

KOMENTARZ TYGODNIOWY

7 lutego 2022

EBC zaskoczył „jastrzębią” retoryką. W tygodniu bieżącym oczekiwana podwyżka stóp NBP.

- W minionym tygodniu na globalnym rynku finansowym dominował wątek zaostrzania polityki pieniężnej głównych banków centralnych, wspierany wysokimi odczytami wskaźników inflacji oraz dalszym wzrostem cen surowców, że wzroście cen ropy naftowej Brent powyżej 90 USD/baryłkę.
- Dalszy wzrost cen surowców, pogarszający średnioterminowe perspektywy inflacji, był z jednej strony wynikiem wciąż solidnego popytu (pomimo spowolnienia aktywności w części regionów) w szczególności w przemyśle, jak również utrzymującego się ryzyka geopolitycznego (Rosja – Ukraina).
- Pogorszenie perspektyw inflacyjnych przełożyło się także na bardziej „jastrzębią” politykę pieniężną banków centralnych. W minionym tygodniu [wyraźnie „jastrzębią” retoryką zaskoczył EBC](#). Wpłynął na to zapewne silny wzrost inflacji na przełomie roku, w szczególności bardzo duża niespodzianka inflacyjna w styczniu, ze wzrostem wskaźnika HICP do 5,1% r/r w styczniu, wobec oczekiwanego spadku w okolice 4,5% r/r. Jakkolwiek oczekiwania rynkowe na podwyżkę stóp procentowych EBC w połowie tego roku wydają nam się przesadzone, a rada EBC wciąż „nie zapowiada” żadnych działań w zakresie poziomu stóp procentowych, to generalnie perspektywa podwyżek stóp także w strefie euro przybliżyła się (po raz pierwszy od ponad 10 lat).
- W minionym tygodniu stopy procentowe podwyższył także Bank Anglii (25 pkt. baz.) oraz Narodowy Bank Czeski (75 pkt. baz.).
- Bardziej jastrzębia retoryka EBC przełożyła się na silny wzrost rentowności obligacji skarbowych na rynkach europejskich. Rentowności 10-letnich obligacji niemieckich wzrosły o 25 pkt. baz. do 0,20%, po raz pierwszy osiągając dodatni poziom o maja 2019 r. Jeszcze silniej wzrosły papiery 2-letnie. Choć wypowiedzi przedstawicieli FOMC z minionego tygodnia były raczej mniej „jastrzębie” niż wydzwięk konferencji prezesa Powella z tygodnia wcześniejszego, to efekt wyższych cen surowców i publikacji korzystnych danych makroekonomicznych z USA podbił także rentowności obligacji w USA (15 pkt. w przypadku papierów 10-letnich), powyżej dotychczasowego lokalnego maksimum z wiosny 2020 r. Jednocześnie otwarcie opcji podwyżek stóp w strefie euro silnie wzmocniło kurs euro (1,7% w relacji do koszyka walut) podwyższając kurs wspólnej waluty wobec dolara aż do 1,145 USD/EUR.
- „Jastrzębi” EBC nie wsparł natomiast europejskich giełd, które w minionym tygodniu straciły na wartości (-0,4% dla indeksu MSCI EMU). Wzrosty dominowały jeszcze w USA (1,5%) na co wpłynęły zapewne publikacje solidnych danych makroekonomicznych. Miesięczne dane z rynku pracy USA wskazały na dużo wyższy od oczekiwań (i też stabilniejszy w ostatnich miesiącach – po uwzględnieniu korekt) przyrost zatrudnienia, pomimo negatywnego wpływu kolejnej fali pandemii. Styczniowa stopa bezrobocia co prawda wzrosła do 4,0%, niemniej ten wzrost notowano przy wzroście współczynnika aktywności zawodowej, poza tym stopa bezrobocia utrzymuje się blisko rekordowo

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

niskiego poziomu. W styczniu silniej od oczekiwań (5,7% r/r) wzrosła także dynamika wynagrodzeń. Choć indeksy ISM koniunktury w USA w styczniu obniżyły się, to w dalszym ciągu utrzymują się one bliżej 60 pkt. niż 50 pkt., jednocześnie skala tych spadków okazała się niższa wobec oczekiwań.

- Mniej optymizmu pokazały z kolei dane ze strefy euro (dużo słabsze wyniki grudniowej sprzedaży detalicznej), które potwierdziły wcześniejsze sygnały negatywnego wpływu na konsumpcję kolejnej fali pandemii. Negatywny wpływ pandemii ciążył także koniunkturze w Chinach, gdzie styczniowe indeksy koniunktury PMI obniżyły się, w szczególności w usługach.
- Na krajowym rynku finansowym panowały w tygodniu minionym mieszane nastroje. Pomimo wzrostu rentowności obligacji na rynkach bazowych, rentowności krajowych SPW na dłuższym końcu obniżyły się o ponad 10 pkt. baz. Wciąż rosły natomiast rentowności na krótkim końcu krzywej o ponad 15 pkt. Wzrostom rentowności na krótkim końcu mogły sprzyjać wypowiedzi prezesa NBP Adama Głapińskiego potwierdzające kontynuację cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej, choć w dalszym ciągu te wypowiedzi nie dały jasności co do oceny prezesa co potencjalnej skali podwyżek stóp w bieżącym cyklu. Być może silne umocnienie euro oraz bardziej pro-aprecjacyjna retoryka prezesa NBP wsparty w minionym tygodniu złotego, który w relacji do koszyka walut wzmocnił się o 1,9%, obniżając się poniżej 4,55 PLN/EUR.
- Opublikowane w minionym tygodniu wyniki [badania NBP nt. koniunktury w sektorze przedsiębiorstw](#) wskazały co prawda na wzrost presji płacowej oraz planowanych podwyżek wynagrodzeń, to skala tego wzrostu nie wydaje nam się aż tak silna, aby tłumaczyć ostatnie „jastrzębie” wypowiedzi prezesa NBP. Wyniki badania NBP potwierdzają krótkookresowe ryzyko wzrostu inflacji w warunkach dynamicznego wzrostu cen surowców i materiałów, niemniej potwierdzają także wyzwania średniookresowe dla aktywności gospodarki. Indeks oczekiwań firm z początkiem tego roku kształtuje się na bardzo niskim poziomie, pogorszyły się także wskaźniki inwestycji.
- Być może stanowisko prezesa NBP co do średnioterminowych perspektyw polityki pieniężnej będzie nieco jaśniejsze po zaplanowanym na dzisiejszy tydzień posiedzeniu Rady. Prognozujemy, że RPP na wtorkowym posiedzeniu podwyższy stopę referencyjną NBP o 50 pkt. baz. do poziomu 2,75%, przy sporym ryzyku większej skali podwyżki (dalszy wzrost inflacji w styczniu, wyższe tempo wzrostu wynagrodzeń, niższe ryzyka związane z epidemią). Na środę, 8,02, zaplanowana jest konferencja prezesa NBP.
- Na globalnym rynku finansowym nadchodzący tydzień będzie ubogi w publikacje danych. Przy mniej istotnym wpływie sytuacji epidemicznej (utrzymujące się bardzo wysokie wskaźniki zachorowań w części krajów, stopniowe spadki w innych regionach, generalnie niższa skala hospitalizacji i zgonów w porównaniu do poprzednich fal), kluczowe pozostaną informacje nt. kształtowania się cen surowców, w tym w kontekście sytuacji geopolitycznej. Choć w minionym tygodniu temat konfliktu Rosja – Ukraina nieco przygasł, ryzyko jego eskalacji cały czas pozostaje wysokie, choć jak donosiły media, mogło przygasnąć na czas trwających Igrzysk Olimpijskich w Pekinie.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

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

Oczekujemy, że podczas wtorkowego posiedzenia Rada podwyższy stopę referencyjną NBP o 50 pkt. baz do 2,75%, jednocześnie nie wykluczamy, że w celu poszerzenia przedziału między stopą depozytową i lombardową, RPP zmieni stopę depozytową jedynie o 0,25 pkt. baz. (do 2,0%), a lombardową o 0,75 pkt. baz. (do 3,5%).

W naszej ocenie optymalnym wydaje się kontynuowanie przez RPP cyklu podwyżek w dotychczasowym tempie – tj. podwyżka stóp o kolejne 50 pkt. baz., zgodnie z dotychczasowymi wypowiedziami większości członków RPP. Choć ostatnie dane z polskiej gospodarki (rynek pracy, produkcja, PKB), okazały się mocne, a wskazania z Szybkiego Monitoringu NBP wskazały na poszerzenie liczby przedsiębiorstw planujących podwyżki cen własnych, to z kolei pogorszenie ocen koniunktury przedsiębiorstw oraz planowanych inwestycji, co także przemawia za nieprzyspieszeniem tempa podwyżek stóp.

Jednocześnie dwie „jastrzębie” wypowiedzi prezesa NBP, kiedy to 21.01 prezes NBP zasugerował, że skala dalszych podwyżek stóp NBP powinna być większa od oczekiwanych przez rynek oraz z 31.01, kiedy zasugerował, że pożądanym z punktu widzenia polityki monetarnej NBP byłaby aprecjacja złotego, **wskazują na spore ryzyko większej skali podwyżki stopy referencyjnej NBP (75 pkt. baz.)**. Tym samym prezes NBP może przekonywać RPP za silniejszym zacieśnieniem polityki monetarnej na lutym posiedzeniu, aby zwiększyć wiarygodność jego ostatniej słownej interwencji w celu umocnienia złotego. Jednocześnie lakoniczny charakter wypowiedzi prezesa NBP nie daje nam dostatecznie silnych przesłanek by scenariusz większej niż 50 pkt. baz. podwyżki stopy referencyjnej NBP przyjąć jako bazowy scenariusz.

Konferencja prezesa NBP po posiedzeniu RPP zaplanowana jest na środę, 8 lutego na g. 16.00.

- **Wynik na rachunku obrotów bieżących (14 lutego)**

Oczekujemy, że w grudniu deficyt na rachunku obrotów bieżących wzrósł do 2,762 mld EUR z 1,112 mld EUR w listopadzie. W grudniu oczekujemy sezonowego wzrostu deficytu w handlu zagranicznym, ponadto wyraźne pogorszenie rozliczeń w ramach przepływu środków UE silnie pogorszyło wynik w kategorii dochody wtórne. Przy założeniu listopadowej prognozy oczekujemy wzrostu 12-miesięcznego deficytu do 0,8% PKB z 0,2% po listopadzie.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 8 lutego			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
-	PL	Decyzja RPP ws. poziomu stóp procentowych NBP	2,25%	2,75%	2,75%
środa 9 lutego			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	-	-	-
czwartek 10 lutego			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:30	US	Inflacja CPI, styczeń	7,0% r/r	7,3% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy, styczeń	5,5% r/r	5,9% r/r	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 05.02	238 tys.	-	-
piątek 11 lutego			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan, luty (wst.)	67,2 pkt.	67,3 pkt.	-
poniedziałek 14 lutego			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących, grudzień	-1112 mln EUR	-1852 mln EUR	-2762 mln EUR

* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

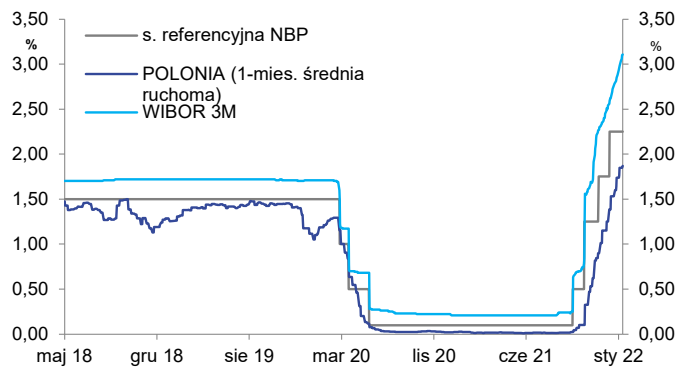
Miesięczny kalendarz publikacji danych

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	styczeń	1.02	56,1 pkt.	54,5 pkt.	
Posiedzenie RPP	PL	luty	7.02	2,25%		2,75%
Saldo w obrotach bieżących	PL	grudzień	14.02	-1112 mln EUR		-2762 mln EUR
Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	PL	styczeń	15.02	8,6% r/r		9,5% r/r
Wzrost PKB (wst.)	PL	IV kw.	15.02	5,3% r/r		7,1% r/r
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	styczeń	18.02	11,2% r/r		10,9% r/r
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	styczeń	18.02	0,5% r/r		1,9% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	styczeń	18.02	16,7% r/r		14,9% r/r
Wskaźnik PPI	PL	styczeń	18.02	14,2% r/r		14,6% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	styczeń	21.02	3,1% r/r		4,6% r/r
Sprzedż detaliczna (ceny stałe)	PL	styczeń	21.02	8,0% r/r		10,9% r/r
Stopa bezrobocia	PL	grudzień	23.02	5,4%		5,6%
Wzrost PKB (ost.)	PL	IV kw.	28.02	-		7,1% r/r

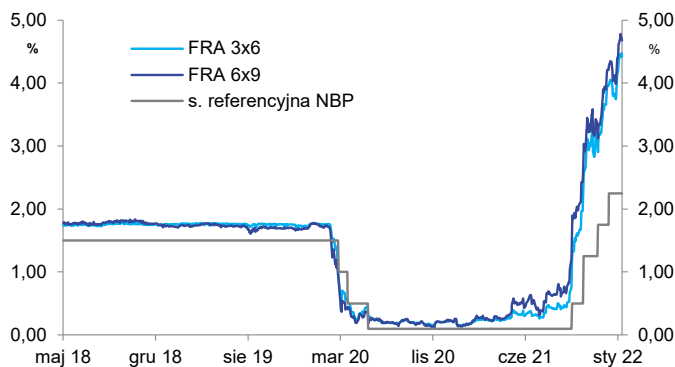
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	styczeń	1.02	58,8 pkt.	57,6	
Inflacja – wskaźnik bazowy HICP (wst.)	EMU	styczeń	2.02	2,6% r/r	2,3% r/r	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	styczeń	3.02	62,3 pkt.	59,9 pkt.	
Posiedzenie rady EBC	EMU	luty	3.02	-0,5% / 0,0%	-0,5% / 0,0%	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	styczeń	4.02	510 tys.	487 tys.	
Stopa bezrobocia	US	styczeń	4.02	3,9%	4,0%	
Inflacja CPI	US	styczeń	10.02	7,0% r/r		7,3% r/r
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	grudzień	21.02	59,0 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	grudzień	21.02	51,2 pkt.		-
Wskaźnik inflacji bazowej PCE	US	styczeń	25.02	4,9% r/r		-

Rynki finansowe

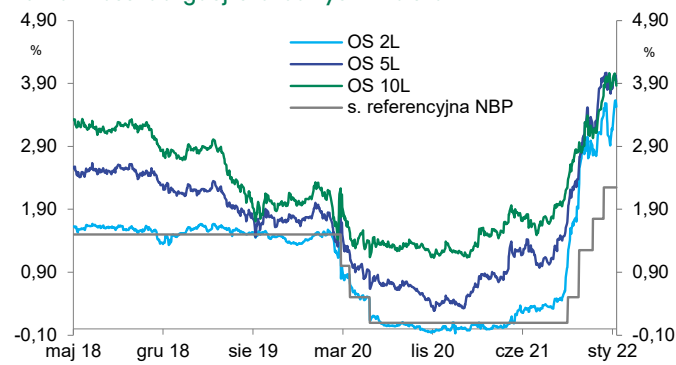
Krajowe stopy procentowe



Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



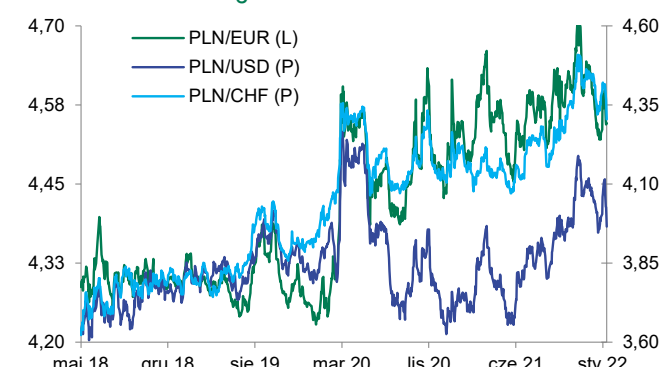
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



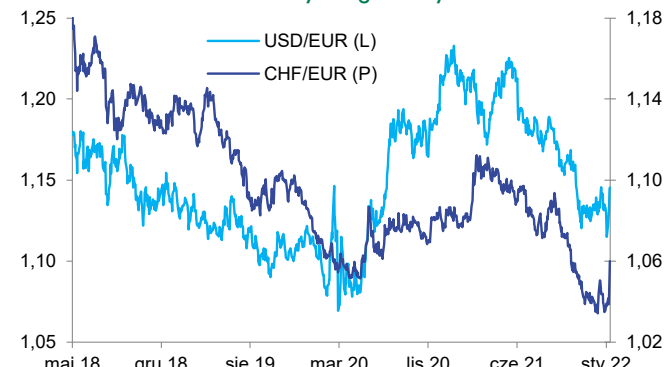
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



Notowania kursu złotego



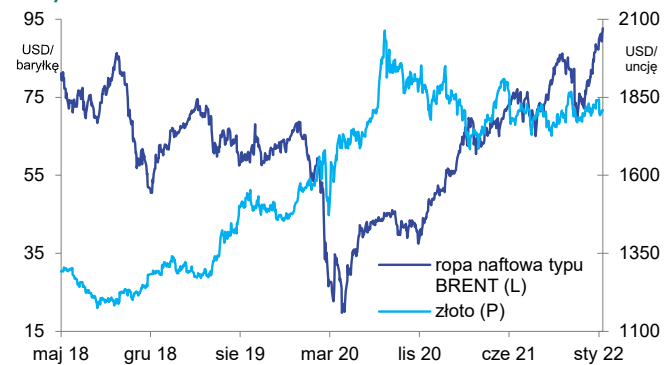
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

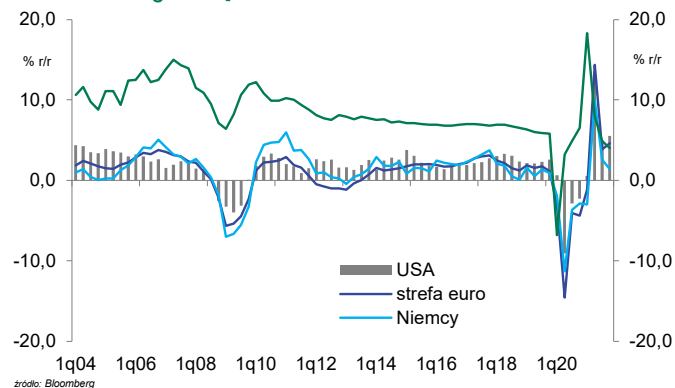


Ceny surowców

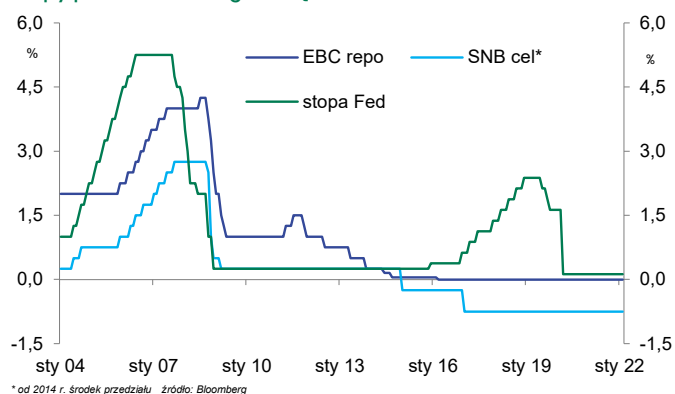


Sfera realna

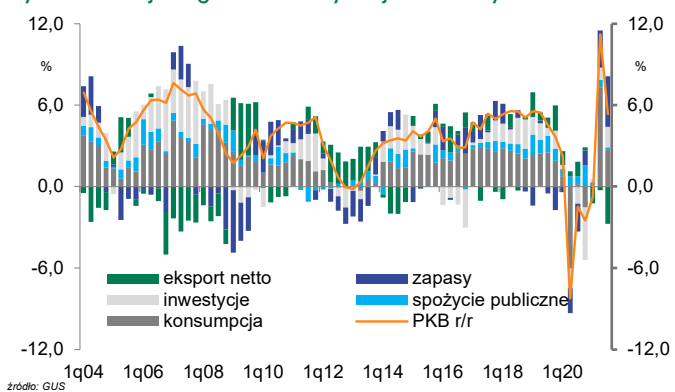
Wzrost PKB za granicą



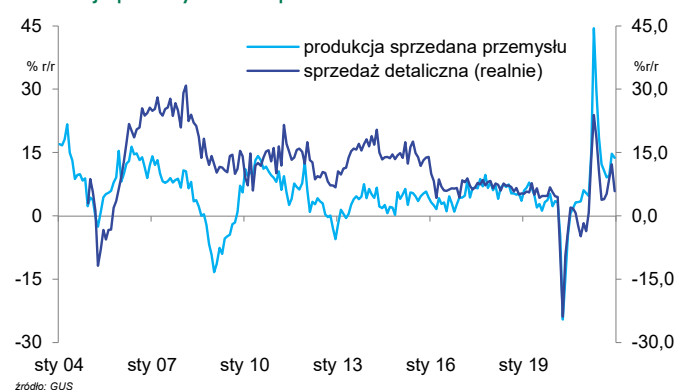
Stopy procentowe za granicą



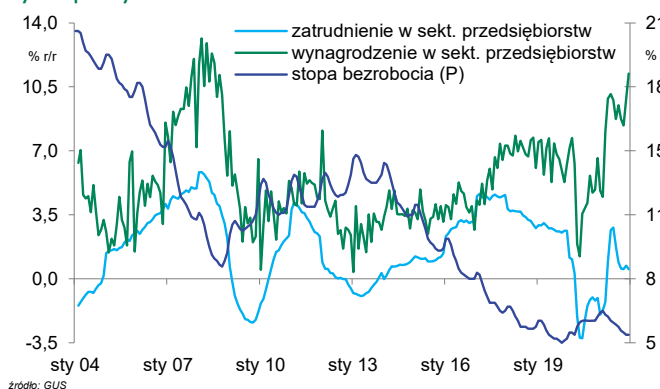
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



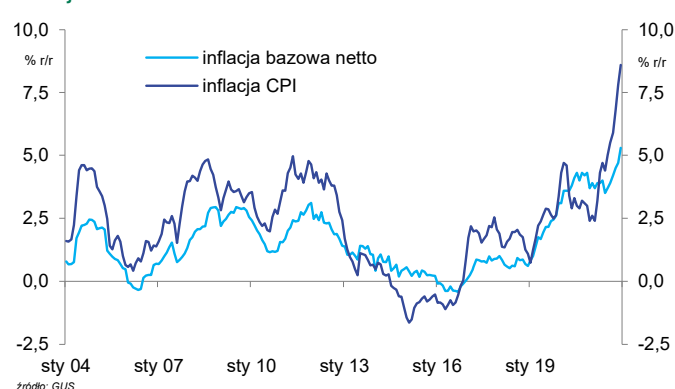
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



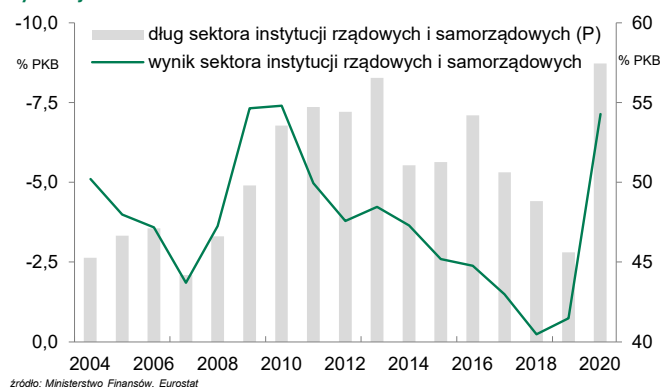
Rynek pracy



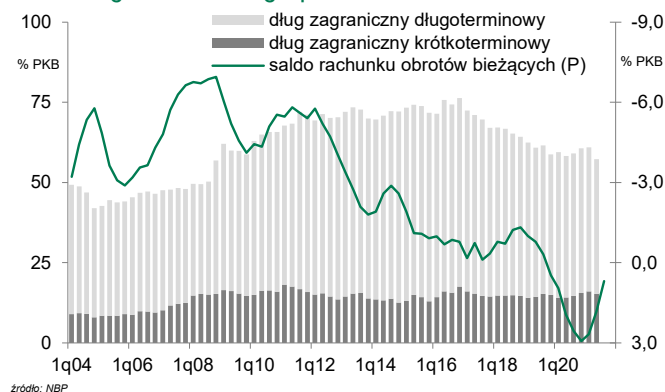
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.01.2022	28.01.2022	04.02.2022	28.02.2022	31.03.2022	30.06.2022
Stopa lombardowa NBP	%	2,75	2,75	2,75	3,50	4,25	4,50
Stopa referencyjna NBP	%	2,25	2,25	2,25	2,75	3,25	3,50
Stopa depozytowa NBP	%	1,75	1,75	1,75	2,00	2,25	2,50
WIBOR 3M	%	3,02	2,99	3,11	3,30	3,50	3,70
Obligacje skarbowe 2L	%	3,59	3,37	3,53	3,60	3,65	3,65
Obligacje skarbowe 5L	%	4,05	3,96	3,92	3,95	4,00	4,00
Obligacje skarbowe 10L	%	4,06	4,02	3,86	4,10	4,10	4,10
PLN/EUR	PLN	4,60	4,57	4,55	4,55	4,55	4,53
PLN/USD	PLN	4,11	4,10	3,97	4,01	4,02	4,01
PLN/CHF	PLN	4,42	4,41	4,30	4,35	4,35	4,33
USD/EUR	USD	1,12	1,12	1,15	1,14	1,13	1,13
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	%	1,78	1,77	1,91	1,90	1,85	1,73
Obligacje skarbowe GER 10L	%	0,01	-0,05	0,20	0,15	0,05	0,00

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.