

KOMENTARZ TYGODNIOWY

6 grudnia 2021

Omikron wciąż ciąży globalnemu rynkowi. Lepsze nastroje na rynku krajowym. Kolejny szczyt inflacji CPI wzmacnia scenariusz środowowej podwyżki stóp.

- W minionym tygodniu obawy przed wariantem Omicron wirusa COVID-19 wciąż dominowały na globalnym rynku finansowym. Choć pojawiały się też bardziej optymistyczne oceny ekspertów dot. potencjalnie niższego ryzyka śmierci w porównaniu z poprzednimi wariantami, to próby odreagowania nastrojów rynkowych dość szybko kończyły się korektą spadkową, choć w skali już dużo mniejszej niż miało to miejsce tydzień wcześniej.
- W skali globalnej indeks akcji MSCI obniżył się o 1,4%. Po dynamicznych spadkach giełd europejskich w tygodniu wcześniejszym, w minionym tygodniu głębsze spadki notowano na giełdach amerykańskich (-1,6%, wobec -0,5% w strefie euro), po tym jak przypadek Omikronu wykryto także w USA.
- Nastrojów rynkowych nie wsparły publikacje całkiem niezłych danych, wskazujących na stabilizującą się globalną sytuację gospodarczą. Choć liczba nowych etatów w USA ukształtowała się wyraźnie poniżej prognoz rynkowych (210 tys. wobec 550 tys.), to dane gromadzone na podstawie ankiet wśród gospodarstw domowych wskazały na spadek stopy bezrobocia do 4,2%, pomimo wzrostu liczby aktywnych zawodowo, czyli przy solidnym wzroście liczby pracujących. Na bardzo wysokim poziomie ukształtowały się także indeksy ISM koniunktury w USA (61,1 pkt. w przemyśle i 69,1 pkt. w usługach), zamówienia na dobra trwałe użytku. Wskaźniki koniunktury gospodarczej PMI w Chinach sugerują generalnie stabilizację koniunktury w sektorze przemysłowym i mniejszą skalę jej pogorszenia w sektorze usługowym. W przypadku strefy euro, ostateczne dane dot. indeksów PMI w usługach już lepiej odzwierciedlające listopadowe pogorszenie sytuacji epidemicznej, wskazały na niewielką skalę ich korekty, wobec szacunków pierwotnych, implikując, póki co ograniczony negatywny wpływ tej sytuacji na prognozy gospodarcze.
- Indeksy koniunktury gospodarczej ISM/PMI obok generalnie korzystnego obrazu sfery realnej wskazały na minimalne spadki subindeksów kosztowych oraz cen, wskazując na bardzo powolny proces wygasania utrudnień podaźowych oraz wciąż wysoką presję inflacyjną. Według wstępnych danych w listopadzie inflacja HICP w strefie euro wzrosła do historycznie wysokiego poziomu 4,9%. W minionym tygodniu jedynym czynnikiem silniej ograniczającym ryzyka inflacyjne było natomiast utrzymanie cen ropy naftowej w okolicach poziomu 70 USD/baryłkę.
- W minionym tygodniu prezes Fed wskazał na wydłużający się okres wysokiej inflacji, szybsze tempo poprawy sytuacji na rynku pracy, co może uzasadniać potrzebę przyspieszenia procesu ograniczania skali skupu aktywów oraz wzrostu ryzyka podwyżki stóp procentowych w USA w II poł. 2022 r. Choć prezes Powell wskazał na wzrost niepewności związany z Omikronem, to o ile w najbliższym czasie nie potwierdzą się bardziej pesymistyczne oceny sytuacji, to można oczekiwać szybszego tempa odchodzenia od luzowania / zacieśniania polityki pieniężnej Fed.

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

- Pomimo tej bardziej „jastrzębiej” retoryki rentowności 10-letnich SPW w USA obniżyły się o ok. 10 pkt. baz. poniżej 1,40%, a w Niemczech o 6 pkt. baz., na co wpłynęła zapewne utrzymująca się podwyższona awersja do ryzyka. Z drugiej strony, pomimo tych nastrojów w minionym tygodniu dolar lekko osłabił się (o 0,3% do koszyka walut), w relacji do euro utrzymywał się w okolicach 1,13 USD/EUR.
- Krajowe aktywa w minionym tygodniu zdecydowanie oderwały się od tendencji globalnych. Pomimo utrzymującej się wyższej awersji do ryzyka, silnie umocnił się złoty (2,8% do koszyka walut, w tym poniżej 4,60 PLN/EUR) oraz krajowa giełda (wzrost WIG o 1,9%). Biorąc pod uwagę, że te wzrosty koncentrowały się w drugiej części tygodnia, tak jak wskazywaliśmy w poprzednich raportach, najprawdopodobniej krajowym aktywom w listopadzie ciążył efekt zamykania roku obrachunkowego w części zagranicznych instytucji finansowych. Trudno bowiem w minionym tygodniu wskazywać na jakikolwiek bardziej fundamentalny czynnik tak silnie od początku grudnia wspierający ceny polskich aktywów.
- Z pewnością takim czynnikiem nie była [publikacja drugiego szacunku wzrostu PKB](#) w III kw. który wzrósł o 5,3% r/r, blisko szacunku *flash* 5,1%. Biorąc pod uwagę ryzyka związane z Omikronem, raczej w minimalnym stopniu na krajowe aktywa mogły wpływać korzystne dane epidemiczne, wskazujące na możliwość osiągnięcia kulminacyjnego poziomu czwartej fali, przy wyraźnym wygaszaniu tygodniowych wzrostów liczby nowych przypadków COVID-19.
- W minionym tygodniu silnie wzrosły z kolei rentowności SPW po publikacji wstępnego odczytu inflacji CPI za listopad i ponownym wzroście oczekiwań na podwyżki stóp. Według danych GUS [inflacja CPI w listopadzie wzrosła aż do 7,7% r/r](#) z 6,8% w październiku, przy silniejszym wzroście cen żywności, nośników energii i inflacji bazowej. Pomimo decyzji o rozszerzeniu tarczy antyinflacyjnej o redukcję podatku VAT także na energię cieplną oraz deklaracji premiera możliwości wydłużenia rozwizań na II kw. 2022 r., gdyby inflacja nie zaczęła obniżać się, listopadowy rekord inflacyjny poskutkował dalszym wzrostem oczekiwań na podwyżki stóp NBP (kontakty FRA) oraz wzrost rentowności (o 25 pkt. baz. dla papierów 2-letnich i 13 pkt. baz. dla 10-latek). W ograniczonym stopniu wzrost rentowności ograniczył komunikat NBP dot. możliwości dokonywania w grudniu operacji strukturalnych skupu obligacji, czyli *de facto* informacji o możliwym powrocie do programu skupu aktywów, który zgodnie z wcześniejszymi wypowiedziami prezesa NBP został wygaszony w III kw. br.
- Biorąc pod uwagę wyższą od oczekiwań inflację w listopadzie, spore prawdopodobieństwo przekroczenia w grudniu kolejnej psychologicznej granicy 8,0% r/r oraz wypowiedzi członków RPP z tygodnia minionego w większości wskazujące na konieczność zaostrzenia polityki pieniężnej, w tym ubiegłotygodniową wypowiedź prezesa NBP wskazującego na „uporczywość inflacji”, oczekujemy podwyżki stopy referencyjnej NBP o 50 pkt. baz. do 1,75%. Konferencja prasowa prezesa NBP odbędzie się w czwartek 9.12, dzień po decyzji RPP.
- O ile RPP istotnie nie zaskoczy istotnie rynek (konsensu prognoz to podwyżka o 50 pkt. baz.), w kolejnym tygodniu notowania krajowych aktywów zapewne będą już w większym stopniu podążać za sytuacją na rynku globalnym. Przy dominującym znaczeniu wszelkich informacji dot. wariantu Omikron i jednocześnie ubogim kalendarzu publikacji danych i wydarzeń, to właśnie ocena perspektyw gospodarczych w kontekście sytuacji epidemicznej będzie w najbliższym czasie kluczowa dla cen aktywów o wyższym profilu ryzyka.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (8 grudnia)**

Oczekujemy, że podczas środowego posiedzenia Rada podwyższy stopy NBP, w tym stopę referencyjną NBP o 50 pkt. baz. do 1,75%.

Biorąc pod uwagę fakt, że w funkcji reakcji RPP bardzo dużą wagę ma kształtowanie się bieżącej inflacji, ubiegłotygodniowa publikacja wyższego od oczekiwań wskaźnika CPI, perspektywa wzrostu inflacji w grudniu do kolejnego psychologicznego poziomu 8% w naszej ocenie ponownie wzmagają presję na Radzie Polityki Pieniężnej, j.

Uwzględniając pełnię obecnie dostępnych informacji oraz analizę dotychczasowych decyzji RPP oceniamy, że w grudniu RPP ponownie zacieśni politykę monetarną, a skala podwyżki stopy referencyjnej ukształtuje się w przedziale 25-50 pkt. baz. z punktową prognozą podwyżki o 50 pkt. baz. Za stonowaną skalą podwyżki, o 25 pkt. baz., przemawia pogorszenie perspektyw gospodarczych na świecie, wzrost ryzyka z tytułu nasilenia kolejnej fali pandemii, perspektywa niższej inflacji w I kw. 2022 r., spora kumulacja podwyżek stóp w październiku i listopadzie. Z kolei za podwyżką, o 50 pkt. baz., przemawia wysoki poziom bieżącej listopadowej i oczekiwanej grudniowej inflacji (kolejna bariera psychologiczna), słabość kursu złotego oraz korzystna w świetle ostatnich danych nt. PKB za III kw. sytuacja gospodarki polskiej. W przeszłości (posiedzenia Rady we wrześniu i październiku) wobec silnej presji z tytułu wysokiej bieżącej inflacji RPP reagowała bardziej zdecydowaną podwyżką stóp, zatem **w bazowym scenariuszu oczekujemy podwyżki stóp o 50 pkt. baz. do poziomu 1,75% dla stopy referencyjnej NBP.** Na scenariusz większej skali zacieśnienia polityki wskazują też ubiegłotygodniowe bardziej „jastrzębie” w tonie wypowiedzi prezesa NBP nt. „uporczywości” bieżącej inflacji. Z drugiej strony niepewność co do perspektyw rozwoju gospodarczego w kontekście sytuacji pandemicznej, dotychczasowa skala podwyżek stóp oraz perspektywa spadku inflacji z początkiem 2022 r. naszym zdaniem powstrzymają RPP przed powtórzeniem podwyżki stóp z listopada o 75 pkt. baz. dla stopy referencyjnej NBP.

Jednocześnie przy dotychczasowej niedoskonałej komunikacji NBP ryzyko prognozy decyzji RPP jest wysokie.

Konferencja prezesa NBP po posiedzeniu Rady planowana jest na czwartek 9 grudnia o g.16.00.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 7 grudnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
-	CHN	Eksport / import, listopad	20,3% r/r / 14,5% r/r	15,1% r/r / 16,0% r/r	-
08:00	DE	Produkcja przemysłowa, październik	-1,1% m/m	0,7% m/m	-
11:00	DE	Indeks koniunktury ZEW, grudzień	31,7 pkt.	25,8 pkt.	-
11:00	EMU	Wzrost PKB, III kw. (ost.)	2,2% kw/kw (wst.)	2,2% kw/kw	-
środa 8 grudnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
-	PL	Ogłoszenie decyzji RPP ws. poziomu stóp procentowych NBP	1,25%	1,75%	1,75%
czwartek 9 grudnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Inflacja CPI, listopad	1,5% r/r	2,5% r/r	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 4.12	222 tys.	245 tys.	-
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	-	-	-
piątek 10 grudnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:30	US	Inflacja CPI, listopad	6,2% r/r	6,7% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy, listopad	4,6% r/r	4,9% r/r	-
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan, grudzień (wst.)	67,4 pkt.	68,0 pkt.	-

* mediana ankiety Bloomberg dla danych nt. polskiej gospodarki

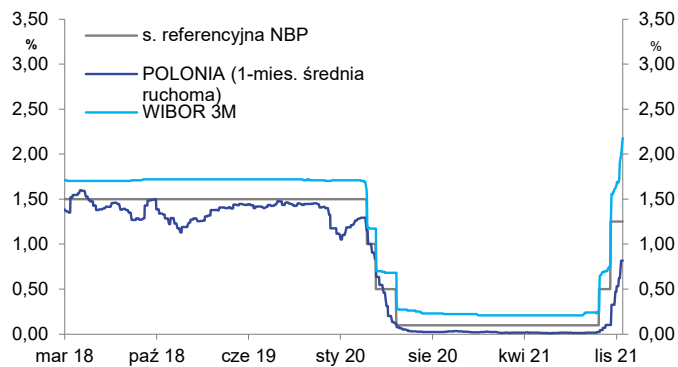
Miesięczny kalendarz publikacji danych

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI - przemysł	PL	listopad	1.12	53,8 pkt.	54,4 pkt.	
Posiedzenie RPP	PL	grudzień	8.12	1,25%	1,75%	
Saldo w obrotach bieżących	PL	wrzesień	14.12	-1 339 mln EUR		-459 mln EUR
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	listopad	15.12	7,7% r/r (wst.)		7,7% r/r
Inflacja bazowa po wyłączeniu żywności i energii	PL	listopad	16.12	4,5% r/r		4,7% r/r
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	listopad	17.12	8,4% r/r		9,0% r/r
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	listopad	17.12	0,5% r/r		0,5% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	listopad	20.12	7,8% r/r		8,6% r/r
Wskaźnik PPI	PL	listopad	20.12	11,8% r/r		12,7% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	listopad	21.12	4,2% r/r		7,0% r/r
Sprzedż detaliczna (ceny stałe)	PL	listopad	21.12	6,9% r/r		9,6% r/r
Stopa bezrobocia	PL	listopad	23.12	5,5%		5,5%

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI Caixin - przemysł	CHN	listopad	1.11	50,6 pkt.	49,9 pkt.	
Indeks koniunktury ISM - przemysł	US	listopad	1.11	60,8 pkt.	61,1 pkt.	
Indeks koniunktury PMI Caixin - usługi	CHN	listopad	3.12	53,8 pkt.	52,1 pkt.	
Indeks koniunktury ISM - usługi	US	listopad	3.12	66,7 pkt.	69,1 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	listopad	3.12	531 tys.	210 tys.	
Stopa bezrobocia	US	listopad	3.12	4,6%	4,2%	
Inflacja CPI	US	listopad	10.12	6,2% r/r		6,7% r/r
Posiedzenie FOMC	US	grudzień	14 - 15.12	0-0,25%		0-0,25%
Produkcja przemysłowa	CHN	listopad	15.12	3,5% r/r		3,8% r/r
Posiedzenie rady EBC	EMU	grudzień	16.12	-0,5% / 0,0%		-0,5% / 0,0%
Indeks koniunktury PMI - przemysł (wst.)	EMU	grudzień	16.12	58,4 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI - usługi (wst.)	EMU	grudzień	16.12	55,9 pkt.		-
Wskaźnik inflacji bazowej PCE	US	listopad	23.12	4,1% r/r		-
Indeks koniunktury PMI NBS - przemysł	CHN	grudzień	31.12	49,6 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI NBS - usługi	CHN	grudzień	31.12	51,4 pkt.		-

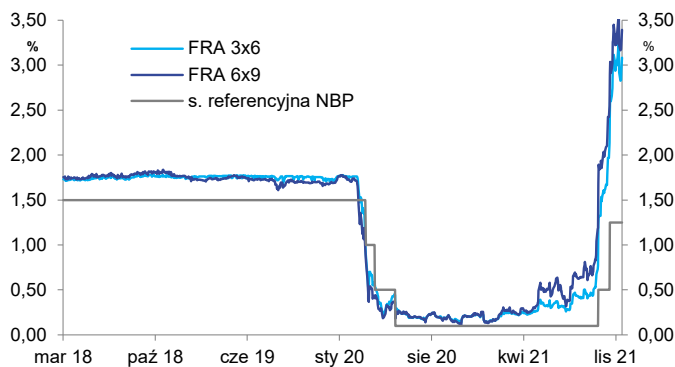
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



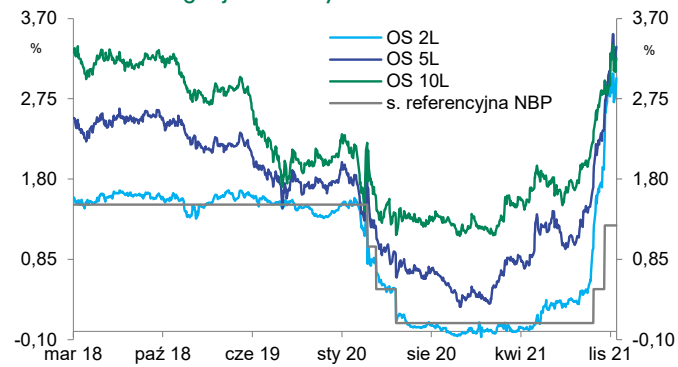
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



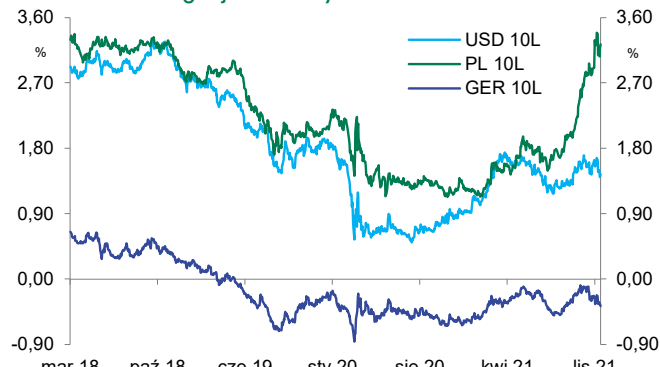
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych



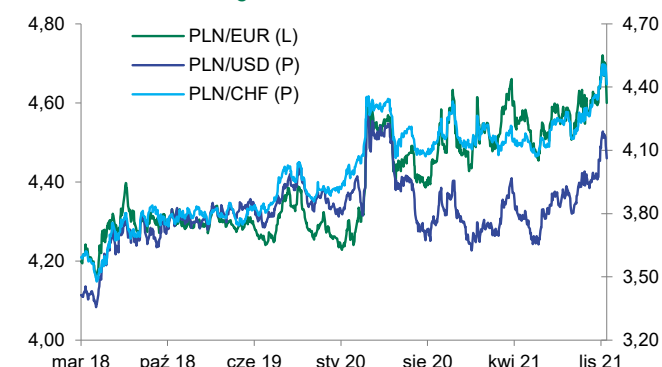
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych



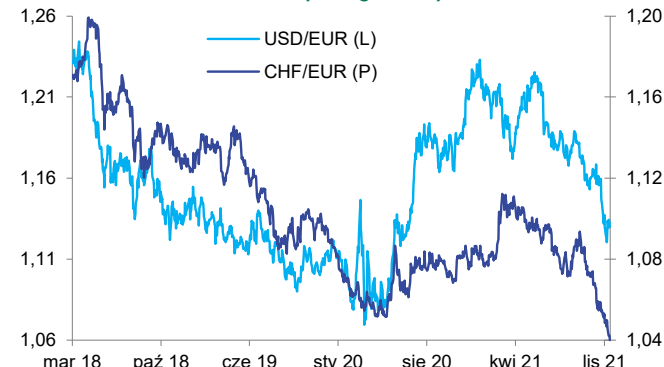
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



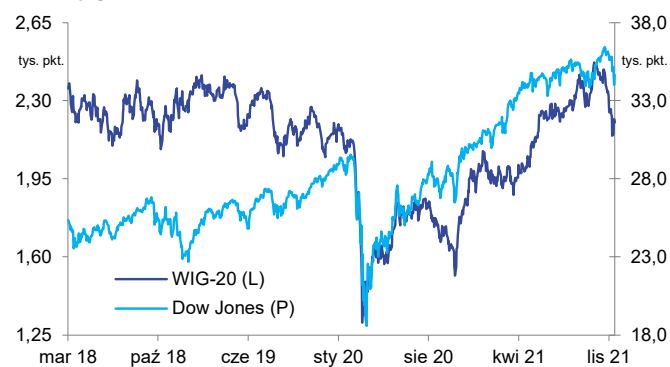
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



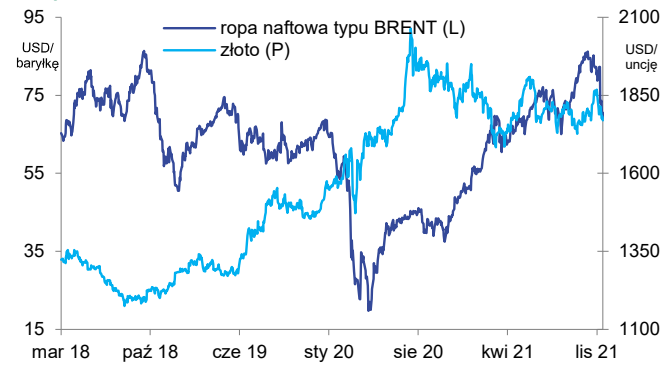
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

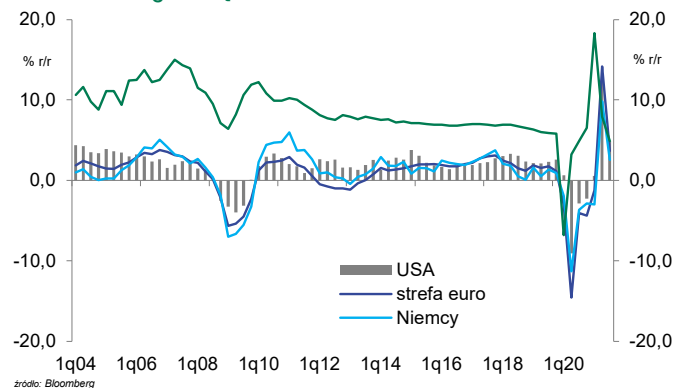
Ceny surowców



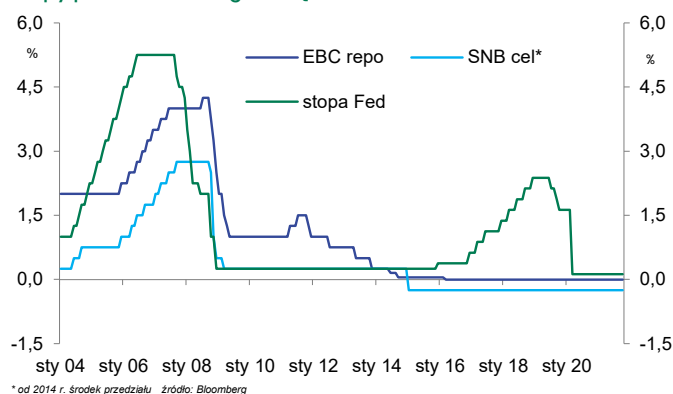
źródło: Bloomberg

Sfera realna

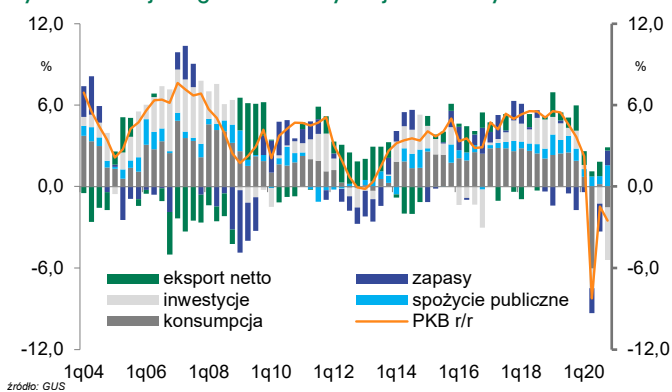
Wzrost PKB za granicą



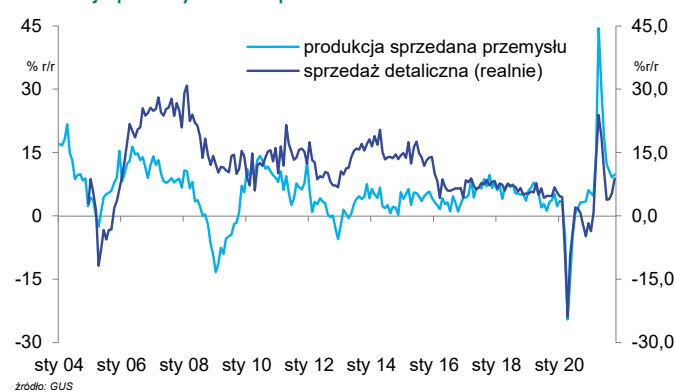
Stopy procentowe za granicą



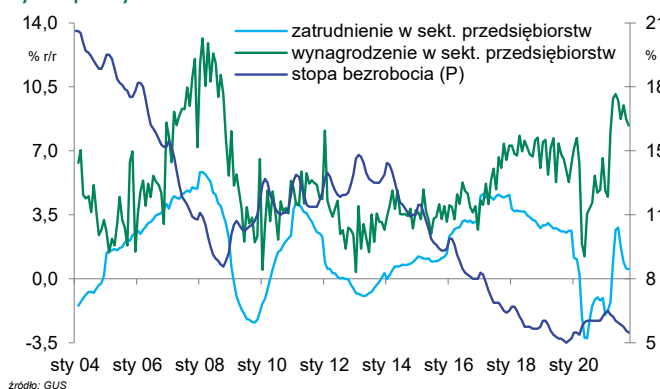
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



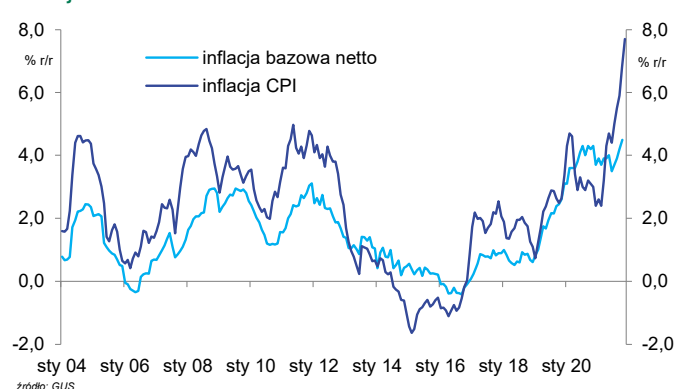
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



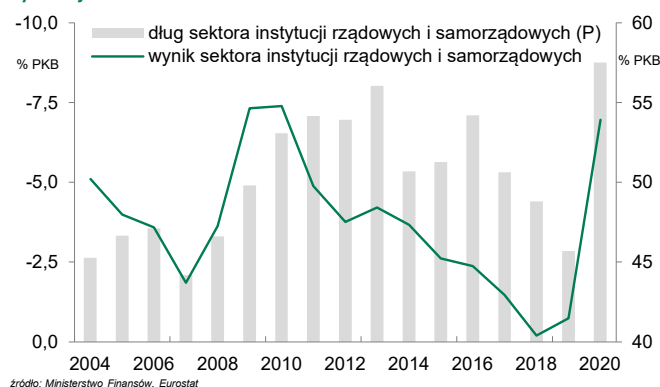
Rynek pracy



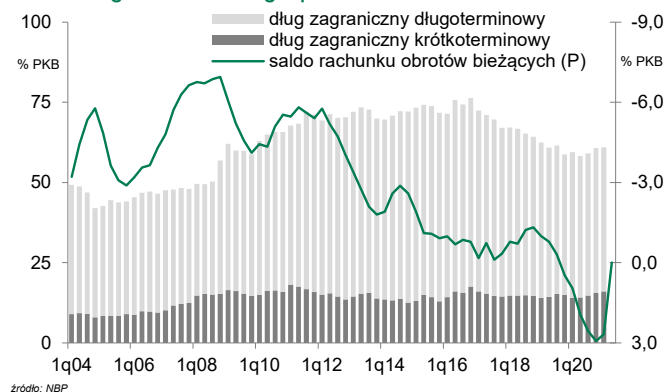
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.11.2021	26.11.2021	03.12.2021	31.12.2021	31.01.2022	31.03.2022
Stopa lombardowa NBP	%	1,75	1,75	1,75	2,50	3,00	3,25
Stopa referencyjna NBP	%	1,25	1,25	1,25	1,75	2,00	2,25
Stopa depozytowa NBP	%	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25
WIBOR 3M	%	1,45	1,91	2,21	1,90	2,15	2,40
Obligacje skarbowe 2L	%	2,78	2,71	2,97	2,85	2,80	2,65
Obligacje skarbowe 5L	%	3,19	3,21	3,34	3,15	3,05	2,85
Obligacje skarbowe 10L	%	3,06	3,08	3,21	3,15	3,10	3,00
PLN/EUR	PLN	4,68	4,70	4,59	4,60	4,55	4,55
PLN/USD	PLN	4,12	4,18	4,07	4,05	3,98	3,97
PLN/CHF	PLN	4,49	4,51	4,42	4,34	4,29	4,28
USD/EUR	USD	1,13	1,13	1,13	1,14	1,14	1,15
Stopa Fed	%	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	0,15	0,15	0,15
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	-0,55	-0,55	-0,55
LIBOR CHF 3M	%	-	-	-	-0,75	-	-
Obligacje skarbowe USD 10L	%	1,44	1,47	1,34	1,50	1,50	1,50
Obligacje skarbowe GER 10L	%	-0,35	-0,34	-0,39	-0,30	-0,25	-0,25

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.