

KOMENTARZ TYGODNIOWY

20 stycznia 2025

Mniej „jastrzębia” inflacja w USA. RPP nie łagodzi przekazu.

- Na rynku globalnym miniony tydzień przyniósł poprawę nastrojów i pierwszy od kilku tygodni spadek rentowności obligacji skarbowych. Najistotniejszym czynnikiem wspierającym te tendencje była publikacja grudniowego wskaźnika inflacji CPI w USA, przede wszystkim niższy od oczekiwań wskaźnik inflacji bazowej. Wyraźnie niższa dynamika wzrostu w porównaniu do wcześniejszych pięciu miesięcy (w ujęciu zmian miesięcznych oczyszczonych z sezonowości) wzmocniła nadzieję na powrót trendu dezinflacji.
- W efekcie rentowności amerykańskich obligacji obniżyły się w minionym tygodniu o 13 pkt. baz. w przypadku papierów 10-letnich. Czynnikiem hamującym silniejsze spadki jest wciąż podwyższony poziom inflacji, w szczególności cen usług, jak również wciąż wyższe tempo wzrostu inflacji (w ujęciu zmian miesięcznych) w porównaniu do danych z II kw. Jednocześnie to dopiero dane styczniowe i skala tzw. rocznych podwyżek cen będzie bardziej wiarygodną miarą trendu dezinflacji w USA.
- Rentowności papierów niemieckich spadły o 6 pkt. baz., głównie jako efekt sytuacji na rynku amerykańskim. Tym tendencjom mogła natomiast pomóc publikacja PKB w Niemczech w 2024 r. (-0,2%), implikująca spadek PKB w samym IV kw. ub.r. Tym samym w przypadku obu banków centralnych lekko wzrosły oczekiwania dot. skali luzowania polityki pieniężnej w br., choć w przypadku USA w dalszym ciągu jako bardzo niskie rynek ocenia prawdopodobieństwo redukcji stóp w marcu, a całoroczna skala oczekiwanych obniżek wynosi obecnie ledwie 37 pkt. baz.
- Spadkom rentowności obligacji skarbowych towarzyszyły solidne wzrosty cen akcji. Globalny indeks MSCI zyskał w minionym tygodniu 2,6%, w tym indeks w USA wzrósł o 2,5% a w strefie euro o 3,1%. Nieco słabiej zyskiwały rynki wschodzące, których syntetyczny indeks wzrósł o 1,1%. Poza generalnie pozytywnym odbiorem niższej inflacji w USA wspierającej oczekiwania dezinflacji i luźniejszej polityki pieniężnej, nastroje rynkowe mogły wspierać też publikacje lepszych danych ze sfery realnej gospodarek USA i Chin.
- Choć sprzedaż detaliczna w grudniu w USA wzrosła nieco słabiej od oczekiwań, to wskaźnik wykluczający najbardziej zmienne kategorie wzrósł solidnie wspierając prognozę silnej konsumpcji prywatnej pod koniec roku. W grudniu solidnie *in plus* zaskoczyły dane dot. produkcji przemysłowej.
- Nastroje rynkowe mogły także wspierać informacje dot. rozejmu pomiędzy Izraelem a Hamasem (którego pierwszy etap ostatecznie zaczął obowiązywać w niedzielę) ograniczającym – przynajmniej w krótkim okresie – ryzyko eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie.
- W Chinach w IV kw. PKB przyspieszył mocniej od oczekiwań do 5,4% r/r, w szczególności przy solidnym wzroście eksportu oraz inwestycji infrastrukturalnych, stabilnych wynikach sprzedaży detalicznej. optymizm

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

dot. perspektyw gospodarki chińskiej hamuje natomiast niepewność, na ile lepsze dane są efektem stabilizowania się sytuacji i pozytywnego wpływu dotychczasowego luzowania polityki gospodarczej, a na ile (solidny eksport) okresowego wzmożonego popytu zagranicznego wynikającego z obaw przed bardziej restrykcyjną polityką handlową Donalda Trumpa.

- Ostateczna publikacja grudniowego wskaźnika CPI w Polsce wskazała nawet na nieco niższy wskaźnik względem szacunku *flash* (4,7% r/r vs 4,8%). W kierunku niższej inflacji oddziaływał słabszy wzrost cen żywności (gł. owoce, warzywa i mięso) oraz inflacji bazowej (która wspierana obniżkami opłat za żłobki i silnymi spadkami cen towarów obniżyła się do 4,0% r/r).
- Grudniowa publikacja nie zmienia istotnie naszych prognoz średniookresowych, przy wyższych cenach surowców żywnościowych jak również powolnym procesie spadku dynamiki kosztów pracy oczekujemy bardzo stopniowego spadku indeksu w tych kategoriach. Jednocześnie czynniki regulacyjne (ceny nośników energii, akcyza na wyroby tytoniowe) poskutkują wzrostem inflacji powyżej 5,0% w I poł. roku, po czym zakładając dalszy wzrost cen nośników energii w IV kw. wyhamują tempo spadku indeksu CPI w II poł. roku.
- Ten scenariusz inflacji cały czas jest także przedstawiany przez RPP jako powód ograniczonej przestrzeni dla luzowania polityki pieniężnej. W minionym tygodniu RPP utrzymała niezmienną stopy procentowe, nieznacznie zmieniła zapisy komunikatu usuwając zapis o „relatywnie niskiej presji popytowej i kosztowej”. Najważniejszym wydarzeniem była jednak piątkowa konferencja prezesa NBP, podczas której Głapiński utrzymał „jastrzębi” przekaz wskazując na ryzyko wzrostu inflacji w 2025 r. z tytułu czynników regulacyjnych jako powód braku luzowania polityki pieniężnej. Podczas konferencji prezes powtórzył, że warunkiem rozpoczęcia dyskusji o obniżkach stóp jest stabilizacja bieżącej inflacji i perspektywa jej wyraźnego spadku w kolejnych kwartałach. W odpowiedzi na pytanie powiedział, że taka sytuacja może wystąpić w II poł. br.
- Wydaje się zatem, że obecnie retoryka RPP oraz wspiera naszą dotychczasową prognozę, że obniżki stóp mogą rozpocząć się w II poł. roku (nasza prognoza to lipiec) a ich skala będzie ograniczona (wg naszej prognozy 75 pkt. baz. w całym roku).
- Na bieżący tydzień zaplanowana jest seria publikacji danych z sfer realnej, które generalnie powinny być lepsze w porównaniu z listopadem, ze względu na bardziej sprzyjający układ kalendarzowy, nie wskażą natomiast raczej na istotne zmiany cykliczne pod koniec roku. Ważniejsze (także dla perspektyw krajowej gospodarki) będą zapewne styczniowe dane dot. indeksów koniunktury PMI w strefie euro.
- Wydaje się jednak, że ważniejsze dla rynków będą natomiast wystąpienia polityków i przedstawicieli banków centralnych na forum ekonomicznym w Davos. Podczas środowego wystąpienia prezesa EBC Ch. Lagarde może dać konkretniejsze wskazówki dot. decyzji EBC w tygodniu kolejnym (oczekujemy obniżki stóp o 25 pkt. baz.).
- Najbardziej wyczekiwany będzie zapewne wystąpienie Donalda Trumpa, który dziś oficjalnie obejmie urząd prezydenta USA, w tym pierwsze deklaracje / decyzje dot. polityki handlowej oraz gospodarczej.

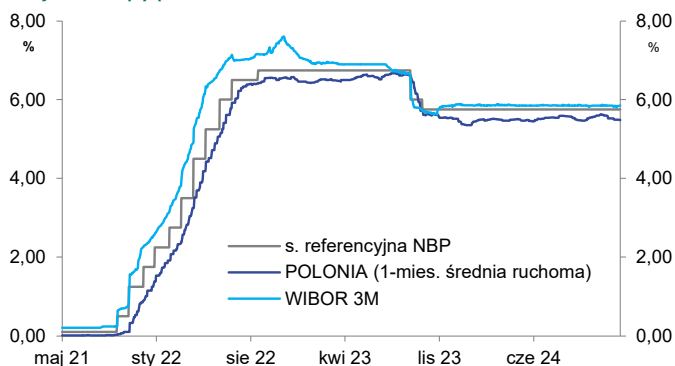
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 20 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Protokół z posiedzenia RPP	gru	-	-	-
18:00	US	Zaprzysiężenie prezydenta USA Donalda Trumpa	sty	-	-	-
środa 22 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	gru	-0,5% r/r	-0,5% r/r	-0,5% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	gru	10,5% r/r	11,0% r/r	11,4% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	gru	-1,5% r/r	1,2% r/r	1,6% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	gru	-3,7% r/r	-2,4% r/r	-2,8% r/r
16:15	EMU	Wystąpienie prez. EBC Christine Lagarde na Forum Ekonomicznym w Davos	sty	-	-	-
czwartek 23 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	gru	-9,3% r/r	-11,7% r/r	-12,1% r/r
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	gru	3,1% r/r	3,8% r/r	2,8% r/r
-	US	Wystąpienie prez. USA Donalda Trumpa na Forum Ekonomicznym w Davos	sty	-	-	-
piątek 24 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	sty	42,5 pkt.	43,0 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	sty	51,2 pkt.	51,0 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	sty	45,1 pkt.	45,5 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	sty	51,6 pkt.	51,5 pkt.	-
11:00	EMU	Wystąpienie prez. EBC Christine Lagarde na Forum Ekonomicznym w Davos	sty	-	-	-
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	gru	8,7% r/r	8,5% r/r	8,4% r/r
poniedziałek 27 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	sty	52,2 pkt.	-	-
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	sty	50,1 pkt.	-	-
03:30	CHN	Decyzja Banku Ludowego Chin dot. stopy procentowej MLF	sty	2,0%	2,0%	-
10:00	PL	Stopa bezrobocia	gru	5,0%	5,1%	5,1%
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo	sty	84,7 pkt.	-	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

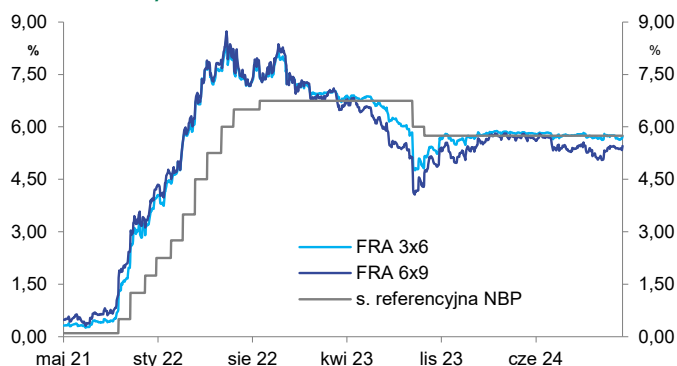
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



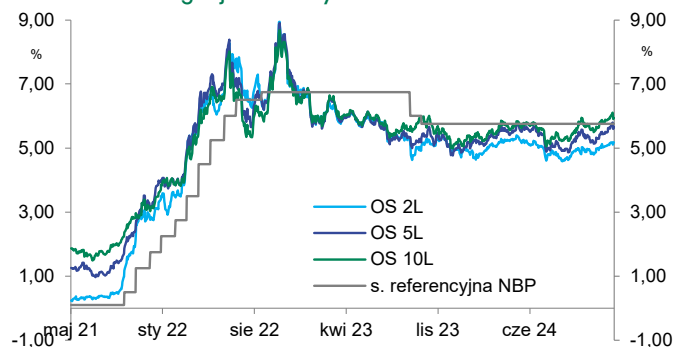
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



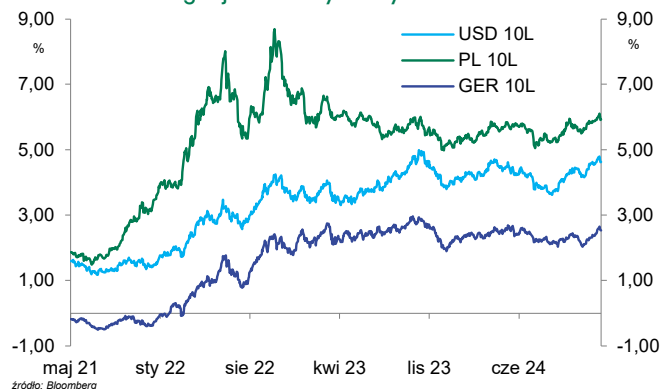
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



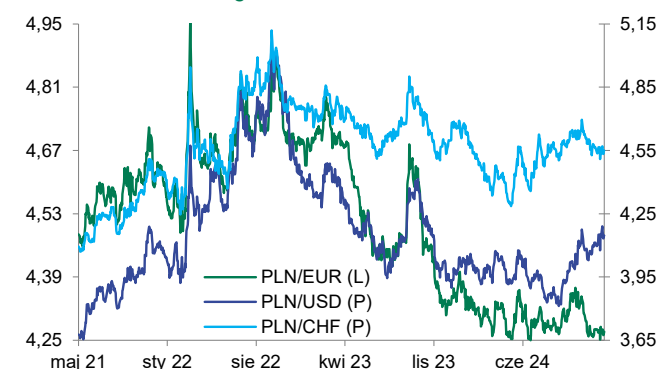
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



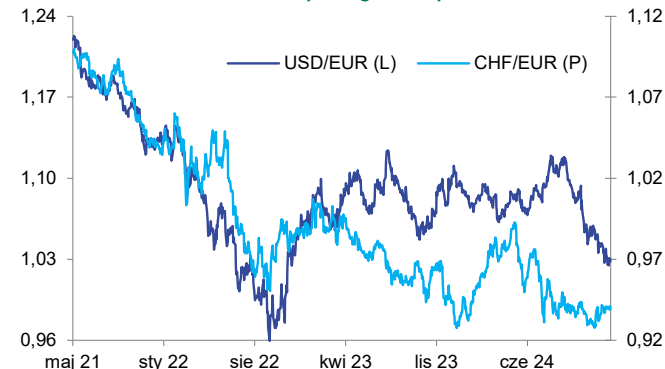
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



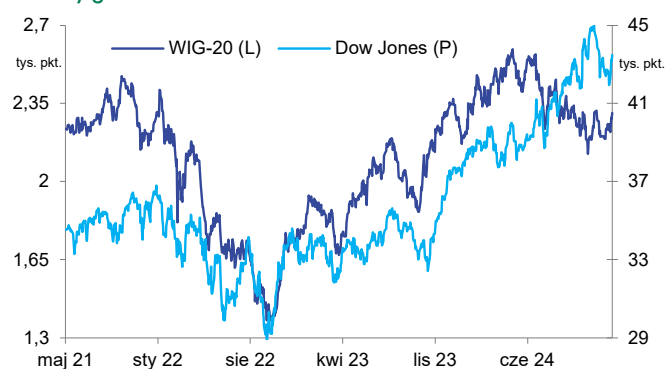
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



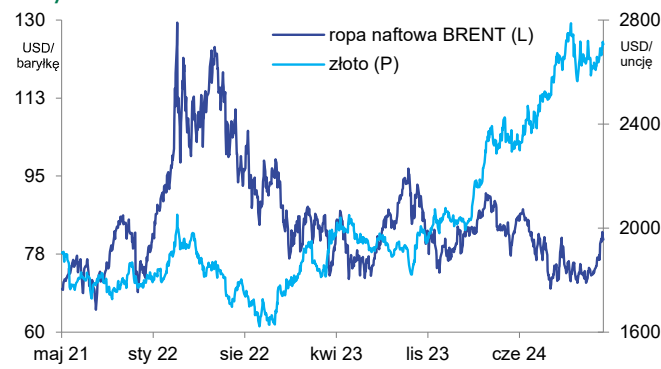
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



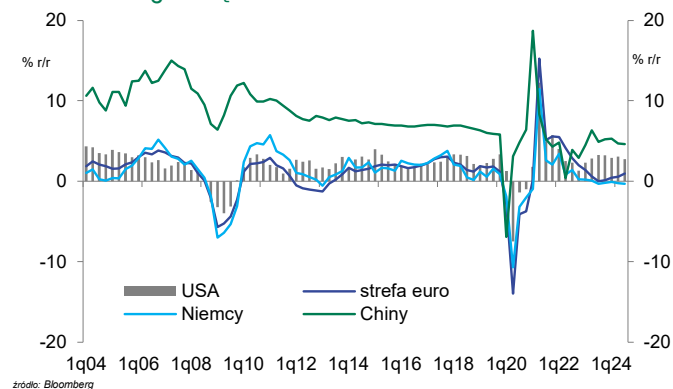
źródło: Bloomberg

2025-01-20

Klauzula poufności: BOŚ jawne

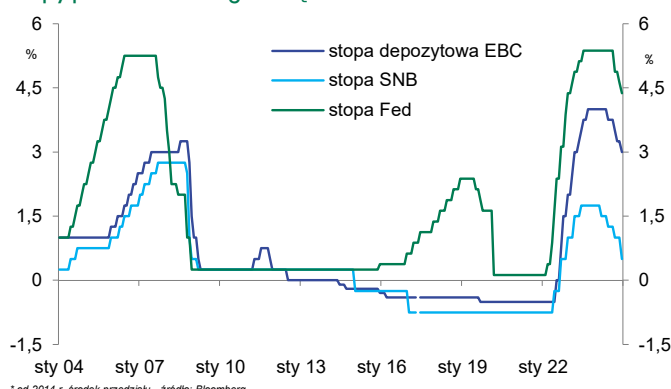
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



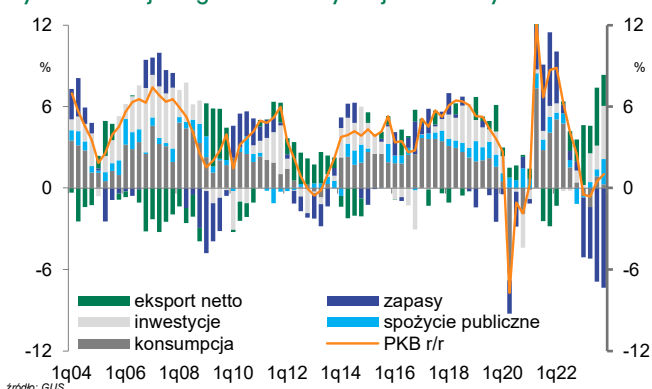
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



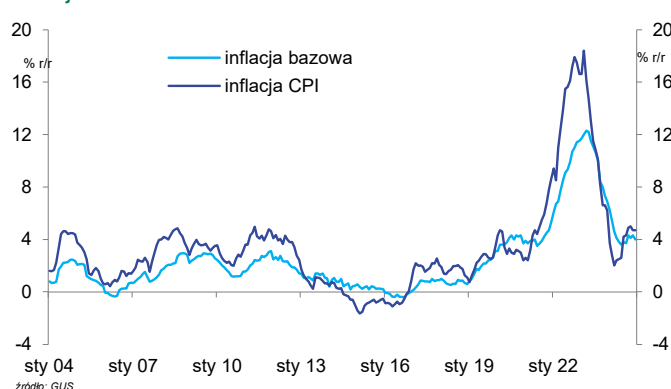
źródło: GUS

Rynek pracy



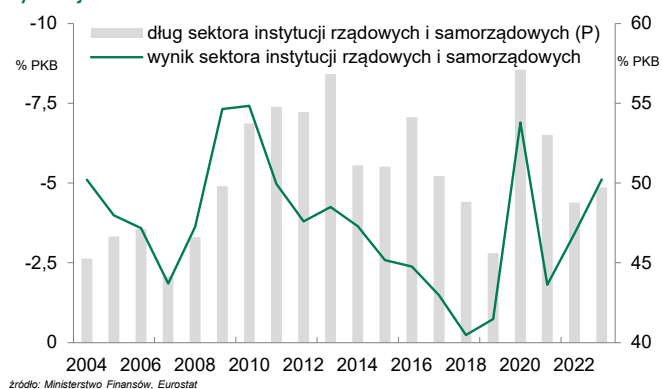
źródło: GUS

Inflacja



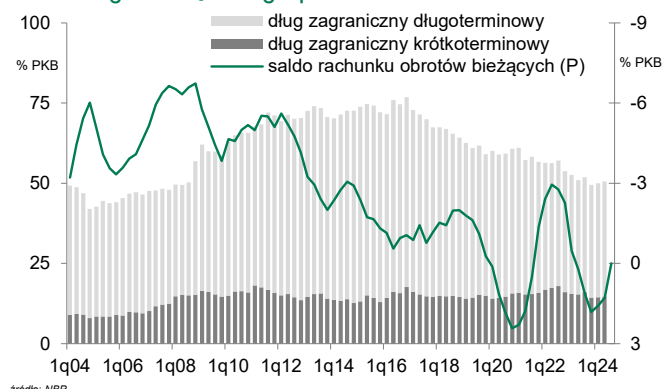
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.12.2024	10.01.2025	17.01.2025	28.02.2025	31.03.2025	30.06.2025
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	%	5,84	5,83	5,85	5,85	5,85	5,75
FRA 3x6	%	5,73	5,63	5,73	-	-	-
FRA 6x9	%	5,41	5,37	5,46	-	-	-
FRA 9x12	%	5,15	5,11	5,14	-	-	-
IRS 2L	%	5,26	5,26	5,27	-	-	-
IRS 5L	%	5,04	5,10	5,04	-	-	-
IRS 10L	%	5,20	5,29	5,23	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,08	5,17	5,18	5,00	4,95	4,80
Obligacje skarbowe 5L	%	5,48	5,70	5,66	5,00	4,95	4,80
Obligacje skarbowe 10L	%	5,87	6,01	5,93	5,75	5,65	5,35
PLN/EUR	PLN	4,27	4,27	4,27	4,30	4,30	4,34
PLN/USD	PLN	4,10	4,14	4,15	4,15	4,14	4,13
PLN/CHF	PLN	4,54	4,53	4,55	4,57	4,57	4,62
USD/EUR	USD	1,04	1,03	1,03	1,04	1,04	1,05
Stopa Fed	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00
Stopa depozytowa EBC	%	3,00	3,00	3,00	2,75	2,50	2,00
Stopa SNB	%	0,50	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,57	4,76	4,63	4,40	4,30	4,05
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,36	2,59	2,53	2,30	2,20	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.