

KOMENTARZ TYGODNIOWY

6 lutego 2023

Mocne dane z USA ważniejsze dla rynków niż posiedzenia Fed i EBC. Posiedzenie RPP w tym tygodniu ponownie bez emocji.

- Najważniejszym wydarzeniem minionego tygodnia miały być posiedzenia banków centralnych. Decyzje banków ([podwyżka stóp Fed o 25 pkt. baz.](#) oraz [podwyżka stóp EBC o 50 pkt. baz.](#)) były zgodne z powszechnymi oczekiwaniami. Podobnie, inwestorzy byli przygotowani na raczej „jastrzębie” stanowiska banków centralnych wskazujące (literalnie odczytując wypowiedzi) na intencję kontynuacji cyklu podwyżek stóp w II kw., po praktycznie pewnych marcowych podwyżkach. Jednak wbrew retoryce prezesów Powella i Lagarde przez większą część tygodnia rynki utwierdzały się w oczekiwaniach na zakończenie w marcu cyklu podwyżek stóp, w warunkach łagodnego, ale postępującego spowolnienia aktywności gospodarczej i dalszej dezinflacji.
- Te warunki rynkowe całkowicie zmieniła jednak piątkowa publikacja danych z USA, które ostatecznie okazały się kluczowym wydarzeniem tygodnia. W styczniu liczba nowych miejsc pracy w USA wzrosła aż do 517 tys., ponad dwukrotnie przekraczając oczekiwania rynkowe. Stopa bezrobocia obniżyła się do 3,4% najniższego poziomu od ponad 50-ciu lat. Na poziomie zbliżonym do oczekiwań ukształtowała się dynamika wynagrodzeń (spadek do 4,4% r/r z 4,8% r/r w grudniu). Choć dynamika płac wyraźnie obniżyła się wobec danych z początku 2022 r., to poziom pozostaje wysoki, co w połączeniu z wciąż tak silnym popytem na pracę nie uspokoi Fed w kontekście średniokresowego ryzyka wzrostu inflacji.
- Szpecially silny wzrost zatrudnienia miał miejsce w usługach, co jest spójne z zaskakującym styczniowym odbiciem wskaźnika koniunktury ISM w usługach do 55,2 pkt. z 49,2 pkt. w grudniu. Z kolei nieco silniej od oczekiwań tj. do 47,4 pkt. w styczniu obniżył się indeks koniunktury w przemyśle.
- Niewątpliwie taka kombinacja danych silnie podwyższa ryzyko kontynuacji w II kw. podwyżek stóp procentowych, choć trudno obecnie jednoznacznie na taką ocenę, biorąc pod uwagę zaskakującą zmienność publikowanych ostatnio danych (np. indeksu ISM w usługach, słabszych nastrojów konsumentów wskazujących na pogorszenie sytuacji na rynku pracy, czy zapowiedzi największych firm w USA nt. znaczącej skali zwolnień pracowników), jak również pojawiające się już pierwsze sygnały spowolnienia konsumpcji prywatnej, dotychczas głównego motoru amerykańskiej gospodarki.
- Niejednoznaczne okazały się także publikacje wstępnego odczytu styczniowego wskaźnika inflacji HICP w strefie euro. Według szacunku *flash* inflacja obniżyła się silniej do 8,5% r/r niemniej wyjątkowo z powodu silniejszego spadku cen energii, przy stabilizacji inflacji bazowej na poziomie 5,2% r/r. Jednocześnie opublikowane dane uwzględniały jedynie szacunki wskaźnika inflacji dla Niemiec, gdyż dane z tego kraju zostaną opublikowane dopiero w bieżącym tygodniu. Kształtowanie się inflacji bazowej, wyniki negocjacji

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

płacowych w strefie euro w I kw. oraz skala redukcji prognozy inflacji w marcowej projekcji EBC będą kluczowe dla spełnienia się naszej prognozy stabilizacji stóp w strefie euro począwszy od II kw.

- Piątkowe publikacje danych z USA ograniczyły wcześniejszy bardzo silny optymizm. Ostatecznie globalny indeks MSCI wzrósł o 1,5%, przy wzroście indeksu w USA o 1,6% i w strefie euro o 2,0%. Wskaźnik dla rynków wschodzących obniżył się natomiast o blisko 2,0%. Po wcześniejszych silnych spadkach rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, piątkowa korekta ostatecznie poskutkowała wzrostem rentowności w USA (2 pkt. baz. na dłuższym końcu) oraz niewielkim (5 pkt. baz.) spadkiem rentowności papierów w USA. Po tym jak do czwartku dolar tracił ponad 0,5% (w relacji do koszyka walut), ostatecznie zyskał 0,3%, a kurs dolara wobec euro powrócił poniżej 1,08 USD/EUR, po tym jak w trakcie tygodnia przekroczył okresowo 1,10 USD/EUR.
- Początkowe lepsze nastroje globalne pomogły wzmocnić się złotemu poniżej 4,70 PLN/EUR, niemniej dane z końca tygodnia ponownie zepchnęły kurs w kierunku 4,72 PLN/EUR, a mocniejszy dolar poskutkowało wzrostem kursu do powyżej 4,35 PLN/USD. Kolejny tydzień z rzędu krajowy rynek SPW pozostał całkowicie odporny na sytuację globalną. Rentowności obligacji obniżyły się o ponad 10 pkt. baz. w tym poniżej 5,70% obligacji 10-letnich przy dalszych spadkach notowań IRS oraz stawek FRA.
- Wsparciem dla spadków krajowych stóp procentowych mogła być [publikacja wstępnego szacunku PKB za 2022 r.](#), który obniżył się do 4,9% z 6,8% w 2021 r. Dane roczne oraz wyniki za okres I – III kw. implikują obniżenie dynamiki PKB w IV kw. do 2,0% – 2,3% r/r. Choć wynik ten jest nieco wyższy od naszych oczekiwań, to większą uwagę zwraca tąpnięcie konsumpcji prywatnej, która w IV kw. obniżyła się o 1,5% r/r. Ten obraz w niewielkim stopniu poprawia bardzo dobry wynik inwestycji (wzrost o ponad 5,0%), gdyż prawdopodobnie jest efektem przyspieszenia lub przesunięcia wydatków publicznych (np. zbrojeniowych).
- Jeżeli nawet szacowany silniejszy wzrost inwestycji w IV kw. wynikał z pozytywnej niespodzianki w zakresie inwestycji przedsiębiorstw, to [najnowszy raport NBP dot. koniunktury w sektorze przedsiębiorstw](#) nie zapowiada optymizmu w tej kwestii w nadchodzących kwartałach. Z drugiej strony raport NBP potwierdza solidną sytuację na rynku pracy, pomimo oczekiwanego pogorszenia sytuacji firm, co ogranicza ryzyko głębszego i trwałego spowolnienia konsumpcji prywatnej. Obniżenie ryzyka kryzysu energetycznego ograniczyło pesymizm firm, obniżyło ryzyka inflacyjne, wciąż jednak raportu wskazuje na dalsze spowolnienie aktywności krajowej gospodarki.
- Bieżący tydzień będzie już dużo spokojniejszy w kontekście kalendarza danych i wydarzeń. Co prawda zaplanowane jest posiedzenie RPP oraz czwartkowa konferencja prasowa prezesa NBP, to biorąc pod uwagę ostatnie decyzje Rady oraz publikacje danych nt. polskiej gospodarki trudno oczekiwać zmiany stóp czy też retoryki banku centralnego. Biorąc pod uwagę, że pierwszy szacunek inflacji CPI za styczeń zostanie opublikowany w połowie lutego, właśnie na marcowe posiedzenie RPP będzie zapewne skierowana większa uwaga Rady. Obok wstępnego szacunku inflacji w marcu Rada będzie dysponowała aktualizacją projekcji NBP.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (8 lutego)**

Oczekujemy, że podczas środowego posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy NBP bez zmian, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie 6,75%. Po tym jak RPP zdecydowała o stabilizacji stóp na wcześniejszych czterech posiedzeniach, jest bardzo prawdopodobne, że podobna decyzja zostanie podjęta także podczas lutowego posiedzenia Rady. Ponadto, od ostatniego posiedzenia nie zostały opublikowane nowe dane dot. wskaźnika inflacji (standardowo brak publikacji szacunku *flash* inflacji za styczeń). Jak dotychczas przesłanką dla większości RPP dla utrzymania stóp bez zmian stało przekonanie Rady, że w dłuższej perspektywie inflacja będzie się obniżać w kierunku celu inflacyjnego NBP, do czego, w ocenie Rady, przyczynią się: dotychczasowe zacieśnienie polityki monetarnej w Polsce, globalne osłabienie koniunktury i inflacji oraz zacieśnienie polityki monetarnej przez główne banki centralne.

Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP zaplanowana jest na czwartek (9.02) na godz. 15.00.

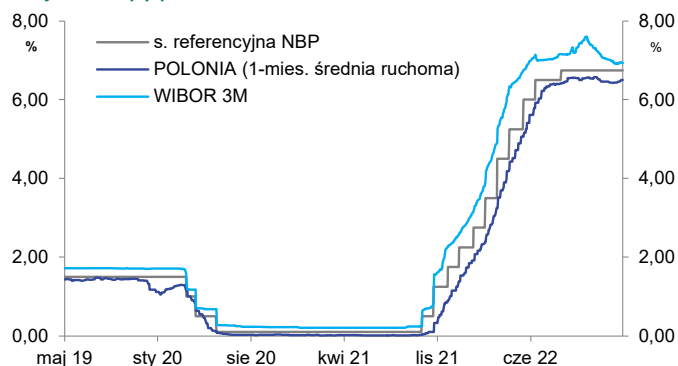
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 7 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	gru	0,2% m/m	-0,7% m/m	-
środa 8 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
-	PL	Decyzja RPP dot. stóp procentowych NBP	lut	6,75%	6,75%	6,75%
czwartek 9 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Inflacja CPI (wst.)	sty	8,6% r/r	8,9% r/r	-
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	lut	-	-	-
piątek 10 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Inflacja CPI	sty	1,8% r/r	2,2% r/r	-

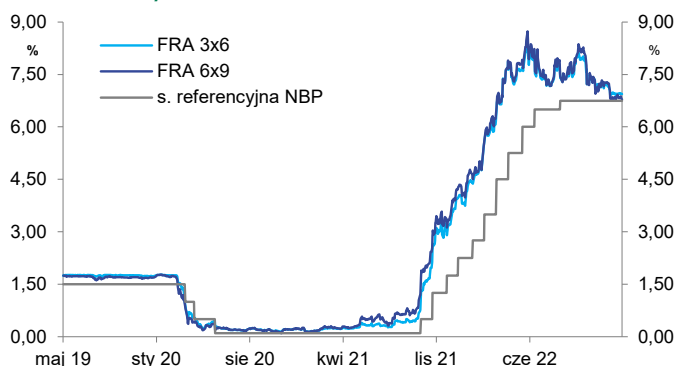
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

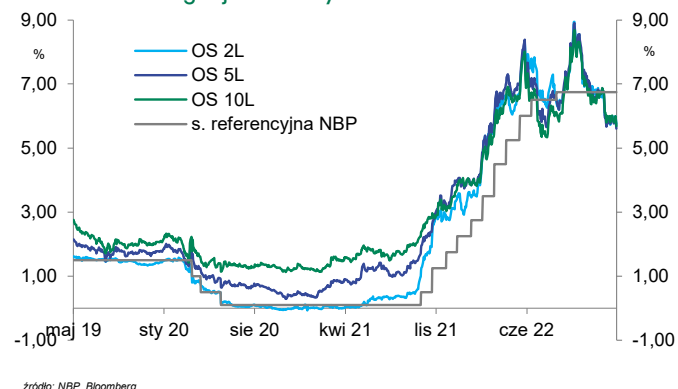
Krajowe stopy procentowe



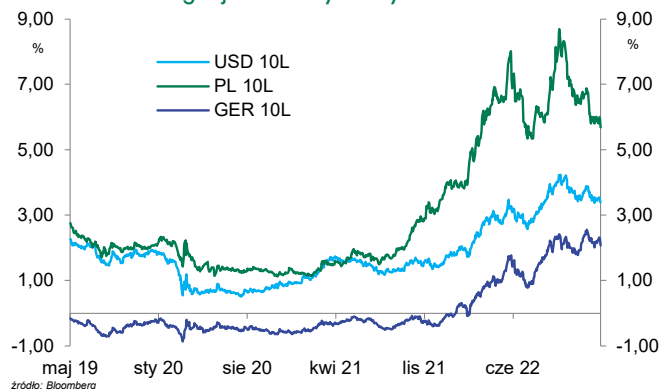
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



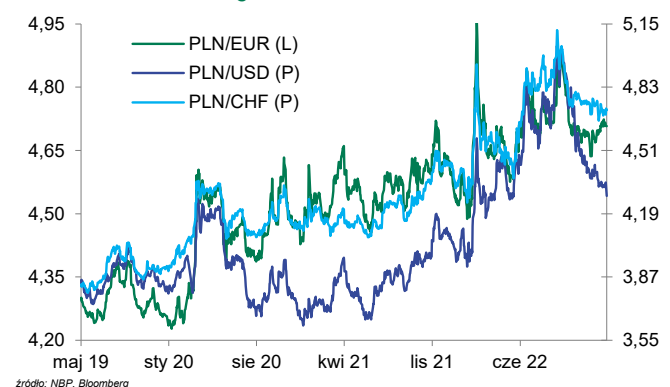
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



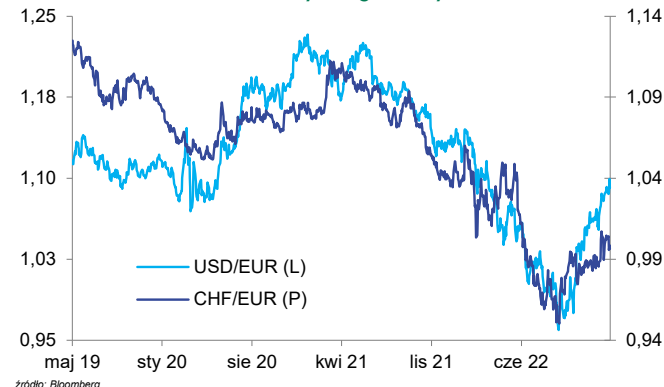
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



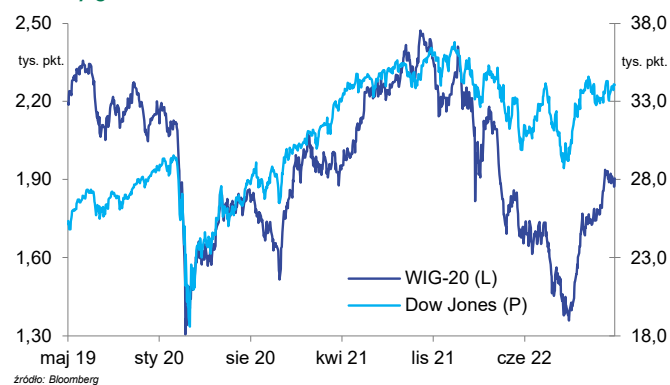
Notowania kursu złotego



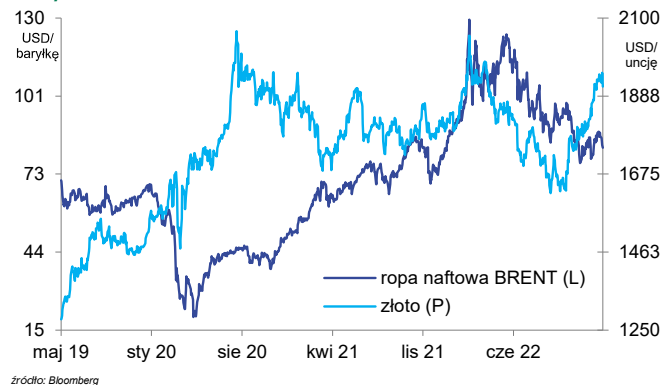
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

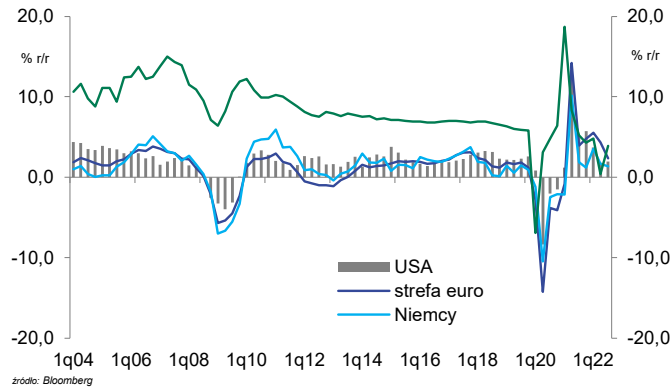


Ceny surowców

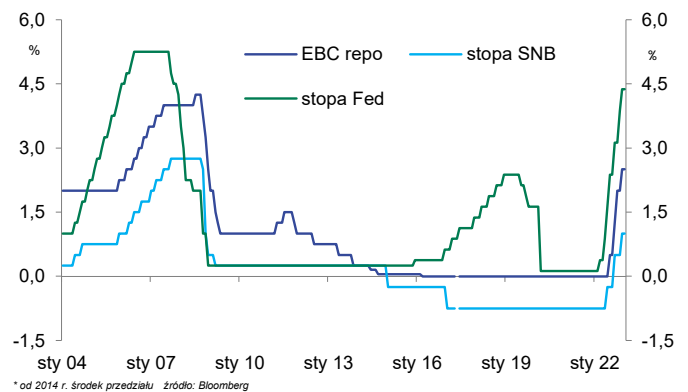


Sfera realna

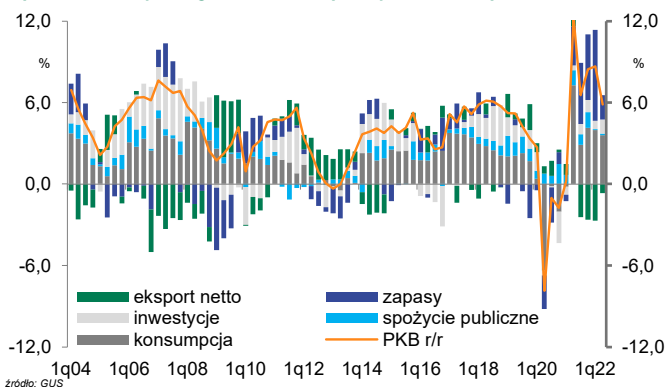
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



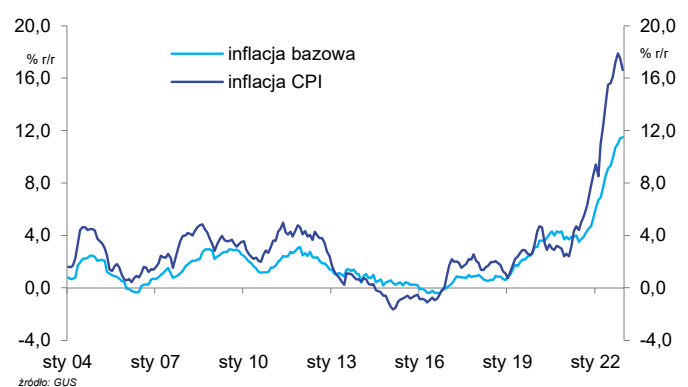
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



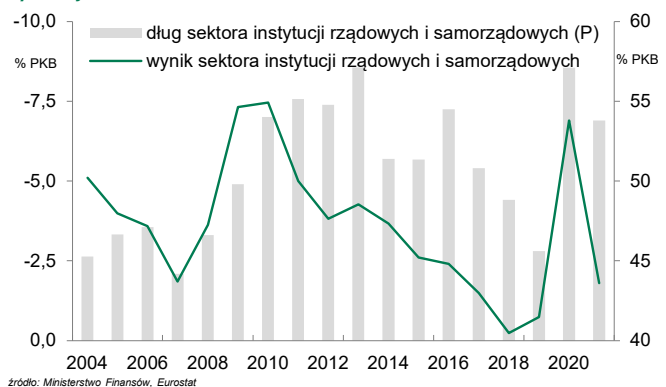
Rynek pracy



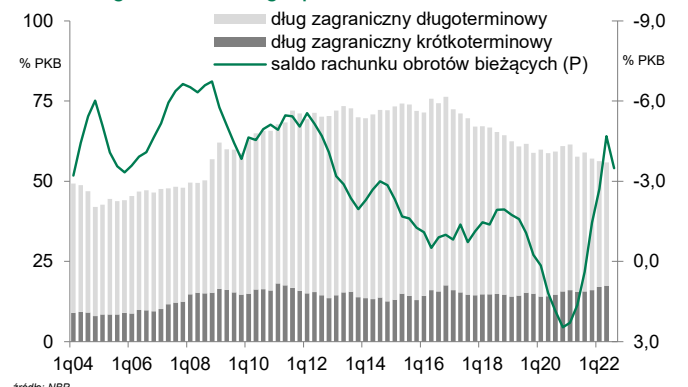
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.01.2023	27.01.2023	03.02.2023	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	%	6,95	6,94	6,92	6,95	6,95	6,95
Obligacje skarbowe 2L	%	6,00	5,85	5,76	6,15	6,15	6,10
Obligacje skarbowe 5L	%	5,95	5,76	5,62	6,10	6,10	6,00
Obligacje skarbowe 10L	%	6,00	5,94	5,69	6,10	6,10	5,95
PLN/EUR	PLN	4,71	4,71	4,69	4,70	4,70	4,66
PLN/USD	PLN	4,35	4,33	4,29	4,37	4,37	4,33
PLN/CHF	PLN	4,69	4,70	4,70	4,75	4,75	4,71
USD/EUR	USD	1,09	1,09	1,08	1,08	1,08	1,08
Stopa Fed	%	4,50	4,50	4,75	5,00	5,00	5,00
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	5,00	5,00	5,00
Stopa repo EBC	%	2,50	2,50	3,00	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	%	3,55	3,50	3,53	3,55	3,50	3,35
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,20	2,24	2,19	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.