

KOMENTARZ TYGODNIOWY

13 lutego 2023

Widmo silniejszego zaostrzenia polityki monetarnej Fed i EBC osłabia nastroje rynkowe. W Polsce oczekiwana styczniowa inflacja.

- Miniony tydzień przyniósł kontynuację pogorszenia nastrojów na globalnym rynku finansowym zapoczątkowane pod koniec wcześniejszego tygodnia publikacją bardzo mocnych danych nt. gospodarki USA - z rynku pracy (spadek stopy bezrobocia, skokowy wzrost zatrudnienia) i z sektora usług USA (skokowy wzrost wskaźnika ISM). Skąpe publikacje danych z minionego tygodnia nie pomogły nastrojom rynkowym. Wyniki comiesięcznych badań oddziały Fed w Atlantycie wskazały na wyhamowanie w styczniu obserwowanego pod koniec 2022 roku wyraźnego trendu obniżenia dynamiki wynagrodzeń. Tym samym całościowo opublikowanych ostatnio danych wskazuje, że póki co rynek pracy w USA pozostaje bardzo mocny. Tym samym wzmożyły się obawy rynkowe, że Fed będzie postrzegał te dane jako niesprzyjające obniżeniu inflacji w średnim okresie do pożądanego przez bank centralny poziomu, co „podkopało” oczekiwania rynkowe na zakończenie w marcu cyklu zacieśnienia polityki monetarnej Fed. Te obawy znalazły wsparcie w licznych wypowiedziach publicznych przedstawicieli Fed, generalnie utrzymanych w „jastrzębim” tonie.

- Także w przypadku strefy euro trudno było znaleźć przesłanki do optymizmu. Co prawda dane nt. gospodarek strefy euro nie są tak jednoznaczne jak w przypadku USA, gdyż opublikowanym w minionym tygodniu bardzo słabym danym nt. grudniowej produkcji przemysłowej (-3,1% m/m) i nieco słabszym od oczekiwań danym nt. sprzedaży detalicznej w EMU (-2,7% m/m), towarzyszą opublikowane wcześniej umiarkowane optymistyczne wyniki indeksów PMI oraz uniknięcie spadku PKB w IV kw. ub.r. Niemniej wobec obniżającej się, ale wciąż wysokiej inflacji w strefie euro (ubiegłotygodniowa niespodzianka in plus inflacji w Niemczech), w tym w szczególności wobec perspektywy powolnego obniżania się inflacji bazowej, rośnie ryzyko dłuższego okresu zacieśniania polityki monetarnej w strefie euro. Tutaj, podobnie jak w przypadku Fed, ubiegłotygodniowe liczne wystąpienia członków Rady Prezesów EBC nie dały rynkowi przesłanek do optymizmu.

- W rezultacie w warunkach rosnącego ryzyka wydłużenia cyklu zacieśnienia polityki monetarnej Fed i EBC w minionym tygodniu na wartości straciły zarówno rynki akcji, jak i obligacji. W skali tygodnia globalny indeks akcji MSCI spadł o 1,1%, przy zbliżonej skali spadku indeksów dla USA, strefy euro i rynków wschodzących. Równoległe wyraźnie wzrosły rentowności obligacji skarbowych na rykach bazowych. Rentowności 10-letnich papierów wzrosły w USA o 20 pkt. baz. - do 3,73%, zaś w Niemczech o 17 pkt. baz. - do 2,36%. Pogorszenie nastrojów rynkowych przyniosło dalsze wzmocnienie dolara (o 0,6%) i franka szwajcarskiego (o 1%) i osłabienie euro (o 0,8%) w relacji do koszyka walut. Kurs euro wobec dolara kontynuował spadek poniżej 1,07 USD/EUR.

Departament Rynków
Finansowych i Analiz
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

- Wyraźne pogorszenie nastrojów na globalnym rynku nie przeszło bez echa na krajowym rynku finansowym. W skali tygodnia WIG spadł o 2,4%, kurs złotego w relacji do koszyka walut osłabił się o 1,8% – powyżej 4,75 PLN w relacji do euro, powyżej 4,45 w relacji do dolara i powyżej 4,80 w relacji do franka szwajcarskiego. Także krajowy rynek stopy procentowej, który wcześniej opierał się wzrostowi rentowności na rynkach bazowych, w minionym tygodniu wyraźnie osłabił się, ze wzrostem rentowności 10-latek o blisko 40 pkt. baz. do 6,08% na koniec tygodnia.
- Oprócz pogorszenia globalnych nastrojów dodatkowo na kurs złotego mogły wpływać wzrost ryzyka geopolitycznego w regionie w reakcji na ponowne nasilenie rosyjskich ataków rakietowych na Ukrainę oraz skierowanie przez prezydenta Andrzeja Dudę nowelizacji ustawy o Sądzie Najwyższym do Trybunału Konstytucyjnego – jednego z najważniejszych warunków odblokowania środków finansowych z Krajowego Planu Odbudowy.
- Z kolei na rynek krajowy raczej nie wpłynęło ubiegłotygodniowe [posiedzenie RPP](#) i powszechnie oczekiwana decyzja o pozostawieniu stóp procentowych NBP na dotychczasowym poziomie (6,75% dla stopy referencyjnej NBP). Także czwartkowa konferencja prasowa prezesa NBP nie przyniosła istotnych nowych informacji. Podczas konferencji Glapiński wskazał, że perspektywa ewentualnej dyskusji o przestrzeni do obniżek stóp mogłaby pojawić się najwcześniej za kilka miesięcy. Naszym zdaniem trudno oczekiwać konkretniejszych sygnałów ze strony banku centralnego zanim Rada zapozna się z marcową projekcją NBP. Biorąc pod uwagę nasz bazowy scenariusz makroekonomiczny i dotychczasową retorykę RPP nie mamy przesłanek do korekty scenariusza stabilnych stóp NBP przez cały 2023 rok.
- Bieżący tydzień przyniesie nieco więcej publikacji danych nt. globalnej gospodarki. Z USA przede wszystkim oczekiwane będą wyniki styczniowej inflacji, w szczególności inflacji bazowej, a także publikacje produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej za styczeń. W strefie euro zaplanowana jest publikacja drugiego szacunku PKB za IV kw. ub.r. oraz grudniowa produkcja przemysłowa. Ponadto oczekiwany jest szereg wystąpień członków FOMC, jak i członków Rady Prezesów EBC.
- Wydaje się jednak, że tylko wyraźna niespodzianka w publikacji inflacji z USA w postaci wyraźnie niższej inflacji bazowej mogłaby przynieść powrót optymizmu na rynki, co trudno nam wpisać w scenariusz bazowy.
- W kraju najbardziej oczekiwaną informacją będzie środowa publikacja wstępnego szacunku inflacji za styczeń. Choć, jak co roku, GUS poda jedynie oszacowanie inflacji w oparciu o koszyk inflacyjny obowiązujący w 2022 r. i szcztkowe dane nt. wybranych kategorii inflacyjnych, niemniej szacunek ten da wstępny ogląd jak silny był wzrost inflacji z początkiem tego roku. Nasza prognoza wskazuje na wzrost wskaźnika CPI do 18%, tj. powyżej mediany oczekiwań rynkowych. Mniejsze znaczenie będzie miała wtorkowa publikacja PKB za IV kw. (oczekujemy +2,0% r/r), gdyż wcześniejsza publikacja PKB za cały 2022 r. pozwoliła na wstępne oszacowanie skali obniżenia dynamiki PKB pod koniec ub.r. Ponadto na początku przyszłego tygodnia rozpocznie się comiesięczna seria publikacji danych z gospodarki polskiej (za styczeń).

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Dynamika PKB w IV kw. 2022 r. – szacunek flash (14 lutego)**

Prognozujemy, że w IV kw. 2021 r. dynamika wzrostu PKB wyniosła 2,0% r/r, obniżając się z 3,6% r/r w III kw. **Szacunek wzrostu PKB w całym 2022 r. (opublikowany przed dwoma tygodniami) wskazuje, że w samym IV kw. (zakładając standardowo brak korekt za okres I – III kw.) dynamika mogła ukształtować się w przedziale (2,0%) – 2,3%) r/r.** Biorąc pod uwagę, że szacunek roczny pozwolił na przybliżony szacunek wyników w IV kw., w tym także składowych PKB, sam szacunek flash (który nie zawiera żadnych informacji nt. struktury wzrostu PKB) nie dostarczy już istotnych nowych informacji, poza właśnie doprecyzowaniem jak silna była skala osłabienia wzrostu w ostatnich miesiącach 2022 r. oraz szacunku wzrostu w ujęciu zmian kwartalnych oczyszczonych z sezonowości. Szacujemy, że w IV kw. PKB obniżył się o ok. 1,0% kw/kw.

- **Wskaźnik inflacji CPI w styczniu (15 lutego)**

Prognozujemy, że w styczniu inflacja wzrosła do 18,0% r/r wobec 16,6% r/r. Według naszych szacunków przyczyną skokowego wzrostu wskaźnika inflacji w styczniu były: – przywrócenie od stycznia podstawowych stawek VAT (23%) na energię elektryczną, gaz oraz ciepło systemowe; – sezonowy wzrost cen dóbr i usług rynkowych w wyniku corocznej korekty cenników, istotnie wzmocnionych dotychczasowym wzrostem kosztów produkcji (m.in. wzrostu cen energii elektrycznej i gazu dla przedsiębiorstw), szacujemy, że inflacja bazowa wzrosła w styczniu do ok. 11,9% r/r wobec 11,5% w grudniu; – lekki miesięczny wzrost cen paliw wobec niskiej bazy odniesienia sprzed roku; – wzrost cen administrowanych (m.in. skokowy wzrost czynszów komunalnych). Skalę wzrostu styczniowej inflacji ograniczył naszym zdaniem nieco niższy niż przed rokiem miesięczny wzrost cen żywności (1,8% m/m vs. 2,5% w styczniu 2022 r.).

Jednocześnie należy pamiętać, że jak co roku, podana przez GUS styczniowa wartość wskaźnika CPI będzie szacunkiem wstępnym – GUS opublikuje go w oparciu o obowiązujący w 2022 r. system wag, z szacunkowymi oszacowaniami składowych inflacji. Dopiero w połowie marca, przy okazji publikacji lutowego wskaźnika CPI, zostanie opublikowany ostateczny wynik CPI za styczeń (w oparciu o nowy system wag obowiązujący w 2023 r.), wraz z pełną strukturą zmian cen w poszczególnych kategoriach dóbr i usług.

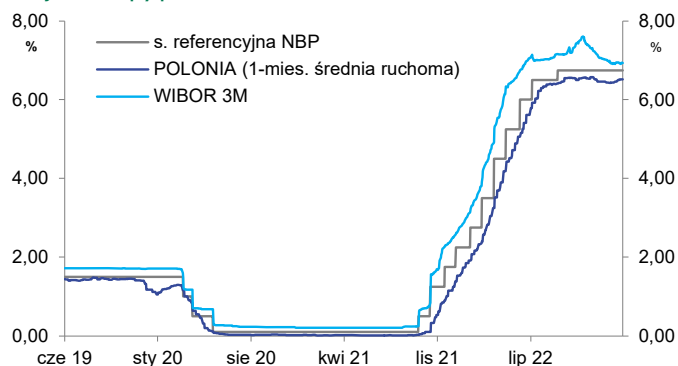
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 14 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Dynamika PKB	IV kw.	3,6% r/r	2,2% r/r	2,0% r/r
11:00	EMU	Dynamika PKB (II szac.)	IV kw.	0,1% m/m	0,1% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji CPI	sty	6,4% r/r	6,2% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej CPI	sty	5,7% r/r	5,4% r/r	-
środa 15 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	sty	16,6%	17,6%	18,0%
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	gru	1,9% m/m	-0,7% m/m	-
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	sty	-1,1% m/m	1,7% m/m	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa	sty	-0,8% m/m	0,5% m/m	-
poniedziałek 20 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	sty	2,2% r/r	1,8% r/r	1,4% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	sty	10,3% r/r	12,7% r/r	13,1% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	sty	1,0% r/r	4,0% r/r	4,8% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	sty	20,4% r/r	18,5% r/r	18,5% r/r

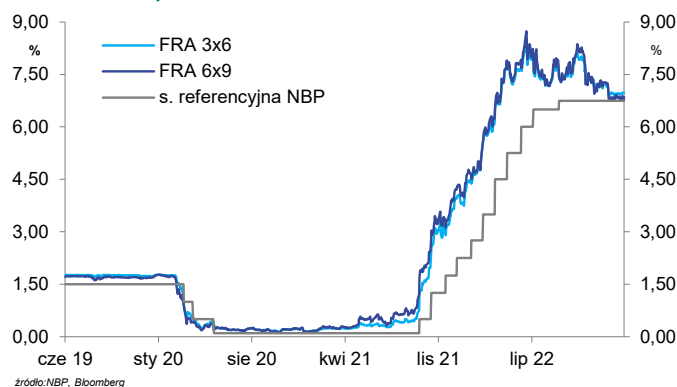
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki - mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

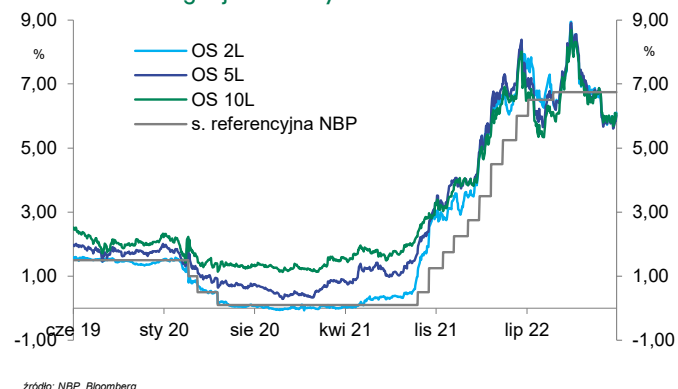
Krajowe stopy procentowe



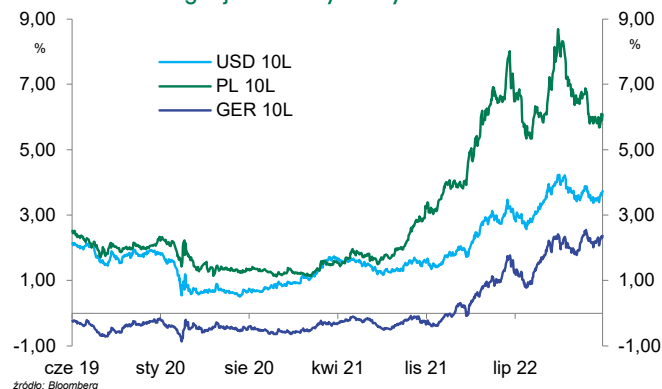
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



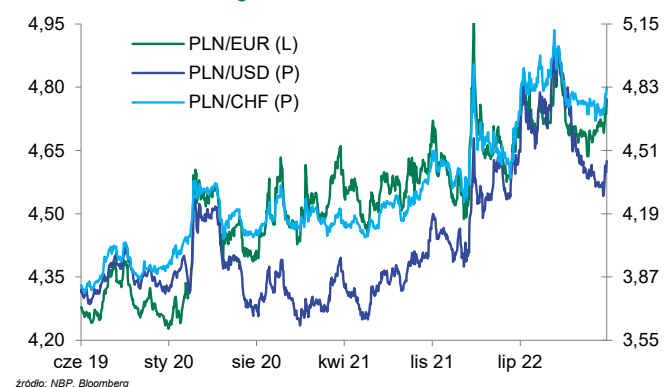
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



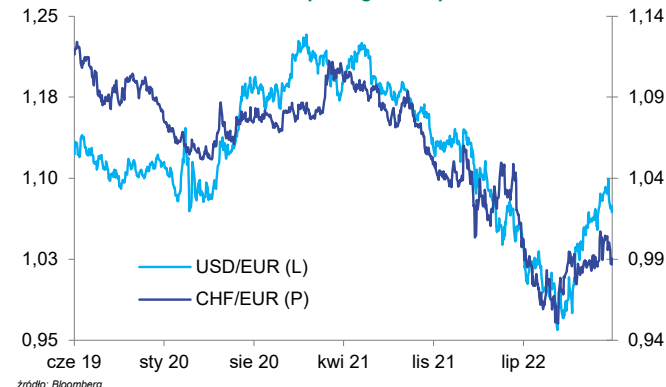
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



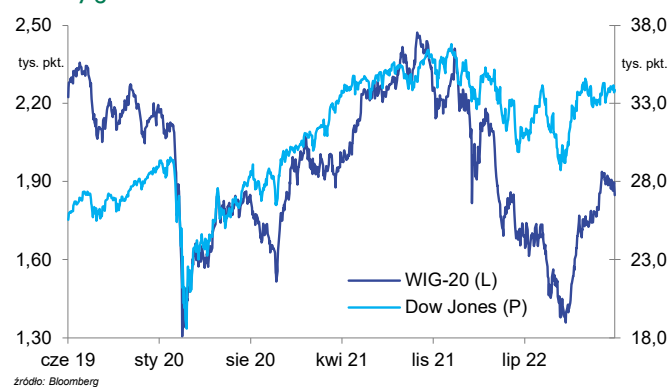
Notowania kursu złotego



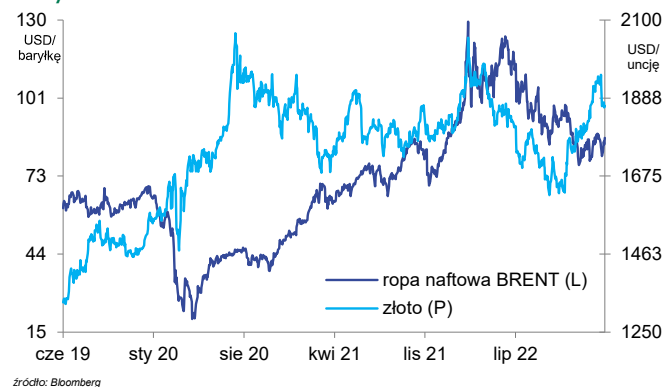
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

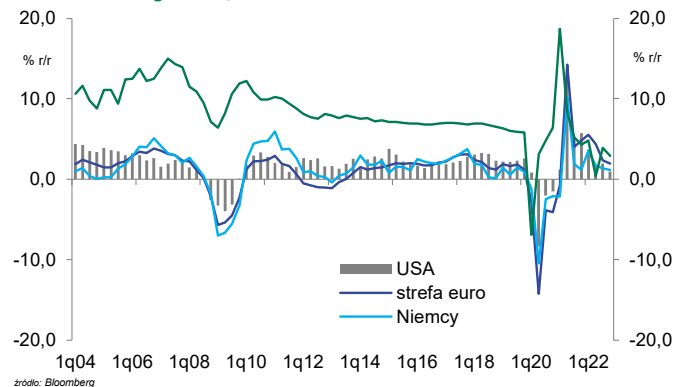


Ceny surowców

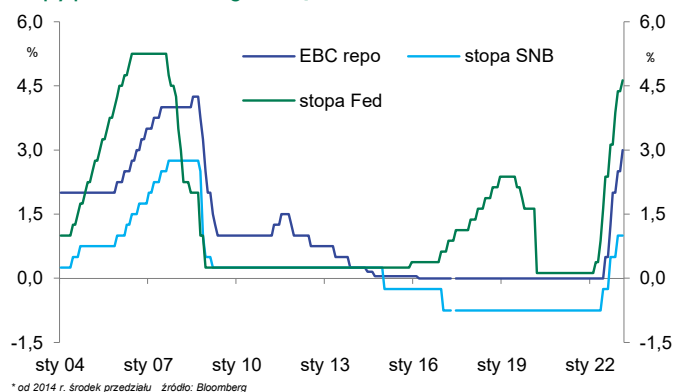


Sfera realna

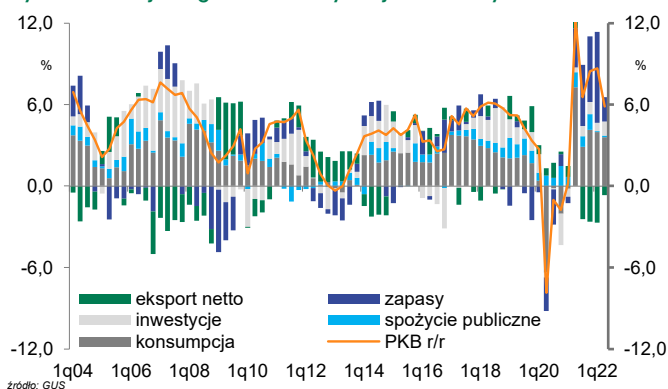
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



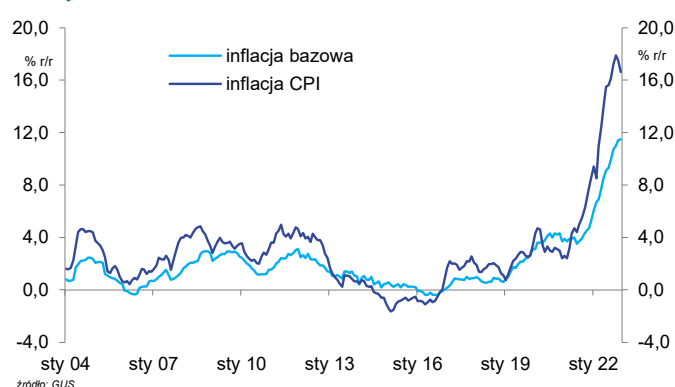
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



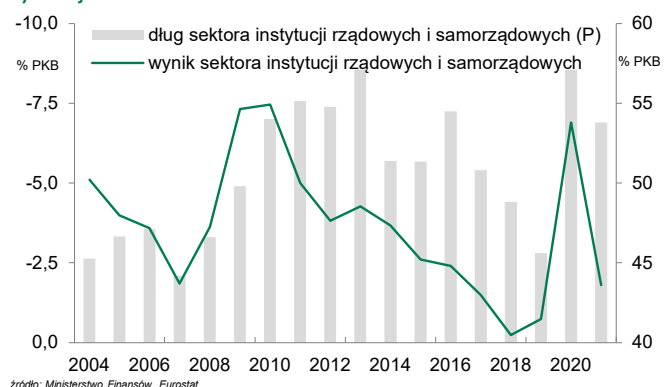
Rynek pracy



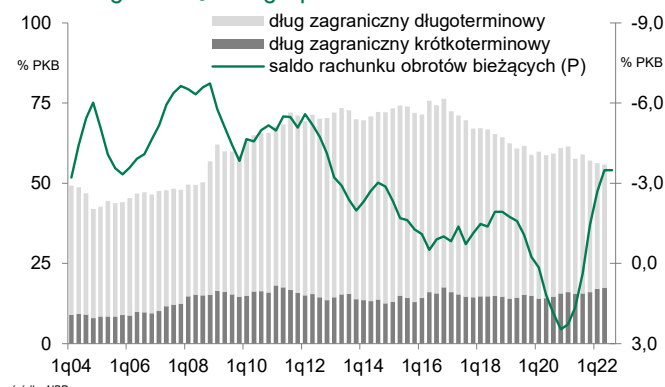
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.01.2023	03.02.2023	10.02.2023	28.02.2023	31.03.2023	30.06.2023
Stopa lombardowa NBP	%	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25
Stopa referencyjna NBP	%	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Stopa depozytowa NBP	%	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
WIBOR 3M	%	6,95	6,92	6,93	6,95	6,95	6,95
Obligacje skarbowe 2L	%	6,00	5,76	6,10	6,15	6,15	6,10
Obligacje skarbowe 5L	%	5,95	5,62	6,01	6,10	6,10	6,00
Obligacje skarbowe 10L	%	6,00	5,94	6,08	6,10	6,10	6,00
PLN/EUR	PLN	4,71	4,69	4,77	4,70	4,70	4,69
PLN/USD	PLN	4,35	4,29	4,46	4,39	4,41	4,42
PLN/CHF	PLN	4,69	4,70	4,83	4,75	4,75	4,75
USD/EUR	USD	1,09	1,08	1,07	1,07	1,07	1,06
Stopa Fed	%	4,50	4,75	4,75	4,75	5,00	5,25
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	4,85	5,10	5,25
Stopa repo EBC	%	2,50	3,00	3,00	3,00	3,50	3,50
EURIBOR 3M	%	-	-	-	2,80	3,25	3,25
SARON	%	-	-	-	1,00	1,25	1,25
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3,51	3,53	3,73	3,60	3,55	3,40
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,28	2,19	2,36	2,35	2,30	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 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: 000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.