

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

31 stycznia 2022

## Podwyższona zmienność na rynkach. Fed zaostrza retorykę, w tym tygodniu posiedzenie EBC.

- W minionym tygodniu utrzymywała się podwyższona zmienność na globalnym rynku finansowym w warunkach: - niewygasającego napięcia geopolitycznego w kontekście ryzyka agresji Rosji na Ukrainie, - dalszego zaostrzenia retoryki FOMC, - kontynuacji zaostrzenia polityki monetarnej przez kolejne banki centralne (m.in. na Węgrzech i w Chile), - mieszanych danych napływających z gospodarki światowej oraz rosnących cen ropy naftowej.
- Podczas ubiegłotygodniowego posiedzenia [FOMC zgodnie z oczekiwaniami utrzymał stopy bez zmian](#). Jednocześnie wystąpienie prezesa Fed okazało się bardziej „jastrzębie” niż można się było spodziewać. Retoryka Powella została powszechnie odczytana jako zapowiedź rozpoczęcia podwyżek stóp na kolejnym marcowym posiedzeniu FOMC. Dalsze tempo zacieśniania polityki monetarnej będzie zależało od napływających danych gospodarczych, niemniej w świetle retoryki Powella bilans ryzyka wskazuje na możliwość szybszego zacieśniania polityki monetarnej przez Fed.
- Opublikowane w minionym tygodniu dane z gospodarki światowej, przede wszystkim wstępne wyniki PKB za IV kw. 2021r. ze strefy euro i USA, odzwierciedliły różnicowany wpływ sytuacji epidemicznej na poszczególne gospodarki. Gospodarki europejskie, które zostały dotknięte kolejną falą epidemii wcześniej lub wprowadziły silniejsze obostrzenia epidemiczne odnotowały wyraźniejsze osłabienie aktywności - w tym Niemcy ze spadkiem PKB o 0,7% kw/kw. Z kolei Francja i Hiszpania zaskoczyły solidnym wzrostem PKB. W USA wzrost PKB w IV kw. zaskoczył bardzo pozytywnie (+6,9% kw/kw anual.), pomimo słabszej od oczekiwań konsumpcji prywatnej. W IV kw. silnie wynik PKB wsparł wzrost zapasów, co wskazuje na raczej okresowy impuls dla aktywności gospodarki amerykańskiej.
- Wobec szeregu impulsów na rynkach akcji panowała podwyższona zmienność. Ostatecznie w skali całego tygodnia globalny indeks akcji MSCI obniżył się tylko nieznacznie o 0,1%, przy wzroście w USA o 0,7% (gdzie w poprzednim tygodniu notowano największy spadek), spadku o 2,3% w strefie euro i jeszcze silniejszym spadku na rynkach wschodzących - o blisko 4%. Słabość rynków europejskich można tłumaczyć m.in. większym ryzykiem geopolitycznym. Z kolei indeksowi rynków wschodzących MSCI EM bardzo silnie zaszkodził gwałtowny spadek indeksów w Azji.
- Na rynku stopy procentowej w trakcie tygodnia także utrzymywała się podwyższona zmienność, niemniej ostatecznie w skali całego tygodnia zmiany rentowności obligacji długoterminowych okazały się organiczne. W skali tygodnia rentowności 10-letnich papierów w USA wzrosły o 1 pkt. baz. (do 1,77%), a niemieckich o 2 pkt. baz. (do -0,05%). Ostrzejsza retoryka prezesa Fed wywarła jedynie silniejszy wpływ na rentowności obligacji skarbowych w USA na krótkim końcu krzywej, które w przypadku papierów 2-letnich osiągnęły lokalne maksimum na poziomie 1,16% (ostatnio notowane w lutym 2020 r.). W

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

warunkach wyższej niepewności na rynkach oraz rosnących oczekiwań na zaostrzenie polityki pieniężnej Fed dolar wyraźnie wzmocnił się o 1,2% (w relacji do koszyka walut) oraz zyskał wobec euro do 1,116 USD/EUR.

- Polski rynek finansowy pozostawał wyraźnie słabszy na tle tendencji globalnych. Rodzimego rynkowi akcji ciążyło zarówno ryzyko geopolityczne, efekt przynależności do klasy rynków wschodzących, jak i zapewne nasilenie kolejnej fali zakażeń w Polsce. W efekcie w skali tygodnia WIG spadł o blisko 3,5%, kontynuując silny spadek z poprzedniego tygodnia.
- Miniony tydzień przyniósł pogorszenie sytuacji epidemicznej w Polsce. Za sprawą rozprzestrzeniania się wariantu Omikron 7-dniowa średnia liczba zachorowań na COVID-19 przekroczyła 45 tys., co oznacza jej wzrost w skali tygodnia o ponad 60%. Liczba osób hospitalizowanych wynosi 15 tys. (wzrost o ponad 10% w skali tygodnia) – ok. połowy historycznych maksimów. Niemniej dane te z opóźnieniem reagują na wzrost zachorowań. W nadchodzących tygodniach należy się liczyć z dalszym wzrostem liczby zakażeń do nowych rekordowych poziomów.
- Na krajowym rynku stopy procentowej nadal rosną oczekiwania na zaostrzenie polityki monetarnej NBP, co było pokłosiem lakonicznej „jastrzębiej” wypowiedzi prezesa NBP z piątku 21.01, (wypowiedź tą skomentowaliśmy przed tygodniem). Od tego czasu nie pojawiły się nowe wypowiedzi prezesa NBP. Pozostawiony w niepewności krajowy rynek obligacji kontynuował wzrost rentowności na całej długości krzywej dochodowości – ze wzrostem o 40 pkt. baz. na krótkim końcu i o 20 pkt. baz. na długim końcu – powyżej 4% na w segmencie obligacji 10-letnich. Globalny wzrost niepewności osłabił złotego (o ponad 1,5% do koszyka walut) – ponownie powyżej 4,55 w relacji do euro, w okolice 4,10 w relacji do dolara i w okolice 4,40 w relacji do franka.
- Opublikowane dzisiaj [wstępne szacunki polskiego PKB](#) za 2021 r. zaskoczyły *in plus*. Według GUS w 2021 r. PKB w Polsce wzrósł o 5,7%, co implikuje nieco ponad 7-proc. wzrost gospodarczy w IV kw. Dane GUS wskazują, że do wysokiego wyniku PKB w IV kw. przyczynił się silny popyt krajowy – solidna konsumpcja, mocniejsze inwestycje i kontynuacja wzrostu zapasów.
- W nadchodzącym tygodniu inwestorzy na rynku globalnym będą nadal próbowali wyważyć ryzyka z tytułu wysokiej inflacji (i skali koniecznego zaostrzenia polityki monetarnej), jak i dla globalnej aktywności. Dla obu tych tendencji istotne pozostają ryzyka podażowe w Chinach związane z restrykcyjną polityką pandemiczną, rozpoczynającymi się Igrzyskami Olimpijskimi i księżycowym Nowym Rokiem. Biorąc pod uwagę wielość czynników ryzyka, trudno oczekiwać w krótkim okresie poprawy globalnych nastrojów rynkowych.
- W bieżącym tygodniu uważnie śledzone będą styczniowe dane nt. rynku pracy w USA, które ukążą wpływ ostatniej fali epidemii na rynek pracy, a także comiesięczna seria publikacji wskaźników koniunktury gospodarczej z Europy i USA. W strefie euro oczekiwana będzie wstępna publikacja styczniowej inflacji – powszechnie oczekuje się spadku inflacji z grudniowych szczytów. Tradycyjnie oczekiwane będzie posiedzenie rady EBC, choć w tym wypadku trudno spodziewać się istotnej zmiany dotychczasowej retoryki.

- Polski rynek finansowy będzie oczekiwał na ewentualne kolejne wypowiedzi prezesa NBP. Nota bene w minionym tygodniu kancelaria prezydenta Andrzeja Dudy poinformowała, że prezydent będzie wnioskował o powołanie prezesa Głapińskiego na kolejną 6-letnią kadencję. Czynnikiem ryzyka dla krajowych aktywów pozostanie zapewne sytuacja geopolityczna związana z ryzykiem agresji Rosji na Ukrainę, a także postępująca kolejna fala epidemii koronawirusa.
- Uwzględniając globalną niepewność i niskie prawdopodobieństwo wyklarowania się czynników ryzyka o charakterze krajowym tym bardziej na rodzimym rynku trudno w krótkim okresie oczekiwać poprawy nastrojów. W szczególności dla krajowego rynku stopy procentowej więcej jasności powinien przynieść dopiero kolejny tydzień z posiedzeniem RPP (wtorek, 8 lutego) i konferencją prasową prezesa Głapińskiego, na której zapewne prezes NBP szerzej rozwinie wątek perspektyw polityki monetarnej NBP.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Posiedzenie Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego (3 lutego)**

Oczekujemy, że rada EBC utrzyma niezmienione parametry polityki pieniężnej w tym stopy procentowe (0,0% dla stopy repo oraz -0,5% dla stopy depozytowej) oraz warunki programu skupu aktywów (zmienione w grudniu 2021 r.)

Biorąc pod uwagę dokonanie już w grudniu zmian w programach skupu aktywów na kolejne miesiące 2022 r., brak publikacji nowych projekcji makroekonomicznych EBC, posiedzenie rady EBC w lutym będzie miało ograniczone znaczenie w aspekcie decyzyjnym. Z pewnością cała uwaga inwestorów skupi się na retoryce prezes EBC Ch. Lagarde podczas konferencji prasowej, wobec kolejnych oczekiwań dłuższego okresu podwyższonej inflacji oraz pojawiających się bardziej „jastrzębich” wypowiedzi części członków Rady. Jakkolwiek podczas konferencji prezes może nieco bardziej niuansować ryzyka związane z trendami inflacyjnymi, to przy bieżących słabszych danych ze sfery realnej w strefie euro oraz trudniejszej sytuacji epidemicznej nie oczekujemy wyraźniejszego zaostrzenia tej retoryki, otwierającego np. możliwość podwyżki stóp procentowych w 2022 r.

## Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

<b>wtorek 1 lutego</b>			<b>poprzednie dane</b>	<b>prognoza rynkowa*</b>	<b>prognoza BOŚ</b>
09:55	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł, styczeń (ost.)	60,5 pkt. (wst.)	60,5 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł, styczeń (ost.)	59,0 pkt. (wst.)	59,0 pkt.	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł, styczeń	58,8 pkt.	58,0 pkt.	-
<b>środa 2 lutego</b>			<b>poprzednie dane</b>	<b>prognoza rynkowa*</b>	<b>prognoza BOŚ</b>
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji HICP, styczeń (wst.)	5,0% r/r	4,3% r/r	-
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji bazowej HICP, styczeń (wst.)	2,6% r/r	1,9% r/r	-
<b>czwartek 3 lutego</b>			<b>poprzednie dane</b>	<b>prognoza rynkowa*</b>	<b>prognoza BOŚ</b>
09:55	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi, styczeń (ost.)	52,2 pkt. (wst.)	52,2 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi, styczeń (ost.)	51,2 pkt. (wst.)	51,2 pkt.	-
13:45	EMU	Posiedzenie rady EBC	-0,5% / 0,0%	-0,5% / 0,0%	-0,5% / 0,0%
14:30	EMU	Konferencja prasowa po posiedzeniu rady EBC	-	-	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 29.01	260 tys.	245 tys.	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi, styczeń	62,3 pkt.	59,6 pkt.	-
<b>piątek 4 lutego</b>			<b>poprzednie dane</b>	<b>prognoza rynkowa*</b>	<b>prognoza BOŚ</b>
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle, grudzień	1,2% m/m	0,4% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna, grudzień	1,0% m/m	-0,5% m/m	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia, styczeń	199 tys.	178 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia, styczeń	3,9%	3,9%	-
14:30	US	Zmiana godzinowych wynagrodzeń, styczeń	5,2% r/r	5,2% r/r	-
<b>poniedziałek 7 lutego</b>			<b>poprzednie dane</b>	<b>prognoza rynkowa*</b>	<b>prognoza BOŚ</b>
08:00	DE	Produkcja przemysłowa, grudzień	-0,2% m/m	-	-

\* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

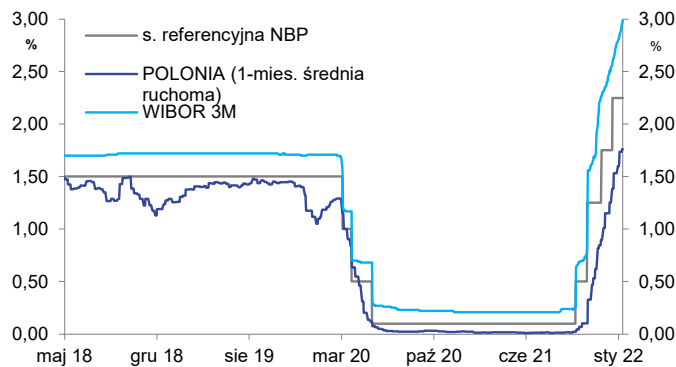
## Miesięczny kalendarz publikacji danych

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
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%	
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	grudzień	1.02	54,4 pkt.		55,8 pkt.
Posiedzenie RPP	PL	luty	7.02	2,25%		2,75%
Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	PL	styczeń	15.02	8,6% r/r		9,5% r/r

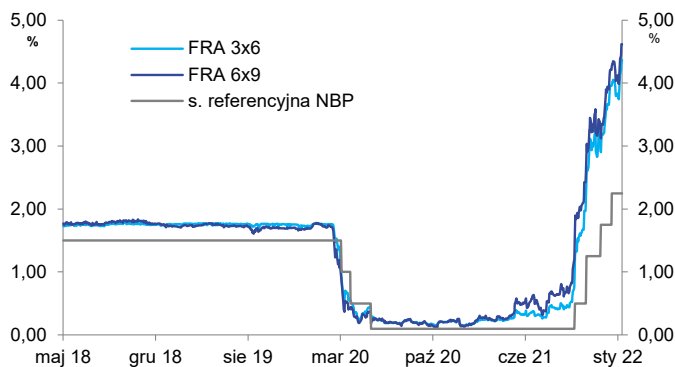
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Inflacja CPI	US	grudzień	12.01	6,8% r/r	7,0% r/r	
Wzrost PKB	CHN	IV kw.	17.01	4,9% r/r	4,0% r/r	
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	grudzień	24.01	58,0 pkt.	59,0 pkt.	
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	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)	6,9% kw/kw (anual)	
Wskaźnik inflacji bazowej PCE	US	grudzień	28.01	4,7% r/r/r/r	4,9% r/r	
Wzrost PKB (wst.)	EMU	IV kw.	31.01	2,2% kw/kw	0,3% kw/kw	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	styczeń	1.02	58,8 pkt.		58,0 pkt.
Inflacja – wskaźnik bazowy HICP (wst.)	EMU	styczeń	2.02	2,6% r/r		1,9% r/r
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	styczeń	3.02	62,3 pkt.		56,9 pkt.
Posiedzenie rady EBC	EMU	luty	3.02	-0,5% / 0,0%		-0,5% / 0,0%
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	styczeń	4.02	199 tys.		178 tys.
Stopa bezrobocia	US	styczeń	4.02	3,9%		3,9%

## Rynki finansowe

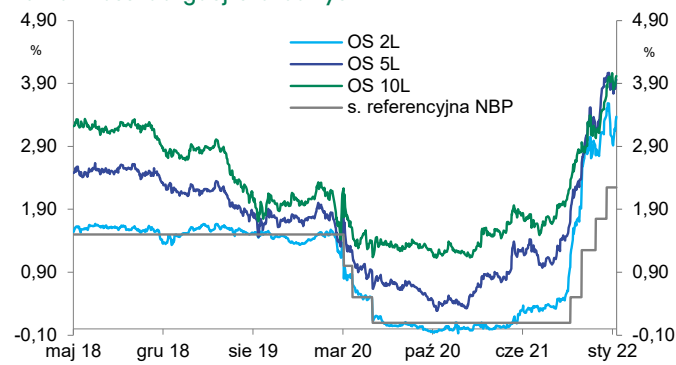
### Krajowe stopy procentowe



### Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



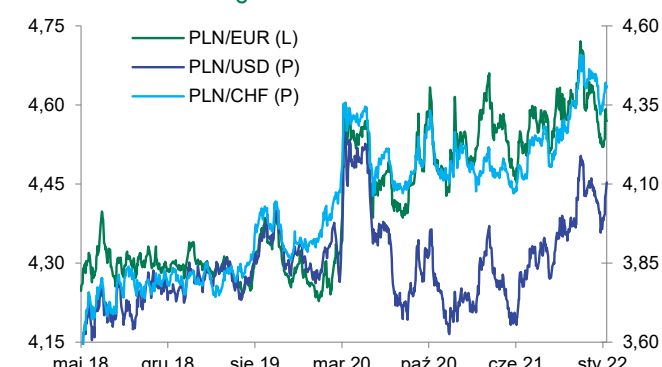
### Rentowności obligacji skarbowych



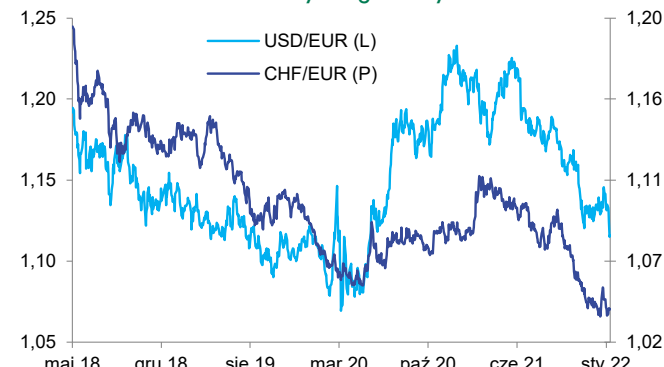
### Rentowności obligacji skarbowych



### Notowania kursu złotego



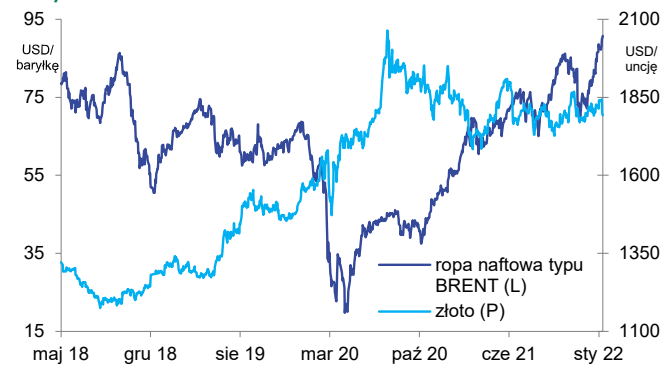
### Notowania kursów walut na rynku globalnym



### Indeksy giełdowe

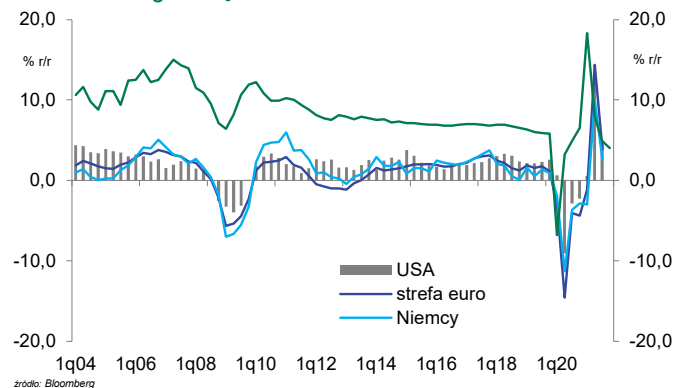


### Ceny surowców

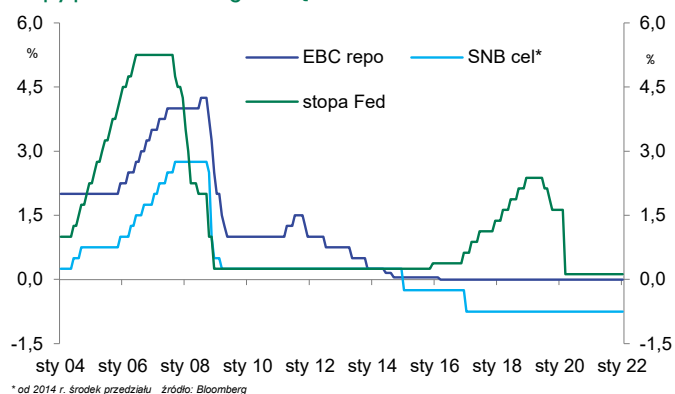


## Sfera realna

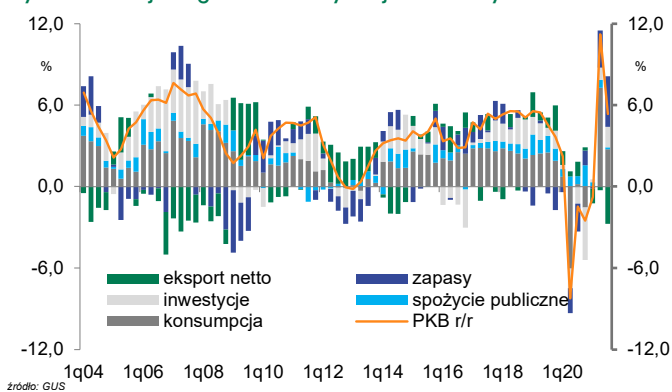
### Wzrost PKB za granicą



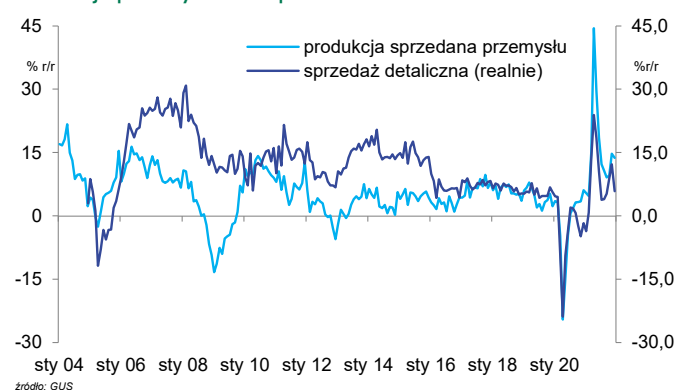
### Stopy procentowe za granicą



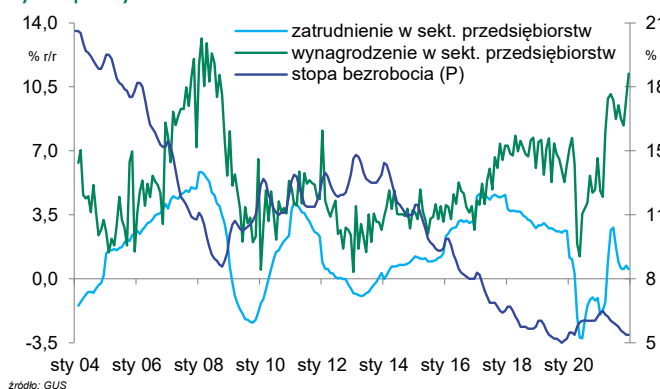
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



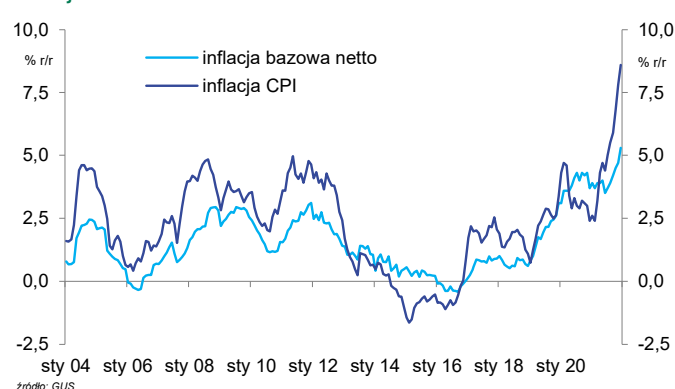
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



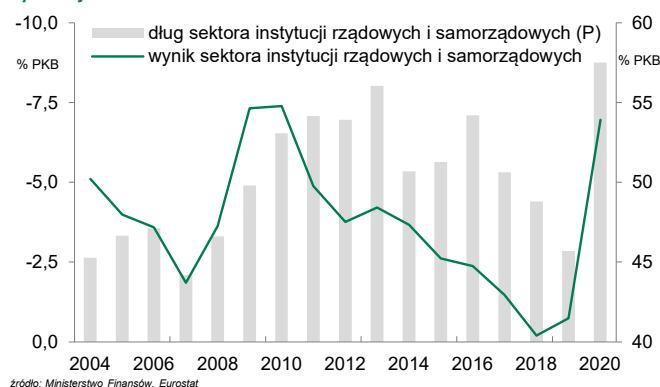
### Rynek pracy



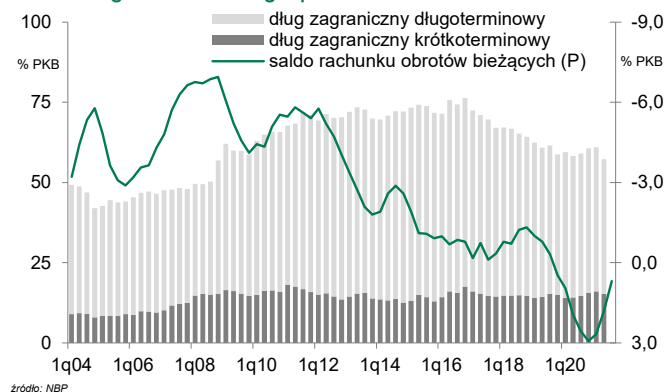
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki





## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.12.2021	21.01.2022	28.01.2022	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	2,85	2,99	2,95	2,95	2,95
Obligacje skarbowe 2L	%	3,33	2,98	3,37	3,25	3,10	3,00
Obligacje skarbowe 5L	%	3,93	3,74	3,96	3,95	3,75	3,45
Obligacje skarbowe 10L	%	3,62	3,80	4,02	3,98	3,85	3,55
PLN/EUR	PLN	4,60	4,53	4,57	4,55	4,55	4,53
PLN/USD	PLN	4,06	4,00	4,10	4,06	4,04	3,97
PLN/CHF	PLN	4,45	4,38	4,41	4,35	4,35	4,33
USD/EUR	USD	1,14	1,13	1,12	1,12	1,13	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	1,76	1,77	1,75	1,75	1,73
Obligacje skarbowe GER 10L	%	-0,19	-0,07	-0,05	-0,06	-0,07	-0,09

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.