

KOMENTARZ TYGODNIOWY

4 grudnia 2023

Pozytywne nastroje globalne utrzymują się. Podczas posiedzenia RPP stopy zapewne pozostaną bez zmian.

- W minionym tygodniu, po tygodniowej przerwie, na globalny rynek finansowy powrócił optymizm. Coraz śmielej wyceniany jest scenariusz łagodnego spowolnienia aktywności i głębszego spadku inflacji i bliskiego rozluźniania polityki pieniężnej głównych banków centralnych. To wzmacnia notowania zarówno obligacji skarbowych, jak i aktywów o wyższym profilu ryzyka.
- W minionym tygodniu rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych skokowo obniżyły się o blisko 30 pkt. baz. na dłuższym końcu krzywej (4,20% w USA i 2,36% w Niemczech) oraz o ok. 40 pkt. baz. w przypadku rentowności 2-letnich papierów. Jednocześnie o 0,8% wzrósł globalny indeks cen akcji (MSCI), przy wzroście indeksu w USA o 1,0% i w strefie euro o 1,2%.
- Nieco słabsze wyniki notowały akcje w grupie rynków wschodzących (+0,1%), choć wydaje się, że w decydującym stopniu wynikało to ze słabości notowań indeksów w Chinach, przy wzrostach w wielu innych krajach. Podobne tendencje miały miejsce na rynku walutowym. Być może właśnie słabość chińskiej waluty lekko wzmocniła dolara (0,1%), pomimo wyraźnego wzrostu globalnego apetytu na ryzyko oraz oczekiwań na szybsze obniżki stóp Fed. Kurs euro wobec dolara lekko obniżył się do 1,09 USD/EUR z 1,095 USD/EUR przed tygodniem.
- Najważniejszym czynnikiem tak wyraźnej zmiany nastrojów rynkowych była wypowiedź dotychczas bardzo „jastrzębiego” członka Fed Ch. Wallera, który wskazał, że obniżająca się inflacja CPI może pozwolić na obniżkę stóp procentowych za kilka miesięcy. Nawet piątkowa wypowiedź prezesa Powella, że spekulacje na temat możliwości złagodzenia warunków w polityce monetarnej w USA są przedwczesne, nie ostudziła tego optymizmu.
- Dane makroekonomiczne z USA w trakcie tygodnia kształtowały się generalnie zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi, przy lekkim wyhamowaniu wciąż relatywnie mocnej dynamiki wydatków gospodarstw domowych oraz spadku inflacji PCE. Nieco poniżej oczekiwań ukształtował się indeks ISM koniunktury w przemyśle USA, z kolei indeksy PMI dla Chin ukształtowały się blisko poziomów 50 pkt., bez istotnych zmian względem publikacji październikowych.
- Pozytywnie zaskoczył natomiast wstępny odczyt inflacji HICP w strefie euro za listopad. Dzięki silnym redukcjom cen w turystyce, indeks bazowy HICP obniżył się głębiej wobec prognoz rynkowych do 3,6% r/r z 4,2% r/r w październiku.
- Nastroje globalne wpłynęły także pozytywnie na krajowy rynek finansowy. WIG zyskał w skali tygodnia 2,5%, a kurs złotego (w ujęciu do koszyka walut) umocnił się o 0,4%. W relacji do euro złoty obniżył się nawet poniżej 4,35 PLN/EUR.
- W skali tygodnia solidnie obniżyły się także rentowności obligacji skarbowych (o 18 pkt. baz. do 4,45% w przypadku 10-latek i o 10 pkt. baz. do 5,25% 2-latek). Jeszcze silniej (ponad 25 pkt.) obniżyły się stawki IRS niwelując wzrosty

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

z wcześniejszego tygodnia. Stawki FRA w minionym tygodniu lekko obniżyły się (o kilkanaście pkt. baz. w perspektywie 3–9 miesięcy), ale w wyraźnie mniejszej skali od wzrostu z wcześniejszego tygodnia.

- Skalę oczekiwań rynkowych na relatywnie szybkie (w perspektywie 2024 r.) obniżki stóp w Polsce osłabiają bowiem dominujące „jastrzębie” wypowiedzi członków RPP.

- Ponadto, choć [według szacunku flash inflacja CPI](#) obniżyła się w listopadzie do 6,5% r/r, to spadek o 0,1 pkt. baz. był już minimalny w stosunku do dotychczasowego tempa spadku inflacji. Oczekujemy, że w grudniu wskaźnik może nieznacznie wzrosnąć, a ścieżka inflacji CPI na początku 2024 r. będzie w dużym stopniu zależna od decyzji administracyjnych dotyczących stawki podatku VAT na żywność i cen nośników energii.

- Za szybkimi obniżkami stóp NBP nie przemawia także [struktura danych dot. wzrostu PKB w III kw.](#), jakkolwiek wskazuje ona na czynniki ryzyka. Według ostatecznego szacunku, PKB wzrósł o 0,5% r/r, przy jeszcze silniejszym, od naszych optymistycznych prognoz, wzroście spożycia gospodarstw domowych. Lekko negatywnie zaskoczył wzrost inwestycji, choć wciąż dzięki realizacji projektów współfinansowanych ze środków UE pozostał on silny. Największym rozczarowaniem był bardzo silny spadek eksportu, co w warunkach słabnącej gospodarki globalnej jest informacją negatywną oraz głęboko ujemna kontrybucja zapasów we wzrost PKB (nienotowana dotychczas).

- Nie sądzimy, aby publikacje danych czy też sytuacja rynkowa wpłynęły na decyzję RPP podczas posiedzenia w tym tygodniu. Po listopadowej konferencji prasowej prezesa NBP oraz ostatnich wypowiedziach członków Rady oceniamy, że prawdopodobieństwo obniżki stóp jest bardzo niskie. Najwcześniejszym potencjalnym momentem, kiedy Rada może rozważyć ponowne złagodzenie polityki pieniężnej, będzie marzec, kiedy Rada zapozna się z nową projekcją inflacyjną NBP.

- W bieżącym tygodniu na rynku globalnym najważniejsze będą dane z amerykańskiego rynku pracy (zatrudnienie, wynagrodzenia, liczba wakatów). Jeżeli wpiszą się one w scenariusz łagodnego spowolnienia, zapewne podtrzymają bieżące dobre nastroje, gdyby z kolei wyraźnie zaskoczyły, sytuacja rynkowa mogłaby zmienić się. Dużo słabsze dane wciąż wspierałyby obligacje, ale mogłyby już zaszkodzić aktywom o wyższym profilu ryzyka, z kolei dużo mocniejsze dane mogłyby obniżyć ceny w obu grupach aktywów.

- Nadal uważamy, że bieżący optymizm rynkowy może w dłuższym okresie nie utrzymać się. Sądzymy, że łagodne spowolnienie aktywności będzie skutkować wolnym spadkiem inflacji w warunkach wciąż silnej sytuacji na rynkach pracy, co odsunie perspektywę obniżek stóp Fed i EBC na koniec 2024 r. Choć dostrzegamy spore ryzyko silniejszego osłabienia aktywności i w konsekwencji wyraźnej poprawy perspektyw inflacji, to taki scenariusz implikowałby korektę cen aktywów o wyższym profilu ryzyka, w tym ograniczenie aprecjacji złotego czy też wolniejsze spadki rentowności krajowych obligacji.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (5-6 grudnia)**

Przewidujemy, że Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie 5,75%. W świetle wypowiedzi prezesa NBP podczas listopadowej konferencji prasowej oraz ostatnich w większości konserwatywnych wypowiedzi członków Rady oceniamy, że prawdopodobieństwo obniżki stóp jest bardzo niskie. Rada w komunikacie zapewne podtrzyma opinię z listopada, że utrzymanie stóp bez zmian uzasadnione jest dokonaniem w poprzednich miesiącach dostosowaniem stóp procentowych NBP oraz niepewnością co do kształtu przyszłej polityki fiskalnej i regulacyjnej oraz jej wpływu na inflację. Trudno także oczekiwać istotnych nowych informacji nt. perspektyw polityki monetarnej podczas zaplanowanej na czwartek konferencji prasowej prezesa NBP. Prawdopodobnie większość konferencji będzie dotyczyła ewentualnego wniosku o postawienie prezesa NBP przed Trybunałem Stanu.

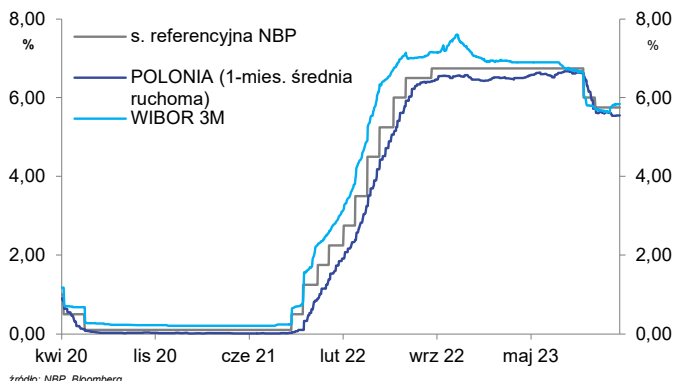
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 5 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Liczba nieobsadzonych miejsc pracy (JOLTS)	paź	9,553 mln	9,300 mln	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	lis	51,8 pkt.	52,3 pkt.	-
środa 6 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
-	CHN	Eksport / import	lis	-6,4% r/r / 3,0% r/r	-0,9% r/r / 3,7% r/r	-
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	paź	0,2% m/m	0,1% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	paź	-0,3% m/m	0,2% m/m	-
-	PL	Decyzja RPP dot. stóp procentowych NBP	gru	5,75%	5,75%	5,75%
czwartek 7 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	paź	-1,4% m/m	0,0% m/m	-
11:00	EMU	PKB (ost.)	III kw.	-0,1% kw/kw	-0,1% kw/kw	-
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	gru	-	-	-
piątek 8 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	lis	150 tys.	180 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	lis	3,9%	3,9%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	lis	4,1% r/r	4,0% r/r	-
sobota 9 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
3:30	CHN	Inflacja CPI	lis	-0,2% r/r	-0,1% r/r	-

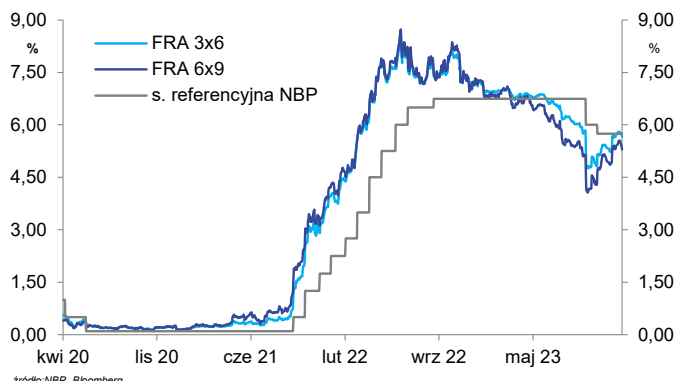
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

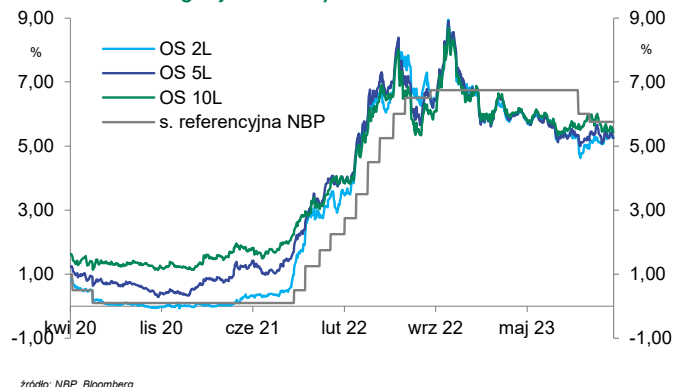
Krajowe stopy procentowe



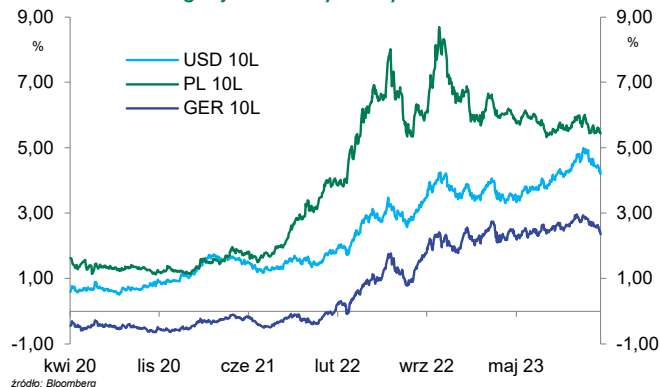
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



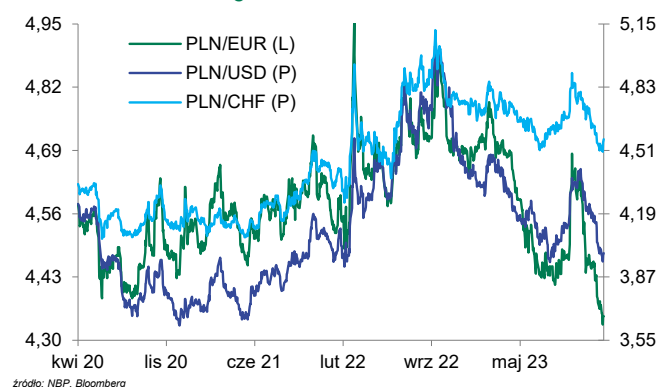
Rentowności obligacji skarbowych – Polska



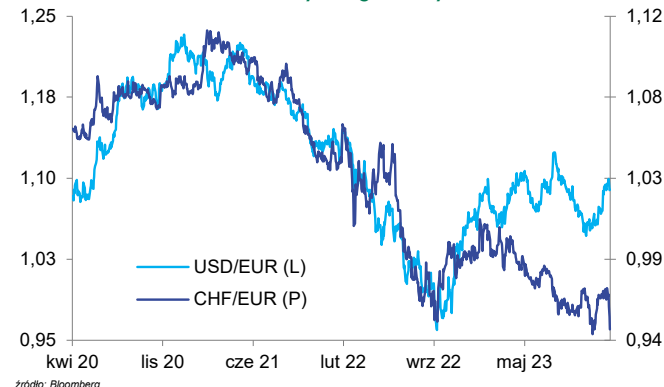
Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



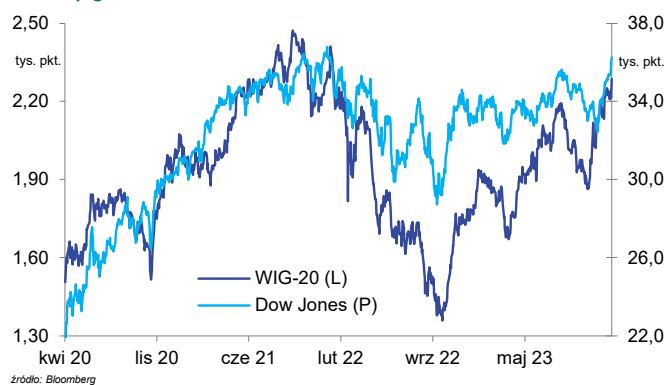
Notowania kursu złotego



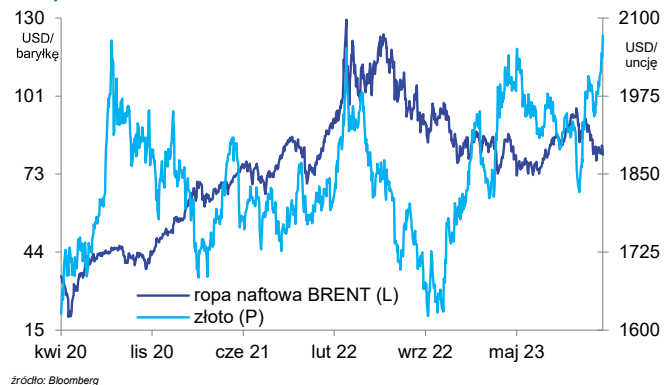
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

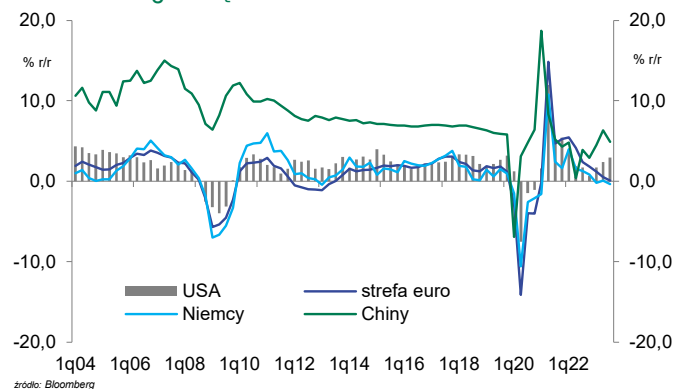


Ceny surowców

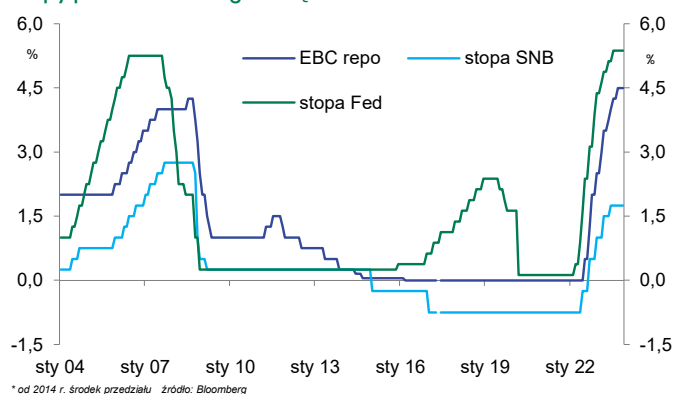


Sfera realna

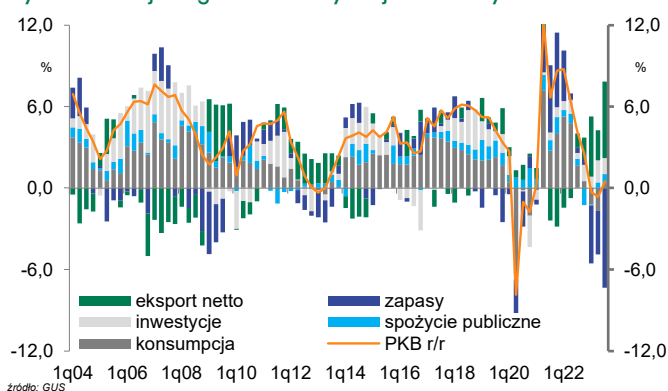
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



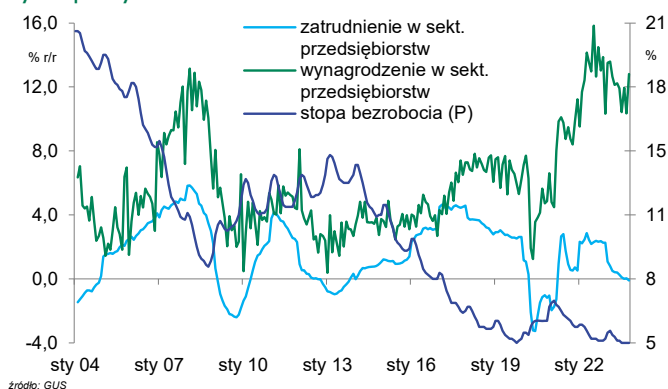
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



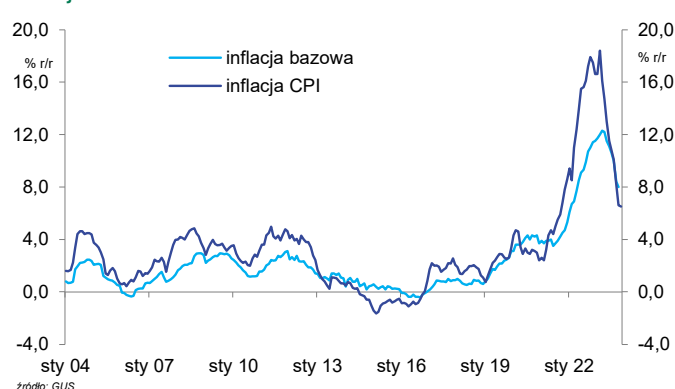
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



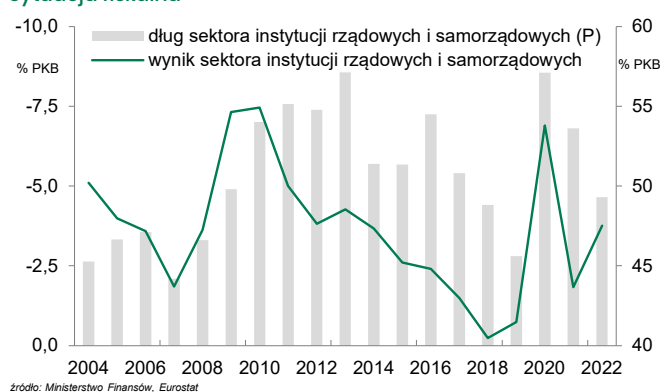
Rynek pracy



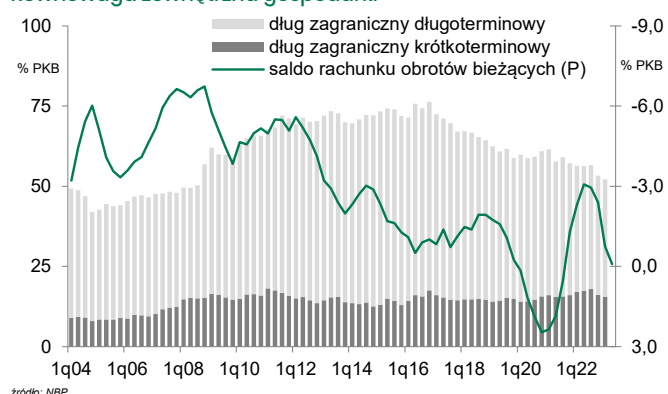
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.11.2023	24.11.2023	01.12.2023	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	%	5,85	5,83	5,84	5,85	5,85	5,80
FRA 3x6	%	5,74	5,79	5,67	-	-	-
FRA 6x9	%	5,41	5,55	5,30	-	-	-
FRA 9x12	%	5,06	5,26	4,91	-	-	-
IRS 2L	%	5,16	5,32	5,05	-	-	-
IRS 5L	%	4,74	4,90	4,66	-	-	-
IRS 10L	%	4,85	5,02	4,76	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,25	5,36	5,26	5,30	5,30	5,30
Obligacje skarbowe 5L	%	5,30	5,41	5,24	5,35	5,35	5,30
Obligacje skarbowe 10L	%	5,45	5,61	5,44	5,55	5,50	5,40
PLN/EUR	PLN	4,35	4,37	4,35	4,40	4,40	4,45
PLN/USD	PLN	3,98	4,01	3,99	4,06	4,07	4,12
PLN/CHF	PLN	4,55	4,53	4,57	4,58	4,58	4,64
USD/EUR	USD	1,09	1,09	1,09	1,09	1,08	1,08
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	%	4,33	4,47	4,20	4,40	4,30	4,10
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,44	2,64	2,36	2,50	2,50	2,45

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.