

KOMENTARZ TYGODNIOWY

8 maja 2023

Podwyżka stóp o 25 pkt. baz. przez Fed i EBC. RPP nie zaskoczy nie zmieniając stóp.

- W minionym tygodniu posiedzenia Fed i EBC nie zaskoczyły, a publikowane dane makroekonomiczne można uznać za niejednoznaczne, co przełożyło się na ograniczone zmiany notowań rynkowych w skali całego tygodnia.
- Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami [FOMC podwyższył stopy funduszy federalnych o 25 pkt. baz. do 5,00% – 5,25%](#), jednocześnie ponownie złagodził wydźwięk komunikatu i wskazał na możliwą pauzę w podwyżkach na czerwcowym posiedzeniu. Z drugiej strony Fed nie zadeklarował jednoznacznie zakończenia cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej, pozostawiając opcję kolejnych podwyżek w zależności od napływających danych gospodarczych.
- Te, opublikowane w minionym tygodniu nie dają jednoznacznej odpowiedzi co do perspektyw polityki pieniężnej. Z jednej strony wzrost zatrudniania w USA na poziomie 253 tys. przewyższył oczekiwania, stopa bezrobocia obniżyła się do historycznie niskiego poziomu 3,4%, a dynamika wynagrodzeń przyspieszyła do 4,4% r/r, sygnalizując wciąż bardzo dobrą koniunkturę na rynku pracy, która może hamować proces dezinflacji. Z drugiej strony korekta w dół danych dot. liczby etatów za wcześniejsze miesiące na poziomie blisko 150 tys., silniejszy od oczekiwań spadek liczby nieobsadzonych etatów (do 9,59 mln) oraz wzrost liczby zapowiadanych zwolnień wskazują na pewne schłodzenie koniunktury.
- Nieco lepsze niż w marcu kwietniowe wskaźniki koniunktury ISM (47,1 pkt. w przemyśle i 51,9 pkt. w usługach) pozostają wyraźnie poniżej wyników notowanych pod koniec 2022 r., choć też nie przesądzają o silniejszym spowolnieniu aktywności w II poł. roku. O zmianie trendu co do konsumpcji prywatnej nie przesądzają także dane dot. dochodów oraz wydatków gospodarstw domowych.
- Wydaje się, że najistotniejszym czynnikiem łagodzącym przekaz Fed były wyniki cyklicznej ankiety wśród banków komercyjnych nt. warunków kredytowania, z którymi FOMC zapoznał się podczas ostatniego posiedzenia, a które opublikowane zostaną dopiero dzisiaj.
- Na pauzę w cyklu podwyżek stóp zdecydowanie nie wskazała natomiast rada [EBC po ubiegłotygodniowej podwyżce stóp o 25 pkt. baz. do 3,75% dla stopy repo oraz 3,25% dla stopy depozytowej](#). Rada zdecydowała także o zakończeniu od lipca reinwestycji aktywów w ramach programu APP. Z drugiej strony ton komunikatu pozostał łagodniejszy wobec posiedzeń sprzed marcowego pogorszenia sytuacji w sektorze bankowym i EBC nie zdecydował się do powrotu do *forward guidance* zapowiadającego kolejne podwyżki stóp i ponownie wskazał, że kluczowe dla kolejnych decyzji będą napływające dane.
- Choć w kwietniu po raz pierwszy wskaźnik inflacji bazowej w strefie euro obniżył się do 5,6% r/r, to w dalszym ciągu pozostaje on na wysokim poziomie i trudno mówić o jednoznacznym kierunku spadkowym indeksu. W I kw. dynamika PKB w EMU ukształtowała się na poziomie 0,1% kw/kw, nieco poniżej

Departament Rynków
Międzynarodowych i Produktów
Skarbowych
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista
+48 515 111 698

oczekiwań rynkowych, jednocześnie jednak potwierdzając, że na przełomie roku europejska gospodarka uniknęła technicznej recesji.

- Z drugiej strony marcowe dane dot. sprzedaży detalicznej w strefie euro (głęboki spadek sprzedaży o 1,2% m/m), a przede wszystkim dane z niemieckiego przemysłu (spadek zamówień o 10,7% m/m i produkcji o 3,4% m/m) zaskoczyły silnie negatywnie. Słabe dane z niemieckiego przemysłu wpisują się w globalny trend słabszej koniunktury w przemyśle, gdzie w wielu gospodarkach notuje się ograniczenie wcześniejszego post-pandemicznego ożywienia (m.in. za sprawą dynamicznej odbudowy zapasów) i coraz bardziej odczuwalne jest zacieśnienie polityki pieniężnej. Spadki kwietniowych indeksów PMI w przemyśle poniżej 50 pkt. odnotowano także w Chinach, przy utrzymujących się solidnych indeksach sektora usługowego.

- W minionym tygodniu na globalnym rynku akcji odnotowano niewielkie spadki indeksów, w tym o 0,6% dla indeksu globalnego MSCI, o 0,8% w USA i o 0,4% w strefie euro. Zbliżone spadki notowań dolara i euro (w relacji do koszyka walut) poskutkowały stabilizacją kursu euro wobec dolara na poziomie nieco ponad 1,10 USD/EUR. Pewne złagodzenie retoryki banków centralnych obniżyło rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych na krótszym końcu krzywej (ok. 10 pkt. baz. w przypadku 2-latek) przy minimalnych zmianach rentowności na dłuższym końcu, gdyż wyniki posiedzenia nie zmieniły istotnie średniookresowych oczekiwań rynkowych.

- Ograniczony wpływ na sytuację rynkową miały informacje nt. przejęcia przez JPMorgan Chase banku First Republic oraz dotychczasowy brak porozumienia w Kongresie USA co do podwyższenia limitu zadłużenia. Zgodnie z wypowiedziami Sekretarz Skarbu USA Janet Jellen pierwsze problemy z regulacją zobowiązań rządowych w scenariuszu braku podwyższenia limitu mogą pojawić się na początku czerwca.

- Na krajowym rynku walutowym kurs złotego nie zmieniał się istotnie, wahając się lekko poniżej 4,60 PLN/EUR i lekkim osłabieniem (-0,2%) kursu w relacji do koszyka walut. Rentowności krajowych obligacji obniżyły się ok. 10 pkt. baz. na całej długości krzywej. O kilkanaście pkt. baz. obniżyły się także stawki FRA przy ponownym wzroście oczekiwań rynkowych na redukcje stóp pod koniec roku. Te oczekiwania mogły wspierać wypowiedzi członków RPP, w tym prezesa Głapińskiego, wskazujące na taką możliwość w reakcji na dalszy [spadek inflacji CPI do 14,7% r/r w kwietniu \(szacunek flash\)](#).

- Jakkolwiek solidny spadek wskaźnika CPI w kolejnych miesiącach będzie kontynuowany, a na jesieni inflacja obniży się do jednocyfrowego poziomu, to zdecydowanie wolniej będzie obniżać się wskaźnik inflacji bazowej, który w kwietniu najprawdopodobniej utrzymał się blisko marcowego poziomu 12,3% r/r i w 2023 r. nie zakładamy jego silniejszego trendu spadkowego.

- W tej kwestii istotne będzie wystąpienie prezesa A. Głapińskiego podczas czwartkowej konferencji prasowej po planowanym na 9-10 maja posiedzeniu RPP. O ile decyzja o braku zmian stóp jest powszechnie oczekiwana, to więcej uwagi będą przyciągać właśnie wypowiedzi prezesa NBP nt. terminu potencjalnych obniżek stóp.

- Na rynku globalnym, poza dzisiejszą publikacją wyników ankiety dot. warunków kredytowania w USA, ważne będą dane nt. inflacji CPI w USA.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (9-10 maja)**

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 siedmiu posiedzeniach, jest bardzo prawdopodobne, że podobna decyzja zostanie podjęta także podczas majowego posiedzenia Rady. 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 (11.05) o g. 15:00.

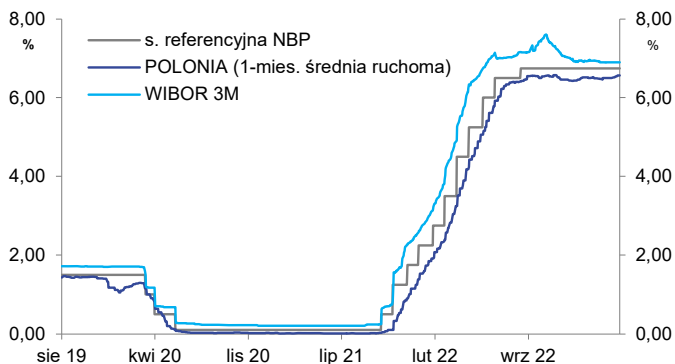
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 9 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
-	CHN	Eksport	kwi	14,8% r/r	8,0% r/r	-
-	CHN	Import	kwi	-1,4% r/r	-0,2% r/r	-
środa 10 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Inflacja CPI	kwi	5,0% r/r	5,0% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	kwi	5,6% r/r	5,4% r/r	-
-	PL	Decyzja RPP dot. stóp procentowych NBP	kwi	6,75%	6,75%	6,75%
czwartek 11 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	kwi	-	-	-
poniedziałek 15 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	kwi	14,7% r/r (wst.)	-	14,7% r/r

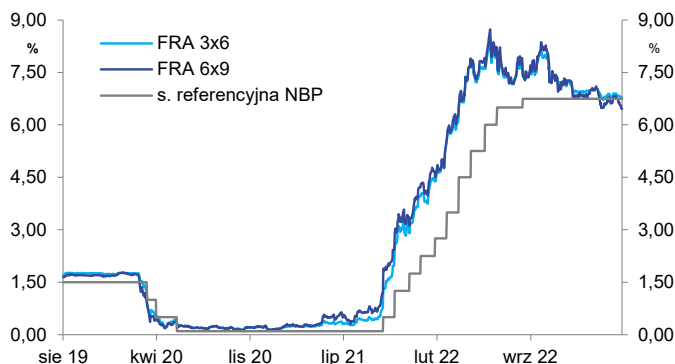
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

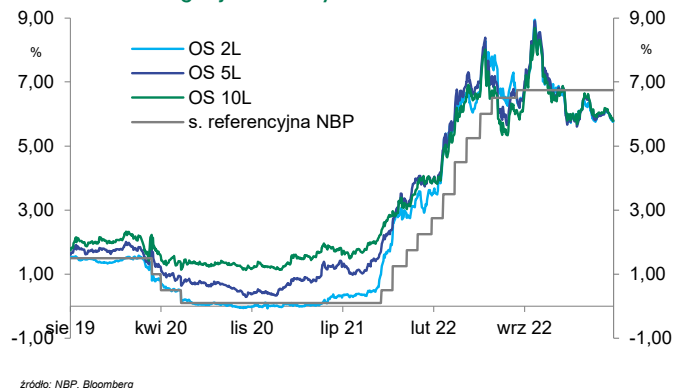
Krajowe stopy procentowe



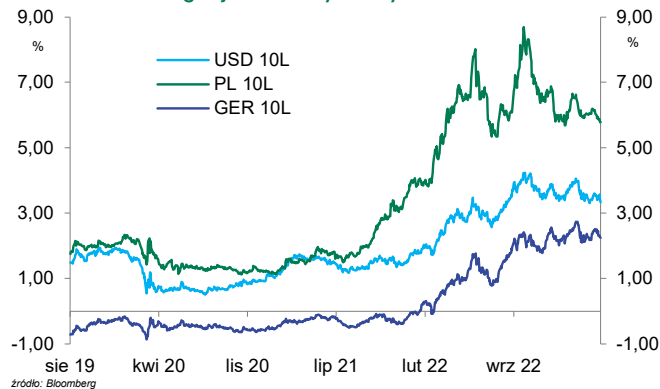
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



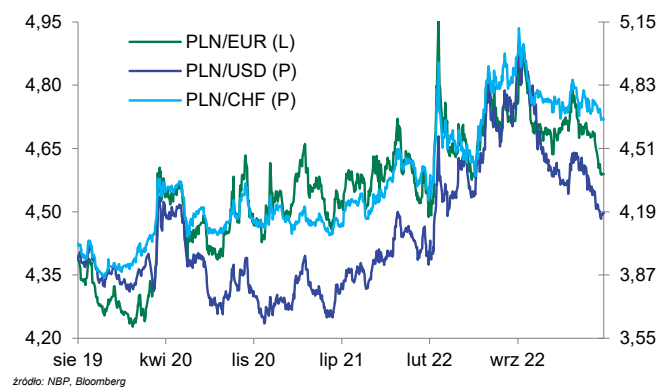
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



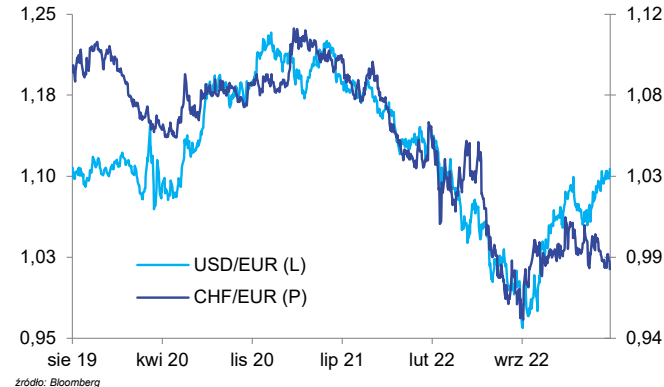
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



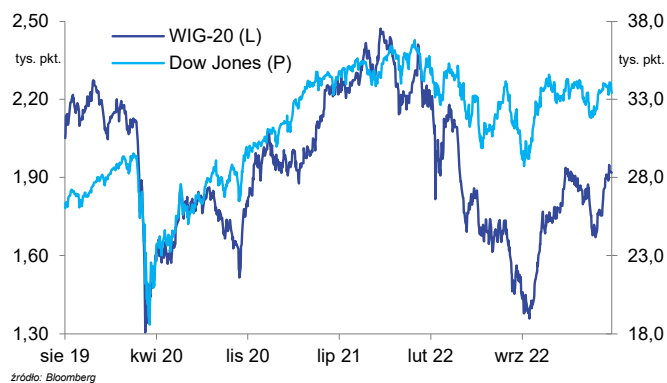
Notowania kursu złotego



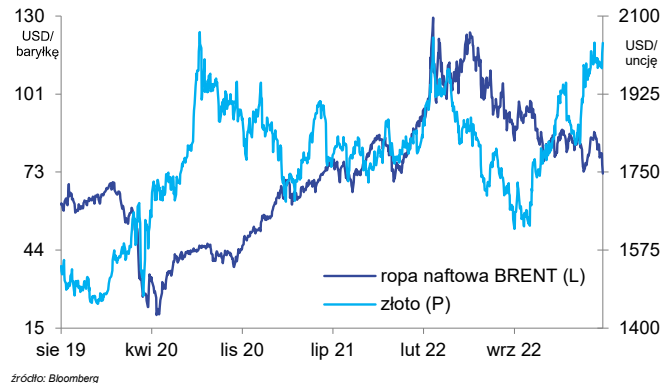
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

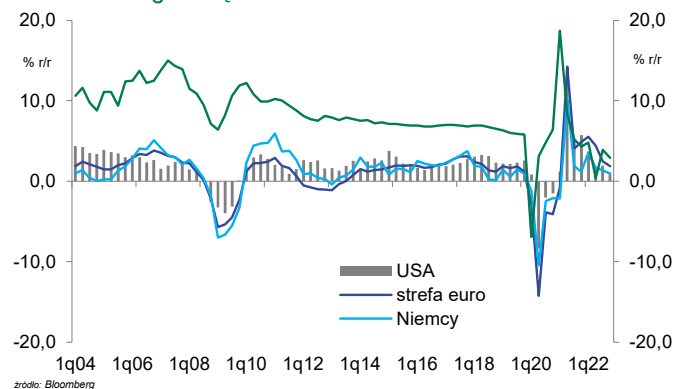


Ceny surowców

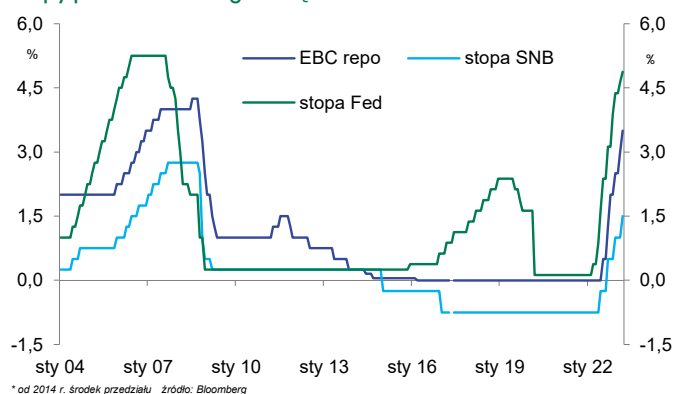


Sfera realna

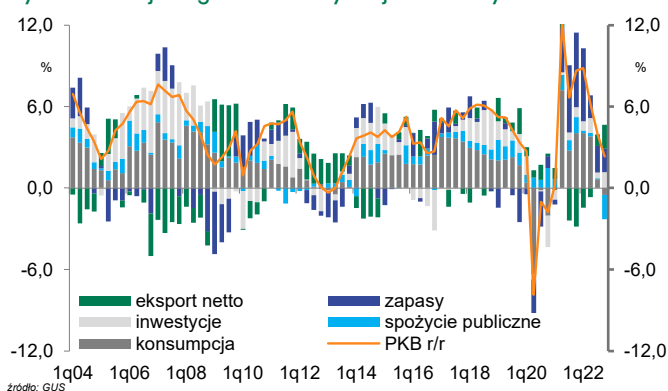
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



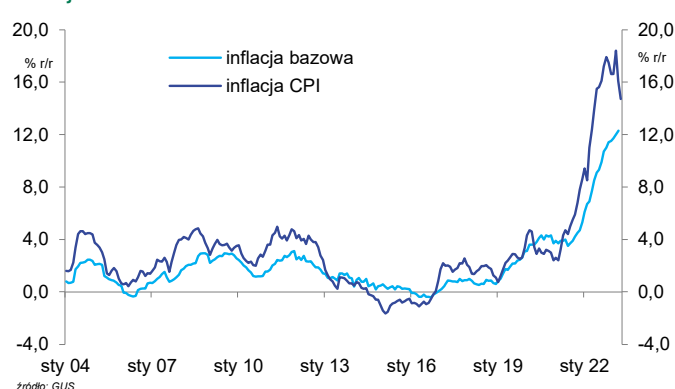
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



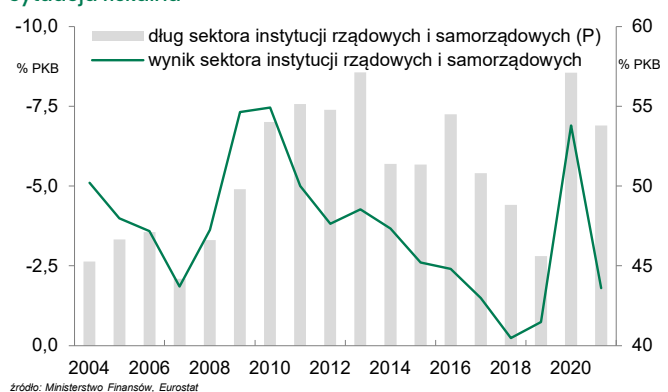
Rynek pracy



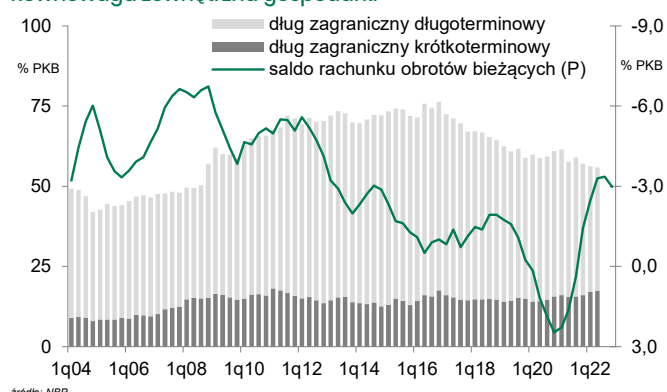
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.04.2023	28.04.2023	05.05.2023	31.05.2023	30.06.2023	30.09.2023
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	%	6,90	6,90	6,90	6,90	6,90	6,90
Obligacje skarbowe 2L	%	5,82	5,82	5,70	5,95	5,95	5,85
Obligacje skarbowe 5L	%	5,86	5,86	5,76	6,00	6,00	5,90
Obligacje skarbowe 10L	%	5,87	5,94	5,79	6,00	6,00	5,85
PLN/EUR	PLN	4,59	4,59	4,59	4,65	4,65	4,65
PLN/USD	PLN	4,18	4,18	4,16	4,25	4,27	4,32
PLN/CHF	PLN	4,66	4,66	4,67	4,73	4,73	4,72
USD/EUR	USD	1,10	1,10	1,10	1,10	1,09	1,08
Stopa Fed	%	5,00	5,00	5,25	5,25	5,25	5,25
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	5,15	5,10	5,10
Stopa repo EBC	%	3,50	3,50	3,75	3,75	4,00	4,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	3,35	3,50	3,50
SARON	%	-	-	-	1,50	1,50	1,50
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3,42	3,42	3,44	3,50	3,50	3,35
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,31	2,31	2,29	2,25	2,25	2,20

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.