

KOMENTARZ TYGODNIOWY

5 lutego 2024

RPP zapewne nie zmieni ani stóp, ani retoryki.

- Miniony tydzień przyniósł powrót trendów rynkowych z końca ubiegłego roku – optymizmu zarówno co do spadku inflacji i łagodzenia polityki pieniężnej, jak również tendencji w sferze realnej, w szczególności w USA.
- [Decyzja FOMC](#) o utrzymaniu stóp procentowych bez zmian oraz przekaz prezesa Powell podczas konferencji prasowej i podczas weekendowego wywiadu były raczej zbieżne z oczekiwaniami. Prezes Fed powiedział, że z decyzjami dot. redukcji stóp komitet wstrzymuje się aż będzie miał więcej pewności co do utrzymania w średnim okresie trendu spadkowego inflacji, jednocześnie wskazał na niskie prawdopodobieństwo redukcji stóp w marcu.
- Pomimo iż zostały skorygowane oczekiwania rynkowe na marcową obniżkę stóp, nie zmieniły się oczekiwania dot. agresywnej skali obniżek stóp w trakcie roku, co nasiliło spadek rentowności obligacji skarbowych, w szczególności na dłuższym końcu krzywej. Być może poza wątkiem polityki pieniężnej spadki rentowności wspierane były też przez informacje o słabszej sytuacji niektórych regionalnych banków w USA, choć biorąc pod uwagę generalny optymizm rynkowy, te informacje raczej nie miały dużego znaczenia.
- Choć tuż po posiedzeniu rady EBC reakcja rynkowa była raczej stonowana, to dopiero kolejne relatywnie „łagodne” (choć też nie zapowiadające szybkich obniżek stóp) wypowiedzi członków rady EBC w bieżącym tygodniu pomogły – obok nastrojów na rynku amerykańskim – obniżyć rentowności obligacji także na rynku europejskim. Bez istotnego wpływu na sytuację pozostała natomiast publikacja wstępnego odczytu inflacji HICP w strefie euro za styczeń, która ukształtowała się na poziomie minimalnie wyższym od oczekiwań, obniżając się do 3,3% r/r dla wskaźnika bazowego.
- Sytuacja na rynku globalnym wspierała także spadek rentowności na rynku krajowym. Choć opublikowane wstępne dane dot. [dynamiki PKB w 2023 r.](#) implikujące bardzo słaby wynik aktywności w samym IV kw., teoretycznie wspierają oczekiwania na szybsze obniżki stóp w kraju, to w naszej ocenie nie miały one większego wpływu na ceny krajowych aktywów.
- Trend spadkowy rentowności obligacji przerwała dopiero piątkowa publikacja bardzo mocnych danych z amerykańskiego rynku pracy. W styczniu w USA przybyło 353 tys. nowych miejsc pracy wobec prognoz rynkowych 185 tys. Dodatkowo po korekcie, dane za grudzień także przekroczyły poziom 300 tys., podwyższając także uśrednione wyniki 3- i 6-miesięczne. Wbrew oczekiwaniom lekkiego wzrostu, stopa bezrobocia w styczniu utrzymała się na grudniowym poziomie 3,7%. Co więcej, w styczniu dość wyraźnie wzrosła dynamika wynagrodzeń godzinowych do 4,5% r/r z 4,1% r/r, choć akurat ten wskaźnik mogło zaburzać wyraźne ograniczenie długości tygodnia pracy (i zmiana struktury płac w poszczególnych sektorach), najprawdopodobniej pod wpływem zmiennych warunków atmosferycznych. Te wątpliwości rozwieje dopiero publikacja wskaźnika płac Atlanta Fed w tym tygodniu. Dane piątkowe wpisały

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

się także we wcześniejszą publikację nieoczekiwanego wzrostu w grudniu liczby nieobsadzonych etatów.

- Poza danymi z rynku pracy, w minionym tygodniu na lepszym od oczekiwań poziomie ukształtowały się także dane dot. indeksu ISM w przemyśle USA (49,1 pkt.), które wraz z generalnie stabilnymi odczytami indeksów PMI w Chinach oraz wcześniej publikowanymi danymi ze strefy euro potwierdzają stabilną sytuację globalnego sektora przemysłowego z początkiem br.
- Wzrost rentowności pod koniec tygodnia (piątkowe wzrosty o ponad 10 pkt. baz.) ograniczyły jedynie skalę ich spadku w całym tygodniu. W USA rentowności papierów 10-letnich obniżyły się o 12 pkt., a rentowności niemieckich papierów o 6 pkt. baz. Rentowności krajowych papierów obniżyły się o 15 pkt. baz. na dłuższym końcu krzywej dochodowości oraz o 4 pkt. baz. w przypadku rentowności 2-latek. W podobnej skali obniżyły się także stawki IRS.
- Choć w ostatnich tygodniach ograniczenie oczekiwań na obniżki stóp osłabiło aktywa o wyższym profilu ryzyka, publikacja danych z amerykańskiego rynku pracy nie zatrzymała wzrostów na amerykańskiej giełdzie. Poza utrzymującym się trendem wzrostowym spółek technologicznych ten efekt wspierały także wcześniejsze wypowiedzi J. Powella, wskazujące na asymetryczne podejście FOMC do danych ze sfery realnej. Jak powiedział prezes Fed, lepsze dane ze sfery realnej nie muszą być przeszkodą dla obniżek stóp, słabsze wyniki gospodarcze, będą natomiast te obniżki przyspieszać. Choć oczywiście tak dobre dane z rynku pracy będą miały wpływ na ocenę perspektyw inflacji, a na pewno wpłyną na ocenę bilansu ryzyka potencjalnego błędu w polityce pieniężnej (ryzyko zbyt szybkich vs zbyt późnych obniżek), to dla kolejnych decyzji FOMC ważniejsze będą zapewne dane inflacyjne.
- W efekcie w minionym tygodniu ceny akcji wzrosły w USA wg indeksu MSCI o 1,4%, podbijając indeks globalny do 1,1% pomimo relatywnie słabych wyników dla strefy euro (-0,1%) oraz rynków wschodzących (+0,2%). Lekkie osłabienie euro oraz wzmocnienie kursu dolara (w relacji do koszyka walut) obniżyło kurs euro wobec dolara nieznacznie poniżej 1,08 USD/EUR.
- Choć w minionym tygodniu utrzymywał się raczej odpływ kapitału z rynków wschodzących, to silnie zyskała krajowa giełda (wzrost o ponad 5%) po wcześniejszych większych spadkach, towarzyszyło temu umocnienie złotego, który w relacji do koszyka walut zyskał 0,9% i obniżył się poniżej 4,35 PLN/EUR.
- Nie sądzimy, aby zaplanowane na bieżący tydzień posiedzenie RPP miało silniejszy wpływ na krajowy rynek finansowy, przy niskim prawdopodobieństwie zmiany stóp procentowych, a także retoryki dot. perspektyw polityki pieniężnej przed publikacją marcowej projekcji NBP.
- Także na rynku globalnym, po intensywnych dwóch tygodniach, w tym tygodniu będzie już mniej niewiele publikacji istotnych danych. Najważniejsze to styczniowy wskaźnik wynagrodzeń wg Atlanta Fed (brak konkretnej daty publikacji, zwyczajowo nie później niż drugi piątek miesiąca) oraz grudniowe dane z niemieckiego przemysłu. Z kolei na publikację styczniowego wskaźnika inflacji w USA rynek będzie trzeba poczekać do kolejnego tygodnia.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (6-7 lutego)**

Przewidujemy, że Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie 5,75%. W świetle dotychczasowych wypowiedzi prezesa NBP oraz ostatnich w większości konserwatywnych wypowiedzi członków Rady oceniamy, że prawdopodobieństwo obniżki stóp NBP na lutowym posiedzeniu jest bardzo niskie. Rada w komunikacie zapewne podtrzyma opinię, że utrzymanie stóp bez zmian uzasadnione jest niepewnością co do kształtu przyszłej polityki fiskalnej i regulacyjnej oraz jej wpływu na inflację. Trudno także oczekiwać istotnych nowych informacji nt. perspektyw polityki monetarnej podczas zaplanowanej na środę konferencji prasowej prezesa NBP, zapewne prezes NBP podtrzyma ocenę, że RPP działa w trybie *wati-and-see* i wskaże na potrzebę zapoznania się z marcową projekcją makroekonomiczną NBP.

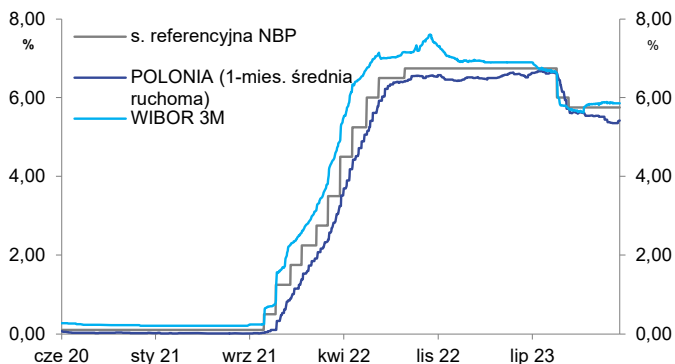
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 5 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	sty	50,6 pkt.	52,0	-
wtorek 6 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	gru	0,3% m/m	-0,2% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	gru	-0,3% m/m	-1,0% m/m	-
środa 7 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	gru	-0,7% m/m	-0,2% m/m	-
-	PL	Decyzja RPP dot. stóp procentowych NBP	lut	5,75%	5,75%	5,75%
czwartek 8 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
3:30	CHN	Inflacja CPI	sty	-0,3% r/r	-0,6% r/r	-
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	lut	-	-	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

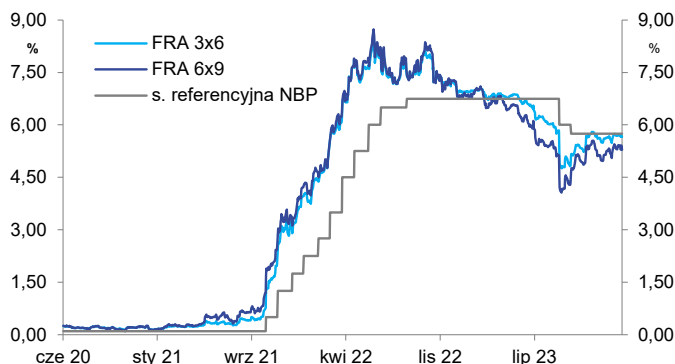
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



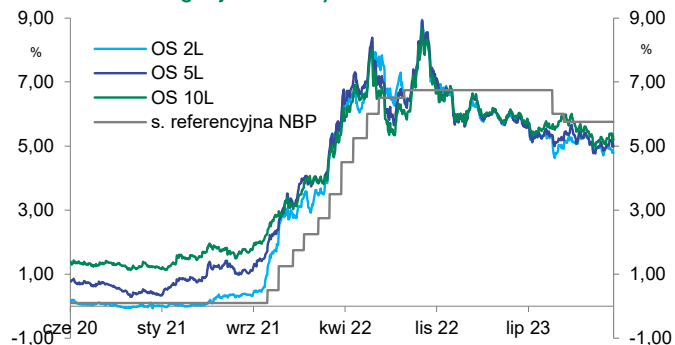
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



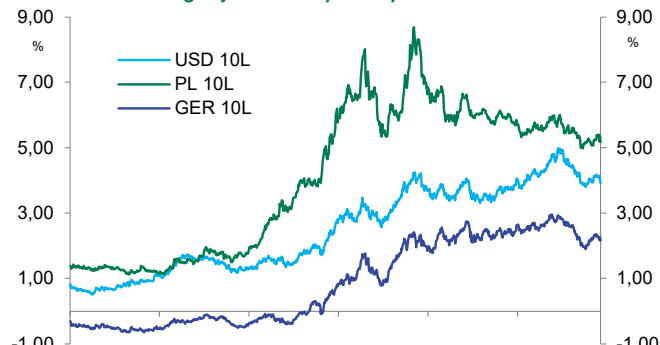
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



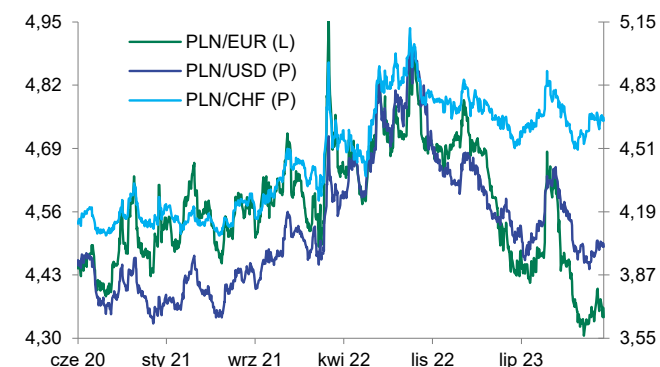
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



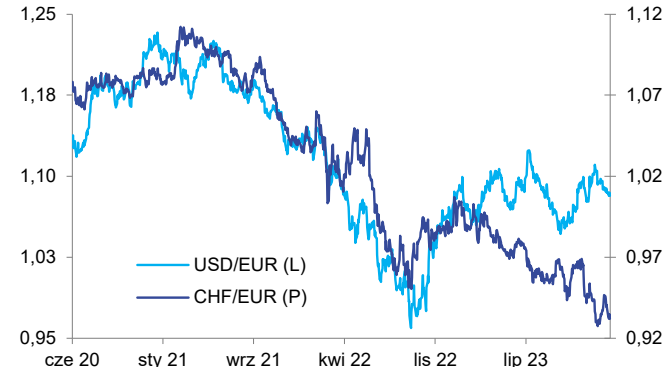
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



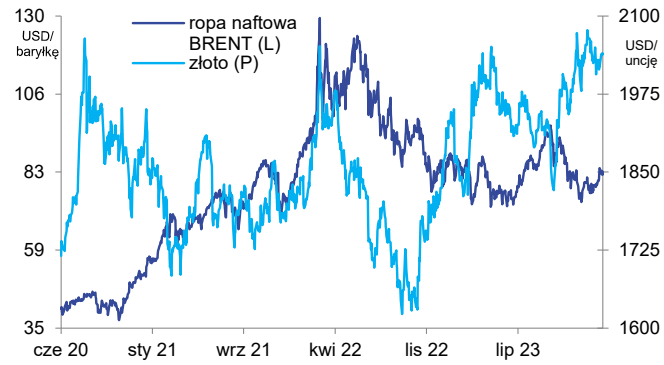
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

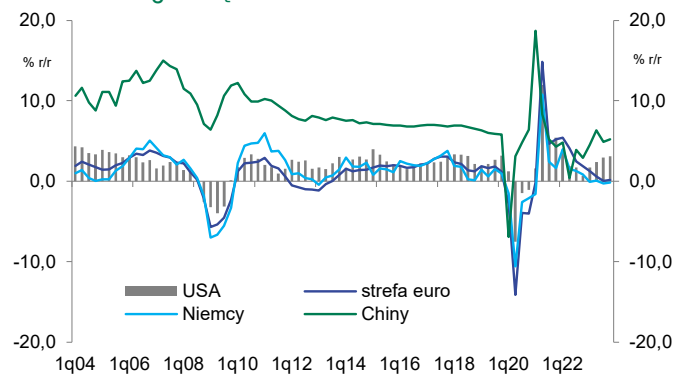
Ceny surowców



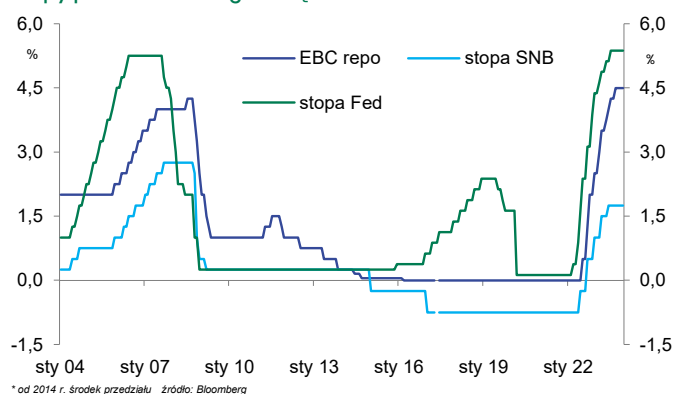
źródło: Bloomberg

Sfera realna

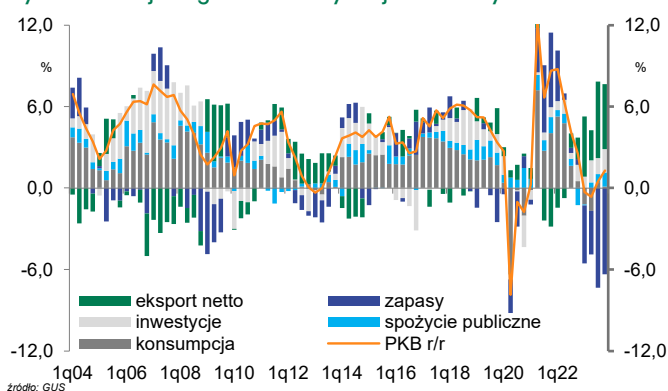
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



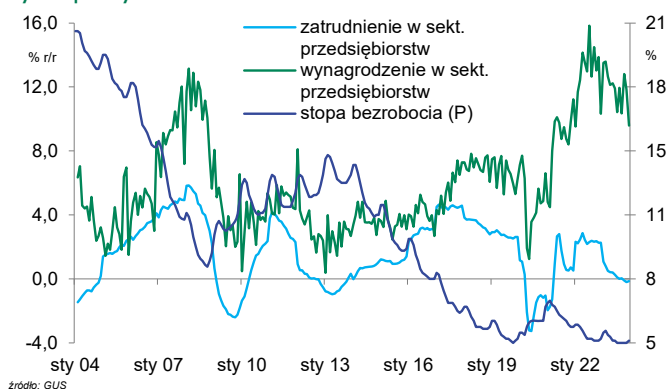
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



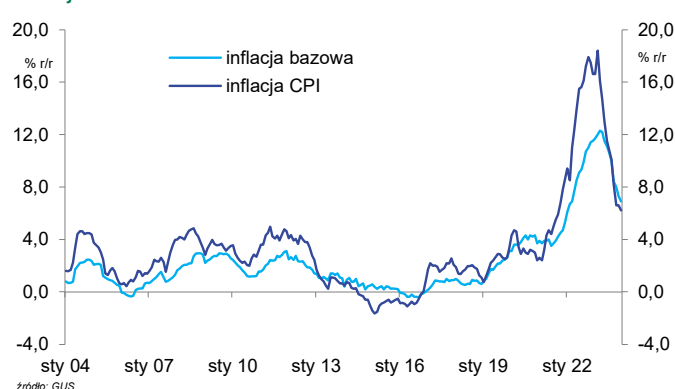
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



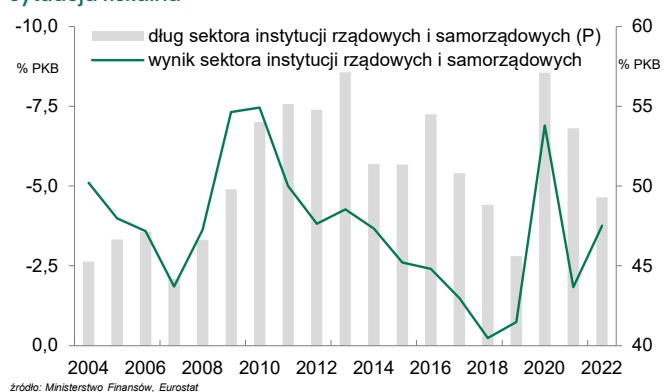
Rynek pracy



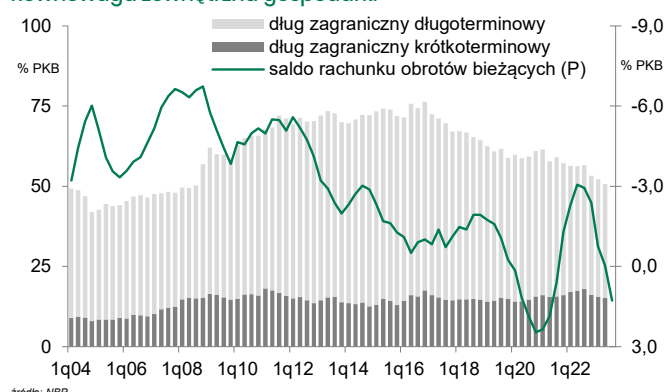
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.01.2024	26.01.2024	02.02.2024	29.02.2024	31.03.2024	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	5,85	5,85	5,80	5,75
FRA 3x6	%	5,65	5,72	5,70	-	-	-
FRA 6x9	%	5,29	5,42	5,38	-	-	-
FRA 9x12	%	4,93	5,05	5,02	-	-	-
IRS 2L	%	5,10	5,17	5,15	-	-	-
IRS 5L	%	4,56	4,71	4,60	-	-	-
IRS 10L	%	4,66	4,84	4,67	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,79	4,91	4,87	4,90	4,90	4,90
Obligacje skarbowe 5L	%	4,98	5,19	5,06	5,10	5,10	5,10
Obligacje skarbowe 10L	%	5,18	5,39	5,23	5,20	5,20	5,10
PLN/EUR	PLN	4,34	4,38	4,32	4,36	4,37	4,42
PLN/USD	PLN	4,01	4,04	3,96	4,04	4,05	4,09
PLN/CHF	PLN	4,65	4,67	4,63	4,66	4,67	4,71
USD/EUR	USD	1,08	1,09	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	4,14	4,02	4,00	3,95	3,80
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,16	2,30	2,24	2,15	2,10	2,05

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: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.