

KOMENTARZ TYGODNIOWY

29 stycznia 2024

Rada EBC nie zmieniła stóp, teraz kolej na Fed. Na pierwszym planie dane inflacyjne i z rynku pracy.

- W minionym tygodniu na globalnym rynku wyhamowała korekta wzrostowa rentowności obligacji skarbowych, a na rynki akcji powróciły lepsze nastroje.
- Podczas ubiegłotygodniowego posiedzenia [rada EBC utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie](#), w tym stopę referencyjną na poziomie 4,50% i stopę depozytową na poziomie 4,00%. Podczas konferencji prasowej prezes EBC podtrzymała ocenę, że obecnie jest zbyt wcześnie na dyskusję o poluzowaniu polityki pieniężnej i że rada potrzebuje dłuższego okresu, aby upewnić się co do perspektywy trwałego spadku inflacji w średnim okresie. Z drugiej strony pojawiły się wątki spójne z perspektywą obniżek stóp, w tym odnotowanie obniżenie dynamiki wynagrodzeń, czy też ograniczenie liczby wakatów na rynku pracy, spójne z wypowiedzią prezesa EBC w Davos – iż ma nadzieję, że możliwe będzie obniżenie stóp procentowych latem tego roku.
- Obfitujący w publikacje danych miniony tydzień wskazał, że w USA utrzymuje się solidna koniunktura gospodarcza, której towarzyszy spadek inflacji. Z kolei dane potwierdziły utrzymującą się stagnację gospodarczą w strefie euro.
- W USA w IV kw. PKB wzrósł o 3,3% kw/kw w ujęciu zannualizowanym (wobec 4,9% w III kw) – wyraźnie powyżej oczekiwanych 2,0%. Choć niespodzianką okazał się wzrost zapasów, to struktura wzrostu pozostała solidna – ze wzrostem konsumpcji oraz inwestycji. Z kolei grudniowy poziom deflatora konsumpcji PCE (preferowanej przez Fed miary inflacji) – co prawda utrzymał na poziomie z listopada 2,6% r/r, ale wskaźnik bazowy, po wykluczeniu cen żywności i energii, obniżył się do 2,9% r/r z 3,2% w listopadzie, nieco poniżej prognoz rynkowych.
- W świetle ubiegłotygodniowych danych nie zmienił się też obraz gospodarki strefy euro, która pozostaje w stagnacji. Co prawda odczyty PMI w przemyśle poprawiły się w styczniu w porównaniu z grudniem ub.r. (dla całej strefy euro do 46,6 pkt. wobec 44,4 pkt.) niemniej częściowo wzrost ten był efektem wzrostu subindeksu opóźnień w dostawach. Jednocześnie obniżyły się wskaźniki PMI w usługach oraz indeks koniunktury Ifo w Niemczech.
- Kombinacja stagnacyjnych danych z gospodarki strefy euro i braku zaskoczenia narracją EBC po posiedzeniu przyniosły w minionym tygodniu ponowne nasilenie oczekiwań rynkowych na poluzowanie polityki monetarnej przez EBC (widoczne w spadku kontraktów FRA), co w końcówce tygodnia przełożyło się na lekkie obniżenie rentowności niemieckich papierów skarbowych – w tym 10-letnich obligacji o 4 pkt. baz. do 4,30% na koniec tygodnia.
- Natomiast kombinacja mocnych danych nt. PKB w USA, przy kontynuacji spadku inflacji bazowej PCE przyniosła wyhamowanie korekty wzrostowej rentowności obligacji USA z poprzedniego tygodnia i rentowności 10-letnich obligacji zakończyły tydzień na poziomie 4,14%, blisko poziomu sprzed tygodnia.
- Z kolei rynki akcji przyjęły ostatnie informacje z optymizmem – globalny indeks akcji MSCI wzrósł w skali tygodnia o 1,3%, w przypadku USA o 1%, w strefie

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

euro – aż o 3,5%, a na rynkach wschodzących – o 1,3%. Wygląda na to, że rynki akcji zobaczyły w ubiegłotygodniowych wydarzeniach głównie pozytywne aspekty – „miękkie lądowanie” w USA i bliższą perspektywę obniżek stóp w EMU.

- Pewne wzmocnienie oczekiwań na poluzowanie polityki monetarnej przez EBC lekko osłabiło euro, w efekcie w skali tygodnia euro osłabiło się w relacji do dolara do 1,085 dolara za euro na koniec tygodnia.
- Generalnie dobre nastroje rynkowe na globalnym rynku nie wsparły polskiego rynku obligacji i kursu złotego. W skali tygodnia rentowności polskich papierów skarbowych na dłuższym końcu krzywej dochodowości wzrosły, w tym dla obligacji 10-letnich o 16 pkt. baz. blisko poziomu 5,40%. Także kurs złotego lekko osłabił się w skali tygodnia kończą tydzień na nieco słabszych poziomach wobec dolara (4,04 PLN/USD) i franka (4,67 PLN/CHF), przy względnie stabilnym kursie w relacji do euro (4,38 PLN/EUR). Trudno wskazać na jednoznaczne tego przyczyny – najbardziej prawdopodobnym wydaje się korekta po wyraźnym optymizmie w odniesieniu do polskich aktywów z przełomu grudnia i stycznia.
- Jedynym segmentem krajowego rynku, który w minionym tygodniu poruszał się w tandemie z rynkami zagranicznymi był krajowy rynek akcji, ze wzrostem o 1,2% w skali tygodnia. Niemniej należy wskazać, że w tym wypadku wzrost ten nastąpił po 4-tygodniowym trendzie spadkowym indeksów na GPW.
- Na sytuację na rodzimym rynku finansowym nie wpłynęła seria publikacji miesięcznych danych z polskiej gospodarki. Ubiegłotygodniowe publikacje wskazały na stabilizację sytuacji na [rynku pracy](#), wyraźnie pozytywnie zaskoczyły dane z [przemysłu](#) i [budownictwa](#), z kolei rozczarowały wyniki [sprzedaży detalicznej](#). W każdym z tych przypadków można wskazać na oddziaływanie czynników okresowych (w budownictwie na kumulację wydatkowania środków z UE, w handlu – na zmienność sprzedaży detalicznej paliw) natomiast generalny pogląd nt. stanu polskiej gospodarki się nie zmienił. W krajowej gospodarce postępuje stopniowe ożywienie za sprawą poprawy konsumpcji, jednocześnie aktualne są nasze oczekiwania, że po kumulacji pod koniec 2023 r. wydatkowania środków unijnych, w trakcie 2024 r. nastąpi okresowe osłabienie dynamiki inwestycji z bieżącego blisko dwucyfrowego wzrostu.
- Dysponując kompletem grudniowych danych z polskiej gospodarki szacujemy, że oczekiwana w tym tygodniu publikacja PKB za cały 2023 r. wskaże, że polska gospodarka w 2023 r. wzrosła o 0,4%, co jest spójne ze wzrostem PKB w IV kw. o 1,9% r/r. Natomiast tradycyjnie trudno oczekiwać by publikacje ze sfery realnej polskiej gospodarki istotnie wpłynęły na sytuację na krajowym rynku finansowym. Ta pozostanie zapewne pod wpływem nastrojów globalnych.
- Rynki zagraniczne będą oczekiwały na śródowe posiedzenie Fed. Przy powszechnych oczekiwaniach na stabilizację stóp Fed, najważniejszym wydarzeniem będzie konferencja prasowa prezesa Powella. W warunkach wciąż pozytywnych danych ze sfery realnej oraz utrzymujących się ryzykach dla inflacji FOMC może podjąć próbę tonowania agresywnych oczekiwań rynkowych na obniżki stóp w krótkim okresie, niemniej przy stabilizującej się inflacji oraz prognozach jej trwalszego spadku, raczej trudno oczekiwać ze strony Fed narracji, która zaskoczyłaby rynki mocnym „jastrzębim” przekazem.
- Wydaje się, że nawet ważniejsza dla średnioterminowych perspektyw stóp Fed i tym samym dla nastrojów rynkowych będzie piątkowa publikacja danych

z rynku pracy w USA. Z kolei w strefie euro uwaga będzie zwrócona na wstępne dane nt. PKB w IV kw. ub.r. i wstępny odczyt styczniowej inflacji w EMU. W trakcie tygodnia opublikowana zostanie też seria styczniowych wskaźników PMI koniunktury z gospodarki chińskiej oraz indeksu ISM w przemyśle USA.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• PKB w 2023 r. – szacunek wstępny (31 stycznia)

Prognozujemy, że dynamika PKB w 2023 r. wyniosła 0,4% r/r, wobec 5,3% r/r w 2022 r. Prognoza ta zakłada wzrost dynamiki PKB w IV kw. 2023 r. do 1,9% r/r.

Zazwyczaj GUS przy publikacji danych rocznych nie koryguje danych za okres I – III kw., stąd ewentualna wyższa/nieższa dynamika wzrostu wskaźnika rocznego PKB za 2023 r. będzie implikowała wyższą/nieższą dynamikę danych za IV kw. ub.r.

Szacujemy, że w IV kw. 2023 r. dynamika spożycia gospodarstw domowych będzie dalej rosta powyżej 2,0% r/r dzięki kontynuacji wzrostu realnych dochodów do dyspozycji. Pomimo tej poprawy całoroczna dynamika konsumpcji prywatnej będzie jednak ujemna (oczekujemy -0,5% r/r) z powodu głębokich spadków z I poł. roku.

Mniejszych zmian oczekujemy w inwestycjach, gdzie zakładamy, wzrost dynamiki w kierunku 10,0% r/r i całoroczny wynik w okolicach 9,0%. Solidne tempo wzrostu inwestycji w ostatnich miesiącach roku to założenie kumulacji wydatków na projekty inwestycyjne współfinansowane ze środków UE biorąc pod uwagę konieczność wydatkowania środków z Budżetu UE na I. 2014 – 2020 do końca 2023 r.

Podobnie jak w minionych kwartałach występuje wysoka niepewność dot. szacunku zmiany zapasów, których kontrybucja od końca 2021 r. istotnie wpływa na szacunki PKB jak i jego struktury. Zakładamy, że pod koniec roku nie powtórzy się sytuacja z III kw. tj. spadku poziomu zapasów, niemniej przy wysokich bazach odniesienia przyrost zapasów w IV kw. będzie zdecydowanie niższy niż przed rokiem, co implikuje utrzymanie solidnej ujemnej kontrybucji we wzrost PKB, w części mitygowanej utrzymującym się silniejszym spadkiem importu niż eksportu.

• Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (31 stycznia)

Oczekujemy, że komitet FOMC utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym stopę funduszy federalnych w przedziale 5,25% – 5,50%. Stabilizacja stóp procentowych jest powszechnie oczekiwanym scenariuszem, stąd bardziej istotnym wydarzeniem będzie konferencja prasowa prezesa Powella, szczególnie w kontekście relatywnie łagodnego wydźwięku grudniowej konferencji prezesa Fed vs bardziej neutralnego wydźwięku publikacji stenogramów z posiedzenia oraz późniejszych ostrożnych wypowiedzi członków FOMC.

Publikowane w ostatnich tygodniach dane wskazały z jednej strony na utrzymanie niższych wzrostów inflacji oraz poprawę wskaźników oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych, a z drugiej strony na generalnie korzystniejszy obraz koniunktury amerykańskiej gospodarki pod koniec ub.r.

Zakładamy, że komitet utrzyma retorykę zależności kolejnych decyzji od napływających danych. Sądzymy, że tak jak w grudniu prezes Powell powie „jedynie” że na styczniowym posiedzeniu obniżka stóp nie była dyskutowana. W warunkach wciąż pozytywnych danych ze sfery realnej oraz utrzymujących się

ryzykach dla inflacji FOMC może podjąć próbę tonowania agresywnych oczekiwań rynkowych na obniżki stóp w krótkim okresie, niemniej przy stabilizującej się inflacji oraz prognozach jej trwalszego spadku, raczej trudno oczekiwać ze strony Fed narracji, która zaskoczyłaby rynki mocnym „jastrzębim” przekazem.

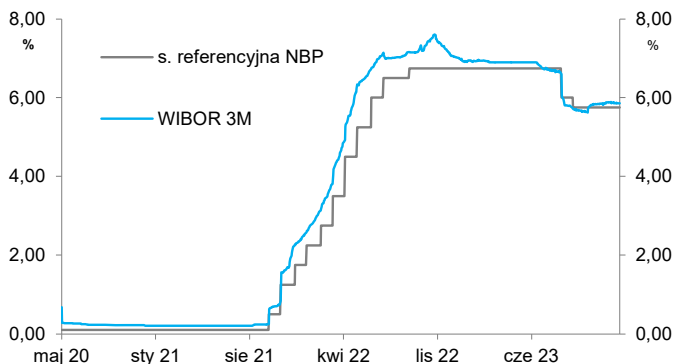
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 30 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
-	DE	Sprzedaż detaliczna	gru	-2,2% m/m	1,0% m/m	-
10:00	DE	PKB (wst.)	IV kw.	-0,1 kw/kw	-0,3% kw/kw	-
11:00	EMU	PKB (wst.)	IV kw.	-0,1 kw/kw	-0,1% kw/kw	-
środa 31 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
01:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	sty	49,0 pkt.	49,3 pkt.	-
01:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	sty	50,4 pkt.	50,6 pkt.	-
10:00	PL	PKB (wst.)	2023	5,1% r/r (2022 r.)	-	0,4% r/r
20:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	sty	5,25% – 5,50%	5,25% – 5,50%	5,25% – 5,50%
20:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	sty	-	-	-
czwartek 1 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	sty	50,8 pkt.	50,8 pkt.	-
09:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł	sty	47,4 pkt.	-	48,7 pkt.
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	gru	2,9% r/r	2,7% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	gru	3,4% r/r	3,2% r/r	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	sty	47,4 pkt.	47,0 pkt.	-
piątek 2 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	sty	2,4% r/r	2,9% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	sty	3,6% r/r	3,4% r/r	-
11:00	EMU	Stopa bezrobocia	gru	6,4%	6,4%	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	sty	216 tys.	180 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	sty	0,4%	0,3%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	sty	4,0% r/r	3,9% r/r	-
poniedziałek 5 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	sty	52,9 pkt.	53,0 pkt.	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	sty	57,4 pkt.	-	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

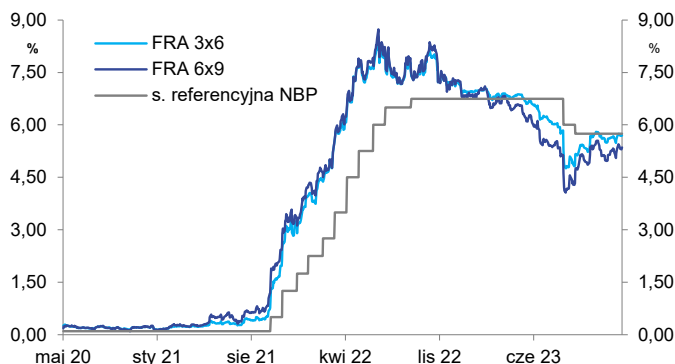
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



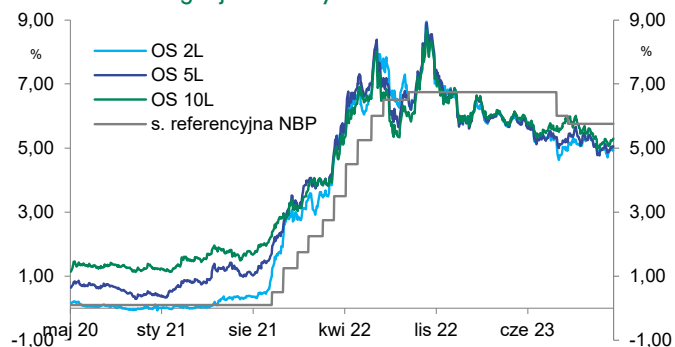
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



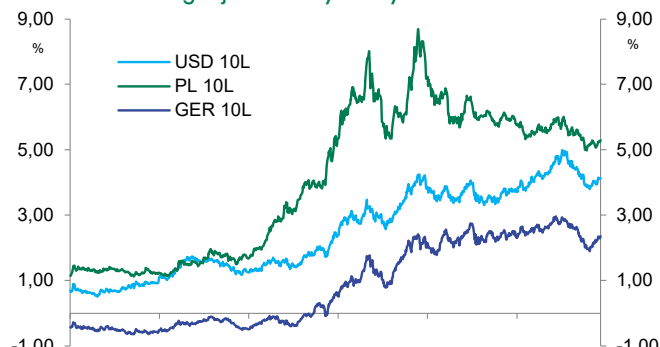
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



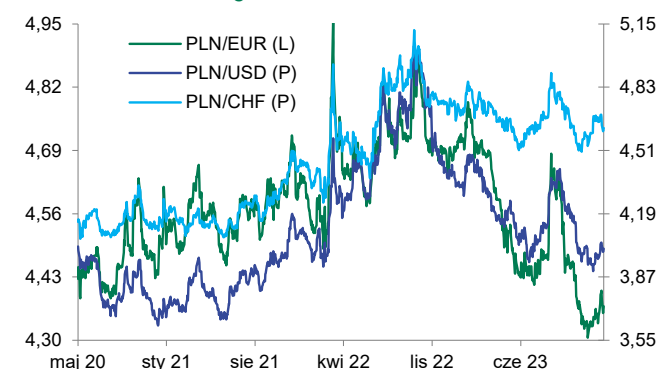
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



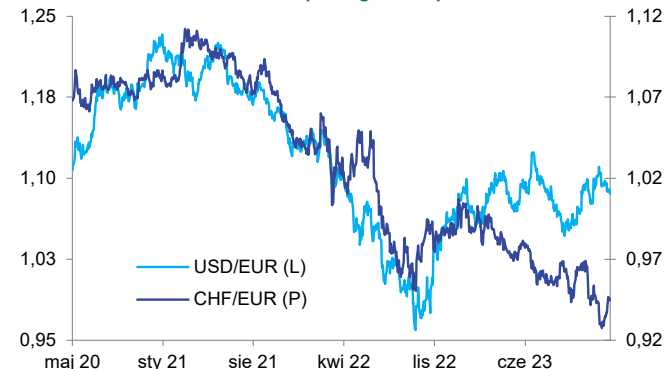
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



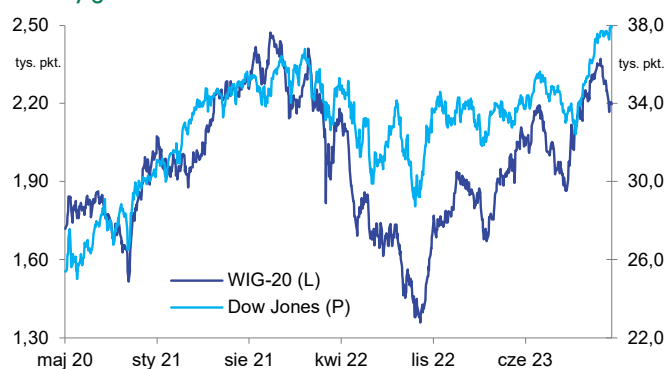
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



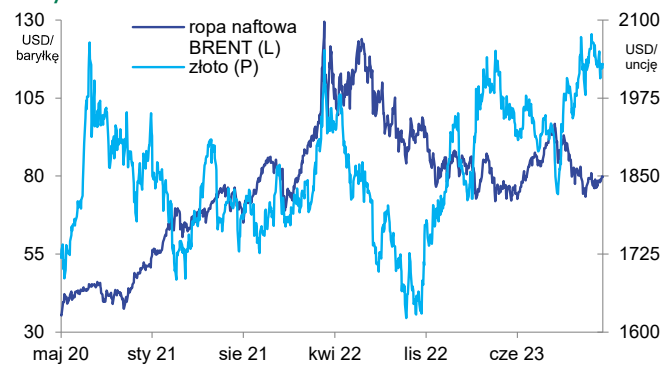
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



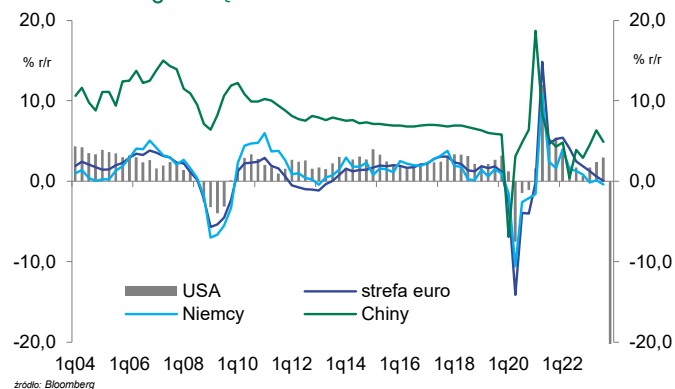
źródło: Bloomberg

2024-01-29

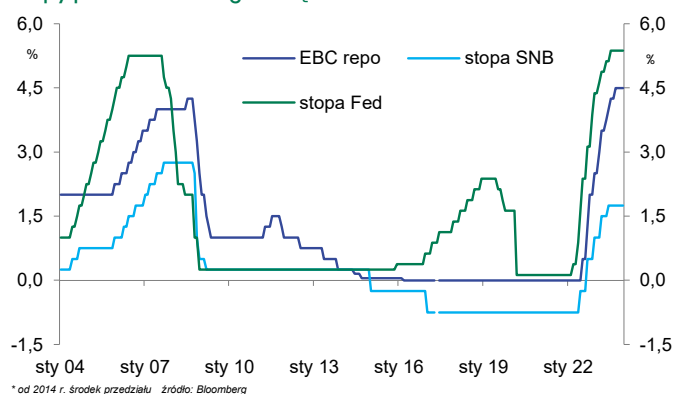
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

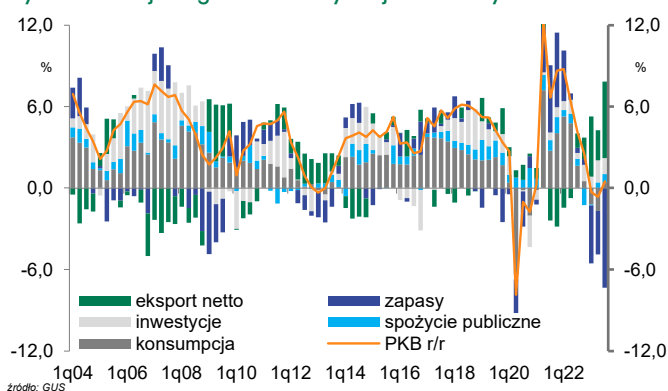
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



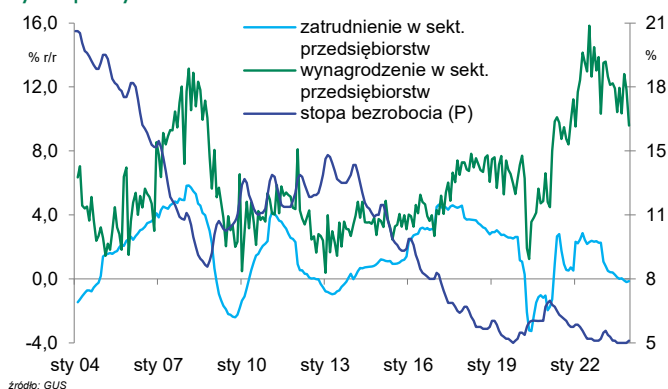
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



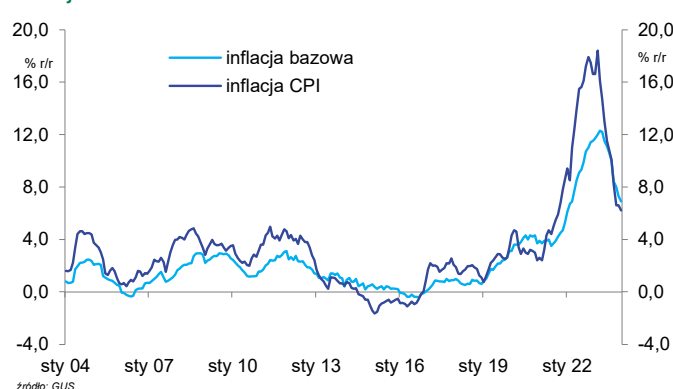
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



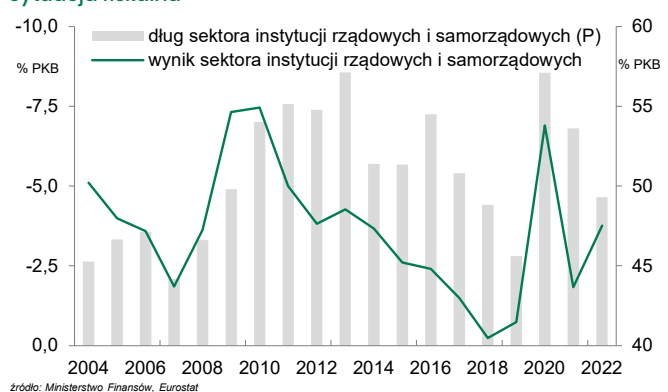
Rynek pracy



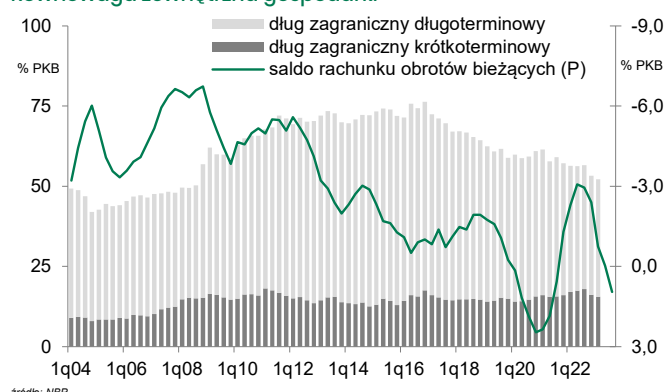
Inflacja



Sytuacja fiskalna

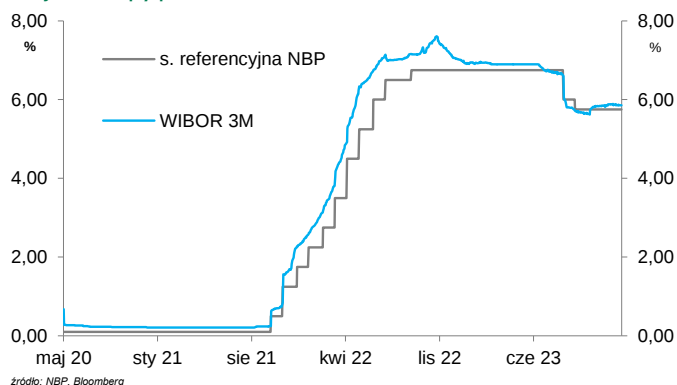


Równowaga zewnętrzna gospodarki

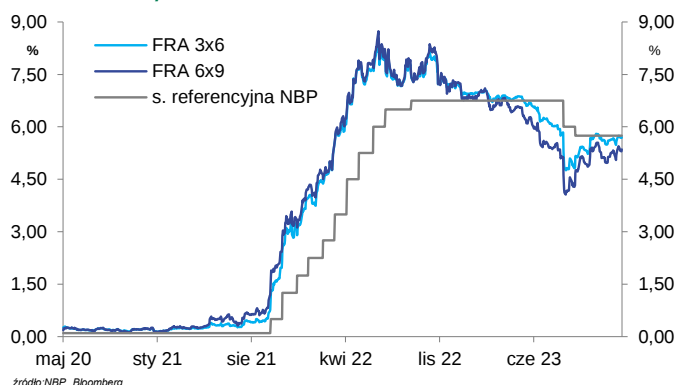


Rynki finansowe

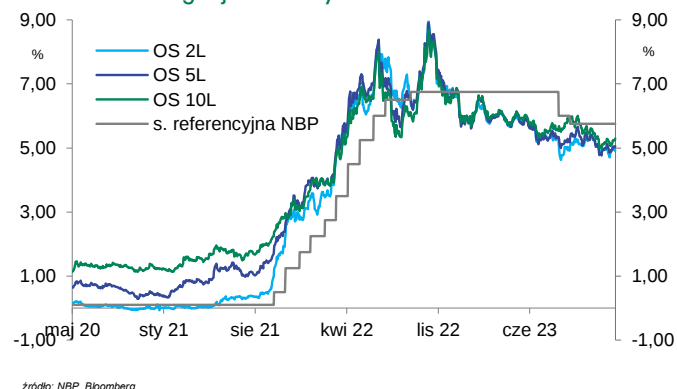
Krajowe stopy procentowe



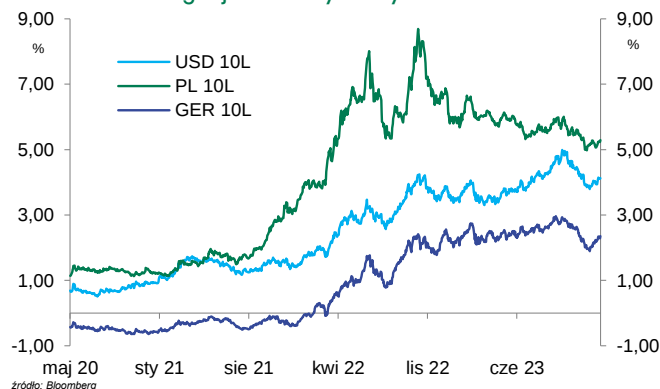
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



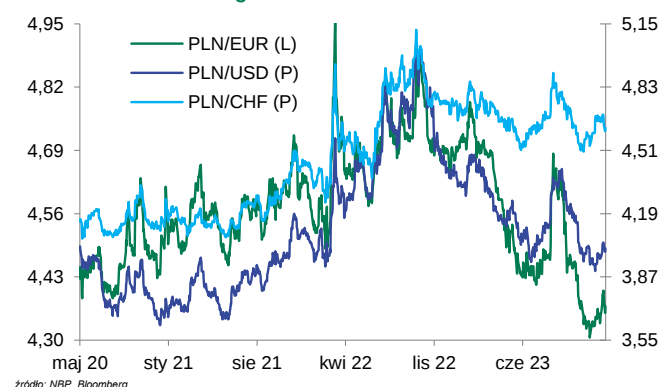
Rentowności obligacji skarbowych – Polska



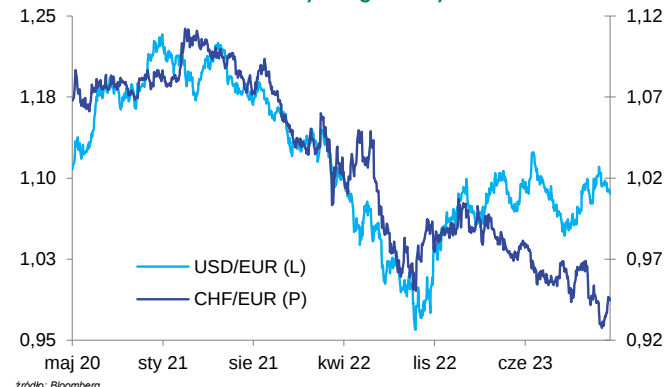
Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



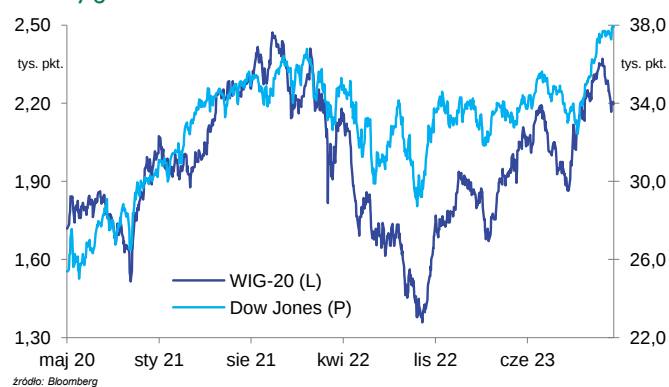
Notowania kursu złotego



Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe



Ceny surowców

