

KOMENTARZ TYGODNIOWY

24 stycznia 2022

Na globalnym rynku wciąż dominują negatywne nastroje. Oczekiwane posiedzenie Fed. Prezes Glapiński zaskoczył „jastrzębim” komentarzem.

- Miniony tydzień przyniósł dalsze pogorszenie globalnych nastrojów i pogłębienie spadku cen aktywów o wyższym profilu ryzyka. Choć kalendarz publikacji danych nie był w minionym tygodniu obfity, to publikacje potwierdziły wolniejsze tempo wzrostu aktywności gospodarczej (tygodniowe dane z amerykańskiego rynku pracy, regionalne wskaźniki koniunktury w USA).
- Wydaje się jednak, że ważniejsze od bieżących danych realnych były kumulujące się obawy dot. wysokiej inflacji, przekładające się na słabsze prognozy gospodarcze w średnim horyzoncie. Te obawy cały czas rosną w warunkach utrzymywania ultra-restrykcyjnej polityki epidemicznej w Chinach, co łącznie z nadchodzącym okresem świątecznym w Chinach (nowy rok księżycowy) oraz ograniczeniami przed Igrzyskami Olimpijskimi w Chinach wpływa na wzrost obaw dot. drożności globalnych łańcuchów dostaw oraz problemów po stronie podaży. Te obawy wspierał także dalszy wzrost cen ropy naftowej do 88 USD/baryłkę ropy Brent. W minionym tygodniu obniżyły się natomiast ceny gazu na europejskim rynku.
- Tym samym potwierdzają się obawy, że kolejna fala pandemii (spowodowana Omikronem) w większym stopniu wpłynie ograniczająco na podaż (i tym samym ryzyka inflacyjne) niż na popyt. W USA i Europie utrzymują się bardzo wysokie poziomy zachorowań, niemniej nie spowodowały one wprowadzenia znaczących obostrzeń administracyjnych. W Wielkiej Brytanii, gdzie w Europie najwcześniej pojawiła się fala zakażeń Omikronem, liczba nowych przypadków zaczęła się już obniżać, a brytyjski rząd ogłosił plan zniesienia dotychczasowych restrykcji epidemicznych.
- W tych warunkach globalny indeks akcji obniżył się o 4,5%, przy spadku w USA aż o 5,8% (gdzie korekty oczekiwań dot. wzrostu gospodarczego oraz zacieśnienia polityki pieniężnej są największe) i dużo mniejszym spadku w Europie oraz na rynkach wschodzących (MSCI EMU -1,5%, MSCI EM -1,0%).
- Oczekiwania na zaostrzenie polityki pieniężnej podwyższyły jeszcze rentowności obligacji skarbowych w USA na krótkim końcu krzywej, z kolei w warunkach rosnących ryzyk gospodarczych, wyhamował trend wzrostowy rentowności na dłuższym końcu, rentowności papierów w USA obniżyły się o 2 pkt. baz., a niemieckich o 3 pkt. baz. W warunkach wyższej niepewności oraz rosnących oczekiwań na zaostrzenie polityki pieniężnej Fed dolar wzmocnił się w minionym tygodniu o 0,1% i kurs wobec euro obniżył się do 1,135 USD/EUR.
- Przez większą część tygodnia krajowy rynek generalnie podążał za sytuacją na rynkach globalnych. Dynamiczny wzrost liczby zachorowań na COVID-19 w Polsce dodatkowo ciążył krajowej giełdzie i poprzez dalsze ograniczenie oczekiwań na zaostrzenie polityki pieniężnej wspierał spadek rentowności krajowych obligacji skarbowych. Tym tendencjom sprzyjały także raczej

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

„gołębie” wypowiedzi kolejnych kandydatów (rekomendowanych przez Sejm) na członków RPP.

- Pod koniec minionego tygodnia liczba nowych potwierdzonych przypadków COVID-19 wzrosła do nienotowanego dotychczas poziomu ponad 40 tys. Średnia tygodniowa wzrosła do blisko 32 tys. rosnąc o 120% w skali tygodnia. Nieznacznie zmieniła się liczba hospitalizacji, choć te dane zazwyczaj z opóźnieniem reagują na zmianę trendu danych dot. nowych przypadków.
- Niewielki wpływ na sytuację rynkową miała publikacja serii danych nt. polskiej gospodarki tj. dużo [wyższa dynamika wzrostu wynagrodzeń](#) oraz [produkcji przemysłowej](#) przy [niższej dynamice produkcji budowlano-montażowej](#) i [sprzedaży detalicznej](#) (dzisiejsza publikacja). Opublikowane dane potwierdzają, że w IV kw. 2021 r., przy sprzyjającej niskiej bazie odniesienia dla handlu i usług, odreagowaniu aktywności w motoryzacji oraz dynamicznym wzroście produkcji energii PKB może wzrosnąć o blisko 7,0% r/r.
- W skali tygodnia WIG obniżył się o 4,5%, silnie spadły rentowności krajowych obligacji (o 20 pkt. baz. dla obligacji 12-letnich i 10-letnich odpowiednio do 2,88% i 3,80%). W dużo mniejszym stopniu zmieniała się wartość kursu złotego, który od kilku tygodni utrzymuje się na solidnym poziomie. Wartość złotego w relacji do koszyka walut nieznacznie obniżyła się o 0,1%, złoty ostatecznie wobec dolara (3,99 PLN/USD), z kolei o 1 gr. umocnił wobec euro (do 4,53 PLN/EUR).
- Z początkiem tygodnia doszło natomiast do gwałtownego wzrostu rentowności krajowego długu, które co do skali przewyższyły tygodniowe spadki, rentowność 2-letniej obligacji wzrosła o 25 pkt. baz. do 3,15%, z kolei rentowność 10-letnich papierów wzrosła do ponad 3,9%.
- Ten ruch wywołała piątkowa lakoniczna wypowiedź prezesa NBP Adama Glapińskiego, który w wypowiedzi dla agencji Bloomberg powiedział, że stopy procentowe w Polsce powinny wzrosnąć mocniej niż obecnie oczekuje rynek, biorąc pod uwagę ostatnie dane makroekonomiczne oraz że będzie przekonywać RPP do wydłużenia cyklu podwyżek stóp w bieżącym roku.
- Trudno odnieść się do tak znaczącej zmiany stanowiska prezesa NBP – jeszcze podczas styczniowej konferencji prasowej prezes NBP wskazywał, że w jego opinii bezpiecznym dla gospodarki jest podwyższanie stóp procentowych w kierunku 3,0%. Należy też pamiętać, jak często w przeszłości zmienne były wypowiedzi prezesa NBP, co powodowało niejasności interpretacyjne. Z tego względu z weryfikacją naszej prognozy dot. ścieżki stóp procentowych wstrzymujemy się do kolejnej konferencji prezesa NBP po posiedzeniu lutowym, na którym zapewne przedstawi on dokładniej swoje stanowisko co do perspektyw polityki pieniężnej.
- Trudno zakładać, że to jednostkowe dane dot. dynamiki wynagrodzeń tak wpłynęły na zmianę stanowiska prezesa NBP, tym bardziej dane dot. produkcji spowodowane okresowymi efektami w kilku branżach (głównie w energetyce i motoryzacji). Być może taka zmiana wiąże się z sygnałami NBP co do większej skali wzrostu inflacji z początkiem roku lub wynikami kwartalnego szybkiego monitoringu NBP nt. sytuacji przedsiębiorstw, który może wskazywać na gwałtowniejsze nasilenie presji płacowej lub oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw. NBP zapewne opublikuje ten raport w najbliższych dniach.

- Gdyby faktycznie wyższe ryzyka dla inflacji przełożyły się na zmianę stanowiska prezesa NBP i RPP, cykl podwyżek stóp wydłuży się poza luty i osiągnie większą skalę od naszych dotychczasowych oczekiwań, niemniej dla oceny skali tego zacieśnienia potrzebne jest bardziej precyzyjne stanowisko prezesa NBP (wraz z przesłankami, które wpłynęły na tą zmianę) oraz wypowiedzi innych członków Rady. Choć nie można całkowicie wykluczyć większej od oczekiwanej w bazowym scenariuszu skali podwyżki stóp na posiedzeniu w lutym (nasza prognoza 50 pkt. baz.), to wydaje się, że w warunkach oczekiwanej kontynuacji bardzo dynamicznego wzrostu zachorowań w Polsce i wzrostu niepewności dot. krótkoterminowej aktywności gospodarczej (skala ograniczania mobilności społecznej) Rada nie zdecyduje się na podwyżkę większą niż 50 pkt. baz.
- W nadchodzącym tygodniu krajowy rynek finansowy będzie przede wszystkim oczekiwał na ewentualne sygnały z Rady co do perspektyw polityki pieniężnej. Środowa publikacja danych dot. grudniowej stopy bezrobocia zakończy serię publikacji miesięcznych danych nt. polskiej gospodarki.
- Czynnikiem ryzyka dla krajowych aktywów w kolejnych tygodniach może w coraz większym stopniu być sytuacja geopolityczna w regionie, w związku z nakazem Departamentu Stanu USA opuszczenia przez dyplomatów i ich rodziny ambasady USA w Kijowie uzasadnionym „obawą nieuchronnej inwazji militarnej na Ukrainę”.
- Inwestorzy na rynku globalnym będą z kolei zapewne wyczekiwali na wynik posiedzenia FOMC. Powszechnie oczekuje się, że komitet pozostawi niezmienną stopę procentową, niemniej dokona zmian w komunikacie wskazujących na możliwość podwyżki na kolejnym, marcowym posiedzeniu. Kluczowe będą natomiast ewentualne zmiany w komunikacie oraz w retoryce prezesa, czy w kolejnych miesiącach Fed będzie preferował raczej stopniowy cykl zacieśniania polityki pieniężnej – np. podwyżki stóp w odstępach kwartalnych (co jest naszym scenariuszem bazowym), czy też FOMC rozważy przyspieszenie tego procesu.
- Poza samym posiedzeniem FOMC bardzo ważne będą dla rynków także publikacje danych, a tych w kolejnym tygodniu nie zabraknie. W USA oraz strefie euro publikowane będą wstępne szacunki dynamiki PKB za IV kw., ponadto opublikowane zostaną grudniowe dane dot. wydatków, dochodów gospodarstw domowych oraz inflacji PCE w USA, jak również w weekend opublikowana zostanie większość indeksów koniunktury PMI dla gospodarki chińskiej.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Stopa bezrobocia w grudniu (26 stycznia)**

Prognozujemy, że w grudniu stopa bezrobocia rejestrowanego utrzymała się na listopadowym poziomie 5,5%. W grudniu lekko negatywnie na poziom stopy bezrobocia powinny wpływać efekty sezonowe (spadek zatrudnienia w części sektorów w chłodniejszej części roku), niemniej przy utrzymującej się solidnej sytuacji cyklicznej na rynku pracy oczekujemy neutralizowania tych negatywnych efektów sezonowych.

- **Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (14–15 grudnia)**

Oczekujemy, że podczas styczniowego posiedzenia FOMC utrzyma bez zmian stopy procentowe (na poziomie 0,00% – 0,25% dla stopy funduszy federalnych).

Zakładamy, że w komunikacie oraz podczas konferencji prasowej prezesa Fed zostaną uwzględnione zmiany spójne z opcją podwyżki stóp procentowych już na kolejnym posiedzeniu FOMC w połowie marca. Biorąc pod uwagę zapisy stenogramów z posiedzenia grudniowego FOMC, wypowiedzi prezesa Fed z tygodni minionych oraz publikacje danych makroekonomicznych (gł. solidne dane z rynku pracy oraz wyższe odczyty inflacji) oczekujemy dalszego zaostrzenia stanowiska komitetu. Nie oczekujemy natomiast silnego zaostrzenia tej retoryki, implikującego np. szybkie tempo podwyżek stóp procentowych.

Podczas styczniowego posiedzenia nie będzie aktualizacji prognoz makroekonomicznych ani oczekiwań dot. ścieżki stóp procentowych. Z pewnością spora część posiedzenia będzie poświęcona dyskusji dot. terminu oraz sposobu ograniczania pod koniec 2022 r. sumy bilansowej Fed. Te wątki zapewne pojawią się podczas konferencji prasowej prezesa.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 25 stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	DE	Indeks koniunktury Ifo, styczeń	94,7 pkt.	94,5 pkt.	-
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów instytutu Conference Board, styczeń	115,8 pkt.	111,8 pkt.	-
środa 26 stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	Stopa bezrobocia, grudzień	5,4%	5,4%	5,4%
16:00	US	Sprzedaż domów na rynku pierwotnym, grudzień	744 tys. anual.	765 tys. anual	-
20:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych, styczeń	0,00% - 0,25%	0,00% - 0,25%	0,00% - 0,25%
czwartek 27 stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 22.01	286 tys.	260 tys.	-
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe, grudzień	2,6% m/m	-0,5% m/m	-
14:30	US	Wzrost PKB, IV kw. (wst.)	2,3% kw/kw (anual)	5,3% kw/kw (anual)	-
piątek 28 stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	DE	Wzrost PKB, IV kw. (wst.)	1,7% kw/kw	-0,4% kw/kw	-
11:00	EMU	Wskaźnik nastrojów gospodarczych, styczeń	115,3 pkt.	114,5 pkt.	-
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych, grudzień	0,4% m/m	0,5% m/m	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych, grudzień	0,6% m/m	-0,6% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE, grudzień	5,7% r/r	5,8% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE, grudzień	4,7% r/r	4,8% r/r	-
16:00	US	Wskaźnik nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan, styczeń (ost.)	68,8 pkt. (wst.)	68,8 pkt.	-
niedziela 30 stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł, styczeń	50,3 pkt.	50,0 pkt.	-
03:00	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi, styczeń	52,7 pkt.	49,9 pkt.	-
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł, styczeń	50,9 pkt.	49,7 pkt.	-
poniedziałek 31 stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Wzrost PKB, IV kw. (wst.)	2,2% kw/kw	0,2% kw/kw	-

* mediana ankiety Bloomberg dla danych nt. polskiej gospodarki

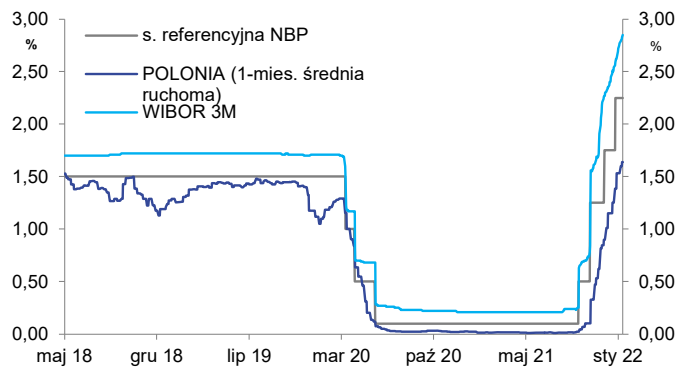
Miesięczny kalendarz publikacji danych

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	grudzień	3.01	54,4 pkt.	56,1 pkt.	
Posiedzenie RPP	PL	styczeń	4.01	1,75%	2,25%	
Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	PL	grudzień	7.01	7,8% r/r	8,6% r/r	
Saldo w obrotach bieżących	PL	listopad	13.01	-856 mln EUR	-1112 mln EUR	
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	grudzień	14.01	8,6% r/r (wst.)	8,6% r/r	
Inflacja bazowa po wyłączeniu żywności i energii	PL	grudzień	17.01	4,7% r/r	5,3% r/r	
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	grudzień	21.01	9,8% r/r	11,2% r/r	
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	grudzień	21.01	0,7% r/r	0,5% r/r	
Produkcja przemysłowa	PL	grudzień	21.01	15,2% r/r	16,7% r/r	
Wskaźnik PPI	PL	grudzień	21.01	13,2% r/r	14,2% r/r	
Produkcja budowlano-montażowa	PL	grudzień	21.01	12,7% r/r	3,1% r/r	
Sprzedż detaliczna (ceny stałe)	PL	grudzień	24.01	12,1% r/r	8,0% r/r	
Stopa bezrobocia	PL	grudzień	26.01	5,4%		5,4%

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	CHN	grudzień	3.01	49,9 pkt.	50,9 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	grudzień	3.01	61,1 pkt.	58,7 pkt.	
Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	CHN	grudzień	6.01	52,1 pkt.	53,1 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	grudzień	6.01	69,1 pkt.	62,0 pkt.	
Inflacja – wskaźnik bazowy HICP (wst.)	EMU	grudzień	7.01	2,6% r/r	2,6% r/r	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	grudzień	7.01	249 tys.	199 tys.	
Stopa bezrobocia	US	grudzień	7.01	4,2%	3,9%	
Inflacja CPI	US	grudzień	12.01	6,8% r/r	7,0% r/r	
Wzrost PKB	CHN	IV kw.	17.01	4,9% r/r	4,0% r/r	
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	grudzień	24.01	58,0 pkt.	59,0 pkt.	
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	grudzień	24.01	53,1 pkt.	51,2 pkt.	
Posiedzenie FOMC	US	styczeń	26.01	0-0,25%		0-0,25%
Wzrost PKB (wst.)	US	IV kw.	27.01	2,3% kw/kw (anual)		5,8% kw/kw
Wskaźnik inflacji bazowej PCE	US	grudzień	28.01	4,7% r/r% r/r		4,8% r/r
Wzrost PKB (wst.)	EMU	IV kw.	31.01	2,2% kw/kw		0,2% kw/kw
Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	CHN	styczeń	30.01	50,9 pkt.		49,7 pkt.

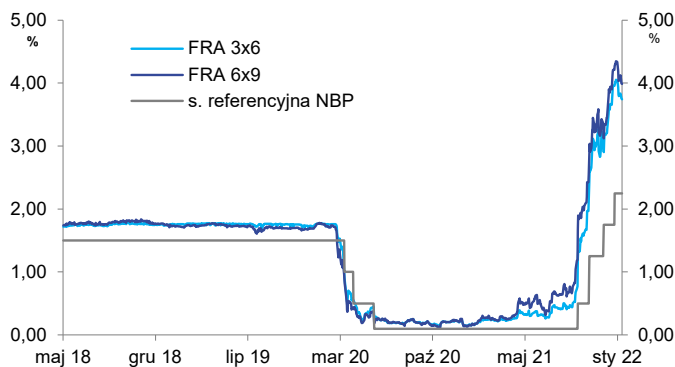
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



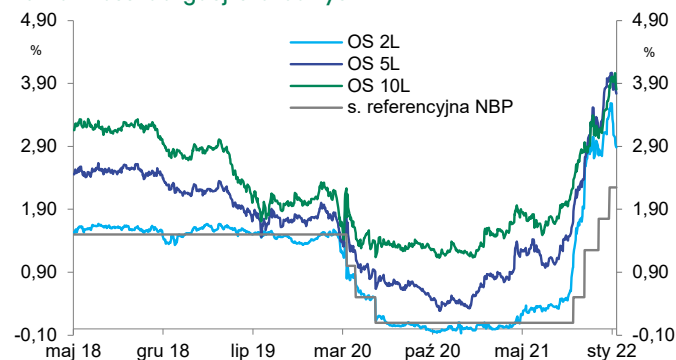
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



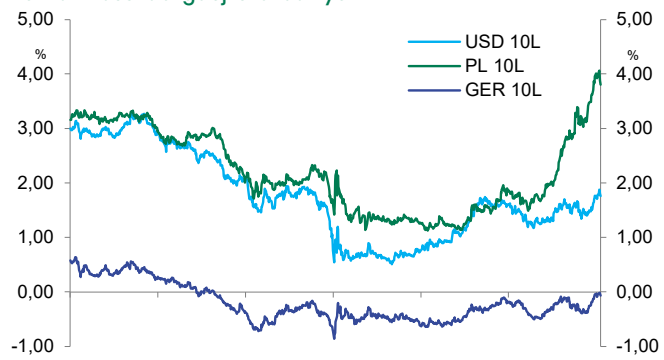
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych



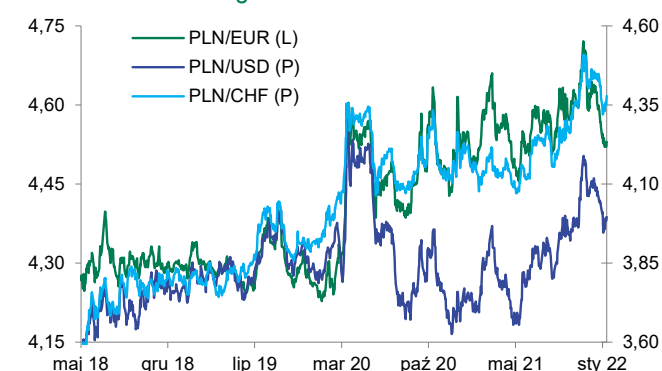
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych



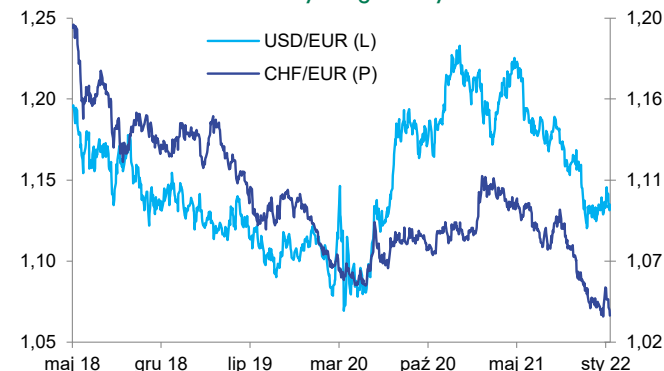
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



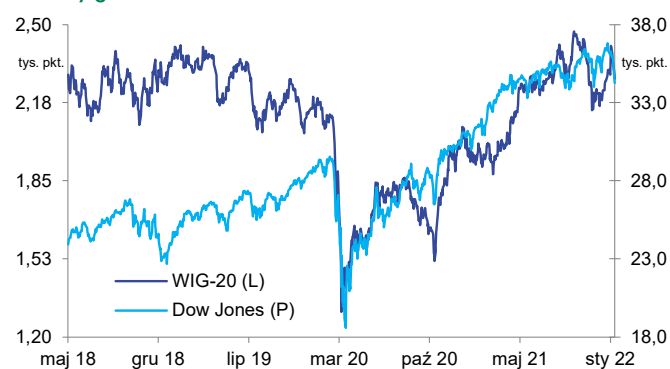
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



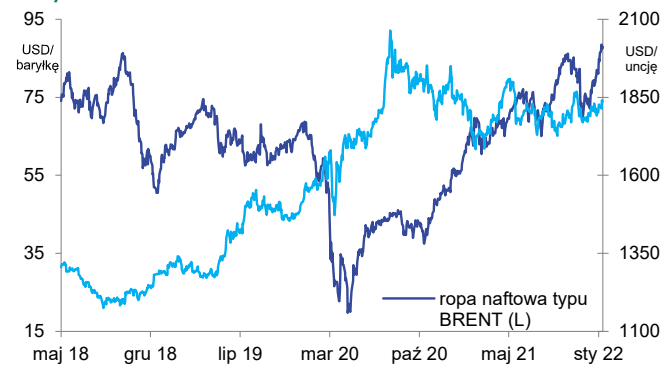
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

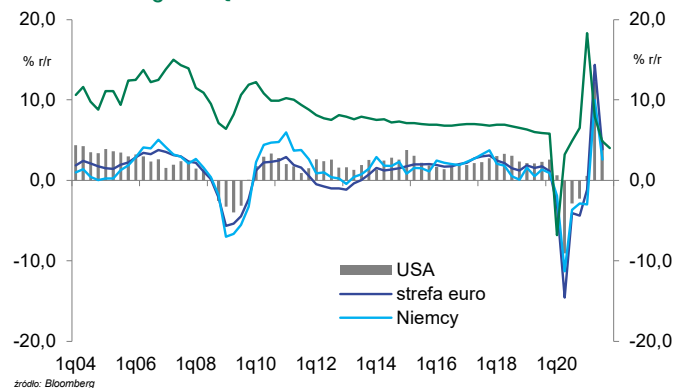
Ceny surowców



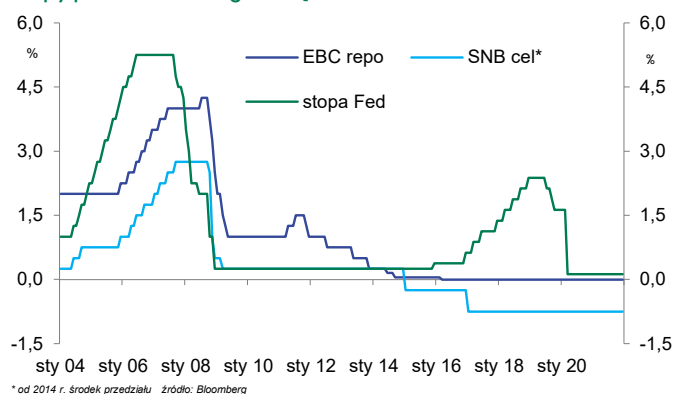
źródło: Bloomberg

Sfera realna

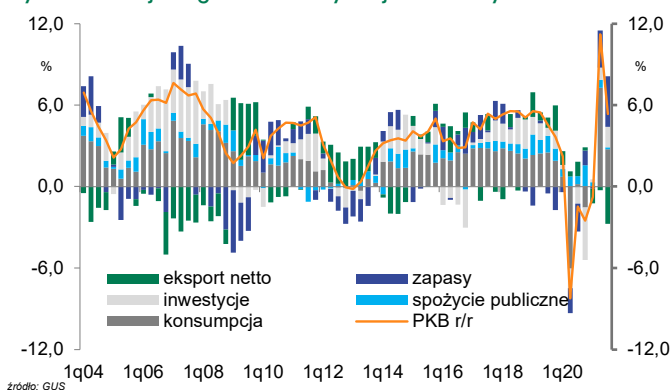
Wzrost PKB za granicą



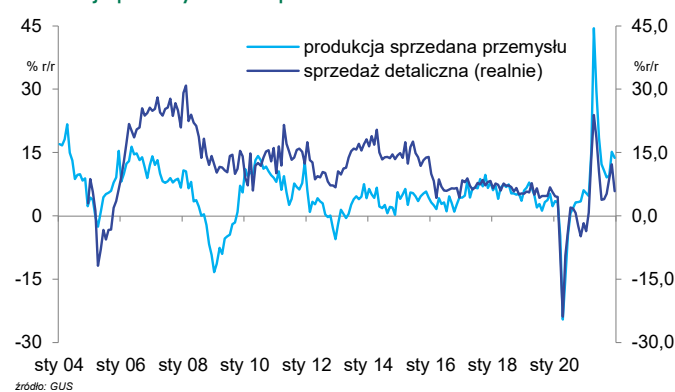
Stopy procentowe za granicą



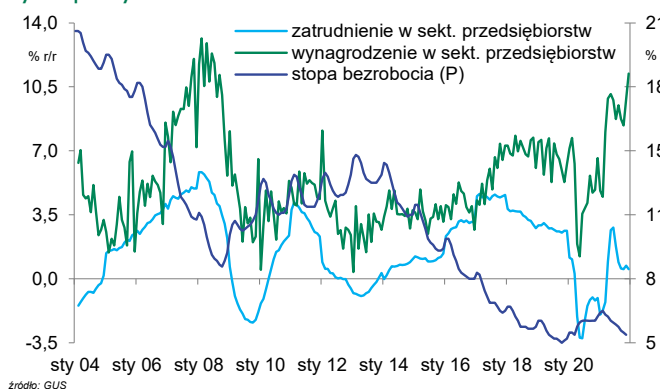
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



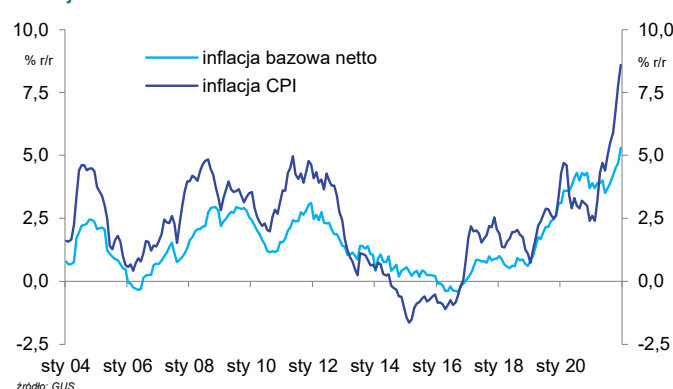
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



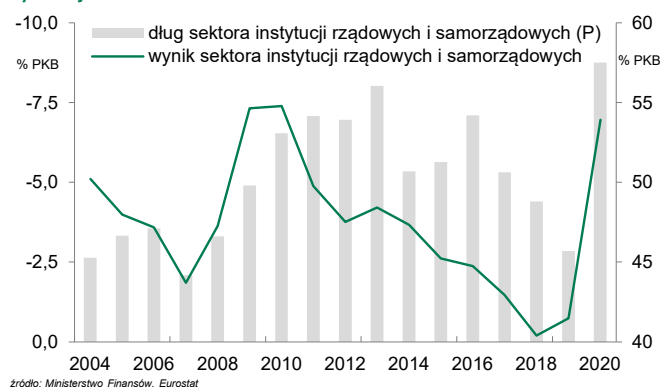
Rynek pracy



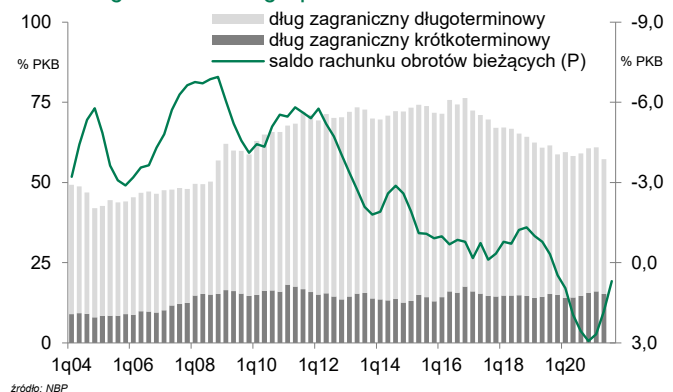
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.12.2021	14.01.2022	21.01.2022	28.02.2022	31.03.2022	30.06.2022
Stopa lombardowa NBP	%	2,25	2,75	2,75	3,75	3,75	3,75
Stopa referencyjna NBP	%	1,75	2,25	2,25	2,75	2,75	2,75
Stopa depozytowa NBP	%	1,25	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
WIBOR 3M	%	2,54	2,77	2,85	2,95	2,90	2,90
Obligacje skarbowe 2L	%	3,33	3,08	2,88	3,20	3,10	3,00
Obligacje skarbowe 5L	%	3,93	3,84	3,74	3,85	3,75	3,45
Obligacje skarbowe 10L	%	3,62	3,98	3,80	3,90	3,80	3,55
PLN/EUR	PLN	4,60	4,54	4,53	4,55	4,55	4,53
PLN/USD	PLN	4,06	3,96	4,00	4,01	4,00	3,97
PLN/CHF	PLN	4,45	4,35	4,38	4,35	4,35	4,33
USD/EUR	USD	1,14	1,14	1,13	1,14	1,14	1,14
Stopa Fed	%	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	0,40	0,60	0,85
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	-0,55	-0,55	-0,55
SARON	%	-	-	-	-0,72	-0,72	-0,72
Obligacje skarbowe USD 10L	%	1,51	1,78	1,76	1,70	1,70	1,70
Obligacje skarbowe GER 10L	%	-0,19	-0,05	-0,07	-0,10	-0,15	-0,20

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.