

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

14 listopada 2022

## RPP pozostawia stopy bez zmian. Niższa inflacja w USA natchnęła rynki optymizmem.

• Miniony tydzień przebiegł na globalnym rynku pod znakiem oczekiwań na publikację październikowej inflacji w USA. Od kilku tygodni na rynkach finansowych ponownie coraz silniej widoczna była gra rynkowa na spowolnienie tempa zacieśniania polityki monetarnej (m.in. w USA), niemniej przy sporej zmienności nastrojów i notowań rynkowych i w tym kontekście ubiegłotygodniowa publikacja październikowej inflacji CPI w USA była dla rynków bardzo istotna. Ostatecznie opublikowane w czwartek dane nie zawiodły rynków co do kierunku zmian, a co więcej – pozytywnie zaskoczyły – wynikiem niższym od konsensusu rynkowego.

• Październikowy wskaźnik CPI obniżył się do 7,7% r/r wobec wyniku z września na poziomie 8,2% r/r, poniżej mediany prognoz 7,9% r/r. Wskaźnik inflacji bazowej (po wykluczeniu żywności i energii) wyniósł 6,3% r/r, poniżej wrześniowego wyniku 6,6% i poniżej mediany prognoz rynkowych 6,5% r/r. Struktura inflacji w USA wskazała, że zaczynają słabnąć dotychczasowe siły podbijające inflację. W październiku ceny dóbr spadły w ujęciu m/m, zaś miesięczny wzrost cen usług wyraźnie osłabł, co wobec innych sygnałów (m.in. z badań koniunktury przedsiębiorstw) może wskazywać, że ostatecznie ugruntowują się procesy ograniczające dynamikę cen.

• Spadek inflacji w USA został przez rynki zinterpretowany jako jednoznaczne potwierdzenie oczekiwań co do zmniejszenia skali podwyżki stóp Fed na kolejnym, grudniowym posiedzeniu FOMC d 50 pkt. baz. i szansę na mniejszą skalę tącznego zacieśnienia w bieżącym cyklu. W rezultacie rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych wyraźnie obniżyły się. W skali tygodnia rentowności 10-letnich papierów w USA spadły o 35 pkt. baz. w okolice 3,80%, zaś w Niemczech – o 15 pkt. baz. do 2,15%. Równoległe gwałtownie osłabił się dolar – w relacji do euro dolar stracił w skali tygodnia ponad 3 centy do 1,036 USD/EUR, poziomu ostatnio notowanego na początku lipca.

• Perspektywa mniej restrykcyjnej polityki monetarnej spotkała się też z bardzo pozytywną reakcją na rynkach akcji. W skali tygodnia światowy indeks akcji MSCI wzrósł o 5,3%, w tym na giełdach amerykańskich o ponad 6%, w strefie euro o blisko 5%, a na rynkach wschodzących o blisko 4%.

• Na krajowym rynku finansowym najważniejsze wydarzenie minionego tygodnia – [posiedzenie RPP](#) – wpisało się w „gotębi” wydzwiek wydarzeń z globalnego rynku finansowego.

• W ubiegłym tygodniu RPP pozostawiła na dotychczasowym poziomie stopy procentowe NBP, w tym stopę referencyjną na poziomie 6,75%. Decyzja RPP była zgodna z naszą prognozą, przy „rozstrzelonych” oczekiwań rynkowych między stabilizacją, a podwyżką o 25 pkt. baz.

• Z komunikatu po posiedzeniu RPP i wypowiedzi prezesa NBP podczas konferencji prasowej wynika, że za decyzją Rady o braku podwyżki stało

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

oczekiwanie, że ostatecznie w perspektywie 3 lat inflacja będzie się obniżać „w kierunku celu inflacyjnego NBP,” do czego w ocenie Rady, przyczynią się: dotychczasowe zacieśnienie polityki monetarnej oraz przewidywane dalsze spowolnienie wzrostu gospodarczego. Jednocześnie, jak wynika z komunikatu, Rada jest przygotowana na to, że w krótkim okresie inflacja pozostanie wysoka. W tym kontekście prezes NBP wskazał na konferencji, że RPP formalnie nie zadeklarowała zakończenia cyklu podwyżek stóp i będzie reagowała na napływające informacje z gospodarki. Scenariusz makroekonomiczny nakreślony przez Radę w komunikacie przedstawia najnowsza projekcja makroekonomiczna NBP. Według projekcji NBP po okresie podwyższonej inflacji, szczególnie w 2023 r. (średniorocznie 13,1%), w 2025 r. obniży się w okolice 3,5%, tj. górnej granicy przedziału dopuszczalnych wahań inflacji wokół celu NBP. Projekcja NBP wskazuje też na wyraźne obniżenie tempa wzrostu PKB w 2023 r. w okolice 0,7% r/r.

- Decyzja RPP potwierdziła naszą ocenę o generalnie „gołębim” obliczu większości Rady, na które wskazywaliśmy od dłuższego czasu, przewidując zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych na jesieni tego roku. Pozostawienie bez zmian stóp procentowych podczas październikowego i listopadowego posiedzenia, pomimo świadomości dalszego okresowego wzrostu inflacji na przełomie 2022 i 2023 r., uprawdopodobnia nasz scenariusz zakończenia bieżącego cyklu podwyżek stóp procentowych NBP.
- Brak podwyżki stóp NBP wyraźnie zrewidował oczekiwania rynkowe co do dalszej skali zacieśnienia polityki monetarnej RPP. Stawki FRA spadły w skali tygodnia o 70–90 pkt. baz. i dyskontują obecnie jedną podwyżkę stóp NBP o 25 pkt. baz. w perspektywie półrocza. Ten efekt wraz ze spadkiem rentowności na rynkach bazowych poskutkowało wyraźnym obniżeniem rentowności złotych obligacji skarbowych – równoległym przesunięciem krzywej dochodowości o ok. 100 pkt. baz. do poziomu nieco powyżej 7% dla wszystkich tenorów czasowych krzywej. „Gołębica” decyzja RPP lekko osłabiła kurs złotego, niemniej jego tygodniowe zmiany wynikały głównie ze zmian relacji USD/EUR i CHF/EUR. Krajowa giełda podążyła w ślad za rynkami rozwiniętymi i w skali (krótszego na rynku) tygodnia WIG zyskał solidne 4%.
- Za nami seria posiedzeń głównych banków centralnych i publikacji ważnych danych gospodarczych. Wygląda na to, że póki co rynek nie pomylił się „grając” na zwrot scenariusza w kierunku mniej „jastrzębiej” polityki monetarnej. Tym razem (w porównaniu z wakacyjną próbą) wygląda na to, że globalne procesy (popytowe i podażowe) ograniczające wzrost cen są już silniej ugruntowane, a spowolnienie aktywności wyraźniejsze. To daje przesłanki dla oczekiwania ostrożnego zmniejszenia skali podwyżek stóp Fed i EBC, niemniej dopiero kolejne dane z gospodarki określą na jakim ostatecznie poziomie stóp zakończą się cykle zacieśniania polityki monetarnej.
- Dlatego kolejne dane w gospodarki pozostaną w centrum uwagi rynkowej. W tym tygodniu oczekiwane będą miesięczne dane ze sfery realnej gospodarki chińskiej i z USA oraz szczegóły październikowej inflacji w strefie euro. Z punktu widzenia globalnej geopolityki analizowane będą efekty spotkania przywódców USA i Chin. W Polsce najistotniejszy będzie wstępny szacunek PKB za III kw. – oczekujemy obniżenia tempa wzrostu do 2,6% r/r wobec 5,8% r/r – oraz pełna publikacja inflacji CPI za październik wraz z inflacją bazową.

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

### • PKB w III kw. – szacunek *flash* (15 listopada)

Prognozujemy, że w III kw. 2022 r. dynamika wzrostu PKB wyniosła 2,6% r/r, wobec 5,8% r/r w II kw. W ramach szacunku *flash* GUS publikuje jedynie dynamikę PKB bez jego struktury.

Miesięczne dane ze sfery realnej wskazują w III kw. na silniejsze spowolnienie dynamiki sprzedaży detalicznej, pogłębienie spadku produkcji w budownictwie i dalsze lekkie wyhamowanie wzrostu w przemyśle.

Samo spowolnienie rocznej dynamiki wzrostu PKB w III kw. było w decydującym stopniu będzie wynikiem efektów bazy, gdyż po wyraźnym spadku aktywności w II kw. (w ujęciu zmian kwartalnych oczyszczonych z sezonowości), w III kw. oczekujemy stabilizacji aktywności, przy spadku konsumpcji prywatnej, ale poprawie wyników eksportu netto i stabilizacji wyników inwestycji.

W III kw. oczekujemy silniejszego spowolnienia konsumpcji prywatnej w warunkach dalszego wygasania wcześniejszego efektu „nadrabiania” konsumpcji po pandemii oraz wyraźnego pogorszenia w III kw. siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych. Słabsze wyniki w budownictwie (zarówno budownictwo mieszkaniowe jak i infrastrukturalne) oraz bardzo słabe nastroje inwestycyjne przedsiębiorstw (dane dot. badania koniunktury NBP) wskazują także na dalsze spowolnienie dynamiki nakładów brutto na środki trwałe. Ograniczenie strukturalnego efektu kumulacji zapasów z 2021 r. oraz bieżące pogorszenie prognoz popytu będzie wpływać zapewne na dalszy spadek kontrybucji zapasów we wzrost. W III kw. oczekujemy natomiast lekkiej poprawy wyniku eksportu netto, głównie dzięki odreagowaniu eksportu, najprawdopodobniej jako efekt nadrabiania produkcji / sprzedaży wcześniej wstrzymany z powodu problemów podaży.

	4q21	1q22	2q22	3q22P	
<b>PKB</b>	<b>8,5</b>	<b>8,6</b>	<b>5,8</b>	<b>2,6</b>	
popyt krajowy	11,8	12,0	6,9	3,1	
konsumpcja prywatna	% r/r	8,5	6,7	6,4	1,8
spożycie publiczne	5,6	0,3	0,6	2,7	
inwestycje	3,8	4,7	6,6	2,8	
konsumpcja prywatna	4,1	4,0	3,6	1,0	
spożycie publiczne	1,2	0,1	0,1	0,5	
inwestycje	kontrybucja	0,9	0,6	1,0	0,5
zapasy	pkt. proc.	4,8	6,7	1,8	1,1
eksport netto	-2,6	-2,7	-0,7	-0,4	
wartość dodana	8,5	8,4	5,6	2,7	
przemysł	% r/r	4,0	14,0	8,4	7,5
budownictwo	10,1	17,0	5,2	-0,3	
handel i naprawy	11,4	5,7	5,6	0,5	

źródło: GUS, BOŚ Bank

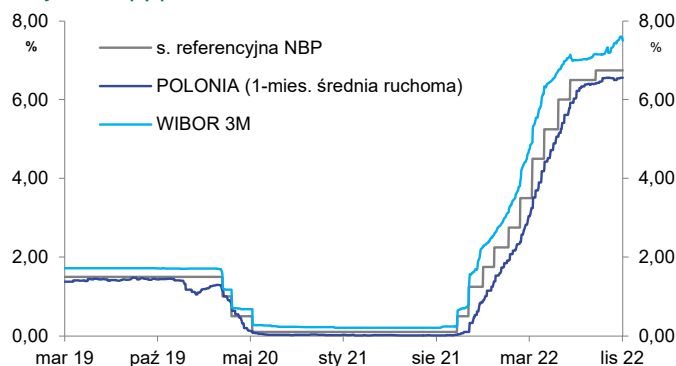
## Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 15 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Produkcja przemysłowa	paź	6,3% r/r	5,2% r/r	-
03:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	paź	2,5% r/r	0,7% r/r	-
03:00	CHN	Inwestycje	sty-paź	5,9% r/r	5,9% r/r	-
10:00	PL	PKB (wst.)	III kw.	5,8% r/r	3,0% r/r	2,6% r/r
10:00	PL	Wskaźnik CPI (ost.)	paź	17,9% r/r (wst.)	17,9% r/r	17,9% r/r
11:00	EMU	PKB (II. szacunek)	III kw.	0,2% kw/kw	0,2% kw/kw	-
środa 16 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Wskaźnik inflacji bazowej (CPI z wyłączeniem cen żywności i energii)	paź	10,7% r/r	-	11,0% r/r
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	paź	0,0% m/m	0,9% m/m	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa	paź	0,4% m/m	0,2% m/m	-
czwartek 17 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	paź	10,7% r/r (wst.)	10,7% r/r	-
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji bazowej CPI (ost.)	paź	5,0% r/r (wst.)	5,0% r/r	-
piątek 18 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Sprzedaż domów na rynków wtórnym	paź	4,71 mln anual.	4,37 mln anual.	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki - mediana ankiety Parkietu

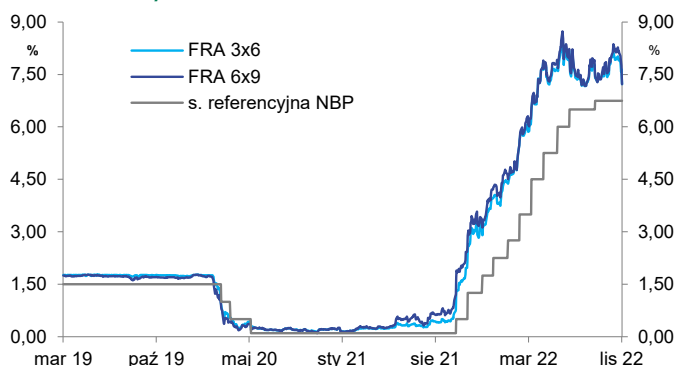
## Rynki finansowe

### Krajowe stopy procentowe



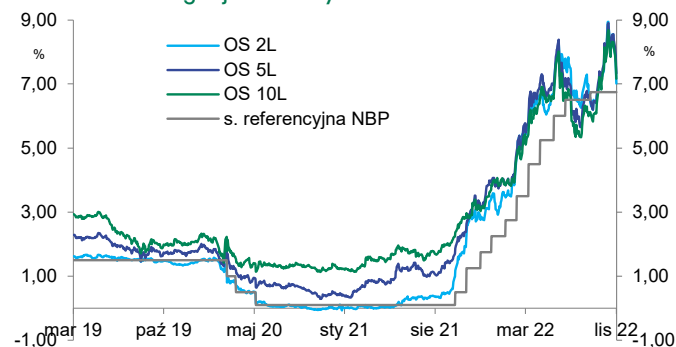
źródło: NBP, Bloomberg

### Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



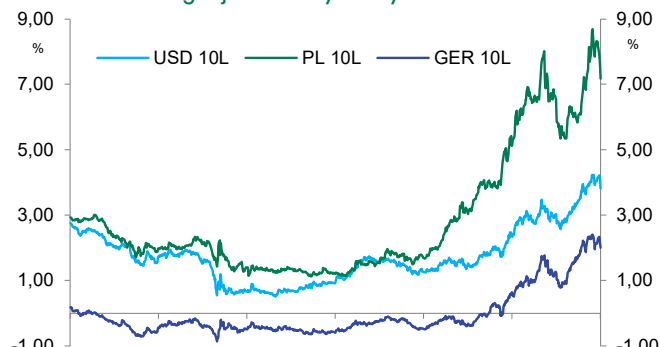
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych - Polska



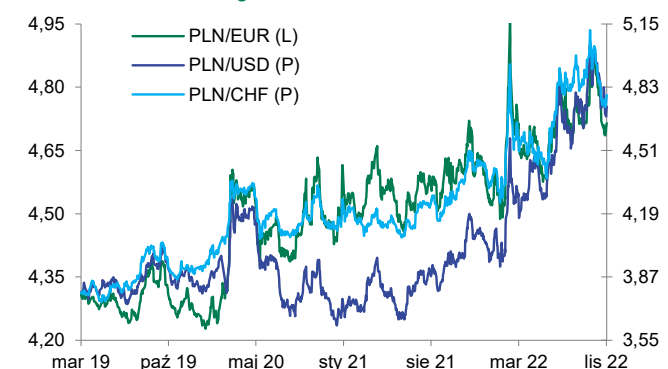
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



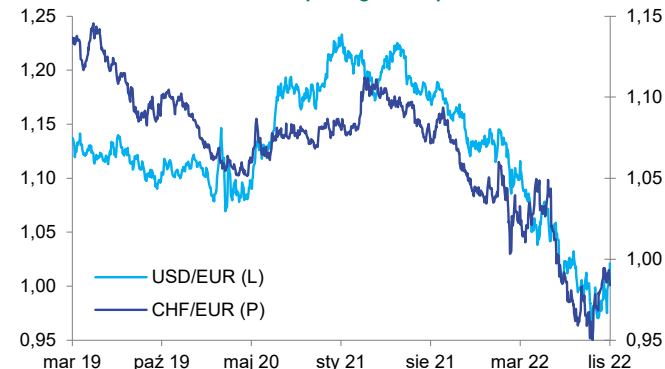
źródło: Bloomberg

### Notowania kursu złotego



źródło: NBP, Bloomberg

### Notowania kursów walut na rynku globalnym



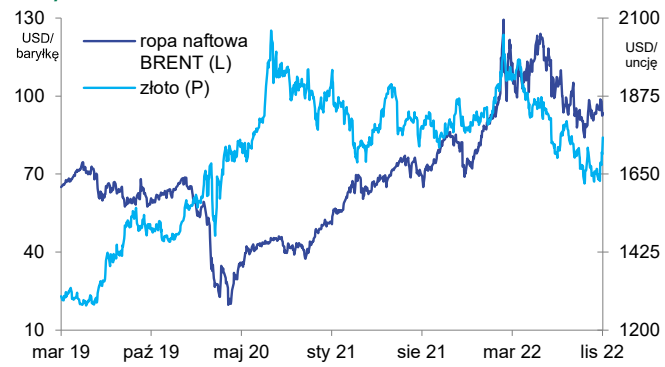
źródło: Bloomberg

### Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

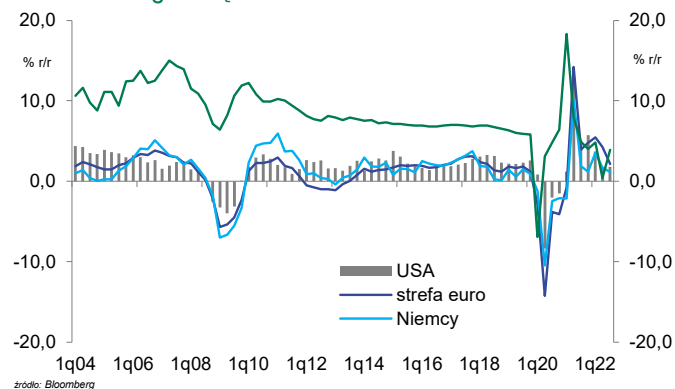
### Ceny surowców



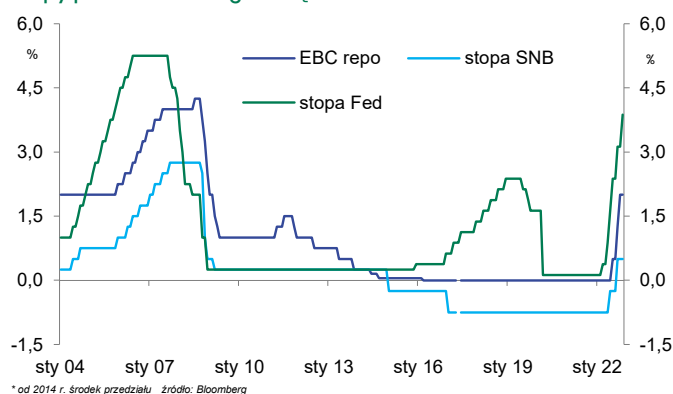
źródło: Bloomberg

## Sfera realna

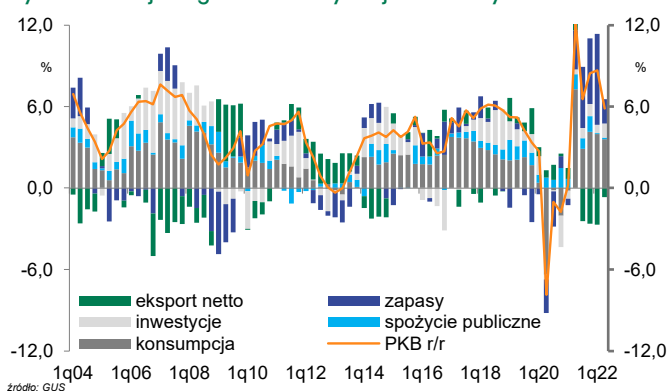
### Wzrost PKB za granicą



### Stopy procentowe za granicą



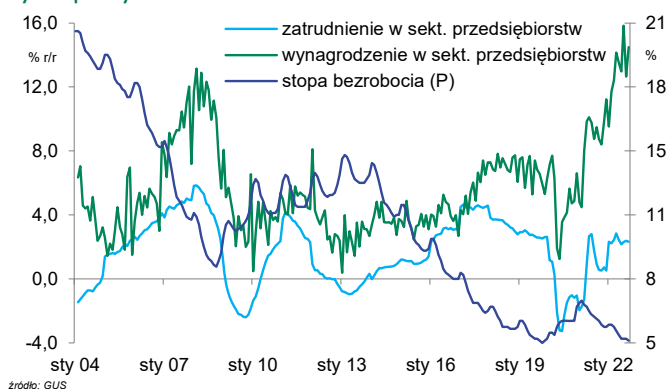
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



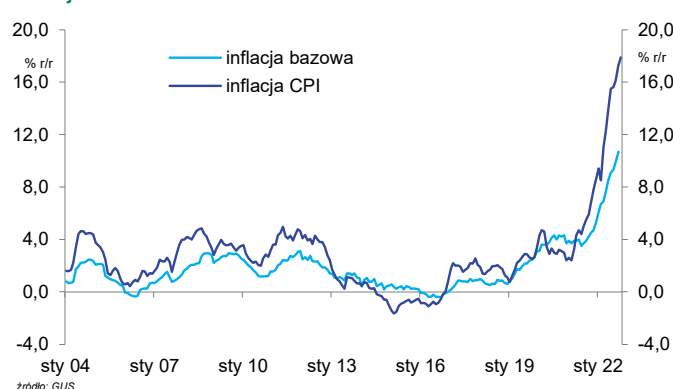
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



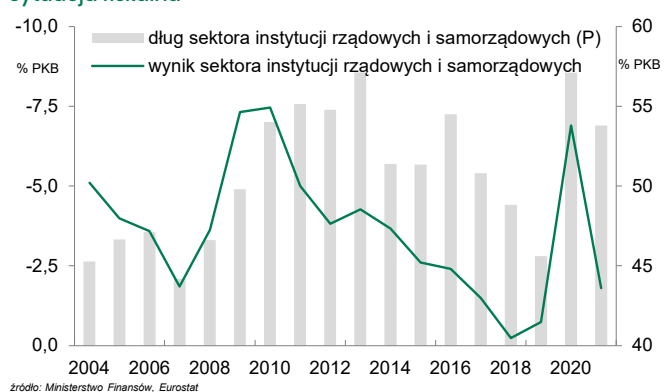
### Rynek pracy



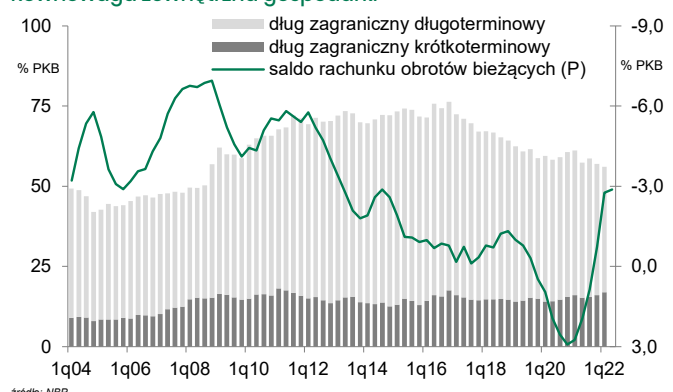
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.10.2022	03.11.2022	10.11.2022	30.11.2022	31.12.2022	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	7,56	7,50	7,35	7,00	6,95
Obligacje skarbowe 2L	%	8,54	8,38	7,01	8,00	7,50	6,90
Obligacje skarbowe 5L	%	8,53	8,55	7,33	7,95	7,30	6,70
Obligacje skarbowe 10L	%	8,32	8,30	7,17	7,90	7,15	6,50
PLN/EUR	PLN	4,71	4,71	4,71	4,74	4,75	4,70
PLN/USD	PLN	4,73	4,83	4,73	4,81	4,82	4,75
PLN/CHF	PLN	4,74	4,77	4,79	4,86	4,87	4,82
USD/EUR	USD	0,99	0,98	1,02	0,99	0,99	0,99
Stopa Fed	%	3,25	4,00	4,00	4,00	4,50	5,00
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	4,60	4,80	5,00
Stopa repo EBC	%	2,00	2,00	2,00	2,00	2,50	2,50
EURIBOR 3M	%	-	-	-	2,00	2,50	2,50
SARON	%	-	-	-	0,60	1,05	1,30
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,05	4,15	3,81	4,00	4,00	3,70
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,14	2,24	2,00	2,15	2,15	2,00

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.