

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

30 stycznia 2023

## Fed i EBC podwyższą stopy w tym tygodniu, więcej niepewności co do ich retoryki. W Polsce publikacja PKB za 2022 r. wskaże na postępujące spowolnienie.

- W minionym tygodniu na rynki finansowe powrócił optymizm dotyczący perspektyw globalnej gospodarki, podsycany wzrostem indeksów PMI w strefie euro, lepszą oceną perspektyw gospodarki USA przy utrzymujących się nadziejach na ograniczenie restrykcyjnej retoryki banków centralnych.
- Opublikowane w minionym tygodniu wstępne szacunki styczniowych indeksów PMI w strefie euro wzrosły silniej wobec prognoz rynkowych, do 50,7 pkt. dla sektora usług oraz 48,8 pkt. w przemyśle. Te dane w połączeniu z utrzymującymi się niższymi cenami gazu w Europie oraz stabilizacją cen ropy naftowej w okolicach 85 – 90 USD/baryłkę ropy Brent dodatkowo osłabiły obawy przed silniejszymi skutkami kryzysu energetycznego w Europie.
- W przypadku danych z USA, inwestorzy „wybrali” lepsze informacje obstawiając scenariusz łagodnego spowolnienia aktywności. Większość publikowanych wskaźników (deflator PCE, dochody i wydatki konsumentów) okazały się zgodne z oczekiwaniami rynkowymi, a wstępny szacunek PKB w IV kw. (+2,9% kw/kw saar) nawet lekko je przekroczył. Mniejszy wpływ na sytuację rynkową miała słabsza struktura wzrostu PKB tj. silniejsze wzrosty nietrwałych kategorii zapasów i eksportu netto przy słabszym wyniku konsumpcji prywatnej oraz bardzo słabym wyniku prywatnych inwestycji.
- W skali tygodnia indeksy giełdowe odrobiły z nawiązką straty z wcześniejszego tygodnia. Globalny indeks MSCI wzrósł o ponad 2%, w USA o 2,6%, a w strefie euro o 1,5%. Wzrost indeksów na rynkach wschodzących sięgnęły 1,3%, przy kolejnym tygodniu spektakularnego napływu kapitału zagranicznego na te rynki.
- Zarówno na rynku walutowym jak i na rynku stopy procentowej na rynkach bazowych zmienność była ograniczona. Kurs euro oraz dolara zmieniał się nieznacznie (w ujęciu do koszyka walut), przy ograniczonych wahaniach relacji tych walut w przedziale 1,08 – 1,09 USD/EUR. Rentowności zarówno obligacji amerykańskich jak i niemieckich wzrosły o ok. 5 pkt. baz. na dłuższym końcu krzywej. Oczekiwania dotyczące podwyżek stóp Fed i EBC w lutym ugruntowały się, w kolejnych miesiącach inwestorzy nie oczekują znaczącej skali zacieśnienia polityki pieniężnej.
- Z krajowych aktywów na globalnej poprawie nastrojów najsilniej skorzystały papiery skarbowe. Rentowności 10-letnich obligacji obniżyły się o blisko 15 pkt. baz. pomimo nieznacznego wzrostu stawek IRS. Wypowiedzi członków RPP z minionego tygodnia wpisały się w oczekiwania braku kolejnych podwyżek stóp oraz rozpoczęcia redukcji stóp na przełomie 2023 i 2024 r.
- Wzrost WIG-u był ograniczony z powodu silnych spadków akcji banków po informacjach o możliwym wydłużeniu wakacji kredytowych na 2024 r. Już niejako standardowo na lepszych globalnych nastrojach nie zyskał złoty,

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

który nie zmienił się w ujęciu do koszyka walut i utrzymywał się lekko powyżej 4,70 PLN/EUR.

- Rozpoczynający się tydzień będzie obfitował w wiele istotnych wydarzeń ekonomicznych. W pierwszym rzędzie inwestorzy będą wyczekiwali posiedzeń głównych banków centralnych Fed i EBC. O ile oczekiwania dot. samej skali podwyżek (25 pkt. baz. w USA oraz 50 pkt. baz. w strefie euro) wyraźnie się ugruntowały, to zdecydowanie więcej niepewności dotyczy retoryki banków co do polityki monetarnej w kolejnych miesiącach. Choć bieżąca inflacja stabilizuje się, a perspektywy sytuacji gospodarczej są mniej optymistyczne niż w grudniu, to nie sądzimy, aby FOMC był gotów na wsparcie oczekiwań rynkowych co do mniej restrykcyjnej polityki w kolejnych miesiącach. W przypadku EBC, przy większym zróżnicowaniu opinii wewnątrz rady, znaczącej zmienności tej retoryki na ostatnich posiedzeniach, zakładamy, że przekaz może być mniej jednoznaczny i wskazujący na potrzebę analizy marcowej projekcji EBC.
- Jednocześnie w tle posiedzeń banków centralnych publikowane będą istotne dane makroekonomiczne. Przed posiedzeniem EBC (co może mieć wpływ na jego wynik) opublikowany zostanie wstępny styczniowy szacunek inflacji HICP, w szczególności inflacji bazowej, istotny z punktu widzenia skali wzrostu szeregu dóbr i usług, przy rocznych zmianach cenników uwzględniających ubiegłoroczne wzrosty cen energii. Te dane będą wpływać na ocenę „trwałości” wzrostu cen w gospodarce.
- W USA najważniejsze będą piątkowe dane z rynku pracy, jako kluczowe dla decyzji Fed w kolejnych miesiącach. Ponadto po nieoczekiwanym spadku grudniowego indeksu ISM w usługach, publikowane w tym tygodniu styczniowe wskaźniki nastrojów przedsiębiorców ISM będą bardzo istotne. W bieżącym tygodniu opublikowane zostaną wskaźniki PMI koniunktury gospodarczej w Chinach, uwzględniające w pełni nastroje firm po odejściu przez władze od restrykcji epidemicznych.
- Na rynku krajowym najistotniejsza będzie publikacja szacunku PKB w 2022 r., która pozwoli na oszacowanie wyniku PKB w samym IV kw. Oczekujemy, że w całym roku dynamika PKB wyniesie 4,8% r/r, przy spowolnieniu w IV kw. do 1,7% r/r w warunkach dalszego ograniczenia dynamiki konsumpcji prywatnej. Standardowo GUS nie opublikuje styczniowego szacunku *flash* inflacji.

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

### • PKB w 2022 r. – szacunek wstępny (30 stycznia)

**Prognozujemy, że dynamika PKB w 2022 r. wyniosła 4,8% r/r, wobec 5,7% r/r w 2021 r. Prognoza ta zakłada obniżenie dynamiki wzrostu PKB w IV kw. 2022 r. do 1,7% r/r.** Zazwyczaj GUS przy publikacji danych rocznych nie koryguje danych za okres I – III kw., stąd ewentualna wyższa/niższa dynamika wzrostu wskaźnika rocznego PKB za 2022 r. będzie implikowała wyższą/niższą dynamikę danych za IV kw. ub.r.

Szacujemy, że w IV kw. 2022 r. obniżyła się dynamika spożycia gospodarstw domowych w kierunku 0,0% r/r w warunkach pogłębienia spadku realnych dochodów do dyspozycji. Na dalszy wyraźny spadek popytu konsumentów wskazują wyniki sprzedaży detalicznej w IV kw., zakładamy, że w warunkach silnego negatywnego szoku dochodowego, również wydatki na usługi przestały rosnąć.

Mniejszych zmian oczekujemy w inwestycjach, gdzie zakładamy, że spadek dynamiki inwestycji przedsiębiorstw będzie rekompensowany poprawą inwestycji publicznych. Wyraźnego spadku oczekujemy z kolei w zakresie prywatnych inwestycji mieszkaniowych.

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 w warunkach zamykania projektów postpandemicznych związanych ze strukturalną rozbudową zapasów, jak również w warunkach wyraźnego osłabienia popytu, ta kategoria będzie już w niewielkim stopniu poprawiać wyniki PKB. Jednocześnie to właśnie ograniczenie przyrostu zapasów jest głównym powodem skokowych spadków dynamiki PKB od II kw. 2022 r.

PKB	popyt krajowy	konsumpcja prywatna % r/r	spożycie publiczne	inwestycje	zapasy	eksport netto	
	kontrybucja w pkt. proc.						
1q22	8,6	12,0	6,7	0,3	4,7	6,7	-2,7
2q22	5,8	6,9	6,4	0,6	6,6	1,8	-0,7
3q22	3,6	3,1	0,9	0,1	2,0	2,2	0,6
<b>4q22*</b>	<b>1,7</b>	<b>1,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>2,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>
2022	4,8	5,4	3,4	0,4	3,5	2,7	-0,5

\* przy założeniu braku korekt danych za okres I-III kw.

### • Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (1 lutego)

**Oczekujemy, że podczas posiedzenia kończącego się 1 lutego komitet FOMC podwyższy stopy procentowe o 25 pkt. baz., w tym stopę funduszy federalnych do poziomu 4,50% - 4,75%.** Pojawiające się w ostatnim czasie wypowiedzi członków FOMC wskazują, że opcja zmniejszenia skali podwyżek do 25 pkt. baz. z ewentualnym wydłużeniem cyklu zyskuje poparcie.

Sądzymy, że głównym argumentem za dalszym ograniczeniem dotychczasowego tempa zacieśnienia polityki pieniężnej (w grudniu podwyżka stóp o 50 pkt. baz. po 4 wcześniejszych posiedzeniach z podwyżkami o 75 pkt. baz.) będzie utrzymanie trendu spadkowego inflacji CPI, w tym inflacji bazowej, poszerzenie kategorii, które notują wyhamowanie tempa wzrostu cen, a przede wszystkim szersze sygnały wolniejszego tempa wzrostu wynagrodzeń. Taką decyzję wspierać będą zapewne także publikowane w ostatnim czasie słabsze dane ze sfery realnej w tym niższe tempo wzrostu konsumpcji prywatnej oraz inwestycji prywatnych w IV kw. 2022 r.

Choć w treści komunikatu oraz podczas konferencji prasowej mogą pojawić się już pewne sygnały sugerujące, że Fed zbliża się do końca cyklu podwyżek stóp, to uważamy, że skala tych zmian będzie ograniczona. Biorąc pod uwagę wcześniejszy cel FOMC ograniczenia oczekiwań rynkowych na szybsze zakończenie cyklu / redukcje stóp procentowych w br. nie sądzymy, aby komitet zdecydował się na istotne zmiany w komunikacie, dopóki będzie utrzymywała się wysoka dynamika popytu na pracę (podtrzymująca średniokresowe ryzyka inflacyjne).

- **Posiedzenie Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego (2 lutego)**

**Oczekujemy, że podczas lutowego posiedzenia rada EBC podwyższy stopy procentowe o 50 pkt. baz., w tym stopę referencyjną do 3,0% i stopę depozytową do 2,5%.** Lutowa podwyżka stóp jest powszechnie oczekiwana, zgodna z „zapowiedzią” z grudniowej konferencji prasowej prezes Lagarde, pojawiającymi się w ostatnich tygodniach komentarzami oraz spójna z publikowanymi danymi (z jednej strony niższy wskaźnik HICP, ale z drugiej strony stabilna, podwyższona inflacja bazowa oraz nieco lepsze dane ze sfery realnej).

Więcej niepewności wiąże się z oczekiwaniami dot. retoryki EBC w kontekście kolejnych posiedzeń, przy z jednej strony bardzo „gotębich” anonimowych wypowiedziach, z drugiej strony „jastrzębim” wydźwięku stenogramów z grudniowego posiedzenia rady EBC, a przede wszystkim ze względu na podwyższoną zmienność tego przekazu notowaną w II poł. 2022 r. (naprzemiennie spore zaskoczenia bardzo jastrzębią, po czym bardziej ostrożną retoryką). Biorąc pod uwagę, że w minionych tygodniach pojawiały się zarówno bardzo jastrzębie, jak i nieco bardziej ostrożne wypowiedzi poszczególnych członków rady EBC, zakładamy, że podczas konferencji prezes ECB będzie unikała bardziej jednoznacznych deklaracji dot. potencjalnych działań EBC w II kw. wskazując na potrzebę analizy najnowszej, marcowej projekcji banku centralnego.

Jednocześnie na ostateczny wynik posiedzenia istotny wpływ może mieć jeszcze środowowa publikacja wstępnego szacunku inflacji HICP za styczeń. W szczególności szacunek inflacji bazowej będzie analizowany pod kątem ryzyka utrwalania się podwyższonej inflacji.

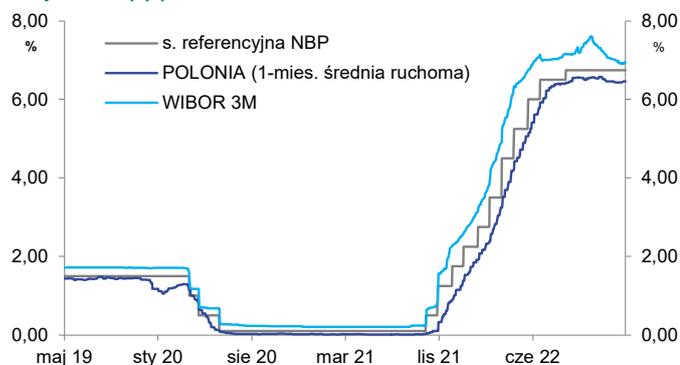
## Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 30 stycznia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Dynamika PKB		2022	5,7% r/r	-	4,8% r/r
10:00	DE	Dynamika PKB		IV kw.	0,4% kw/kw	0,0% kw/kw	-
wtorek 31 stycznia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł		sty	47,0 pkt.	50,1 pkt.	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS– usługi		sty	41,6 pkt.	52,0 pkt.	-
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna		gru	1,1% m/m	0,2% m/m	-
11:00	EMU	Dynamika PKB		IV kw.	0,3% kw/kw	-0,1% kw/kw	-
środa 1 lutego				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł		sty	49,0 pkt.	49,8 pkt.	-
09:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł		sty	45,6 pkt.	-	46,0 pkt.
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)		sty	9,2% r/r	9,0% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)		sty	5,2% r/r	5,1% r/r	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł		sty	48,4 pkt.	48,1 pkt.	-
19:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych		sty	4,25% - 4,50%	4,50% - 4,75%	4,50% - 4,75%
19:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC		sty	-	-	-
czwartek 2 lutego				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych		lut	2,00% / 2,50%	2,50% / 3,00%	2,50% / 3,00%
14:30	EMU	Konferencja prasowa prezes EBC po posiedzeniu rady EBC		lut	-	-	-
piątek 3 lutego				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi		sty	48,0 pkt.	51,6 pkt.	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia		sty	223 tys.	175 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia		sty	3,5%	3,6%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia		sty	4,6% r/r	4,3% r/r	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi		sty	49,2 pkt.	50,4 pkt.	-
poniedziałek 6 lutego				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle		gru	-5,3% m/m	-	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki - mediana ankiety Parkietu

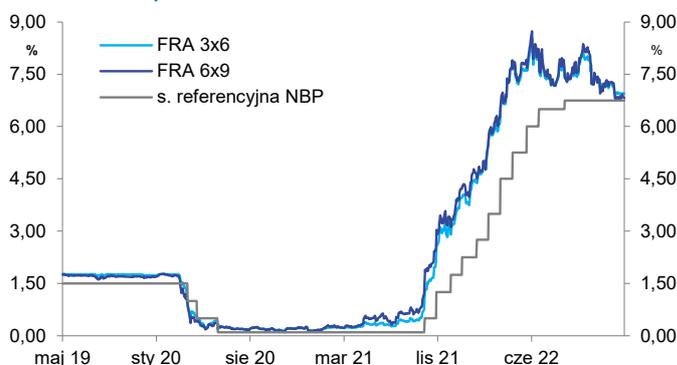
## Rynki finansowe

### Krajowe stopy procentowe



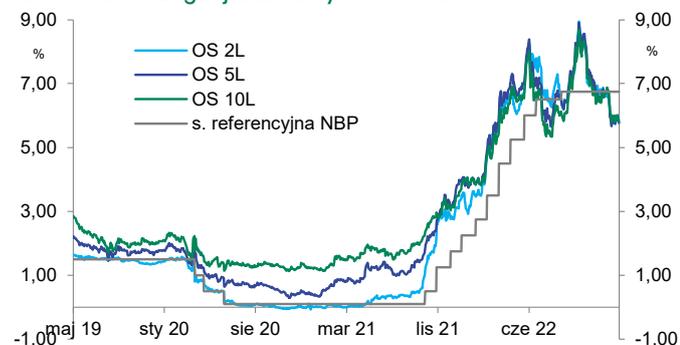
źródło: NBP, Bloomberg

### Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



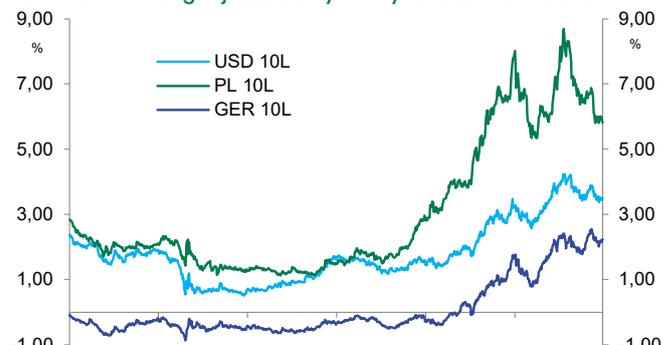
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych - Polska



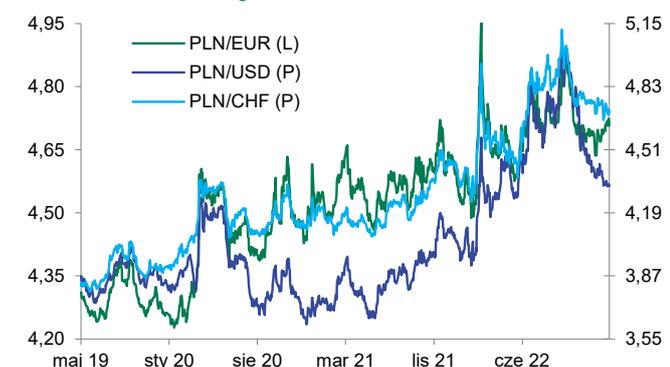
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



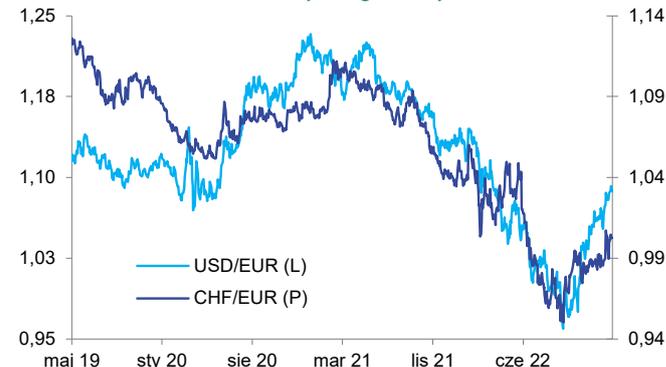
źródło: Bloomberg

### Notowania kursu złotego



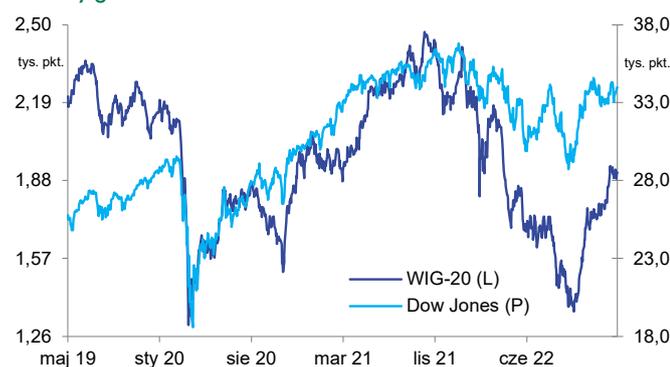
źródło: NBP, Bloomberg

### Notowania kursów walut na rynku globalnym



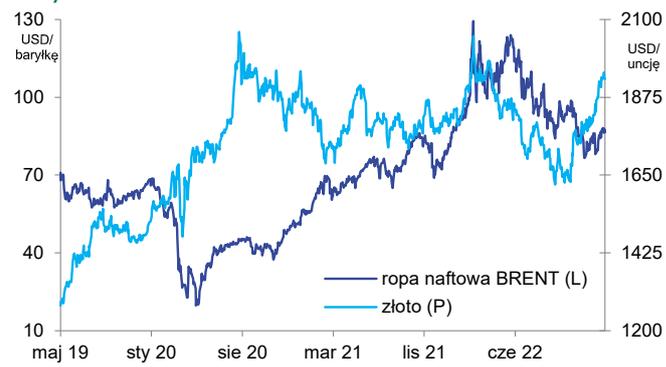
źródło: Bloomberg

### Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

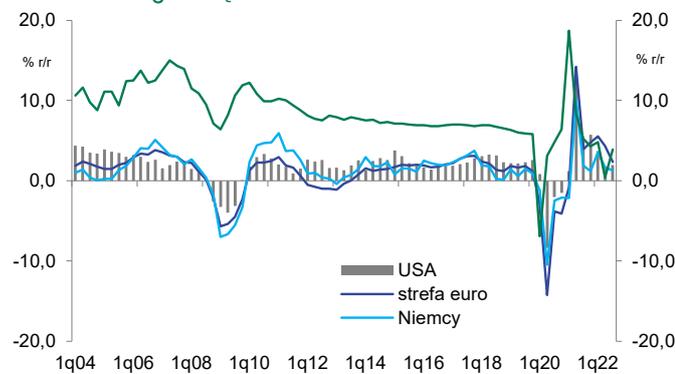
### Ceny surowców



źródło: Bloomberg

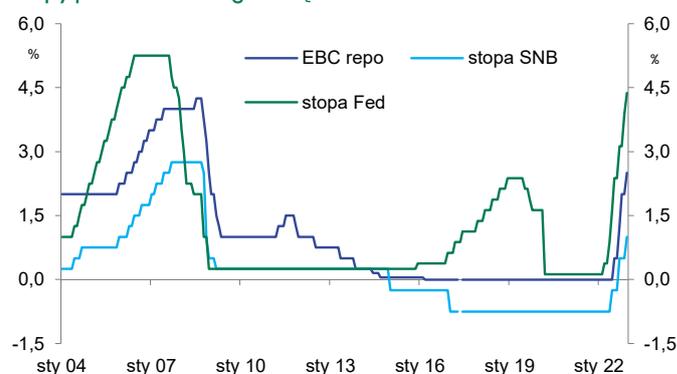
## Sfera realna

### Wzrost PKB za granicą



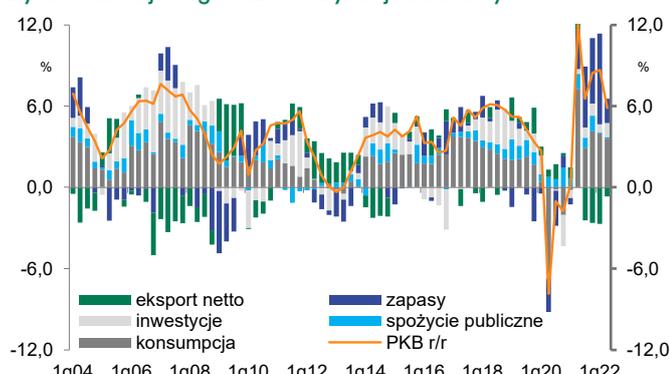
źródło: Bloomberg

### 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



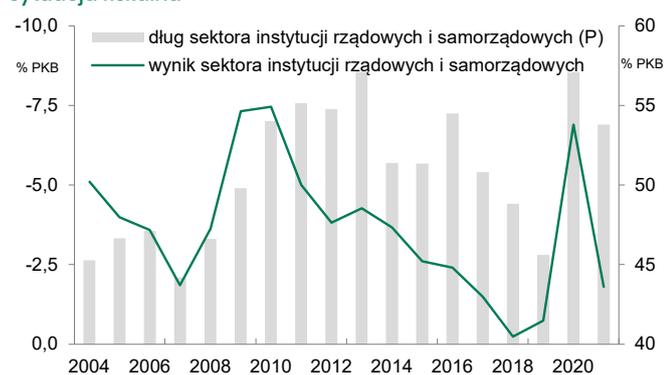
źródło: GUS

### Inflacja



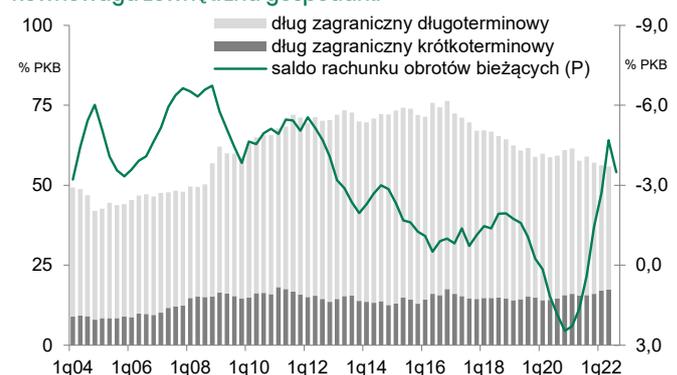
źródło: GUS

### Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

### Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.12.2022	20.01.2023	27.01.2023	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	%	7,02	6,92	6,94	6,95	6,95	6,95
Obligacje skarbowe 2L	%	6,63	5,92	5,85	6,35	6,35	6,35
Obligacje skarbowe 5L	%	6,83	5,88	5,76	6,30	6,30	6,20
Obligacje skarbowe 10L	%	6,83	5,94	5,81	6,30	6,30	6,10
PLN/EUR	PLN	4,69	4,71	4,71	4,70	4,70	4,65
PLN/USD	PLN	4,40	4,35	4,33	4,39	4,41	4,39
PLN/CHF	PLN	4,77	4,73	4,70	4,76	4,76	4,72
USD/EUR	USD	1,07	1,09	1,09	1,07	1,07	1,06
Stopa Fed	%	4,50	4,50	4,50	5,00	5,00	5,00
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	5,00	5,00	5,00
Stopa repo EBC	%	2,50	2,50	2,50	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	%	3,88	3,48	3,50	3,55	3,50	3,35
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,56	2,17	2,24	2,20	2,20	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.