

KOMENTARZ TYGODNIOWY

19 lutego 2024

Inflacja w USA ostudziła oczekiwania rynkowe na szybkie obniżki stóp. Oczekiwana seria danych z polskiej gospodarki.

- Opublikowana w minionym tygodniu wyższa od oczekiwań inflacja w USA – najpierw styczniowy wynik CPI, a następnie PPI – poskutkowały wzmocnieniem korekty oczekiwań rynkowych co do tempa i skali obniżek stóp Fed i poskutkowały dalszy wzrost rentowności na rynkach obligacji.
- Publikacja styczniowej CPI okazała się wyższa od oczekiwań, w tym inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu cen paliw i żywności) wyniosła 3,9% r/r bez zmian wobec lutego i powyżej oczekiwanych 3,7% r/r. Także publikacja pod koniec tygodnia wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu PPI w USA zaskoczyła wynikiem wyższym od oczekiwań – styczniowy wskaźnik wyniósł 0,9% r/r wobec oczekiwań rynkowych na poziomie 0,6% r/r. Struktura danych wskazała, że zarówno w przypadku CPI jak i PPI niespodzianki dotyczyły szerokiego wachlarza dóbr i usług i generalnie wykazały nadal solidny wzrost cen usług. W połączeniu z wcześniejszymi publikacjami mocnych danych z amerykańskiego rynku pracy, wskazały one na ryzyka dla zakładanego przez rynki dotychczas scenariusza płynnego trendu spadkowego inflacji. Z drugiej strony słabszy od oczekiwań wynik styczniowej sprzedaży detalicznej w USA przypomniał też o pewnych ryzykach dla sfery realnej gospodarki. Opublikowane w minionym tygodniu dane z USA były zatem sprzeczne z preferowanym przez rynki scenariuszem gospodarki USA zachowującej solidną aktywność i jednocześnie doświadczającej spadku inflacji.
- W rezultacie rynki ostatecznie porzuciły oczekiwania na macową obniżkę stóp Fed z obecnie przeważającym scenariuszem pierwszej obniżki w maju lub czerwcu (zbliżone prawdopodobieństwa), jednocześnie ograniczone zostały oczekiwania dot. skali obniżek w całym 2023 roku do niespełna 4 obniżek (łącznie 100 pkt. baz.) wobec ponad 150 pkt. baz. oczekiwanych pod koniec 2023 r.
- Korekta oczekiwań co do tempa i skali obniżek stóp w USA spowodowała kontynuację wzrostu rentowności na rynkach bazowych, przede wszystkim w USA. Rentowności obligacji 10-letnich w USA wzrosły w skali tygodnia o 10 pkt. baz. do blisko 4,30%. W przypadku rentowności obligacji niemieckich skala wzrostu była symboliczna (2 pkt. baz. do 2,40%). W przypadku rynku europejskiego w minionym tygodniu pojawiło się sporo proobniżkowych wypowiedzi przedstawicieli EBC, niemniej wypowiedź prezes Lagarde była utrzymana w konserwatywnym tonie eksponując ryzyko związane z podwyższoną dynamiką płac.
- Wzrost niepewności co do scenariusza dalszego rozwoju sytuacji w gospodarce USA nie sprzyjał rynkowi akcji w USA, gdzie w skali tygodnia wskaźnik rynku akcji MSCI spadł o 0,4%. Niemniej wobec dotychczasowego optymizmu rynkowego trudno uznać ten spadek za znaczący. Z kolei indeks dla strefy euro wzrósł o solidne 1,1% po tym jak rynki europejskie zachowywały się w ostatnich tygodniach słabiej od rynku USA. Dość nieoczekiwane jak na scenariusz

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

wyższych stóp w USA solidnie wzrósł indeks akcji dla rynków wschodzących (+2,1%). W rezultacie tych przeciwstawnych regionalnych tendencji światowy indeks MSCI *de facto* nie zmienił się (+0,2%).

- Pomimo wyraźnego spadku oczekiwań co do tempa obniżek stóp Fed zmiany na globalnym rynku walutowym okazały się nieznaczne. Podobnie jak tydzień wcześniej kursy euro i dolara w relacji do koszyków walut praktycznie nie zmieniły się. Z kolei frank szwajcarski i jen kontynuowały deprecjację.
- Na rynku polskim kontynuacja globalnej korekty rentowności poskutkowała dalszym wzrostem rentowności krajowych papierów skarbowych na całej długości krzywej dochodowości, ze wzrostem o kolejne 8 pkt. baz. rentowności obligacji 10-letnich (powyżej poziomu 5,40%). Wzrostowego trendu rentowności nie odwróciła [publikacja wstępnego szacunku styczniowej inflacji](#) na poziomie 3,9% r/r – sporo poniżej oczekiwań rynkowych (4,2%) blisko naszej prognozy (4,0%). Jedynie kontrakty FRA obniżyły się w skali tygodnia (o ponad 10 pkt. baz. dla oczekiwań na WIBOR 3M za 6 miesięcy), po silnej korekcie wzrostowej we wcześniejszym tygodniu po konferencji prasowej prezesa NBP. Na rynku walutowym tydzień minął względnie spokojnie z kursem euro w relacji do złotego poruszającym się w przedziale 4,32–4,35 złotego za euro. Z kolei WIG silnie odreagował spadek z wcześniejszego tygodnia, rosnąc o ponad 2%.
- Opublikowany w trakcie minionego tygodnia wynik PKB za IV kw. ub.r. ze wzrostem o 1,0% r/r nie zaskoczył, gdyż jego przybliżoną skalę można było oszacować z opublikowanych wcześniej danych nt. PKB za cały 2023 r.
- W najbliższych tygodniach globalny rynek jeszcze silniej skupi uwagę na napływających danych makroekonomicznych wobec niejednoznacznego obrazu gospodarki USA płynącego z ostatnich danych.
- W bieżącym tygodniu nie są planowane istotne publikacje danych z USA, dopiero w następnym tygodniu z napięciem oczekiwany będzie styczniowy odczyt deflatora PCE – preferowanej przez Fed miary inflacji.
- W tym tygodniu rynki skupią się więc na publikacji stenogramów z ostatnich posiedzeń FOMC i EBC. W strefie euro opublikowane zostaną wstępne szacunki styczniowej koniunktury PMI oraz Ifo w Niemczech.
- Bieżący tydzień będzie z kolei obfitował w comiesięczną serię publikacji nt. polskiej gospodarki, w tym z rynku pracy, przemysłu, budownictwa i sprzedaży detalicznej. Po pełnym niespodzianek grudniu, kiedy to naszym zdaniem w wyniku efektów okresowych produkcja przemysłowa i budowlana zaskoczyły *in plus* oraz a sprzedaż detaliczna rozczarowała, oczekujemy, że w styczniu wygaśnie w przemyśle jednorazowy efekt podbijający grudniową produkcję, w budownictwie ostabnie efekt kumulacji produkcji pod koniec 2023 r., a z kolei w sprzedaży detalicznej zobaczymy poprawę po zaskakująco słabym grudniu. Jednocześnie trudno oczekiwać, aby opublikowane dane istotnie wpłynęły na notowania rynkowe.
- Natomiast podwyższoną czujność należy zachować w kontekście weekendowej informacji agencji Bloomberg, zgodnie z którą premier Donald Tusk dał zielone światło dla próby postawienia prezesa NBP Adama Glapińskiego przed Trybunałem Stanu. Póki co informacja ta przeszła bez większego echa na rynku, niemniej dostrzegamy ryzyko wzrostu zmienności na krajowym rynku finansowym, gdyby faktycznie takie działania zostały podjęte.

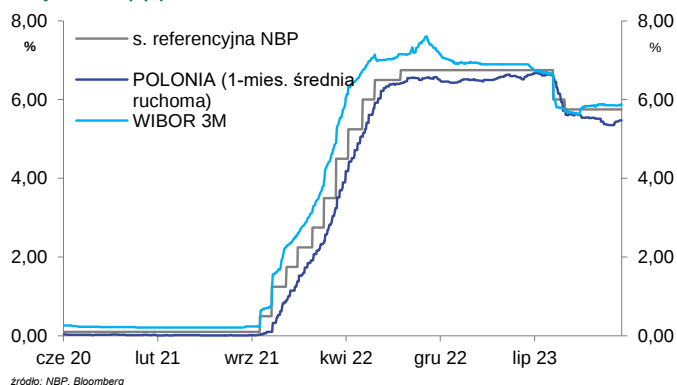
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 20 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	sty	-0,1% r/r	-0,2% r/r	0,0% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	sty	9,6% r/r	10,9% r/r	11,0% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	sty	3,9% r/r	3,1% r/r	3,0% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	sty	-6,4% r/r	-8,2% r/r	-8,0% r/r
środa 21 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	sty	14,0% r/r	8,1% r/r	5,5% r/r
20:00	US	Publikacja stenogramów z posiedzenia FOMC	lut	-	-	-
czwartek 22 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	lut	45,5 pkt.	46,0 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	lut	47,7 pkt.	48,0 pkt.	-
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	sty	-2,3% r/r	1,4% r/r	1,4% r/r
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	lut	46,6 pkt.	47,0 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	lut	48,4 pkt.	48,8 pkt.	-
13:30	EMU	Protokół z posiedzenia ECB	sty	-	-	-
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	sty	8,5% r/r	7,9% r/r	8,4% r/r
piątek 23 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Dynamika PKB	IV kw.	-0,3% kw/kw	-0,3% kw/kw	-
10:00	PL	Stopa bezrobocia	sty	5,1%	5,4%	5,4%
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo	lut	85,2 pkt.	85,5 pkt.	-

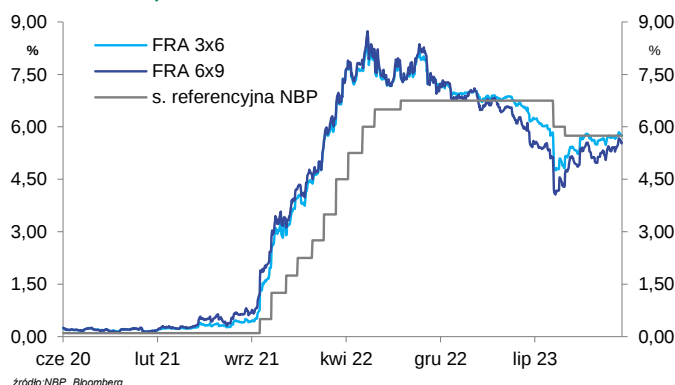
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

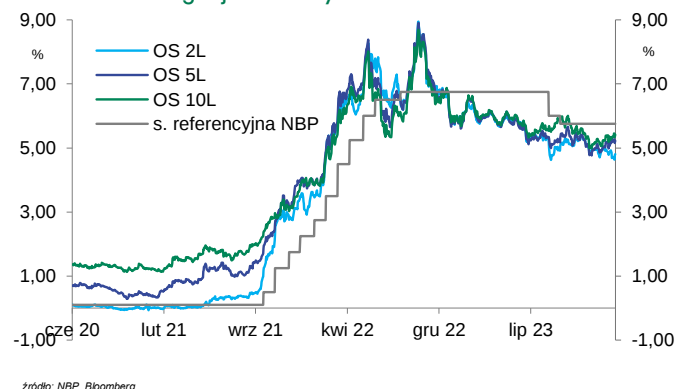
Krajowe stopy procentowe



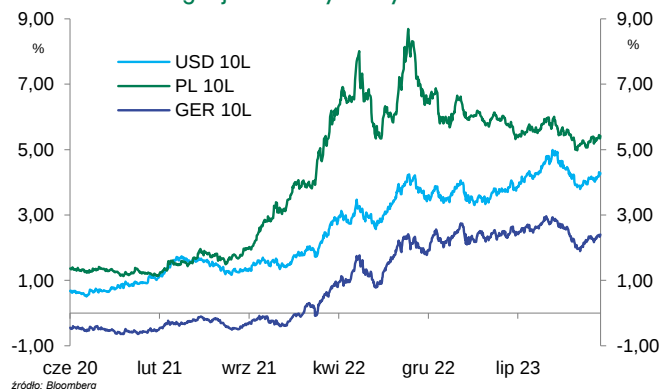
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



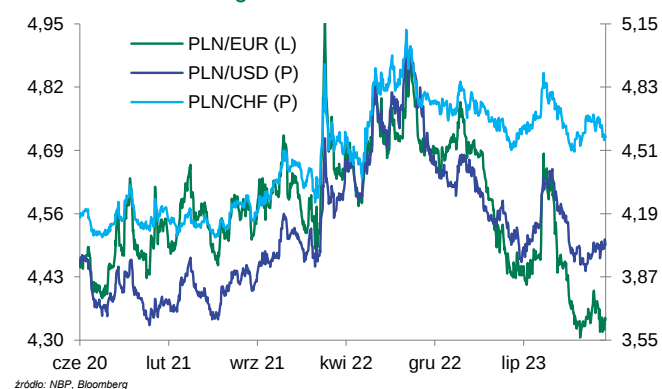
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



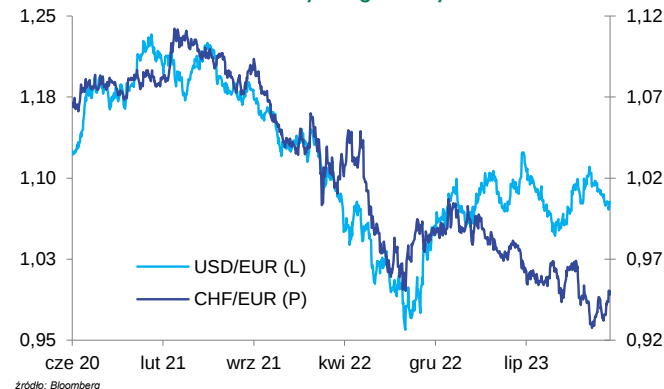
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



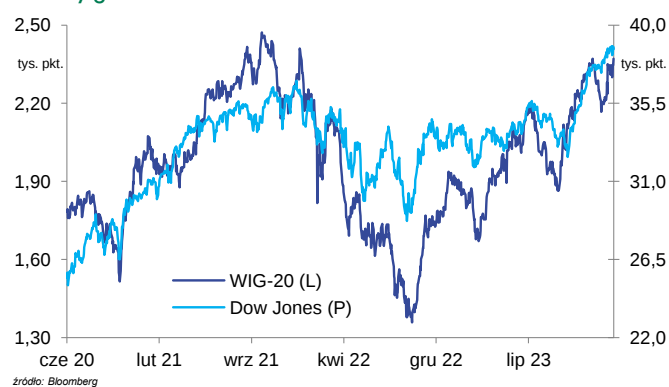
Notowania kursu złotego



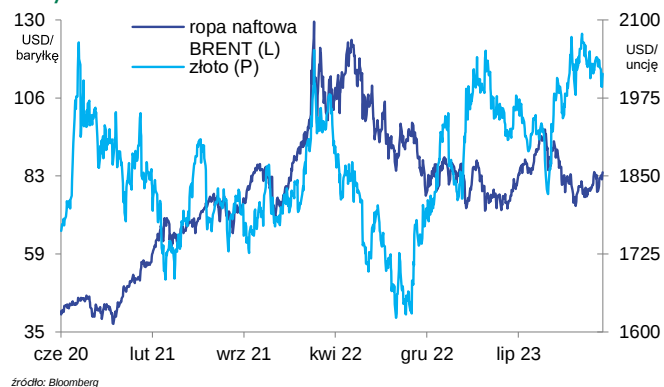
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

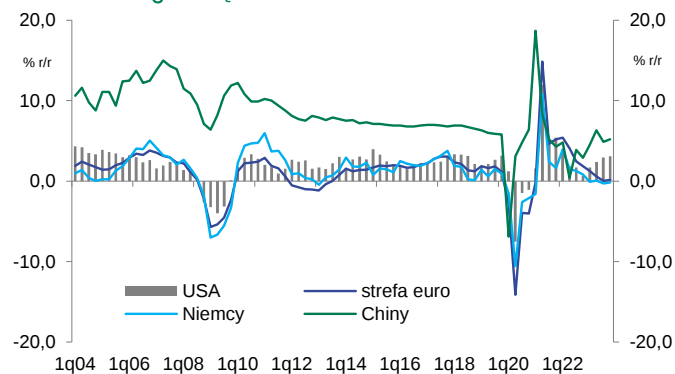


Ceny surowców

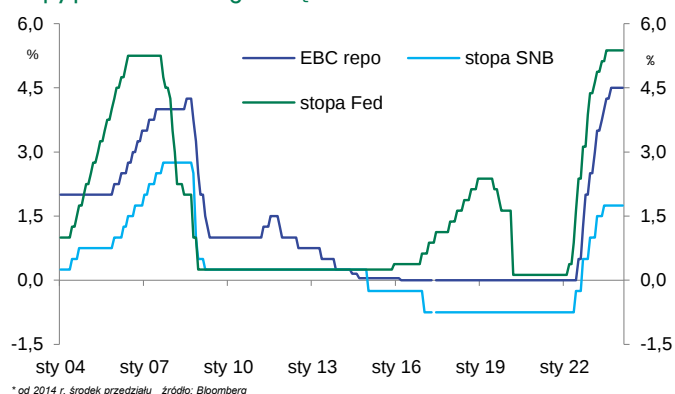


Sfera realna

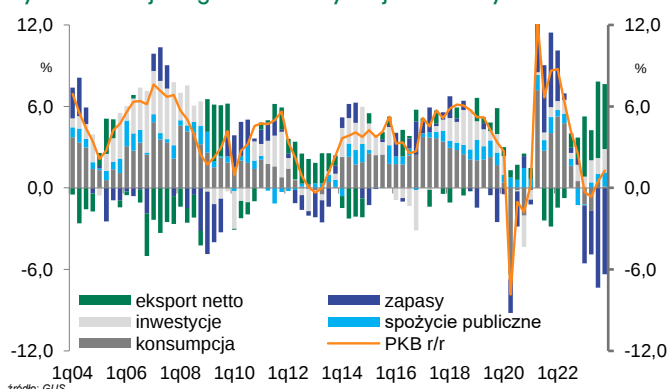
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



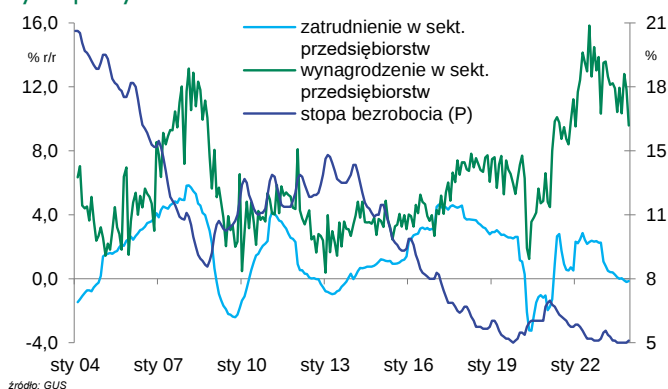
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



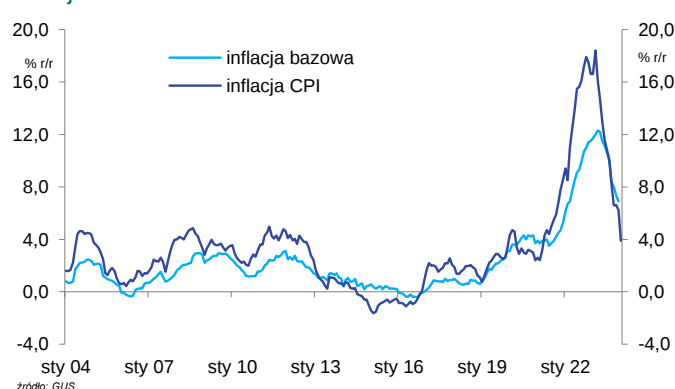
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



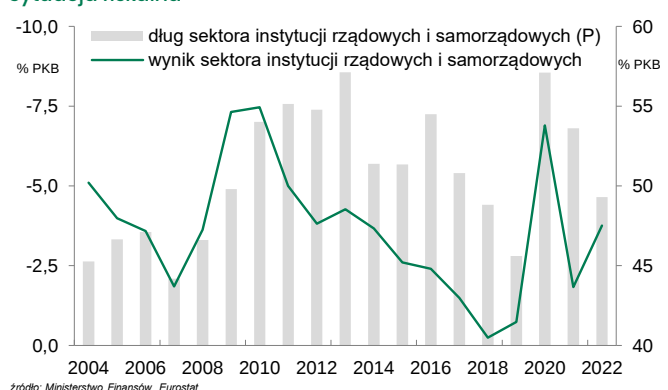
Rynek pracy



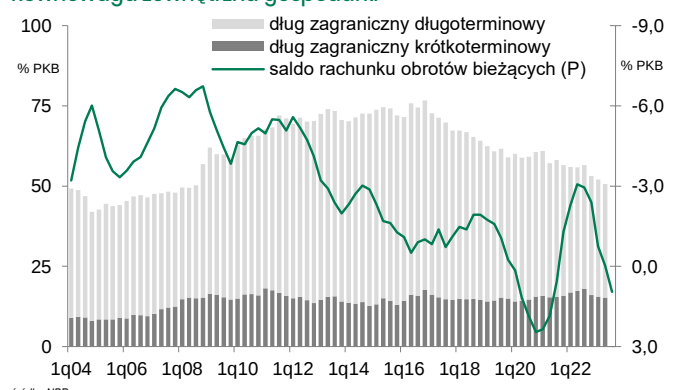
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.01.2024	09.02.2024	16.02.2024	31.03.2024	30.04.2024	30.06.2024
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	%	5,86	5,86	5,88	5,90	5,90	5,90
FRA 3x6	%	5,65	5,85	5,76	-	-	-
FRA 6x9	%	5,29	5,68	5,55	-	-	-
FRA 9x12	%	4,93	5,38	5,24	-	-	-
IRS 2L	%	5,10	5,33	5,29	-	-	-
IRS 5L	%	4,56	4,78	4,81	-	-	-
IRS 10L	%	4,66	4,81	4,87	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,79	4,69	4,80	4,95	4,95	4,90
Obligacje skarbowe 5L	%	4,98	5,21	5,23	5,20	5,15	5,05
Obligacje skarbowe 10L	%	5,18	5,34	5,42	5,35	5,30	5,20
PLN/EUR	PLN	4,34	4,32	4,34	4,36	4,37	4,39
PLN/USD	PLN	4,01	4,01	4,03	4,06	4,07	4,08
PLN/CHF	PLN	4,65	4,58	4,58	4,66	4,67	4,68
USD/EUR	USD	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08
Stopa Fed	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25
Stopa repo EBC	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25
Stopa SNB	%	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3,91	4,18	4,28	4,10	4,05	3,95
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,16	2,38	2,40	2,25	2,20	2,15

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.