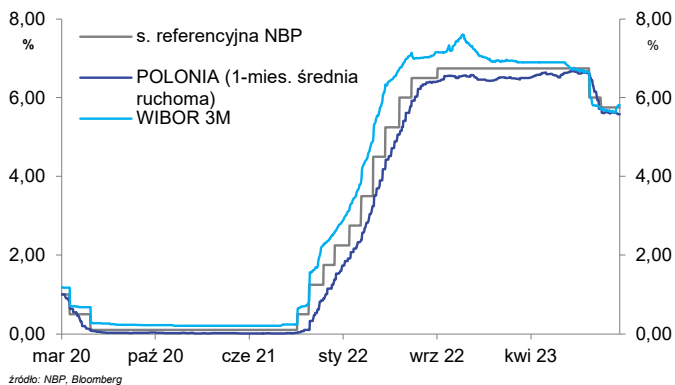
## Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

| wtorek 21 listopada       |     |                                              | okres | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ |
|---------------------------|-----|----------------------------------------------|-------|-----------------|----------------|--------------|
| 10:00                     | PL  | Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw      | paź   | 0,0% r/r        | 0,0% r/r       | 0,0% r/r     |
| 10:00                     | PL  | Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw     | paź   | 10,3% r/r       | 11,7% r/r      | 11,7% r/r    |
| 10:00                     | PL  | Produkcja przemysłowa                        | paź   | -3,1% r/r       | 1,6% r/r       | 2,0% r/r     |
| 10:00                     | PL  | Wskaźnik cen w przemyśle PPI                 | paź   | -2,8% r/r       | -3,5% r/r      | -4,5% r/r    |
| 20:00                     | US  | Publikacja <i>minutes</i> z posiedzenia FOMC | lis   | -               | -              | -            |
| środa 22 listopada        |     |                                              | okres | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ |
| 10:00                     | PL  | Sprzedaż detaliczna                          | paź   | -0,3% r/r       | 1,4% r/r       | 2,1% r/r     |
| 10:00                     | PL  | Produkcja budowlano-montażowa                | paź   | 11,5% r/r       | 10,5% r/r      | 11,0% r/r    |
| czwartek 23 listopada     |     |                                              | okres | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ |
| 09:30                     | DE  | Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)     | lis   | 40,8 pkt.       | 41,1 pkt.      | -            |
| 09:30                     | DE  | Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)       | lis   | 48,2 pkt.       | 48,4 pkt.      | -            |
| 10:00                     | EMU | Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)     | lis   | 43,1 pkt.       | 43,3 pkt.      | -            |
| 10:00                     | EMU | Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)       | lis   | 47,8 pkt.       | 48,1 pkt.      | -            |
| piątek 24 listopada       |     |                                              | okres | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ |
| 10:00                     | PL  | Stopa bezrobocia                             | paź   | 5,0%            | 5,0%           | 5,0%         |
| 10:00                     | DE  | Indeks koniunktury Ifo                       | lis   | 86,9 pkt.       | 87,4 pkt.      | -            |
| poniedziałek 27 listopada |     |                                              | okres | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ |
| -                         | DE  | Sprzedaż detaliczna                          | paź   | -0,6% m/m       | -              | -            |

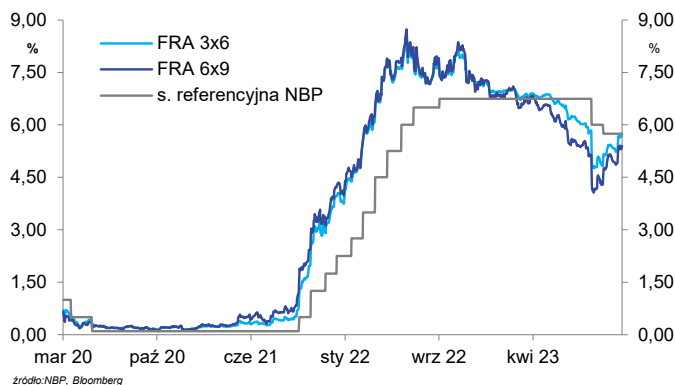
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

## Rynki finansowe

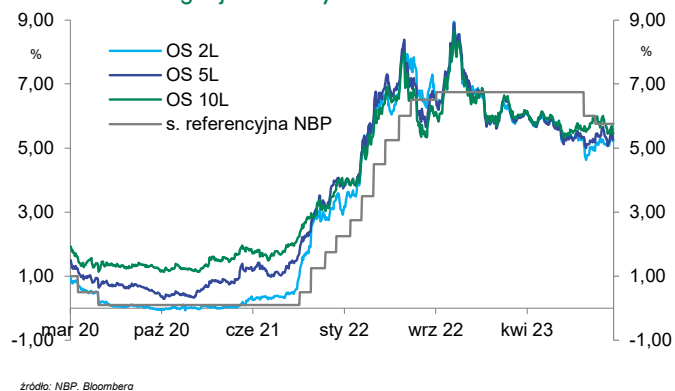
### Krajowe stopy procentowe



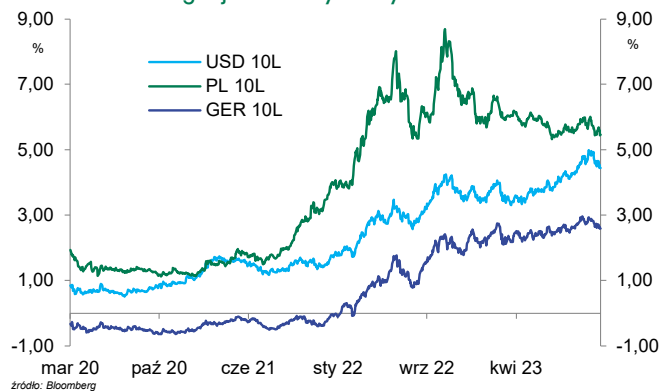
### Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



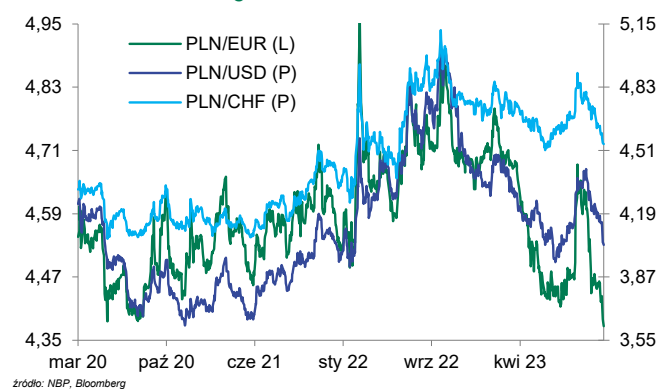
### Rentowności obligacji skarbowych – Polska



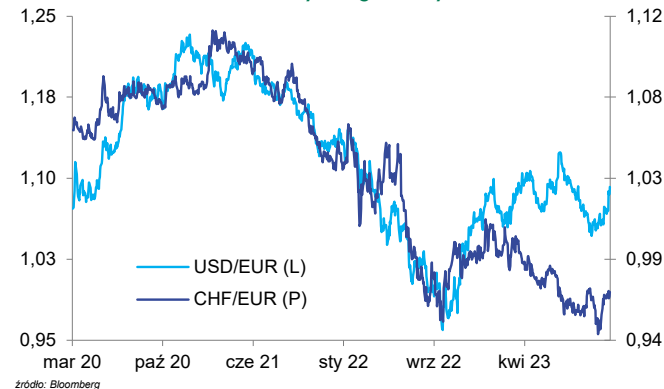
### Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



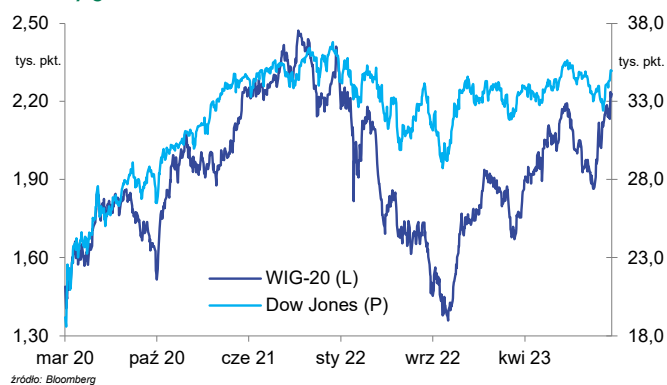
### Notowania kursu złotego



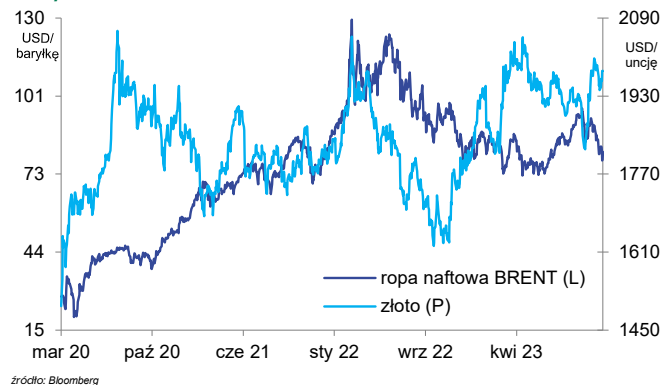
### Notowania kursów walut na rynku globalnym



### Indeksy giełtowe

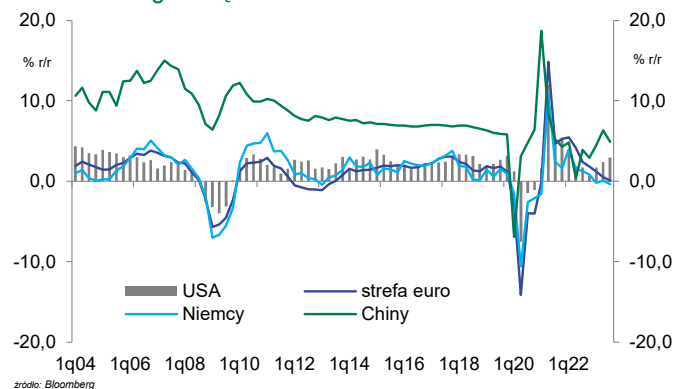


### Ceny surowców

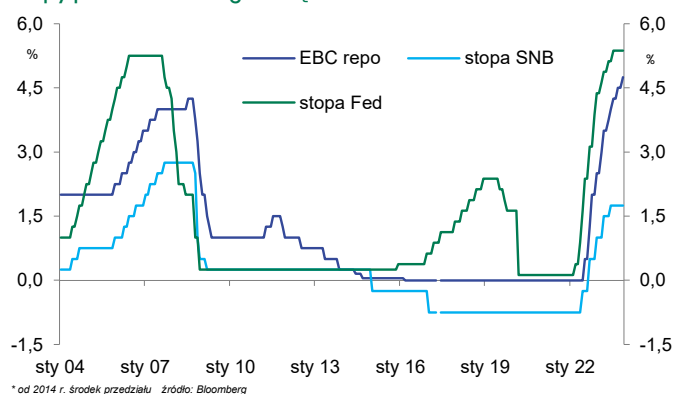


## Sfera realna

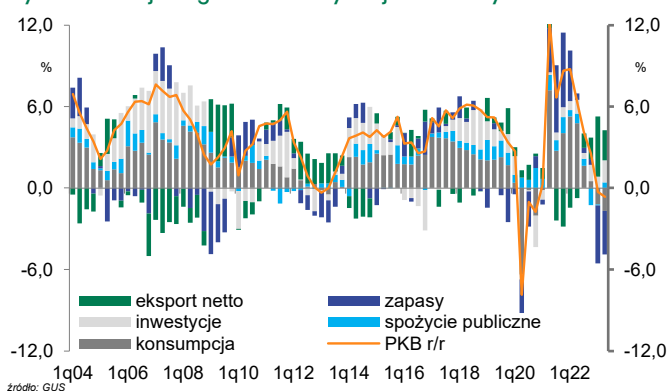
### Wzrost PKB za granicą



### Stopy procentowe za granicą



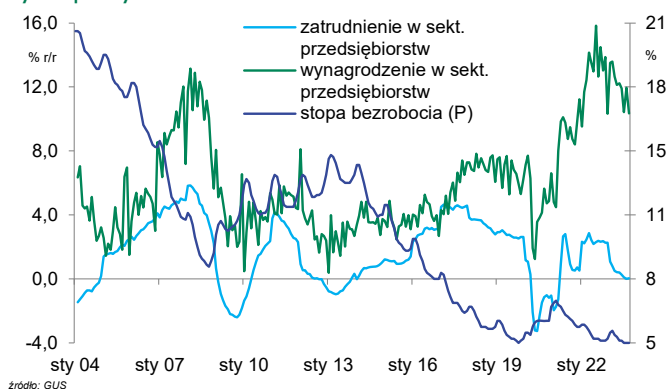
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



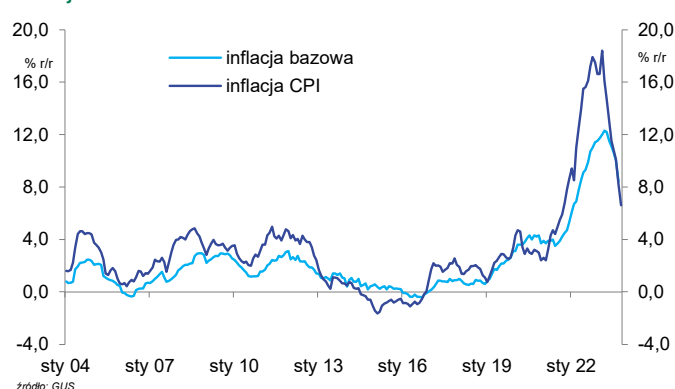
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



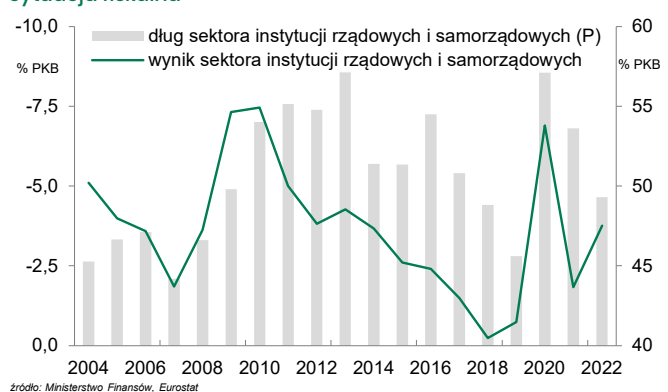
### Rynek pracy



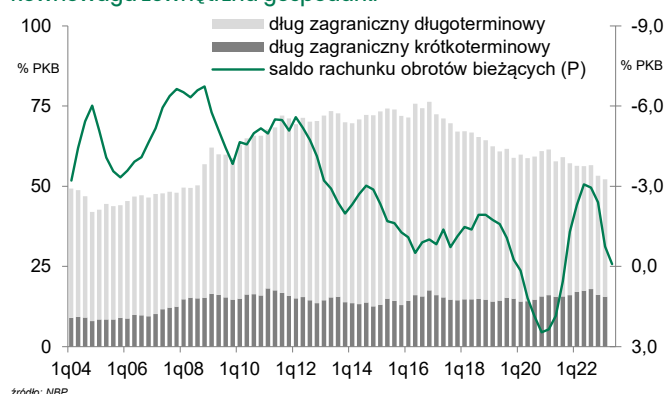
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Prognoza wskaźników finansowych

| wskaźnik                   |     | 31.10.2023 | 10.11.2023 | 17.11.2023 | 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       | 5,76       | 5,81       | 5,85       | 5,85       | 5,80       |
| Obligacje skarbowe 2L      | %   | 5,10       | 5,25       | 5,23       | 5,35       | 5,35       | 5,35       |
| Obligacje skarbowe 5L      | %   | 5,29       | 5,41       | 5,27       | 5,45       | 5,45       | 5,40       |
| Obligacje skarbowe 10L     | %   | 5,64       | 5,94       | 5,46       | 5,60       | 5,55       | 5,45       |
| PLN/EUR                    | PLN | 4,45       | 4,42       | 4,38       | 4,45       | 4,45       | 4,45       |
| PLN/USD                    | PLN | 4,17       | 4,14       | 4,03       | 4,20       | 4,18       | 4,18       |
| PLN/CHF                    | PLN | 4,62       | 4,59       | 4,54       | 4,64       | 4,64       | 4,64       |
| USD/EUR                    | USD | 1,06       | 1,07       | 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       | 4,65       | 4,44       | 4,50       | 4,40       | 4,20       |
| Obligacje skarbowe GER 10L | %   | 2,80       | 2,71       | 2,59       | 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: 000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.