

KOMENTARZ TYGODNIOWY

8 stycznia 2024

Na globalnym rynku wzrost wątpliwości co do szybkich obniżek stóp Fed. Oczekujemy w tym tygodniu utrzymania bez zmian stóp NBP.

- Początek nowego roku przyniósł lekką korektę nastrojów rynkowych dot. prognoz łagodnego spowolnienia aktywności i szybkich redukcji stóp procentowych przez główne banki centralne. Te nastroje dominowały przez kilka ostatnich tygodni 2023 r. skutkując znaczącymi spadkami rentowności obligacji skarbowych i wzrostem cen aktywów o wyższym profilu ryzyka.
- W ostatnim przedświątecznym tygodniu osłabła siła zmian, a pierwsze dni 2024 r. przyniosły pewne odreagowanie. Bezpośrednim impulsem do tego była publikacja stenogramów z grudniowego posiedzenia FOMC. W zapisie dyskusji komitetu trudno było znaleźć wsparcie dla prognozy szybkiej redukcji stóp Fed. Jakkolwiek większość członków komitetu wskazała na prognozę obniżek stóp w 2024 r., to treść zapisów dyskusji nie wskazała, by dyskusja zmierzała do bliskiej obniżki stóp, ponadto wciąż większość FOMC nie była w grudniu pewna czy kolejna podwyżka stóp na pewno nie będzie konieczna.
- Dane makroekonomiczne z USA opublikowane w minionych dniach można uznać za mieszane. Z jednej strony *in plus* zaskoczyła grudniowa liczba nowych etatów w USA na poziomie 216 tys., łącznie z wyższą dynamiką wynagrodzeń (4,1% r/r) oraz niższą stopą bezrobocia (3,7%) nie wskazując raczej na słabnięcie koniunktury na amerykańskim rynku pracy. Z drugiej strony liczba nowych miejsc pracy za październik i listopad została zrewidowana w dół, co implikuje zbliżony do oczekiwań wynik uśrednionego (3-mies.) wskaźnika liczby nowych miejsc pracy. W listopadzie nieco silniej od oczekiwań obniżyła się także liczba nieobsadzonych etatów w USA wg. ankiety JOLTS. Ponadto, w grudniu wyraźnie (do 50,6 pkt. z 52,7 pkt.) obniżył się indeks nastrojów ISM w amerykańskich usługach, co obok utrzymującego się już od kilku miesięcy słabego wyniku koniunktury w przemyśle (w grudniu 47,4 pkt.) zapowiada już słabsze wyniki wzrostu PKB wobec ich bardzo mocnego poziomu w pierwszych trzech kwartałach 2023 r.
- Opublikowany w minionym tygodniu wynik inflacji w strefie euro nie zaskoczył, niższa baza odniesienia dla cen energii przełożyła się na wzrost indeksu rocznego inflacji w grudniu do 2,9% r/r z 2,4% w listopadzie, przy dalszym, stopniowym spadku indeksu inflacji bazowej do 3,9% r/r z 4,2%. Negatywnie zaskoczyły z kolei dane ze sfery realnej gospodarki Niemiec, przy mniejszym wzroście zamówień w przemyśle i silniejszym spadku sprzedaży detalicznej.
- Ograniczenie oczekiwań na bardzo szybkie redukcje stóp procentowych Fed poskutkowało wzrostem rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych w tym papierów amerykańskich o 17 pkt. baz. (ponownie powyżej 4,0% dla 10-latek) oraz o 13 pkt. baz. obligacji niemieckich (powyżej 2,10%).
- Zwątpienie inwestorów w najbardziej pożądaną przez nich scenariusz tj. jedynie łagodnego spowolnienia aktywności, ale szybkiego spadku inflacji

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

i stóp procentowych zaciążyło cenom akcji – globalny indeks MSCI w pierwszych dniach roku stracił 1,3%, przy zbliżonej skali spadków w USA, strefie euro oraz na rynkach wschodzących. Wyższy poziom globalnej awersji do ryzyka wzmocnił notowania dolara (o 0,6% w relacji do koszyka walut) i ponownie obniżył kurs euro wobec dolara poniżej 1,10 USD/EUR.

- Sytuacja globalna wpływała także na rynek krajowy, co przełożyło się na spadek indeksu WIG o 2,4% oraz lekkie osłabienie złotego w relacji do koszyka walut. Kurs złotego do euro utrzymywał się w okolicach 4,35 PLN/EUR. Wzrost rynkowych stóp procentowych ograniczyła piątkowa publikacja szacunku *flash* grudniowej inflacji CPI. W rezultacie wypadkowa wpływu niższego odczytu krajowej inflacji oraz tendencji globalnych wpłynęła na wzrost rentowności obligacji skarbowych na dłuższym końcu krzywej (o 10 pkt. baz. w przypadku 10-latek), przy minimalnych zmianach rentowności 2- i 5-cio letnich papierów, jak również przy minimalnych zmianach stawek IRS i FRA.
- Według danych GUS [inflacja CPI](#) obniżyła się silniej wobec oczekiwań do 6,1% r/r, przy dużo niższym odczycie wskaźnika cen żywności wobec oczekiwań i zarazem tendencji z miesięcy minionych.
- Biorąc pod uwagę brak wzrostu od stycznia stawki VAT na żywność, wciąż wysokie bazy odniesienia oraz bieżącą bardziej stabilną sytuację surowcową, z początkiem 2024 r. oczekujemy dalszego wyraźnego spadku rocznej dynamiki cen żywności. Dodatkowo zamrożenie cen energii elektrycznej i gazu z początkiem 2024 r. przy wyższej bazie odniesienia, będzie skutkowało skokowym spadkiem rocznego indeksu cen nośników energii i tym samym inflacji CPI w kierunku 3,0% r/r na przełomie I i II kw. 2024 r.
- Biorąc jednak pod uwagę wyraźną zmianę funkcji reakcji Rady Polityki Pieniężnej i fakt jedynie okresowego charakteru utrzymania obniżonej stawki VAT na żywność i zamrożenia cen energii, sądzimy, że RPP podtrzyma wstrzeźliwość wobec scenariusza szybkich redukcji stóp i będzie wskazywała na niepewność dot. średnioterminowych perspektyw inflacji (nasza prognoza to wzrost inflacji CPI powyżej 5,0% w II poł. roku przy założeniu podwyżek cen energii i VAT na żywność). Zakładamy, że w większym stopniu niż wcześniej RPP będzie wskazywała na znaczenie oczekiwanej inflacji wobec dotychczasowego eksponowania spadku bieżącej inflacji.
- Przy takim założeniu podtrzymujemy nasz dotychczasowy scenariusz bardzo stopniowych obniżek stóp NBP w II poł. br. w łącznej skali 50 pkt. baz. wraz ze zbliżającym się inflacji do celu RPP w horyzoncie projekcji NBP oraz wraz z rozpoczęciem luzowania polityki pieniężnej przez główne banki centralne.
- Pewną weryfikacją tego założenia będzie posiedzenie RPP i przede wszystkim konferencja prasowa prezesa NBP Adama Głapińskiego w bieżącym tygodniu. Jednocześnie jednak, biorąc pod uwagę, że bardzo wyraźnie dotychczas członkowie Rady oraz prezes NBP wskazywali na znaczenie marcowej projekcji inflacyjnej, nie sądzimy, aby już w styczniu padały bardziej kategoryczne prognozy / zapowiedzi dot. potencjalnych działań Rady w trakcie tego roku.
- Na globalnym rynku finansowym kluczową informacją w tygodniu bieżącym będzie publikacja grudniowej inflacji CPI w USA, biorąc pod uwagę notowany wzrost niepewności co do perspektyw polityki pieniężnej FOMC w nadchodzących miesiącach.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (7-8 stycznia)**

Przewidujemy, że Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie **5,75%**. W świetle dotychczasowych wypowiedzi prezesa NBP oraz ostatnich w większości konserwatywnych wypowiedzi członków Rady oceniamy, że prawdopodobieństwo obniżki stóp NBP na styczniowym jest niskie. Rada w komunikacie zapewne podtrzyma opinię, że utrzymanie stóp bez zmian uzasadnione jest dokonaniem w poprzednich miesiącach dostosowaniem stóp procentowych NBP oraz niepewnością co do kształtu przyszłej polityki fiskalnej i regulacyjnej oraz jej wpływu na inflację. Trudno także oczekiwać istotnych nowych informacji nt. perspektyw polityki monetarnej podczas zaplanowanej na środę konferencji prasowej prezesa NBP.

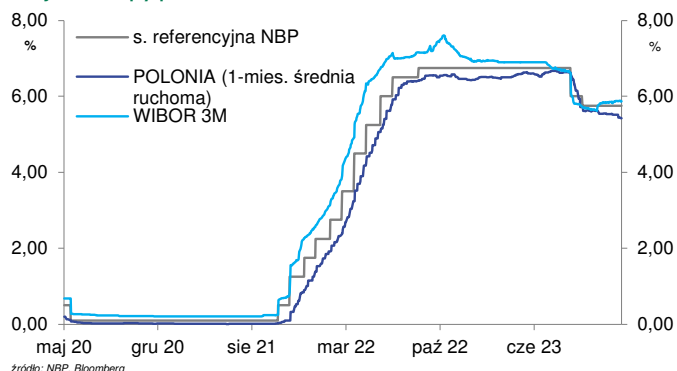
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 9 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	lis	-0,4% m/m	-	-
-	PL	Decyzja RPP dot. stóp procentowych NBP	sty	5,75%	5,75%	5,75%
środa 10 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	sty	-	-	-
czwartek 11 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Inflacja CPI	gru	3,1% r/r	3,3% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	gru	4,0% r/r	3,8% r/r	-
piątek 12 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
3:30	CHN	Inflacja CPI	gru	-0,5% r/r	-0,3% r/r	-
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	lis	2,036 mld EUR	1,571 mld EUR	1,383 mld EUR
poniedziałek 15 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	lis	-0,7% m/m	-0,8% m/m	-
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	gru	6,1% r/r (wst.)	-	6,1% r/r

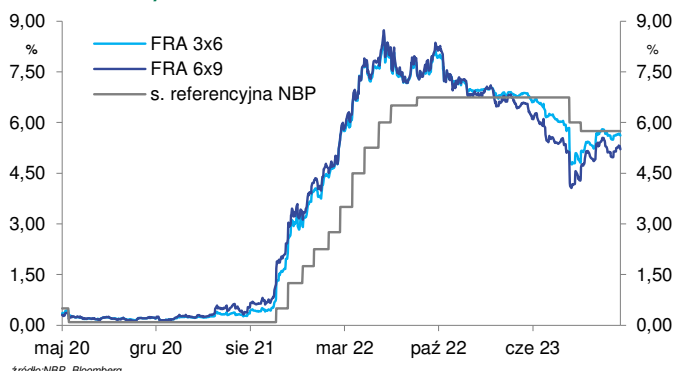
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

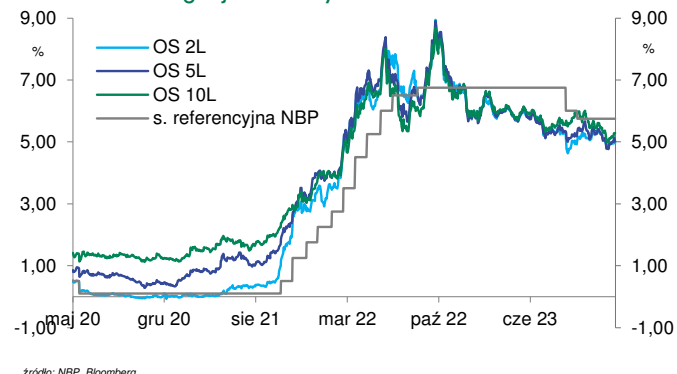
Krajowe stopy procentowe



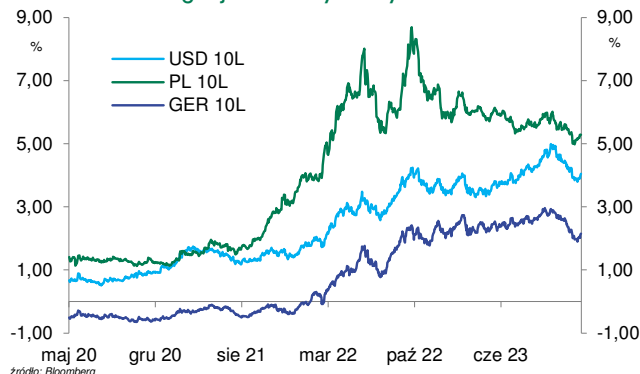
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



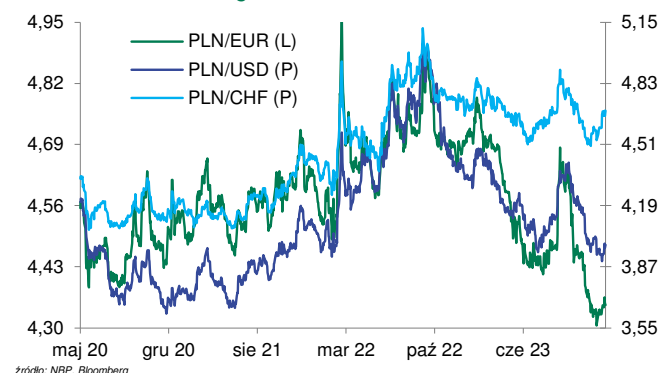
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



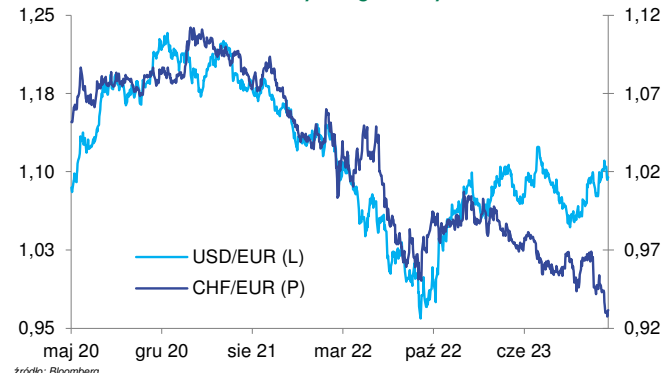
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



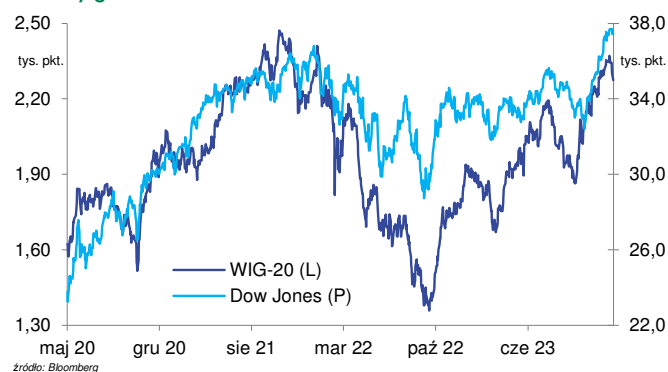
Notowania kursu złotego



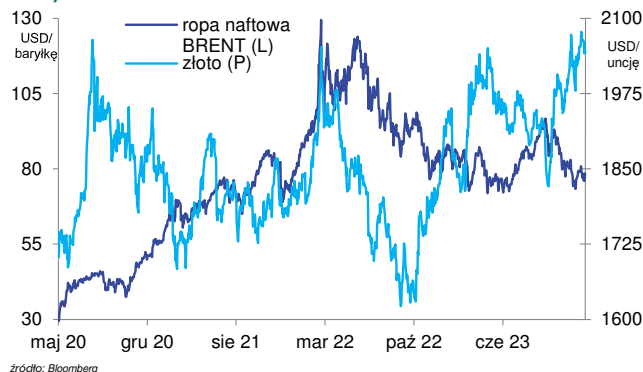
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe



Ceny surowców

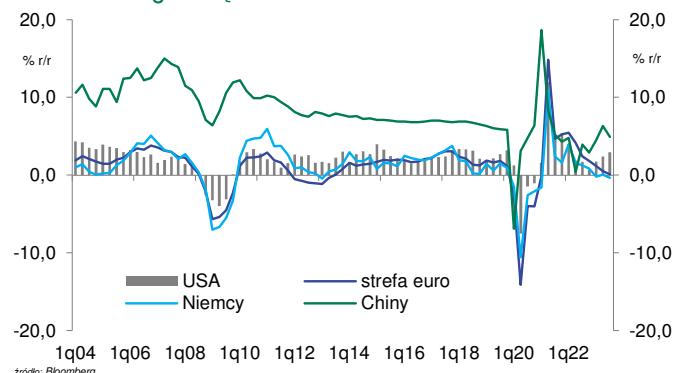


2024-01-08

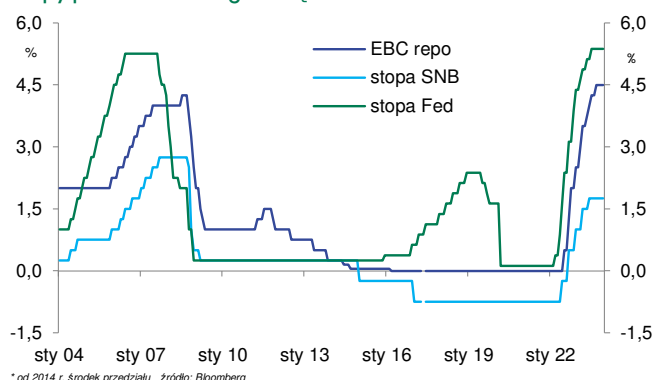
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

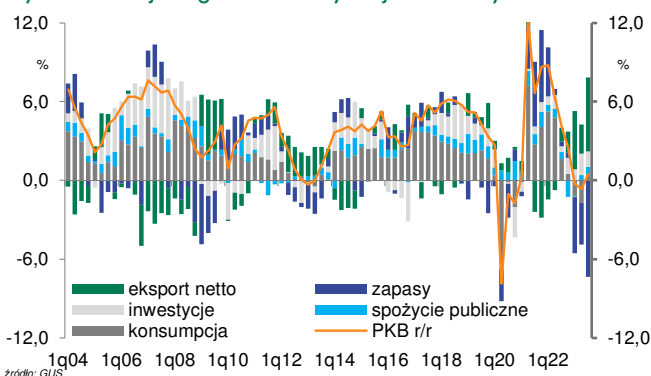
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



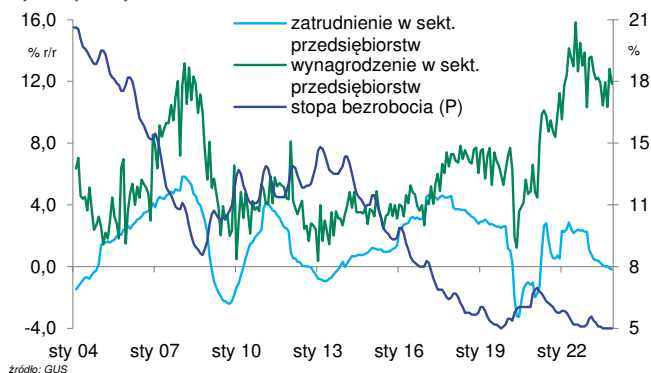
Dynamika krajowych PKB i kontrybucja składowych



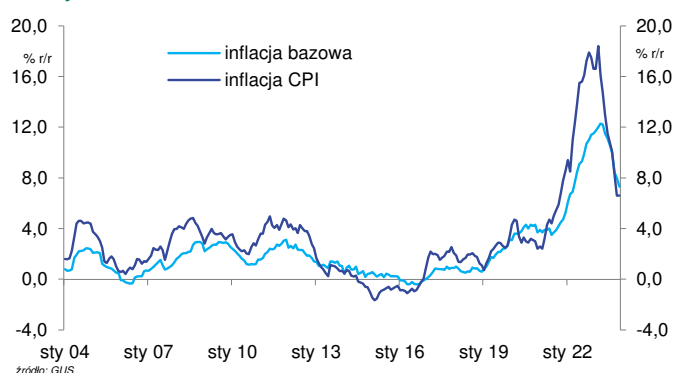
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



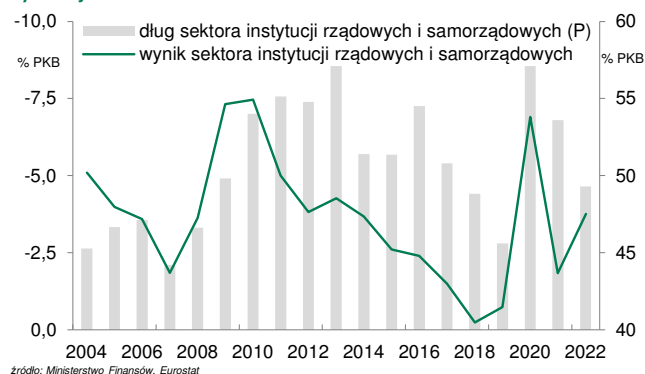
Rynek pracy



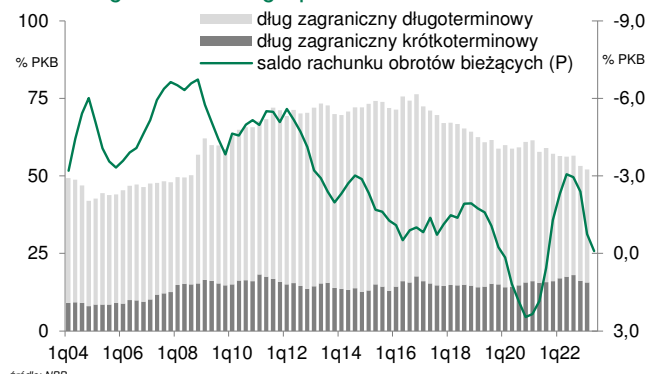
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



2024-01-08

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.12.2023	29.12.2023	05.01.2024	31.01.2024	29.02.2024	31.03.2024
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	%	5,88	5,88	5,87	5,85	5,85	5,80
FRA 3x6	%	5,64	5,64	5,62	-	-	-
FRA 6x9	%	5,27	5,27	5,21	-	-	-
FRA 9x12	%	4,84	4,84	4,81	-	-	-
IRS 2L	%	4,99	4,99	4,98	-	-	-
IRS 5L	%	4,45	4,45	4,46	-	-	-
IRS 10L	%	4,52	4,52	4,57	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,95	4,97	4,96	5,00	5,05	5,15
Obligacje skarbowe 5L	%	5,00	5,00	5,01	5,10	5,10	5,15
Obligacje skarbowe 10L	%	5,18	5,17	5,28	5,25	5,25	5,25
PLN/EUR	PLN	4,35	4,35	4,35	4,37	4,38	4,40
PLN/USD	PLN	3,94	3,94	3,99	4,01	4,03	4,06
PLN/CHF	PLN	4,68	4,60	4,69	4,60	4,61	4,63
USD/EUR	USD	1,10	1,10	1,09	1,09	1,09	1,09
Stopa Fed	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
Stopa repo EBC	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Stopa SNB	%	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3,88	3,88	4,05	4,00	3,95	3,95
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,02	2,02	2,15	2,10	2,10	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.