

KOMENTARZ TYGODNIOWY

12 czerwca 2023

Tydzień pod znakiem decyzji Fed i EBC. W Polsce oczekiwany wyrok TSUE ws. kredytów frankowych.

- W minionym tygodniu panowała względnie stabilna sytuacja na globalnym rynku finansowym. Rynki powoli przygotowywały się na serię posiedzeń banków centralnych, które odbędą się w tym tygodniu, w tym posiedzenie Fed i EBC. Jednocześnie dane, które napłynęły w ostatnich dniach nie zmieniły oczekiwań rynkowych na wynik tych posiedzeń – w przypadku Fed na pauzę w cyklu podwyżek, zaś w przypadku EBC na kolejną podwyżkę o 25 pkt. baz.
- W przypadku danych z USA, z jednej strony spadek indeksu koniunktury ISM w usługach w maju lekko wsparł oczekiwanie na zapowiedzianą przez kilku członków FOMC przerwę w cyklu podwyżek Fed, z drugiej strony wyższa od oczekiwań dynamika płac wg Atlanta Fed Wage Tracker wskazała, że jeśli Fed faktycznie nie zmieni stóp, to zapewne nie zakończy cyklu na bieżącym poziomie.
- Dane ze strefy euro, w szczególności słabe zamówienia w przemyśle potwierdziły, że dekonunktura w przemyśle trwa, co choć nie powstrzyma rady EBC przed najbliższą (i zapewne także lipcową) podwyżką stóp, niemniej zmniejsza prawdopodobieństwo kontynuacji cyklu na jesieni.
- Jednocześnie ubiegłotygodniowe niespodzianki w postaci podwyżki stóp przez banki Kanady i Australii oraz „jastrzębi” ton wypowiedzi prezesa Narodowego Banku Szwajcarii przypomniły, że generalnie gospodarki rozwinięte borykają się z wysoką inflacją bazową w warunkach mocnego rynku pracy i nasilonych żądań płacowych, co nadal stanowi wyzwanie dla banków centralnych pomimo raptownego zacieśnienia polityki monetarnej dotychczas.
- Wobec ograniczonych zmian oczekiwań rynkowych co do wyniku posiedzeń Fed i EBC zmiany notowań instrumentów finansowych na rynku globalnym były ograniczone. W skali tygodnia rentowności obligacji na rynkach bazowych lekko wzrosły – średnio o 5 pkt. baz. w przypadku papierów 10-letnich (do 3,74% w USA i 2,37% w Niemczech). Na rynkach akcji globalny indeks MSCI i w USA wzrosły o 0,3%, z kolei indeks dla strefy euro spadł o 0,6%. Dolar lekko stracił na wartości w relacji do koszyka walut (0,3%), z kolei lekko na wartości zyskało euro (o 0,4%). Kurs euro lekko wzrósł do 1,075 dolara za euro wobec 1,07 tydzień wcześniej.
- Na polskim rynku pierwszoplanowym wydarzeniem było posiedzenie RPP. Rada nie zaskoczyła pozostawiając po raz 9 z rzędu stopy bez zmian. Także retoryka Rady nie zmieniła się istotnie. Rada utrzymała postawę *wait-and-see* wskazując, że kolejne jej decyzje będą zależały od napływających danych makroekonomicznych. Podczas konferencji prasowej prezes NBP wskazał, że w nadchodzących miesiącach i kwartałach szybki proces spadku inflacji, w tym bazowej, będzie kontynuowany i jeśli pojawi się pod koniec roku pewność w radzie, że CPI będzie nadal spadać, pojawi się możliwość rozważenia obniżki stóp.
- Wobec naszej bazowej prognozy inflacji, która kształtuje się powyżej projekcji inflacji NBP, w naszej ocenie nie pojawi się komfortowa przestrzeń do obniżek stóp NBP w tym roku, dlatego podtrzymujemy scenariusz stabilizacji stóp NBP.

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

- Względnie łagodny przekaz prezesa NBP w połączeniu z wcześniejszymi publikacjami niskiej inflacji CPI przyniosły dalsze obniżenie kontraktów FRA. W tych warunkach pomimo wzrostu rentowności na rynkach bazowych i ogłoszenia przez rząd nowelizacji budżetu państwa na ten rok (z deficytem na poziomie 92 mld zł, o 24 mld zł wyższym niż pierwotnie założono) obniżyły się rentowności krajowych obligacji, w tym 10-latek o 7 pkt. baz. poniżej 5,90%. Na rynku akcji WIG wzrósł o solidne 1,3% w skali tygodnia. Kurs złotego kontynuował aprecjację, w relacji do koszyka walut złoty zyskał 1,6%, a w relacji do głównych walut złoty umacnił się na koniec tygodnia do 4,47 PLN/EUR, 4,15 PLN/USD i 4,61 PLN/CHF. Z początkiem bieżącego tygodnia złoty kontynuuje aprecjację.
- W tym tygodniu na rynku globalnym najważniejszymi wydarzeniami będą posiedzenia Fed (13-14 czerwca) i EBC (17 czerwca). Podobnie jak rynek oczekujemy, że FOMC nie zmieni poziomu stóp procentowych, w tym utrzyma stopę funduszy federalnych w przedziale 5,00% - 5,25%. Jednocześnie jako wysokie (zbliżone do 50%) oceniamy ryzyko podwyżki stóp o 25 pkt. baz. Opublikowane w ostatnich tygodniach dane makroekonomiczne (m.in. wyższy wzrost zatrudnienia, wzrost liczby wakatów, ponowny wzrost dynamiki wynagrodzeń wg wskaźnika Atlanta Fed, solidne tempo wzrostu wydatków gospodarstw domowych) przemawiają za kolejną podwyżką stóp procentowych. Biorąc jednak pod uwagę ostatnie wypowiedzi członków FOMC wskazujące na ostrożność związaną z potencjalnymi silnymi skutkami zacieśnienia polityki kredytowej i możliwą pauzę w podwyżkach stóp na posiedzeniu w czerwcu, zdecydowaliśmy się nie zmieniać naszego dotychczasowego scenariusza stabilizacji stóp na czerwcowym posiedzeniu.
- Z kolei oczekujemy, że rada EBC podwyższy stopy procentowe o 25 pkt. baz., w tym stopę referencyjną do 4,00% i stopę depozytową do 3,50%. Biorąc pod uwagę komunikację EBC z posiedzenia w maju (wskazującą na wysokie prawdopodobieństwo podwyżki na posiedzeniu czerwcowym), wypowiedzi członków rady EBC, utrzymanie podwyższonej inflacji bazowej oraz kolejne informacje dot. wyższego tempa wzrostu wynagrodzeń w I. 2023-2024 w wielu krajach strefy euro, podwyżka stóp wydaje się bardzo prawdopodobna.
- Z publikowanych w tym tygodniu globalnych danych kluczowe będą wyniki majowej inflacji CPI w USA. Gdyby dane istotnie zaskoczyły w górę mogą przechylić szalę decyzja FOMC za ostateczną podwyżką już w tym tygodniu.
- W Polsce pierwszoplanowym wydarzeniem tygodnia jest czwartkowy wyrok Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej (TSUE) w sprawie dotyczącej wynagrodzenia za korzystanie z kapitału po unieważnieniu umowy kredytu w CHF. Zgodnie z lutową opinią rzecznika generalnego TSUE, jeśli unieważnienie umowy kredytowej nastąpiło ze względu na nieuczciwe warunki, to konsumenci mogą dochodzić od banków roszczeń wykraczających poza zwrot świadczeń pieniężnych, banki natomiast nie mają analogicznego prawa. Choć na rynku panuje oczekiwanie, że wyrok TSUE prawdopodobnie będzie zgodny z opinią rzecznika TSUE, czyli niekorzystny dla sektora bankowego, mimo to notowania krajowych aktywów pozostają mocne. Wydaje się jednak, że jeśli TSUE podzieli opinię rzecznika TSUE krajowe aktywa finansowe przynajmniej okresowo osłabią się z obecnych mocnych poziomów. Wśród publikacji krajowych danych istotne będą szczegóły majowej inflacji CPI, w tym przyczyny szacowanego wyraźnego spadku inflacji bazowej oraz publikacja kwietniowego salda obrotów bieżących.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (13-14 czerwca)

Oczekujemy, że podczas posiedzenia kończącego się 14 czerwca komitet FOMC nie zmieni poziomu stóp procentowych, w tym utrzyma stopę funduszy federalnych w przedziale 5,00% - 5,25%. Jednocześnie jako wysokie (zbliżone do 50%) oceniamy ryzyko podwyżki stóp o 25 pkt. baz.

Opublikowane w ostatnich tygodniach dane makroekonomiczne (m.in. wyższy wzrost zatrudnienia, wzrost liczby wakatów, ponowny wzrost dynamiki wynagrodzeń wg wskaźnika Atlanta Fed, solidne tempo wzrostu wydatków gospodarstw domowych) przemawiają za kolejną podwyżką stóp procentowych. Biorąc jednak pod uwagę pojawiające się wypowiedzi członków FOMC wskazujące na ostrożność związaną z potencjalnymi silnymi skutkami zacieśnienia polityki kredytowej i możliwą pauzę w podwyżkach stóp na posiedzeniu w czerwcu, zdecydowaliśmy się nie zmieniać naszego dotychczasowego scenariusza stabilizacji stóp na czerwcowym posiedzeniu.

Jednocześnie jednak, jeśli tak jak się spodziewamy FOMC nie podwyższy stóp na najbliższym posiedzeniu, to wobec nadal mocnych danych z rynku pracy oraz konsumpcji prywatnej, komitet zapewne będzie chciał w komunikacie zasygnalizować możliwość takiej podwyżki w przyszłości. Jako bardzo wysokie oceniamy, że przy czerwcowej aktualizacji prognoz członków komitetu, mediana prognoz dot. poziomu stopy funduszy federalnych na koniec 2023 r. zostanie podwyższona i będzie uwzględniała wzrost stóp o kolejne 25 pkt. baz. Z tego względu uważamy, że brak podwyżki czerwcowej nie zmniejszy prawdopodobieństwa takiej podwyżki na kolejnym posiedzeniu w lipcu i zapewne w takim tonie będzie wypowiadał się prezes Powell podczas konferencji prasowej po posiedzeniu.

• Posiedzenie Rady Europejskiego Banku Centralnego (15 czerwca)

Oczekujemy, że rada EBC podwyższy stopy procentowe o 25 pkt. baz, w tym stopę referencyjną do 4,00% i stopę depozytową do 3,50%. Biorąc pod uwagę komunikację EBC z posiedzenia w maju (wskazującą na wysokie prawdopodobieństwo podwyżki na posiedzeniu czerwcowym), wypowiedzi członków rady EBC z ostatnich tygodni, utrzymanie podwyższonej inflacji bazowej, a przede wszystkim kolejne informacje dot. wyższego tempa wzrostu wynagrodzeń w I. 2023-2024 w wielu krajach strefy euro podwyżka stóp wydaje się bardzo prawdopodobna.

Jednocześnie kolejne dane ze sfery realnej, gł. silniejsze pogorszenie koniunktury w przemyśle, słabsze dane monetarne (spójne z sygnałami zacieśnienia polityki kredytowej banków), silniejszy od oczekiwań spadek majowej inflacji bazowej mogą wpłynąć na lekkie złagodzenie retoryki EBC. Nie sądzimy, aby rada EBC zdecydowała się zapowiedzieć pauzę w cyklu podwyżek na najbliższym posiedzeniu w lipcu, niemniej retoryka banku centralnego może ulec pewnym modyfikacjom wraz z oczekiwanym zbliżaniem się do momentu zakończenia cyklu podwyżek stóp.

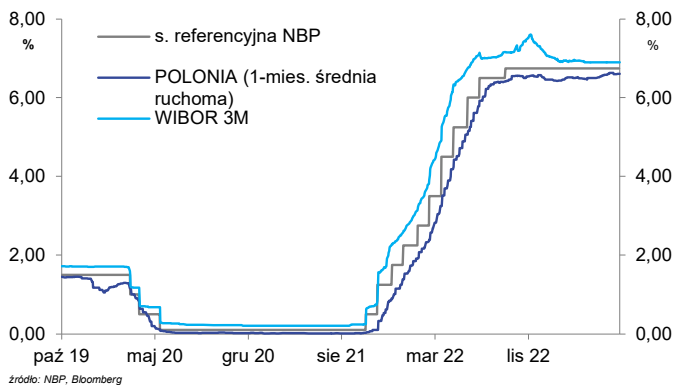
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 13 czerwca				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących		kwi	1,64 mld EUR	1,54 mld EUR	1,14 mld EUR
14:30	US	Inflacja CPI		maj	5,0% r/r	4,1% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy		maj	5,5% r/r	5,3% r/r	-
środa 14 czerwca				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa		kwi	-4,1% m/m	0,7% m/m	-
19:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych		cze	5,00% – 5,25%	5,00% – 5,25%	5,00% – 5,25%
19:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC		cze	-	-	-
czwartek 15 czerwca				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
04:00	CHN	Produkcja przemysłowa		maj	5,6% r/r	3,5% r/r	-
04:00	CHN	Sprzedaż detaliczna		maj	18,4% r/r	13,7% r/r	-
04:00	CHN	Inwestycje		sty-maj	4,7% r/r	4,4% r/r	-
09:30	PL	Wyrok TSUE ws. kredytów frankowych		-	-	-	-
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (ost.)		maj	13,0% r/r (wst.)	-	13,0% r/r
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych		cze	3,25% / 3,75%	3,50% / 4,00%	3,50% / 4,00%
14:30	US	Sprzedaż detaliczna		maj	0,4% m/m	0,0% m/m	-
14:45	EMU	Konferencja prasowa prezes EBC po posiedzeniu rady EBC		cze	-	-	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa		maj	0,5% m/m	0,1% m/m	-
piątek 16 czerwca				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	US	Inflacja HICP (ost.)		maj	6,1% r/r (wst.)	6,1% r/r	-
11:00	US	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (ost.)		maj	5,3% r/r (wst.)	5,3% r/r	-
14:00	PL	Wskaźnik inflacji bazowej CPI		maj	12,2% r/r	-	11,5% r/r

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

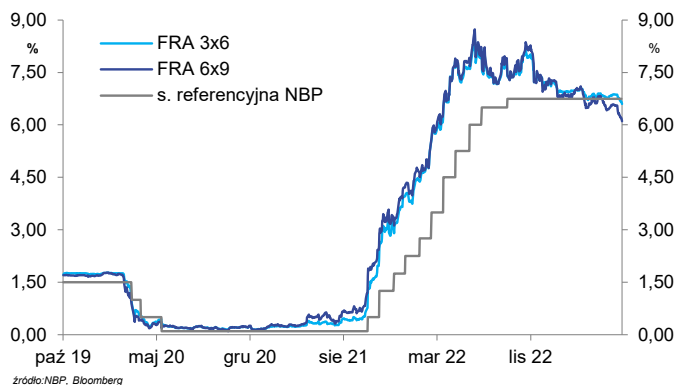
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



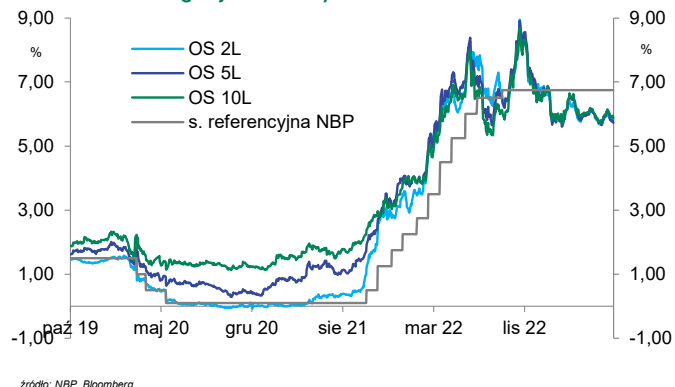
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



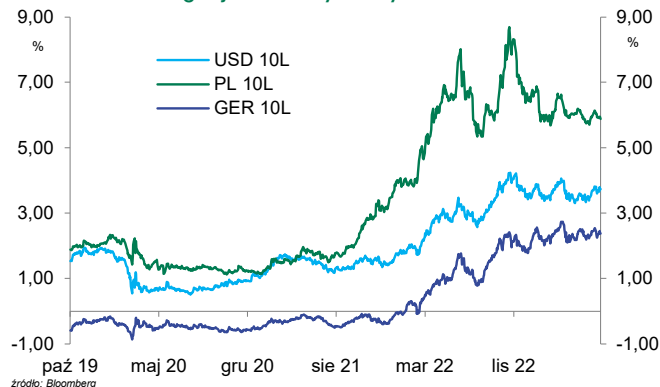
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



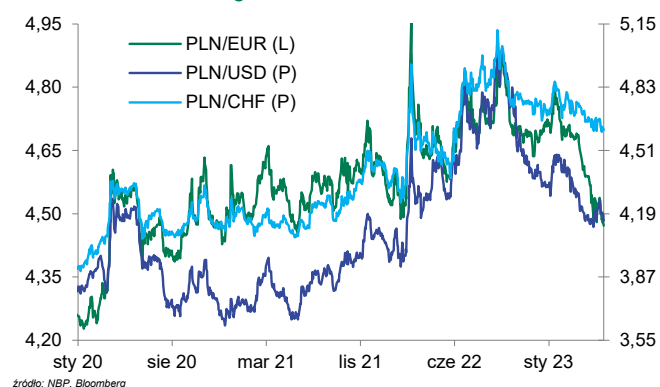
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



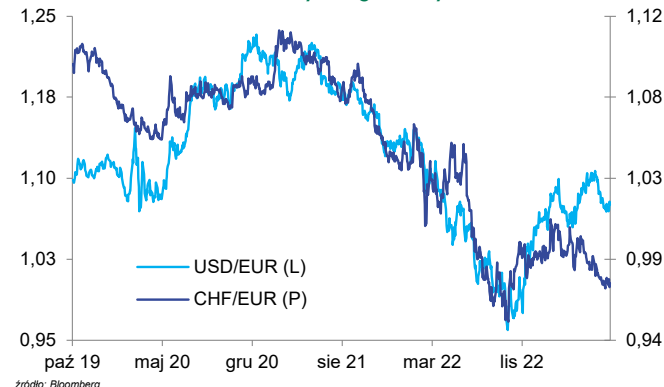
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



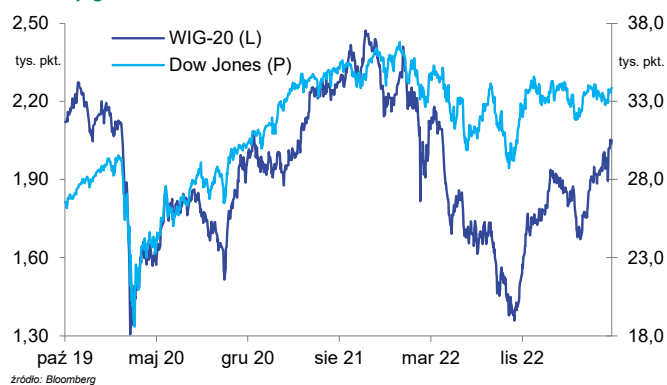
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



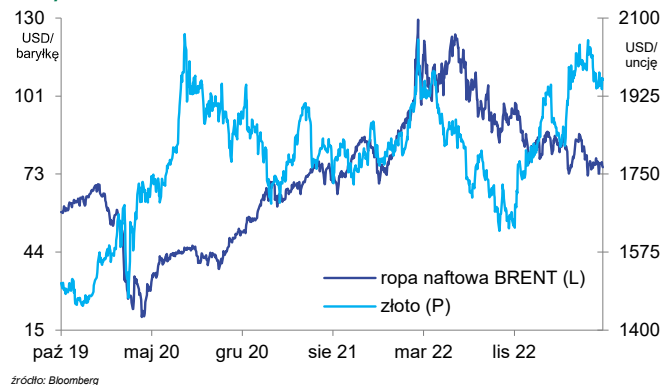
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

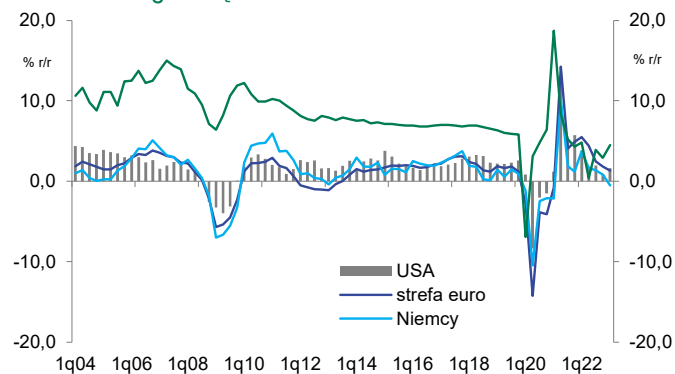
Ceny surowców



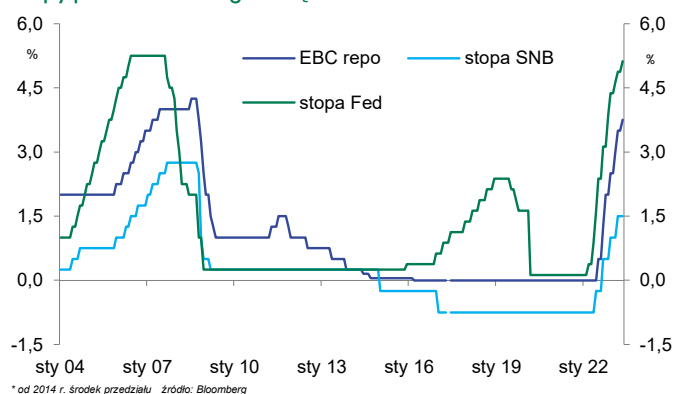
źródło: Bloomberg

Sfera realna

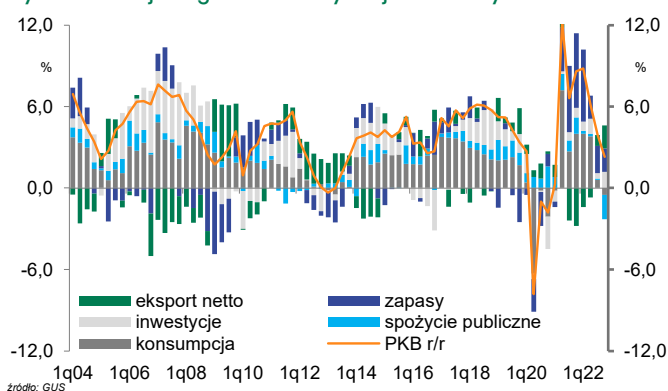
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



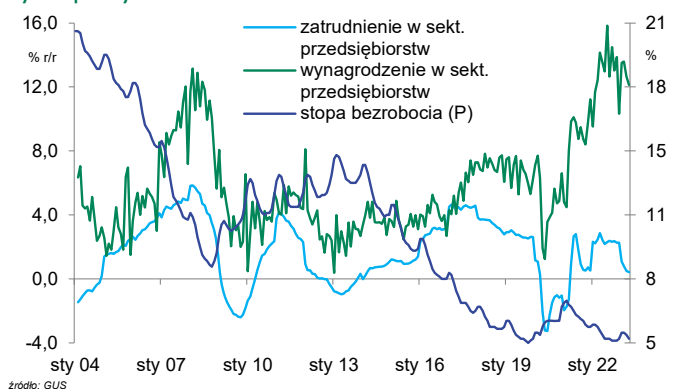
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



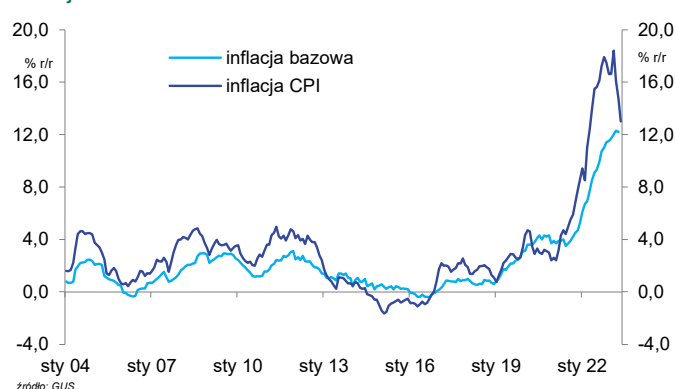
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



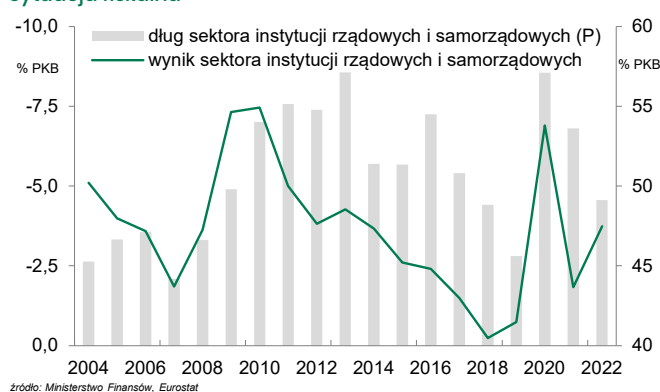
Rynek pracy



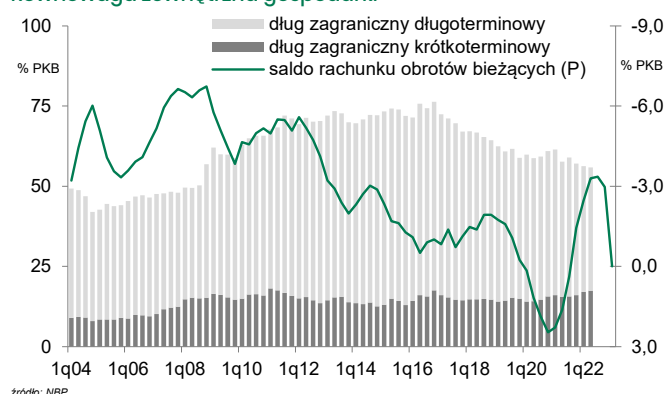
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.05.2023	01.06.2023	08.06.2023	30.06.2023	31.07.2023	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	%	5,88	5,86	5,84	5,85	5,80	5,70
Obligacje skarbowe 5L	%	5,93	5,81	5,79	5,95	5,85	5,75
Obligacje skarbowe 10L	%	6,01	5,94	5,95	5,90	5,85	5,75
PLN/EUR	PLN	4,54	4,53	4,48	4,50	4,55	4,60
PLN/USD	PLN	4,26	4,24	4,19	4,17	4,21	4,28
PLN/CHF	PLN	4,67	4,66	4,62	4,64	4,67	4,69
USD/EUR	USD	1,07	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08
Stopa Fed	%	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	5,35	5,35	5,35
Stopa repo EBC	%	3,75	3,75	3,75	4,00	4,00	4,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	3,50	3,50	3,50
SARON	%	-	-	-	1,50	1,50	1,50
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3,64	3,60	3,72	3,60	3,50	3,30
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,28	2,24	2,40	2,35	2,30	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.