

KOMENTARZ TYGODNIOWY

18 grudnia 2023

Złagodzenie retoryki Fed wzmocniło optymizm na rynkach finansowych.

- Ubiegłotygodniowe posiedzenia głównych banków centralnych, w tym złagodzenie retoryki przez Fed, w ocenie rynków potwierdziły oczekiwania na bliskie poluzowanie polityki monetarnej. W efekcie utrzymujący się od kilku tygodni optymizm rynkowy otrzymał dodatkowy pozytywny impuls, co wyraźnie wzmocniło indeksy akcji, a rentowności obligacji spadły do lokalnych minimów.
- [Komitet Otwartego Rynku \(FOMC\) zaskoczył łagodnym przekazem](#) – zarówno najnowszymi prognozami stóp procentowych członków FOMC, jak i retoryką prezesa Fed. Zgodnie z najnowszymi prognozami, większość członków komitetu oczekuje w 2024 r. redukcji stóp o 75 pkt. baz. (czyli skali obniżek o 50 pkt. baz. większej w porównaniu z prognozami z września). W 2025 r. członkowie FOMC oczekują obniżenia stóp o kolejne 100 pkt. baz. Ponadto podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes J. Powell powiedział, że komitet rozpoczął dyskusję nt. terminu łagodzenia polityki pieniężnej. Prezes Fed określił tę dyskusję jako bardzo wstępną i powiedział, że będzie to temat kolejnych posiedzeń. Jednocześnie nie wskazał potencjalnego terminu pierwszej obniżki stóp. Łagodna retoryka Fed wraz z wcześniejszą publikacją listopadowych wskaźników inflacji CPI (lekki spadek wskaźnika głównego, stabilizacja inflacji bazowej) wzmocniły oczekiwania rynkowe na szybkie (przełom I i II kw. 2024 r.) i znaczące (ponad 100 pkt. baz. w przyszłym roku) poluzowanie polityki monetarnej przez Fed.
- Z kolei [EBC zachował wstrzeźliwość w komunikowaniu perspektywy luzowania polityki monetarnej](#). W trakcie konferencji prasowej prezes EBC wskazała, że rada nie dyskutowała na temat obniżek stóp i że między podwyżkami i obniżkami stóp znajduje się spora przestrzeń dla ich stabilizacji oraz analizy napływających danych i informacji. Wskazała, że dla EBC kluczowe będą analizy kształtowania się dynamiki wynagrodzeń oraz wyników finansowych przedsiębiorstw weryfikujące, na ile wysokie koszty przedsiębiorstw będą wciąż przerzucane na ceny detaliczne towarów i usług.
- Sama retoryka EBC nie dała mocnych podstaw dla oczekiwań na szybkie rozpoczęcie cyklu luzowania polityki monetarnej. Niemniej piątkowa publikacja słabszych od oczekiwań wstępnych grudniowych indeksów PMI utwierdziła rynki w oczekiwaniach, że pod ciężarem słabszych danych na przełomie I i II kw. rada EBC rozpocznie ostatecznie luzowanie polityki monetarnej. Grudniowy indeks PMI koniunktury w przemyśle strefy euro, utrzymał się na listopadowym poziomie 44,2 pkt., nieco poniżej prognoz rynkowych. Poniżej oczekiwań ukształtował się także indeks dla usług – 48,1 pkt. wobec 48,7 pkt. w listopadzie. Mocno poniżej oczekiwań ukształtował się indeks usług dla Niemiec (48,4 pkt. vs. 49,6 pkt. w listopadzie). Wyniki PMI wskazały na utrzymującą się stagnację gospodarczą z ryzykiem kolejnego kwartału spadku PKB (techniczna recesja).
- Oczekiwany przez rynki scenariusz przybliżających się obniżek stóp z jednoczesnym uniknięciem głębokiej recesji gospodarczej poskutkował

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

w minionym tygodniu silnym spadkiem rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych i wzmocnił notowania akcji.

- Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w USA spadły o ponad 30 pkt. baz. do 3,91%, a w Niemczech o ponad 25 pkt. baz. do 2,01%. Jednocześnie o 2,1% wzrósł globalny indeks akcji MSCI, przy wzroście indeksu w USA o 2,6%, w EMU o 0,8%, a na rynkach wschodzących o 2,2%. Z kolei na rynku walutowym wzrost apetytu na ryzyko przyniósł tym razem „klasyczne” osłabienie dolara (o 0,8% w relacji do koszyka walut) i umocnienie euro (+0,7%) i dolar osłabił się wobec euro do 1,10 dolara za euro wobec 1,08 USD/EUR tydzień wcześniej.
- Spadek rentowności na rynkach bazowych wsparł kontynuację spadku krajowych rentowności obligacji. W skali tygodnia rentowności obligacji 2-letnich spadły o ponad 20 pkt. baz. poniżej 4,90% i o ponad 30 pkt. baz. do 5,00% dla 10-latek. Trend spadkowy kontynuowały stawki FRA – poniżej 5,00% dla kontraktu 6X9. W skali tygodnia WIG zyskał 0,8%, a kurs złotego w relacji do koszyka walut zyskał 0,6% i wzmocnił się w relacji do euro (do 4,31 PLN/EUR) wobec dolara (do 3,93 PLN/USD) i franka szwajcarskiego (do 3,54 PLN/CHF).
- Ubiegłotygodniowa publikacja pełnych danych nt. [listopadowego wskaźnika CPI w Polsce](#) wskazała na postępujący spadek inflacji bazowej, głównie za sprawą cen towarów. Przegłosowanie ustawy zamrażającej w I połowie 2024 r. ceny nośników energii oraz rozporządzenie ministra finansów utrzymujące w I kw. 2024 r. stawkę VAT na poziomie 0% oznacza, że w pierwszych miesiącach 2024 r. inflacja okresowo ponownie wyraźnie spadnie poniżej 4%. Przyznajemy, że okresowy spadek inflacji wesprze spekulacje na obniżkę stóp NBP w I kw. 2024 r. (w marcu), jednak nadal 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.
- Na krajowym rynku w bieżącym tygodniu oczekiwany będzie projekt budżetu państwa na 2024 r. rządu Donalda Tuska, który w minionym tygodniu uzyskał poparcie większości parlamentarnej. Na najbliższy wtorek zaplanowane jest przyjęcie projektu przez rząd. W tym tygodniu zaplanowana jest też comiesięczna seria publikacji danych nt. aktywności polskiej gospodarki – listopadowe wyniki płać, zatrudnienia produkcji i sprzedaży detalicznej.
- Za granicą oczekiwana będzie publikacja preferowanego przez Fed wskaźnika inflacji – deflatora konsumpcji PCI oraz listopadowych wydatków i dochodów konsumentów. Z uwagą słuchane będą także liczne wystąpienia przedstawicieli Fed i EBC. W regionie Europy Środkowo-Wschodniej oczekiwane będą posiedzenia banków centralnych Czech i Węgier – w obu przypadkach oczekiwane jest obniżenie stóp procentowych.
- Tak jak wskazujemy od kilku tygodni, naszym zdaniem bieżący optymizm rynkowy w dłuższym okresie nie utrzyma 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 II połowę 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 – akcji czy aktywów rynków wschodzących, w tym aktywów krajowych.

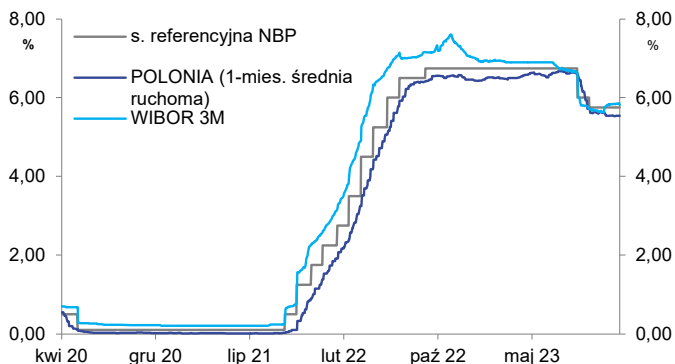
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 19 grudnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	HU	Decyzja NBH dot. stóp procentowych		gru	11,00%	10,25%	-
środa 20 grudnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw		lis	-0,1% r/r	-0,2% r/r	-0,1% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw		lis	12,8% r/r	11,2% r/r	10,9% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa		lis	1,6% r/r	0,8% r/r	-0,2% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI		lis	-4,1% r/r	-3,9% r/r	-3,9% r/r
czwartek 21 grudnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna		lis	2,8% r/r	1,6% r/r	2,2% r/r
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa		lis	9,8% r/r	7,3% r/r	8,1% r/r
14:15	CZK	Decyzja banku centralnego Czech dot. stóp procentowych		gru	7,00%	6,75%	-
piątek 22 grudnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Stopa bezrobocia		lis	5,0%	5,0%	5,0%
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych		lis	0,2% m/m	0,4% m/m	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych		lis	0,2% m/m	0,3% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE		lis	3,0% r/r	2,8% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik bazowy inflacji PCE		lis	3,5% r/r	3,3% r/r	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

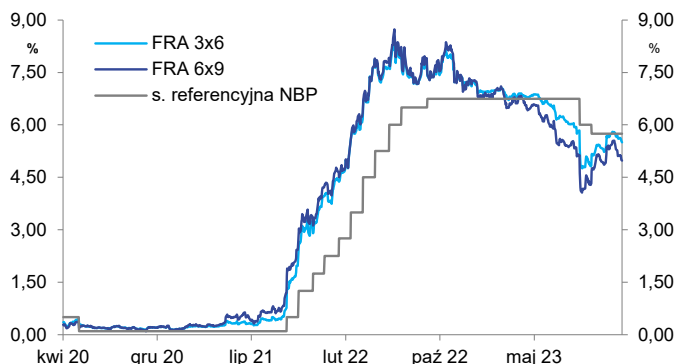
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



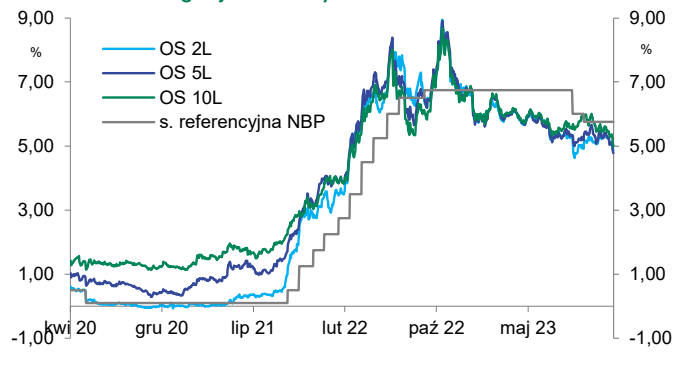
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



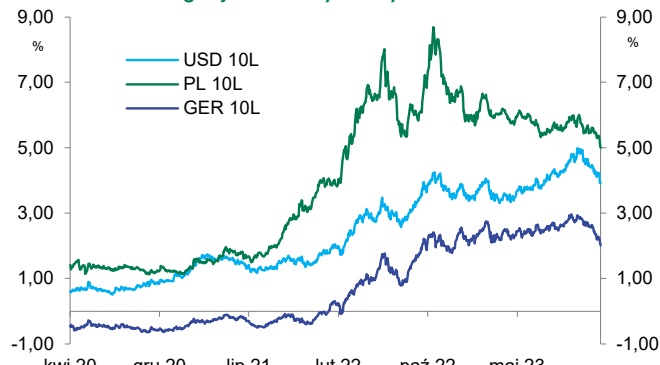
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



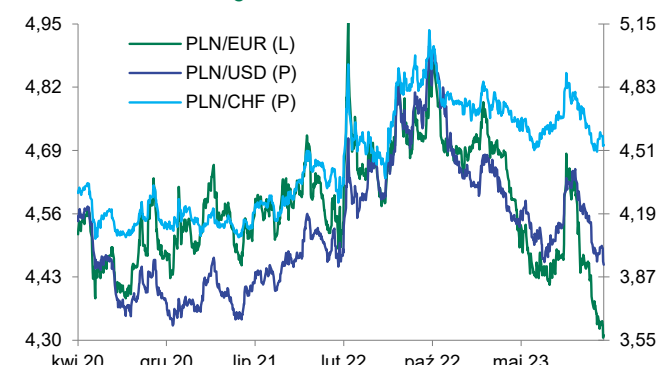
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



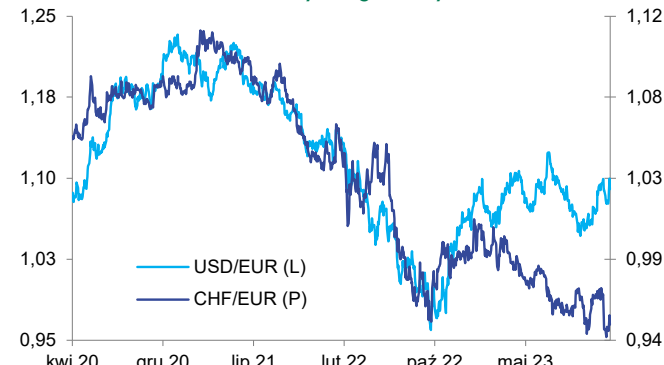
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



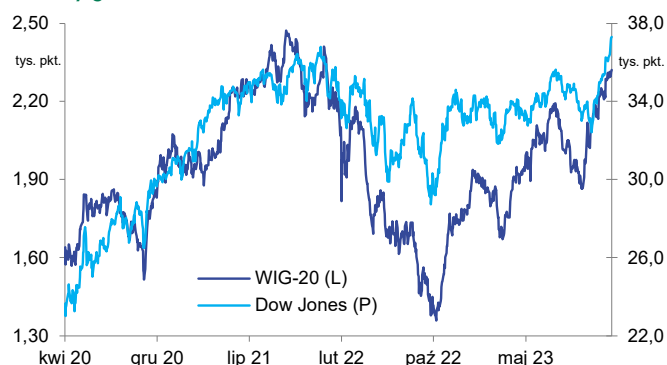
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



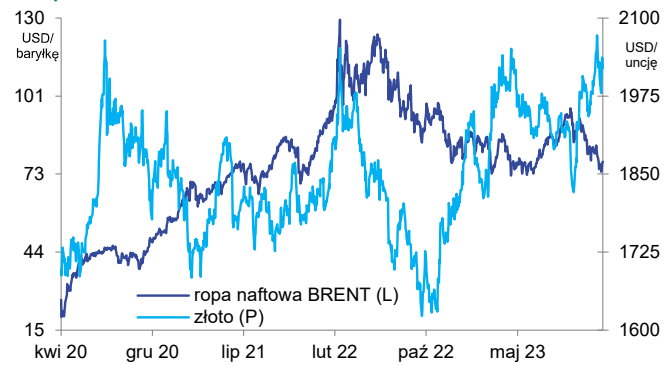
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

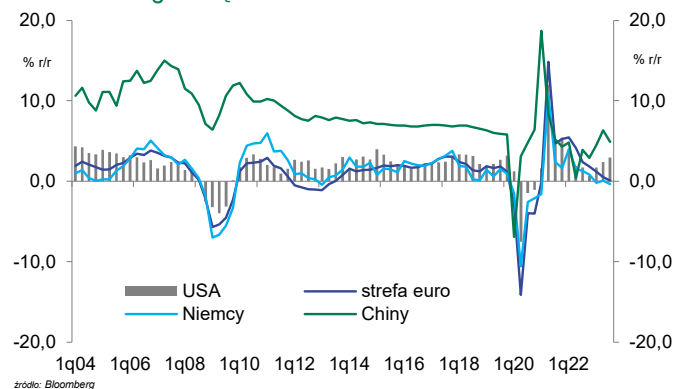
Ceny surowców



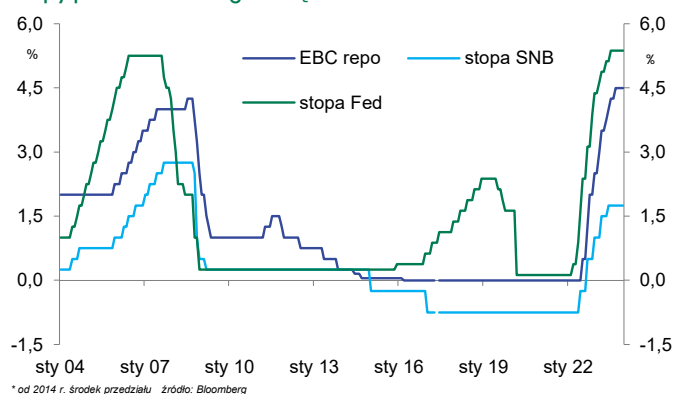
źródło: Bloomberg

Sfera realna

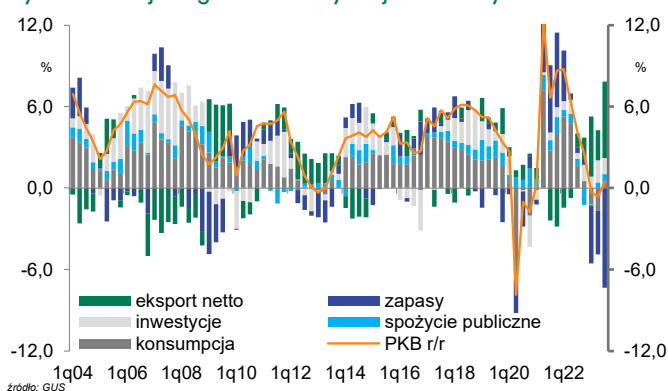
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



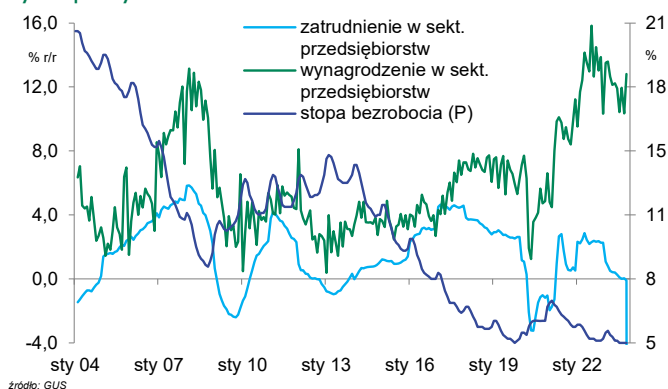
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



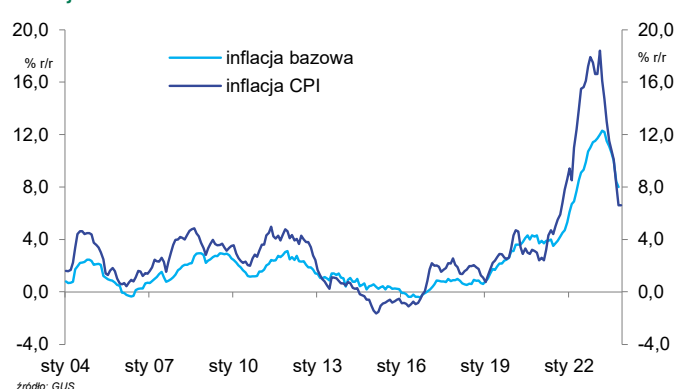
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



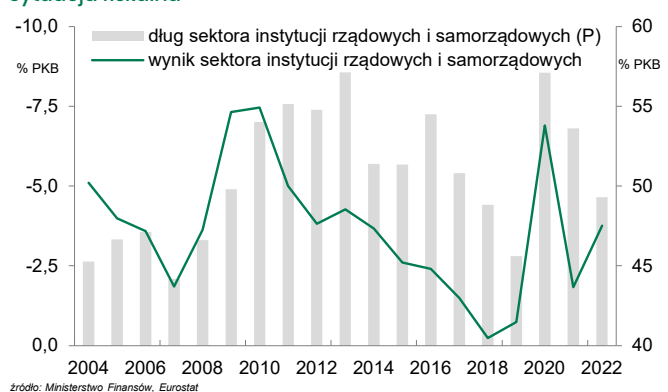
Rynek pracy



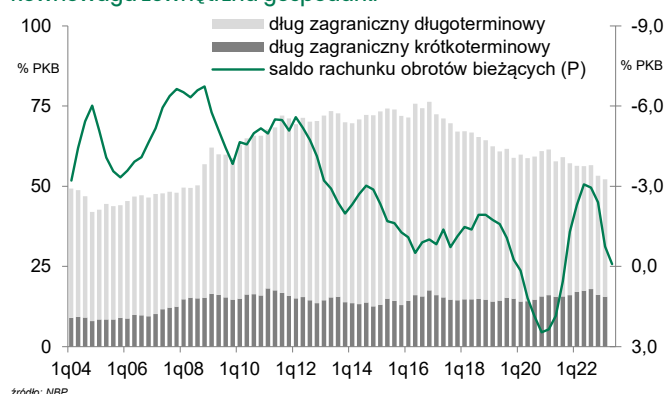
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.11.2023	08.12.2023	15.12.2023	31.01.2024	29.02.2024	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	5,85	5,82	5,85	5,85	5,80
FRA 3x6	%	5,74	5,62	5,50	-	-	-
FRA 6x9	%	5,41	5,13	4,98	-	-	-
FRA 9x12	%	5,06	4,70	4,49	-	-	-
IRS 2L	%	5,16	4,87	4,72	-	-	-
IRS 5L	%	4,74	4,40	4,18	-	-	-
IRS 10L	%	4,85	4,56	4,63	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,29	5,09	4,88	5,20	5,20	5,20
Obligacje skarbowe 5L	%	5,30	5,08	4,77	5,35	5,35	5,30
Obligacje skarbowe 10L	%	5,49	5,33	5,00	5,35	5,30	5,25
PLN/EUR	PLN	4,35	4,33	4,31	4,40	4,40	4,40
PLN/USD	PLN	3,98	4,02	3,93	4,05	4,06	4,06
PLN/CHF	PLN	4,55	4,59	4,54	4,58	4,58	4,58
USD/EUR	USD	1,09	1,08	1,09	1,09	1,09	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	4,23	3,91	4,00	3,95	3,95
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,44	2,27	2,01	2,10	2,10	2,10

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.