

KOMENTARZ TYGODNIOWY

12 lutego 2024

Prezes NBP sygnalizuje brak obniżek stóp do końca roku. W tym tygodniu w kalendarzu CPI z USA i Polski.

- Miniony tydzień przyniósł wyraźną korektę oczekiwań rynkowych co do tempa i skali obniżek stóp zarówno na rynkach bazowych, jak i na polskim rynku. W minionym tygodniu rynek w pełni odzwierciedlił w notowaniach obligacji efekt mocnych danych z amerykańskiego rynku pracy opublikowanych pod koniec poprzedzającego go tygodnia. Ponadto mogła też wpłynąć ostrożna narracja ostatnich wypowiedzi przedstawicieli Fed i EBC. W rezultacie w ocenie rynkowej nie tylko spadły szanse na obniżkę stóp w I kw., ale ograniczone zostały oczekiwania dot. skali obniżek w całym 2023 roku. Z kolei w Polsce wypowiedź prezesa NBP podczas konferencji prasowej w ubiegłym tygodniu o braku perspektyw na obniżenie stóp NBP w tym roku zaskoczyła konserwatyzmem i także ostudziła oczekiwania rynkowe co do skali poluzowania polityki NBP.
- W tych warunkach zarówno na rynkach bazowych, jak i na rynku krajowym miała miejsce wyraźna korekta wzrostowa rentowności obligacji skarbowych. Rentowności obligacji 10-letnich wzrosły w skali tygodnia o 16 pkt. (do 4,18%) w USA i o 12 pkt. (do 2,38%) w Niemczech. Tym samym rentowności na rynkach bazowych kształtują się obecnie na poziomie najwyższym od początku grudnia ub.r. i kilkadziesiąt punktów powyżej minimów z drugiej połowy grudnia). Jednocześnie są nadal wyraźnie poniżej lokalnych maksimów z połowy listopada, kiedy to rynek jeszcze spekulował nt. możliwości dalszego zacieśnienia polityki monetarnej Fed i EBC.
- Na rynku polskim konserwatywna retoryka prezesa NBP podczas czwartkowej konferencji prasowej wyraźnie schłodziła oczekiwania rynkowe co do skali obniżki stóp NBP w tym roku. Kontrakty FRA wyceniają obecnie obniżki stóp o łącznie ok 50 pkt. baz. do końca roku (skumulowane pod koniec br.), wobec niemal 100 pkt. baz. dyskontowanych na początku lutego. Wraz z korektą wzrostową rentowności na rynkach bazowych poskutkowało to wzrostem kontraktów IRS na całej długości krzywej oraz rentowności obligacji na długim końcu krzywej. Rentowności obligacji 10-letnich wzrosły w skali tygodnia o 11 pkt. baz. do 5,34%. Co ciekawe rentowności obligacji 2-letnich wyraźnie spadły w skali tygodnia – o blisko 20 pkt. baz. poniżej 4,70%, tj. w okolice lokalnych minimów. Jedynym wytłumaczeniem tej sytuacji wydaje się popyt ze strony krajowych banków, które w warunkach znaczącej nadpłynności nie mają zbyt dużego manewru w zakresie lokowania nadwyżek płynności.
- Opublikowane w minionym tygodniu dane z gospodarek rozwiniętych nie zmieniły obrazu aktywności gospodarczej. Wyższy od oczekiwań wynik koniunktury ISM w usługach wpisał się w obraz solidnej aktywności gospodarki USA. Z kolei grudniowe zamówienia i produkcja w przemyśle Niemiec potwierdziły obraz stagnacji największej gospodarki europejskiej. Co prawda dynamika grudniowych zamówień zaskoczyła wyraźnie in plus, lecz był to efekt skokowego wzrostu zamówień w zmiennej kategorii produkcji pozostałych środków transportu (statki, samoloty). Pozostałe kluczowe dla gospodarki niemieckiej sektory (motoryzacja, przemysł chemiczny) odnotowały regres zamówień.

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

- Korzystne wyniki gospodarki USA wraz z generalnie dobrymi wynikami spółek sprzyjały kontynuacji wzrostów na globalnych rynkach akcji, pomimo gorszych perspektyw dla poluzowania polityki monetarnej. W skali tygodnia globalny indeks rynków akcji MSCI wzrósł o 1,1% w skali tygodnia, przy silniejszym wzroście w USA (1,4%) i słabszym w EMU (1,1%, przy stagnacji w Niemczech) i na rynkach wschodzących (1%). W Polsce miniony tydzień przyniósł korektę spadkową WIG (o 1,4%), po skokowym wzroście we wcześniejszym tygodniu (o 5%).
- Na globalnym rynku walutowym miniony tydzień nie przyniósł istotnych zmian – ze stabilizacją kursu USD i EUR w relacji do koszyków walut i stabilizacją relacji tych dwóch walut nieco poniżej 1,08 dolara za euro. W przypadku złotego, po rozpoczęciu tygodnia lekkim osłabieniem złotego, konserwatywny przekaz prezesa Głapińskiego podczas czwartkowej konferencji prasowej spowodował umocnienie złotego pod koniec tygodnia i w efekcie stabilizację kursu złotego w relacji do koszyka walut w skali całego tygodnia.
- Tak jak wskazaliśmy na wstępie, dla krajowego rynku finansowego najistotniejszym wydarzeniem minionego tygodnia było posiedzenie RPP, a przede wszystkim konferencja prezesa Głapińskiego po posiedzeniu, gdyż sama decyzja Rady o utrzymaniu bez zmian stóp NBP była powszechnie oczekiwana. To co zaskoczyło, to jednoznaczne zasignalizowanie przez prezesa NBP, że w świetle dostępnych informacji i jego rozeznania nt. opinii członków RPP, wniosek o obniżenie stóp procentowych nie znajdzie w tym roku poparcia większości RPP. Zatem w najbardziej prawdopodobnym scenariuszu stopy NBP pozostaną bez zmian do końca roku. Wskazał przy tym na perspektywę wzrostu inflacji w II poł. roku, po okresowym spadku w okolice celu NBP w I kw. oraz na niepewność co do perspektyw inflacji w kontekście zmian regulacyjnych i tendencji fiskalnych.
- Sam konserwatywny przekaz prezesa NBP nie był aż tak dużą niespodzianką, natomiast zaskoczył wczesny moment tak jednoznacznej „zapowiedzi” stabilizacji stóp NBP w całym 2024 roku. Od czasu raptownej zmiany komunikacji prezesa NBP i większości RPP w listopadzie ubiegłego roku wskazywaliśmy na podwyższone ryzyko dla naszego bazowego scenariusza dwóch obniżek stóp pod koniec bieżącego roku. Wskazywaliśmy na gwałtowną zmianę funkcji reakcji RPP i asymetryczny bilans ryzyka dla bazowego scenariusza (ciężący w kierunku stabilizacji stóp). To co zaskoczyło, to tak wczesny moment deklaracji prezesa NBP. Dotychczas prezes Głapiński wskazywał na istotną wagę marcowej projekcji NBP i na tej podstawie można było wnioskować, że dopiero w oparciu o wyniki projekcji dot. średnioterminowych perspektyw inflacyjnych RPP i prezes NBP będą formułowali oceny dot. perspektyw polityki monetarnej.
- Stało się inaczej, a zatem zmaterializowało się ryzyko dla naszej dotychczasowej prognozy stóp NBP w tym roku – funkcja reakcji RPP okazała się bardziej konserwatywna od naszych dotychczasowych założeń (ostrożniejszych od oczekiwań rynkowych). W tej sytuacji skorygowaliśmy nasz bazowy scenariusz stóp NBP na bieżący rok. Oczekujemy, że do końca tego roku stopy NBP pozostaną stabilne (na poziomie 5,75% dla stopy referencyjnej NBP). Przy obecnie deklarowanej funkcji reakcji RPP, sądzimy, że Rada „wytrzyma” okres spadku inflacji poniżej 3% w I połowie roku, a prognozowany przez nas wzrost CPI w okolice 5% w II połowie roku wzmocni przekonanie RPP o potrzebie stabilizacji stóp. Sądzimy, że RPP zdecydowałaby na poluzowanie polityki monetarnej

w 2024 r. jedynie w przypadku zdecydowanego pogorszenia koniunktury gospodarczej na świecie, szybszego procesu dezinflacji na świecie i w kraju oraz szybszego od naszych założeń procesu luzowania polityki monetarnej głównych banków centralnych. Taki scenariusz oceniamy jako mniejszościowy.

- Wobec zaskakująco jednoznacznej deklaracji prezesa NBP dot. perspektyw polityki monetarnej spadło znaczenie publikowanych w tym tygodniu danych z polskiej gospodarki – przede wszystkim wstępnego szacunku wskaźnika inflacji CPI w styczniu oraz szacunku PKB za IV kw. Styczniowy wstępny szacunek CPI (oczekujemy spadku do 4,0% wobec 6,2% w grudniu) wskaże z jakiego punktu startowego inflacja rozpocznie nowy rok, choć należy zastrzec, że wynik ten zostanie jeszcze skorygowany przy okazji kolejnej publikacji inflacji w oparciu o nowy koszyk inflacyjny GUS (najbliższa publikacja opierać się będzie jeszcze o koszyk obowiązujący w 2023 r.). Wyraźnie mniejsze znaczenie będzie miała publikacja szacunku PKB za IV kw. ub.r. – szacujemy na podstawie wcześniejszej publikacji PKB za cały 2023 r., że wzrost w IV kw. wyniósł 1,2% r/r vs. 0,5% r/r w III kw. W związku z tym, że publikacja szacunku rocznego PKB pozwoliła na przybliżony szacunek wyników w IV kw., publikacja nie dostarczy już istotnych nowych informacji, poza doprecyzowaniem, ile konkretnie wzrósł PKB w IV kw.
- Na globalnym rynku najbardziej oczekiwaną publikacją będzie wtorkowa publikacja styczniowej inflacji CPI w USA – wskaże pomimo silnej aktywności gospodarczej proces dezinflacji postępuje zgodnie z rynkowymi oczekiwaniami. Ponadto w kalendarzu w tym tygodniu znajdują się publikacje produkcji i sprzedaży detalicznej w USA oraz produkcji w strefie euro.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **PKB w IV kw. 2023 r. – szacunek wstępny (14 lutego)**

Prognozujemy, że w IV kw. 2023 r. dynamika wzrostu PKB wyniosła 1,2% r/r, rosnąc z 0,5% r/r w III kw. Szacunek wzrostu PKB w całym 2023 r. (opublikowany przed dwoma tygodniami) wskazuje, że w samym IV kw. (zakładając standardowo brak korekt za okres I – III kw.) dynamika mogła ukształtować się w przedziale 0,9% – 1,3% r/r. Biorąc pod uwagę, że szacunek roczny pozwolił na przybliżony szacunek wyników w IV kw., w tym także składowych PKB, sam szacunek *flash* (który nie zawiera żadnych informacji nt. struktury wzrostu PKB) nie dostarczy już istotnych nowych informacji, poza właśnie doprecyzowaniem jak silna była skala przyspieszenia wzrostu w ostatnim kwartale 2023 r. oraz szacunku wzrostu w ujęciu zmian kwartalnych oczyszczonych z sezonowości.

- **Wskaźnik inflacji CPI w styczniu (15 lutego)**

Prognozujemy, że w styczniu wskaźnik inflacji CPI obniżył się do 4,0% r/r wobec 6,2% r/r grudnia 2023 r. Według naszych szacunków w styczniu w kierunku spadku rocznego wskaźnika inflacji oddziaływały przede wszystkim dalszy spadek dynamiki rocznej: – cen żywności (efekt umiarkowanych zmian cen żywności w ujęciu m/m przy wysokich bazach odniesienia sprzed roku), – nośników energii (efekt wysokiej bazy odniesienia sprzed roku kiedy to w styczniu 2023 r. przywrócono podstawowe stawki VAT w wysokości 23% na energię elektryczną i gaz) oraz obniżająca się inflacja bazowa – głównie efekt hamowania wzrostu cen towarów przy wysokich efektach statystycznej bazy odniesienia sprzed roku.

Jednocześnie należy pamiętać, że jak co roku, podana przez GUS styczniowa wartość wskaźnika CPI będzie szacunkiem wstępnym – GUS opublikuje go w oparciu o obowiązujący w 2023 r. system wag, z szacunkowymi oszacowaniami składowych inflacji. Dopiero w połowie marca, przy okazji publikacji lutowego wskaźnika CPI, zostanie opublikowany ostateczny wynik CPI za styczeń (w oparciu o nowy system wag obowiązujący w 2024 r.), wraz z pełną strukturą zmian cen w poszczególnych kategoriach dóbr i usług.

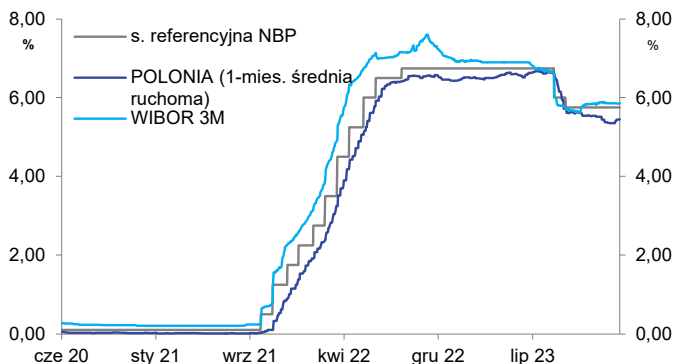
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 13 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	gru	1,326 mld EUR	0,053 mld EUR	-0,805 mld EUR
14:30	US	Inflacja CPI	sty	3,4% r/r	2,9% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	sty	3,9% r/r	3,7% r/r	-
środa 14 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Dynamika PKB	IV kw.	0,5% r/r	-	1,2% r/r
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	gru	-0,3% m/m	-0,2% m/m	-
11:00	EMU	Dynamika PKB	IV kw.	-0,1% kw/kw	0,0% kw/kw	-
czwartek 15 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	sty	6,2% r/r	4,2% r/r	4,0% r/r
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	sty	0,6% m/m	-0,1% m/m	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa	sty	0,1% m/m	0,3% m/m	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

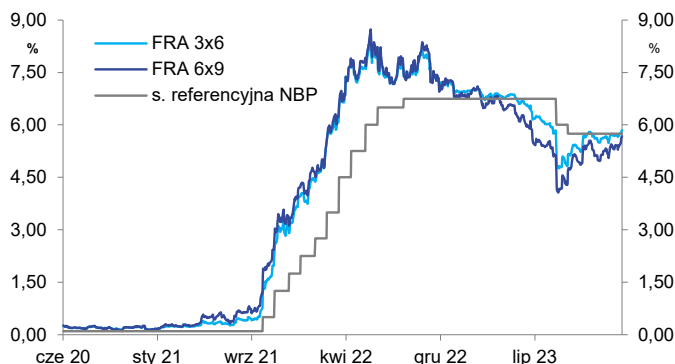
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



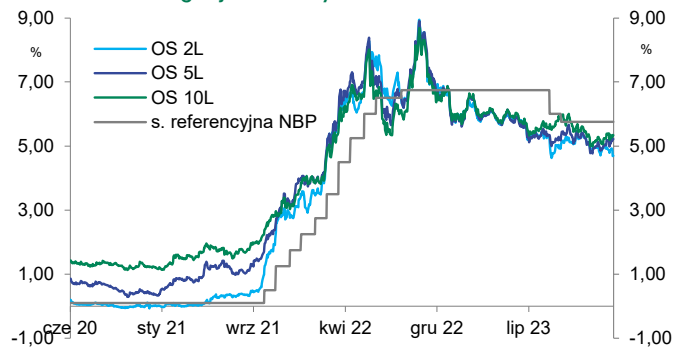
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



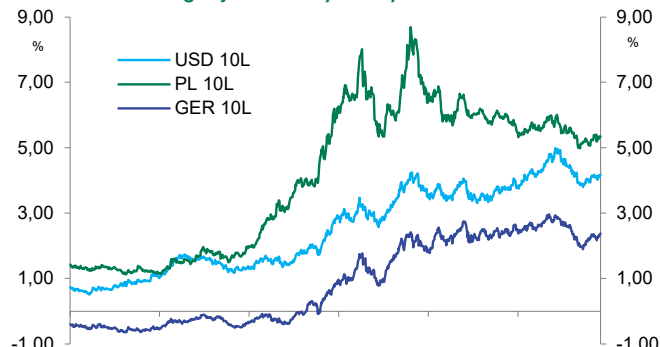
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



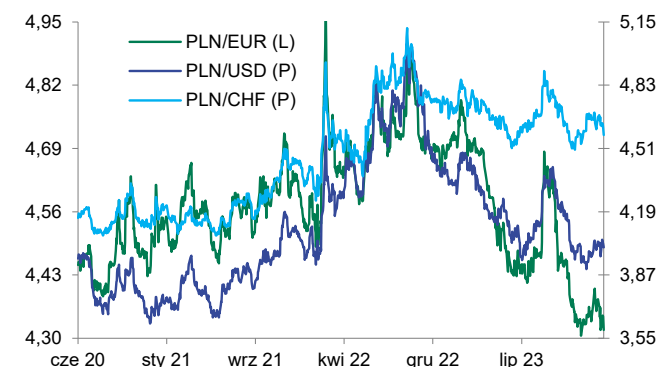
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



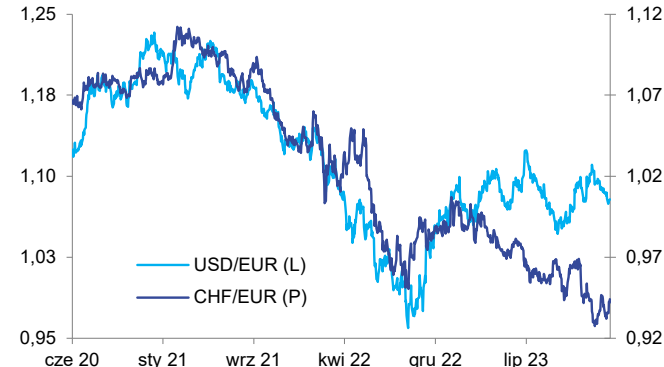
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



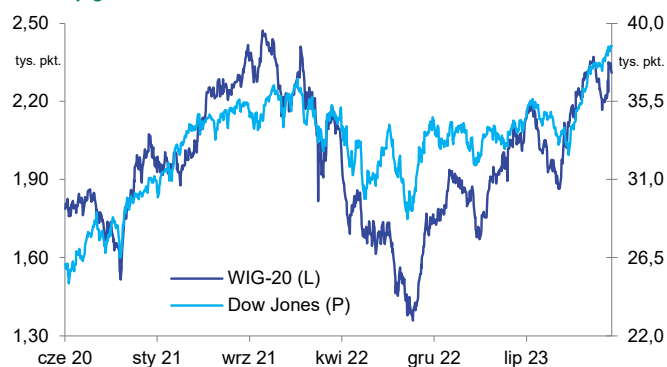
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



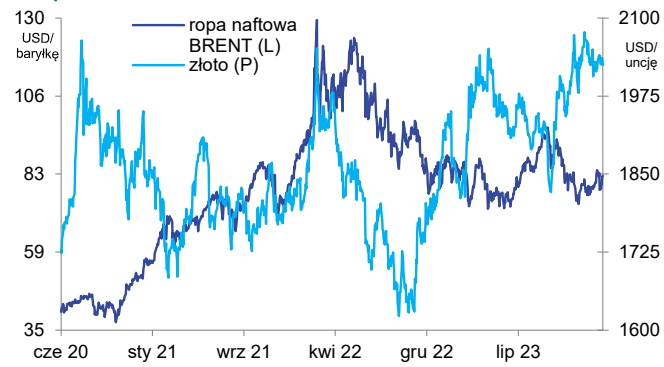
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



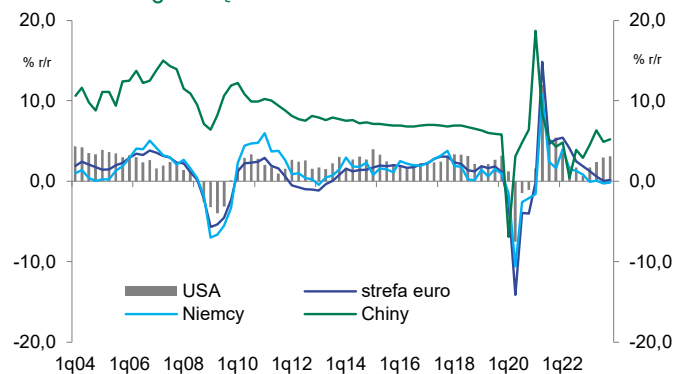
źródło: Bloomberg

2024-02-12

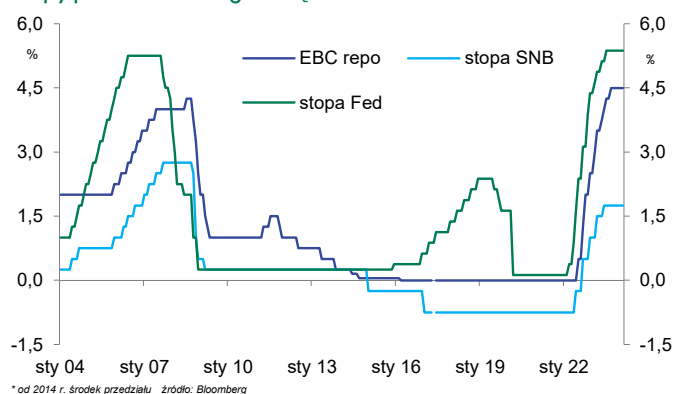
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

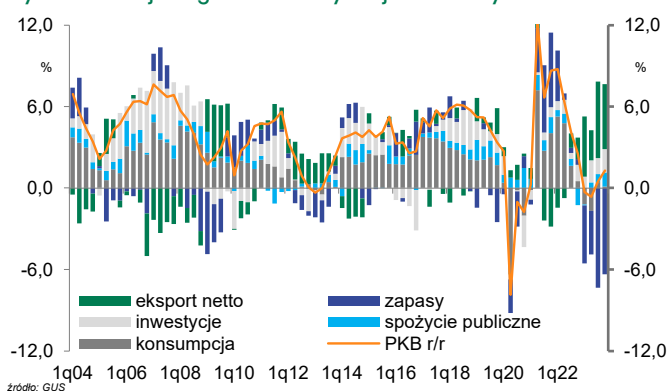
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



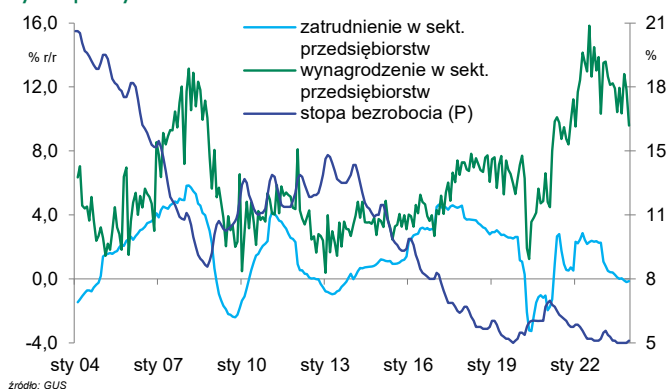
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



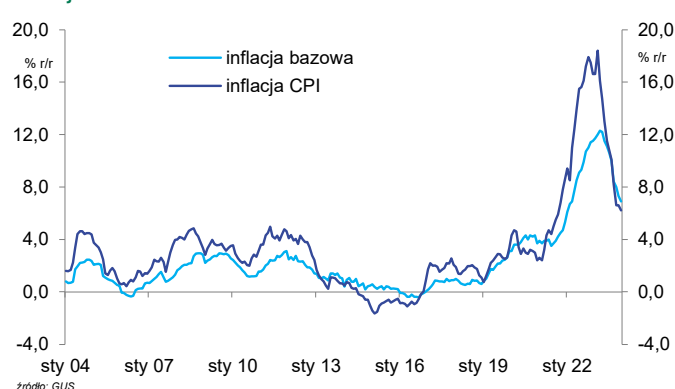
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



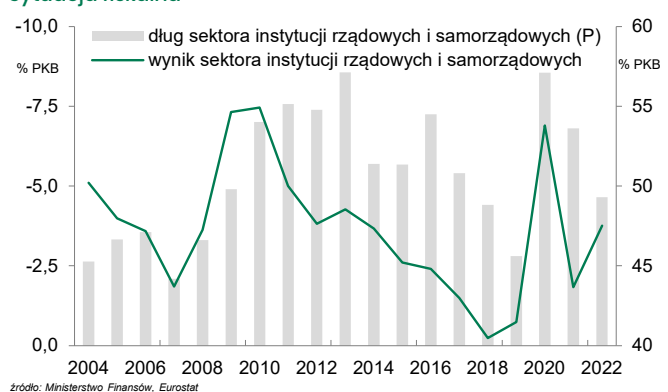
Rynek pracy



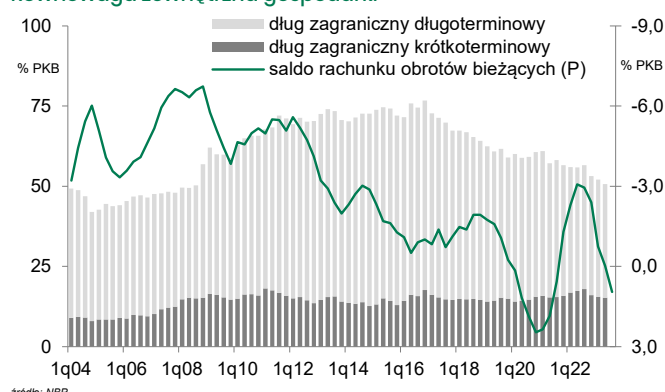
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.01.2024	02.02.2024	09.02.2024	29.02.2024	31.03.2024	30.06.2024
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	%	5,86	5,85	5,86	5,90	5,90	5,90
FRA 3x6	%	5,65	5,70	5,85	-	-	-
FRA 6x9	%	5,29	5,38	5,68	-	-	-
FRA 9x12	%	4,93	5,02	5,38	-	-	-
IRS 2L	%	5,10	5,15	5,33	-	-	-
IRS 5L	%	4,56	4,60	4,78	-	-	-
IRS 10L	%	4,66	4,67	4,81	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,79	4,82	4,69	4,90	4,90	4,90
Obligacje skarbowe 5L	%	4,98	5,06	5,21	5,10	5,10	5,10
Obligacje skarbowe 10L	%	5,18	5,23	5,34	5,25	5,25	5,10
PLN/EUR	PLN	4,34	4,32	4,32	4,36	4,37	4,42
PLN/USD	PLN	4,01	3,96	4,01	4,04	4,05	4,09
PLN/CHF	PLN	4,65	4,63	4,58	4,66	4,67	4,71
USD/EUR	USD	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08
Stopa Fed	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25
Stopa repo EBC	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25
Stopa SNB	%	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3,91	4,02	4,18	4,05	3,95	3,80
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,16	2,24	2,38	2,20	2,20	2,10

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.