

KOMENTARZ TYGODNIOWY

11 grudnia 2023

RPP nie zaskoczyła i nie zmieniła stóp. Teraz kolej na Fed i EBC.

- W minionym tygodniu na globalnym rynku finansowym utrzymał się optymizm. Rynki coraz agresywniej wyceniają scenariusz poluzowania około połowy roku polityki głównych banków centralnych w warunkach oczekiwanego spadku inflacji przy tagodnym spowolnieniu aktywności.
- Ubiegłotygodniowe publikacje danych generalnie wsparły taki scenariusz. Szczególny optymizm tchnęła w rynki piątkowa publikacja dot. listopadowych nastrojów gospodarstw domowych Uniwersytetu Michigan. Skokowy spadek oczekiwań inflacyjnych konsumentów, zgodnie z którymi w perspektywie roku inflacja spadła do 3,1% z 4,5%, a w długim terminie do 2,8% wzmocnił oczekiwania, że inflacja może obniżyć się z jednoczesnym uniknięciem recesji. Tym samym pozostałe publikacje danych z USA – skokowy wzrost optymizmu konsumentów Uniwersytetu Michigan, mocniejszy odczyt wskaźnika ISM w usługach, nieco wyższy wzrost zatrudnienia w listopadzie (199 tys. vs. oczekiwane 183 tys. i vs. 150 tys. w październiku), czy spadek liczby nieobsadzonych etatów wg ankiety JOLTS tylko utwierdziły inwestorów w scenariuszu uniknięcia recesji, ale bez szkody dla scenariusza spadku inflacji w USA.
- Opublikowane dane z gospodarki strefy euro wskazały z kolei na utrzymującą się stagnację gospodarczą z ryzykiem kolejnego kwartału ze spadkiem PKB (techniczna recesja). Negatywną niespodzianką okazały się zamówienia i produkcja w przemyśle niemieckim (silne spadki), z kolei bliski oczekiwaniom okazał się wynik sprzedaży detalicznej w strefie euro (lekki wzrost o 0,1% m/m). Choć dane nie są „idealne” z punktu widzenia rynków (większe ryzyko scenariusza recesyjnego), niemniej także wspierają scenariusz, że cykl podwyżek stóp EBC zakończył się i przybliżyła się perspektywa rozluźniania polityki pieniężnej.
- Obstawiany przez rynki scenariusz przybliżających się obniżek stóp z jednoczesnym uniknięciem głębokiej recesji gospodarczej wsparł w minionym tygodniu spadek rentowności obligacji skarbowych i wzmocnił notowania akcji, choć ich zmiany były już nie tak spektakularne jak we wcześniejszym tygodniu.
- Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w USA spadły o 5 pkt. baz. do 4,15%, a w Niemczech o 16 pkt. do 2,19%. Jednocześnie o 0,2% wzrósł globalny indeks akcji MSCI, przy wzroście indeksu w USA o 0,2%, a w EMU o 1,5%.
- Na rynku walutowym wzrost optymizmu dot. gospodarki USA, przy słabych wynikach aktywności gospodarczej w strefie euro wzmocnił dolara o 0,5% i osłabił euro 0,5% w relacji do koszyka walut. Dolar umocnił się wobec euro do 1,08 dolara za euro wobec 1,09 USD/EUR tydzień wcześniej.
- Spadek rentowności na rynkach bazowych wsparł kontynuację spadku krajowych rentowności obligacji. W skali tygodnia rentowności obligacji 10-letnich spadły o 15 pkt. baz. do 5,06% w przypadku 2-latek i o 20 pkt. baz. do 5,29% dla 10-latek. Stawki FRA obniżyły się (o ok. 20 pkt. baz. w perspektywie 3-9 miesięcy), do 5,12% dla kontraktu 6X9. W skali tygodnia WIG zyskał 1,0%, natomiast

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

kurs złotego w relacji do koszyka walut lekko stracił (0,3%), przy stabilizacji w relacji do euro (4,33 PLN/EUR) i osłabieniu w relacji do dolara (4,02 PLN/USD) i franka szwajcarskiego (3,60 PLN/CHF).

- Sądzymy, że na spadek krajowych rynkowych stóp procentowych oddziałuje przede wszystkim zmiana klimatu wokół polityki monetarnej Fed i EBC, gdyż sygnały płynące z Rady Polityki Pieniężnej nie wskazują na perspektywę szybkich kolejnych obniżek stóp. W minionym tygodniu, zgodnie z oczekiwaniami, [RPP nie zmieniła stóp procentowych NBP](#) i podtrzymała konserwatywny przekaz. Także podczas czwartkowej konferencji prasowej prezes NBP pozostawał wstrzeźliwy co do perspektywy rychłej zmian stóp. Podtrzymał ocenę z listopada, że marcowe posiedzenie RPP będzie pierwszym realnym momentem na ocenę sytuacji w kontekście nowej projekcji inflacyjnej NBP. Wtedy też RPP będzie miała pełniejszą wiedzę nt. decyzji administracyjnych, które będą kształtowały inflację w 2024 r. (nośniki energii i VAT na żywność).
- Możliwe, że rynki zaczynają liczyć, że obecny konserwatyzm Rady osłabnie wraz ze zbliżaniem się perspektywy obniżek stóp Fed i EBC. Ponadto informacje, które napływają wskazują, że w I połowie roku krajowy wskaźnik CPI okresowo obniży się poniżej naszego dotychczasowego scenariusza przedstawionego w ostatnim Przeglądzie kwartalnym. Scenariusz ten zakładał wzrost cen energii elektrycznej o 20% i przywrócenie podstawowej stawki VAT na żywność do 5% z początkiem 2024 r. Obecnie realna perspektywa ustawowego zamrożenia cen energii i gazu na dotychczasowym poziomie do połowy 2024 r. i wejście w życie rozporządzenia rządu utrzymującego zerową stawkę VAT na żywność w I kw. 2024 r. wskazuje, że w I kw. wskaźnik CPI okresowo będzie dalej spadał i w marcu osiągnie ok. 4,0% wobec szacowanych na koniec tego roku ok. 6,5%. Dopiero oczekiwane w połowie roku podwyższenie cen nośników energii i przywrócenie podstawowej stawki VAT na żywność spowoduje w połowie roku ponowny wzrost inflacji w okolice 5,5%. Oczywiście są to, póki co bardzo szacunkowe obliczenia, a ostateczny scenariusz będzie można określić po powołaniu nowego rządu i określeniu jego planów w zakresie VAT na żywność. Choć przyznajemy, że okresowy spadek inflacji wzmoże spekulacje na obniżkę stóp NBP w I kw. 2024 r. (w marcu), póki co wyższe prawdopodobieństwo przepisujemy scenariuszowi, że do kolejnej obniżki stóp NBP dojdzie w II połowie roku (w lipcu), kiedy RPP będzie miała już pełniejszy obraz sytuacji i perspektyw inflacyjnych w 2024 r. m.in. w kontekście decyzji administracyjnych nowego rządu.
- Sytuacja polityczna znajdzie się w tym tygodniu w centrum uwagi krajowego rynku – z oczekiwanym 12.12 expose i prawdopodobnym uzyskaniem tego dnia wotum zaufania przez premiera D. Tuska. Zapewne 13.12 zostanie powołany nowy rząd z zapleczem parlamentarnym koalicji KO-Trzecia Droga-Lewica. Oprócz wydarzeń politycznych na ten tydzień zaplanowano publikację ostatecznego wyniku listopadowej inflacji CPI oraz bilansu płatniczego za październik.
- Za granicą oczekiwana jest seria posiedzenia głównych banków centralnych: Fed, EBC, Banku Anglii i SNB. Powszechnie oczekuje się stabilizacji stóp. To czego rynki będą najbardziej oczekiwać, to sygnałów dot. przyszłości i ewentualnych zmian w retoryce banków w kierunku potwierdzenia oczekiwań rynkowych na szybkie poluzowanie polityki monetarnej. Z publikacji zagranicznych danych najistotniejsze będą: inflacja CPI w USA, wstępne wskaźniki koniunktury PMI za grudzień w strefie euro oraz miesięczne dane z gospodarki chińskiej.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Posiedzenie komitetu FOMC (13 grudnia)

Oczekujemy, że komitet FOMC utrzyma stopy procentowe na niezmienionym poziomie, w tym stopę funduszy federalnych w przedziale 5,25% – 5,50%. Choć bieżący podwyższony poziom inflacji oraz wciąż niezła koniunktura na amerykańskim rynku pracy pozostają wyzwaniem dla polityki pieniężnej Fed, sądzimy, że w warunkach utrzymującego się stopniowego spadku inflacji oraz średnioterminowych ryzykach gospodarczych FOMC nie zdecyduje się już na kolejną podwyżkę stóp procentowych.

Biorąc pod uwagę zmiany sytuacji rynkowej w ostatnich tygodniach, tj. gwałtowny wzrost oczekiwań na szybkie obniżki stóp, to zapewne ten temat będzie kluczowym podczas konferencji prasowej prezesa Fed.

W naszej ocenie całokształt publikowanych danych oraz wyraźne poluzowanie warunków finansowania w tygodniach ostatnich nie będzie zbieżne z celami Fed, stąd raczej oczekujemy konserwatywnej retoryki prezesa Powella oraz ewentualnych niewielkich zmian w oczekiwanej ścieżce stóp procentowych Fed (zgodnie z prognozą z września, stopa funduszy federalnych na koniec 2024 r. oczekiwana była na poziomie 5,00% – 5,25%). Sądzymy, że większość komitetu nie będzie chciała wspierać bieżących oczekiwań rynkowych na szybkie obniżki stóp.

• Posiedzenie Rady Europejskiego Banku Centralnego (14 grudnia)

Oczekujemy, że rada EBC utrzyma stopy procentowe na niezmienionym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 4,50% i stopę depozytową na poziomie 4,00%. Choć formalnie rada EBC nie zamknęła bieżącego cyklu podwyżek stóp procentowych, a ryzyka dla perspektyw inflacyjnych utrzymują się, to prawdopodobieństwo kolejnej podwyżki stóp na posiedzeniu w grudniu uważamy za bardzo niskie. We wrześniu i październiku Rada utrzymała wyraźnie łagodniejszą retorykę, co w warunkach silniejszego od oczekiwań EBC, spadku bieżącego wskaźnika inflacji HICP oraz słabszych danych ze sfery realnej pozwoli radzie na analizowanie bieżącej i przyszłej sytuacji gospodarczej w kontekście dotychczasowego znaczącego zaostżenia polityki pieniężnej.

Jednocześnie zakładamy, że rada EBC nie będzie chciała „wspierać” bieżących oczekiwań rynkowych stosunkowo szybkiego luzowania polityki pieniężnej w 2024 r., stąd w tym kontekście utrzyma relatywnie konserwatywną retorykę wskazując na perspektywę dłuższego okresu podwyższonych stóp procentowych. Wciąż bowiem w przypadku strefy euro wyzwaniem dla polityki pieniężnej jest stosunkowo wysokie, pomimo spowolnienia aktywności, tempo wzrostu wynagrodzeń w warunkach dużo mniej elastycznego rynku pracy i wynagrodzeniach silnie zależnych od negocjacji płacowych związków zawodowych.

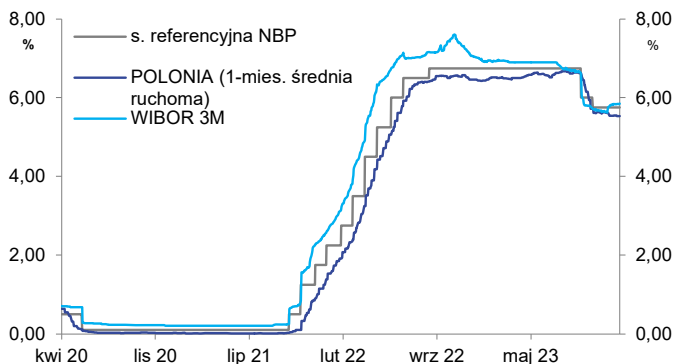
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 12 grudnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Inflacja CPI		lis	3,2% r/r	3,1% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy		lis	4,0% r/r	4,0% r/r	-
środa 13 grudnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa		paź	-1,1% m/m	-0,3% m/m	-
20:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych		gru	5,25% – 5,50%	5,25% – 5,50%	5,25% – 5,50%
20:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC		gru	-	-	-
czwartek 14 grudnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
9:30	CH	Decyzja SNB dot. stóp procentowych		gru	1,75%	1,75%	-
14:15	UK	Decyzja Banku Anglii dot. stóp procentowych		gru	5,25%	5,25%	-
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących		paź	394 mln EUR	1618 mln EUR	1803 mln EUR
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych		gru	4,00% / 4,50%	4,00% / 4,50%	4,00% / 4,50%
14:30	US	Sprzedaż detaliczna		lis	-0,1% m/m	-0,1% m/m	-
14:45	EMU	Konferencja prasowa prezes EBC po posiedzeniu rady EBC		gru	-	-	-
piątek 15 grudnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
3:00	CHN	Produkcja przemysłowa		lis	4,6% r/r	5,7% r/r	-
3:00	CHN	Sprzedaż detaliczna		lis	7,6% r/r	12,5% r/r	-
3:00	CHN	Inwestycje		sty – lis	2,9 r/r	3,0% r/r	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)		gru	42,6 pkt.	43,2 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)		gru	49,6 pkt.	49,8 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)		gru	44,2 pkt.	44,6 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)		gru	48,7 pkt.	49,0 pkt.	-
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (ost.)		lis	6,5% r/r (wst.)	-	6,5% r/r
15:15	US	Produkcja przemysłowa		lis	-0,6% m/m	0,3% m/m	-
poniedziałek 18 grudnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	DE	Indeks koniunktury Ifo		gru	87,3 pkt.	-	-
14:00	PL	Wskaźnik inflacji bazowej CPI		lis	8,0% r/r	-	7,3% r/r

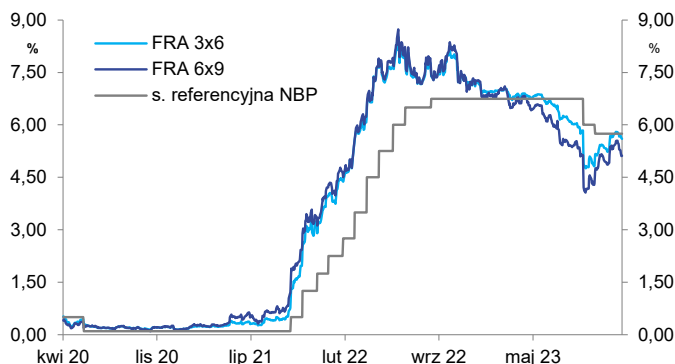
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

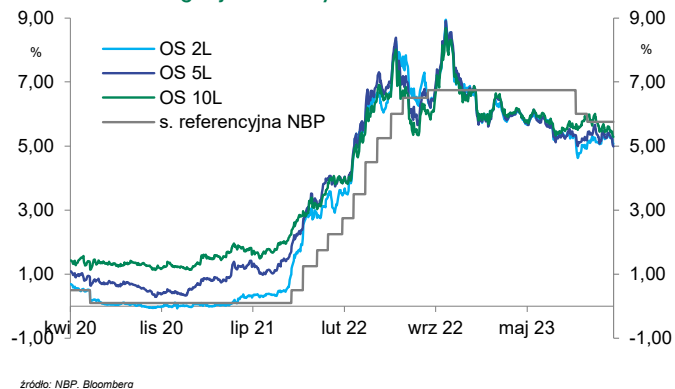
Krajowe stopy procentowe



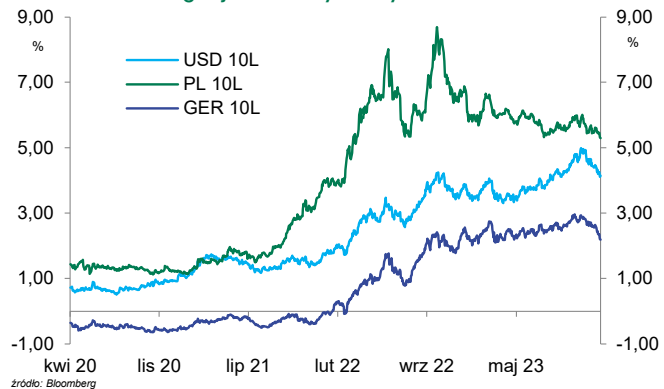
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



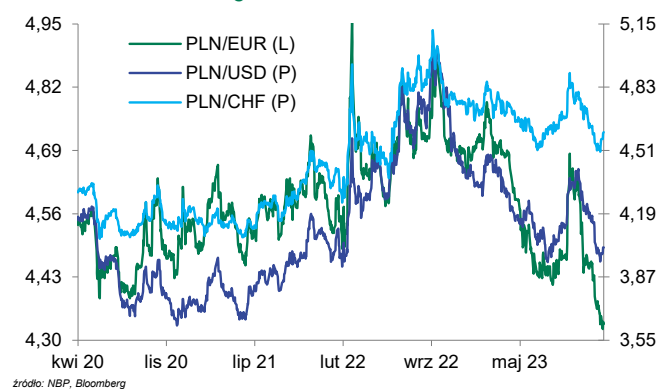
Rentowności obligacji skarbowych – Polska



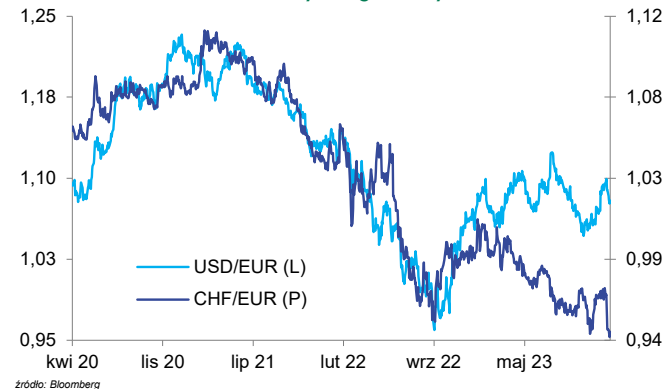
Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



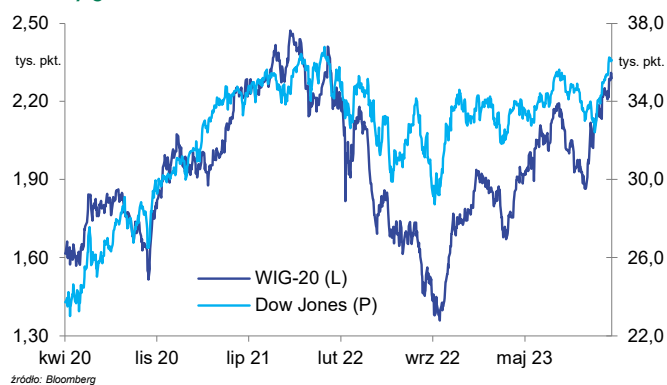
Notowania kursu złotego



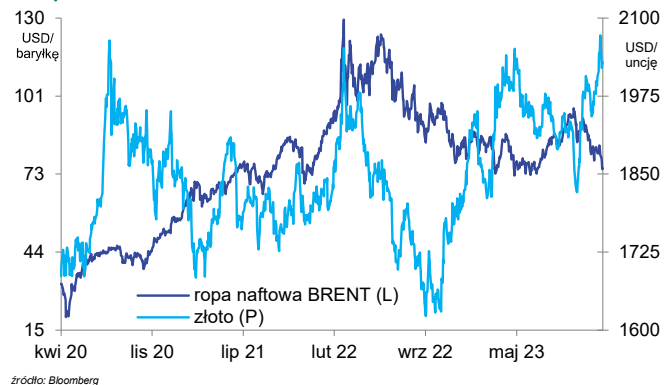
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

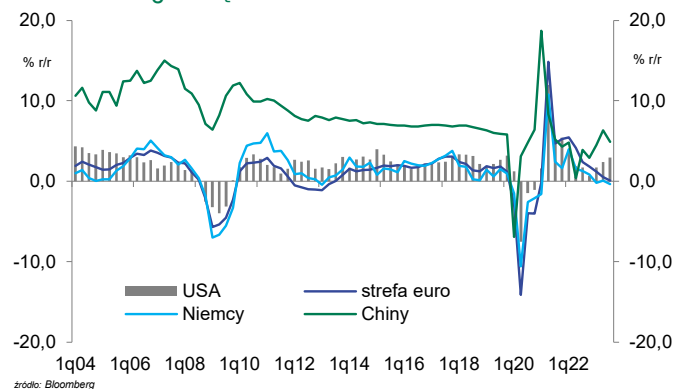


Ceny surowców

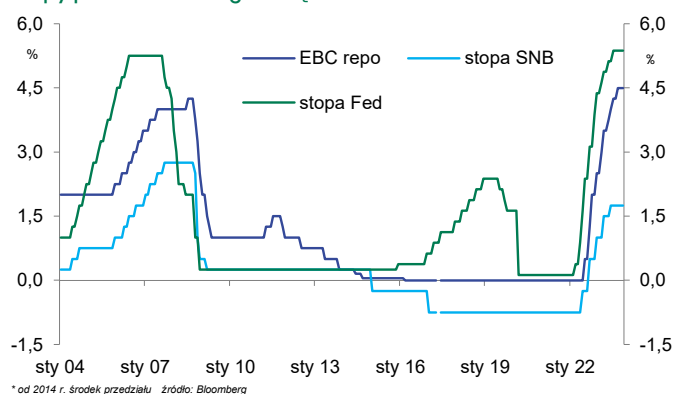


Sfera realna

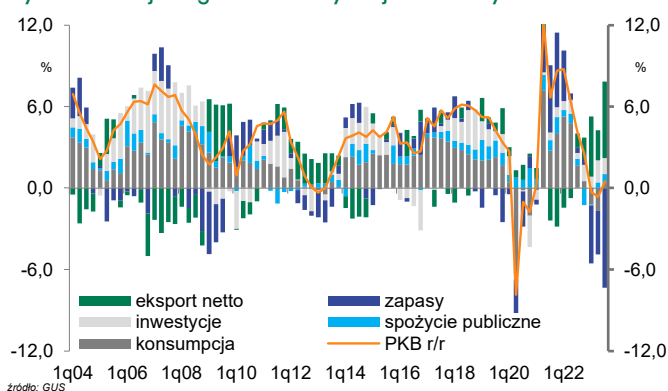
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



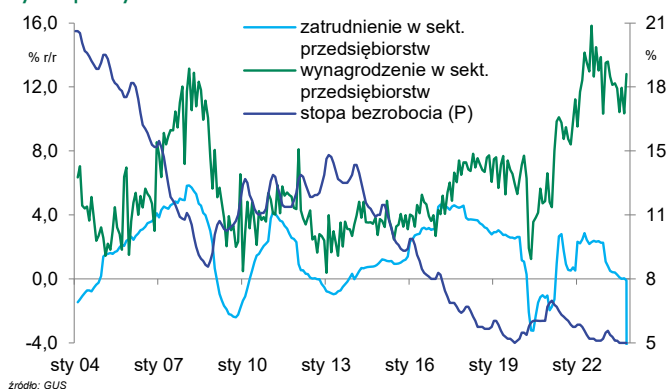
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



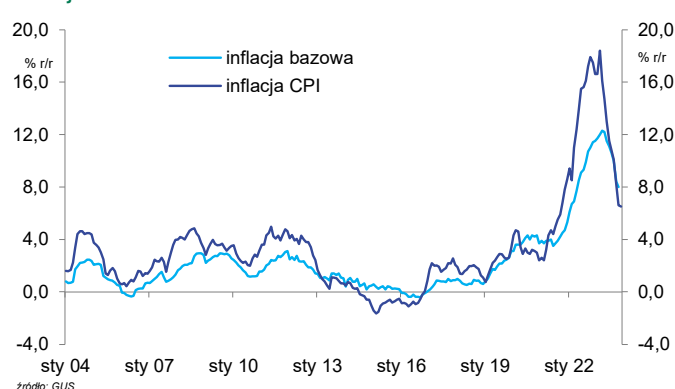
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



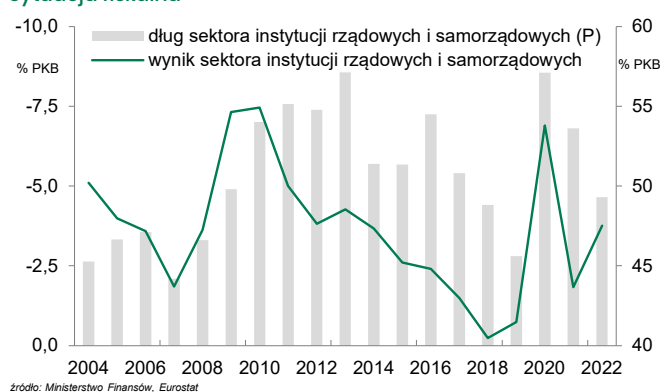
Rynek pracy



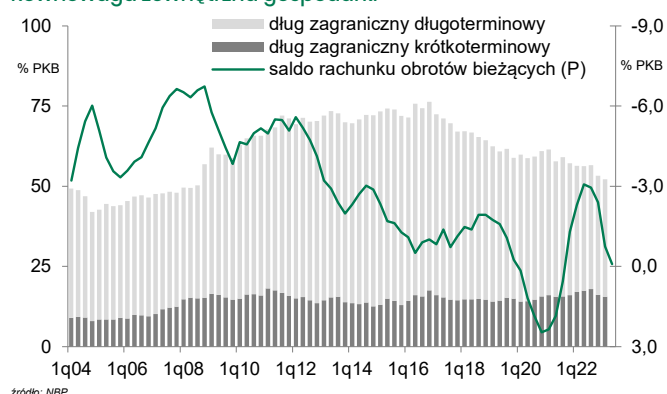
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.11.2023	01.12.2023	08.12.2023	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	%	5,83	5,84	5,85	5,85	5,85	5,80
FRA 3x6	%	5,74	5,67	5,62	-	-	-
FRA 6x9	%	5,41	5,30	5,13	-	-	-
FRA 9x12	%	5,06	4,91	4,70	-	-	-
IRS 2L	%	5,16	5,05	4,87	-	-	-
IRS 5L	%	4,74	4,66	4,40	-	-	-
IRS 10L	%	4,85	4,76	4,56	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,29	5,26	5,09	5,30	5,30	5,30
Obligacje skarbowe 5L	%	5,30	5,24	5,00	5,35	5,35	5,30
Obligacje skarbowe 10L	%	5,49	5,44	5,33	5,55	5,50	5,40
PLN/EUR	PLN	4,35	4,35	4,33	4,40	4,40	4,45
PLN/USD	PLN	3,98	3,99	4,02	4,06	4,07	4,12
PLN/CHF	PLN	4,55	4,57	4,59	4,58	4,58	4,64
USD/EUR	USD	1,09	1,09	1,08	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	4,20	4,23	4,40	4,30	4,10
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,44	2,36	2,27	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 jakiejkolwiek 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.