

KOMENTARZ TYGODNIOWY

24 lipca 2023

Niższa zmienność na rynkach finansowych w oczekiwaniu na posiedzenia Fed i EBC.

- Sytuacja na globalnym rynku finansowym w minionym tygodniu była już mniej zmienna w porównaniu do wcześniejszych dwóch tygodni, a inwestorzy oczekiwali już na zaplanowane na bieżący tydzień posiedzenia Fed oraz EBC.
- W warunkach wciąż niezłych danych ze sfery realnej USA, solidnych wskaźników rynku pracy (popyt na pracę i wynagrodzenia w USA, wynagrodzenia w strefie euro) utrzymywały się oczekiwania dłuższego okresu wyższych stóp procentowych. Jednocześnie utrzymywały się już niższe obawy przed silniejszym zaostrzeniem polityki pieniężnej, które w średnim okresie zwiększałoby ryzyko recesji.
- W rezultacie, w skali tygodnia lekko zyskały na wartości aktywa o wyższym profilu ryzyka ze wzrostem globalnego indeksu giełdowego MSCI o 0,7%. Spadki indeksów dla rynków wschodzących (o 1,0%) wynikały z kolei zapewne z publikacji słabszych danych ze sfery realnej Chin (dynamika PKB w II kw., nakłady inwestycyjne, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna).
- Tak jak oczekiwaliśmy, bez wpływu na sytuację rynkową pozostały publikacje danych z USA, tj. nieco słabsze od oczekiwań odczyty produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, szczególnie że słabsze wyniki koncentrowały się w bardziej zmiennych kategoriach. Na rynki europejskie może natomiast wpływać dzisiejsza publikacja wstępnego szacunku lipcowych indeksów PMI w strefie euro, z kolejnym silniejszym od oczekiwań spadkiem wskaźników, w tym w szczególności spadkiem koniunktury w niemieckim przemyśle poniżej 40 pkt.
- Miniony tydzień przyniósł już mniejszą zmienność na rynku stopy procentowej. Rentowności obligacji amerykańskich wzrosły o kilka punktów bazowych (1-7 w zależności od tenoru), pozostając jednak wyraźnie poniżej poziomów z początku lipca. Obniżyły się z kolei rentowności obligacji niemieckich (o 5-13 pkt. baz.), które w nieco słabszej skali obniżały się w tygodniu wcześniejszym.
- W mniejszym stopniu zmieniały się także rentowności krajowych SPW. Z jednej strony obniżyły się rentowności na dłuższym końcu krzywej (o 12 pkt. w przypadku 10-latek), czemu zapewne sprzyjały spadki rentowności papierów niemieckich, z drugiej strony o ok. 10 pkt. baz. wzrosły rentowności 2-letnich obligacji, przy lekkiej korekcie oczekiwań co do skali luzowania krajowej polityki pieniężnej.
- Biorąc pod uwagę wysoki apetyt RPP na jak najszybsze, przynajmniej sygnałne obniżki stóp oraz nieco niższą ścieżkę inflacji w II poł. br. (m.in. efekt zapowiadanych zmian dot. progów zużycia energii elektrycznej obejmującej wyższe ceny), skorygowaliśmy nasz scenariusz bazowy i oczekujemy w IV kw. redukcji stóp NBP o 50 pkt. baz. Jednocześnie oczekując wyhamowania spadku inflacji od stycznia 2024 r., podtrzymujemy ocenę, że bieżące oczekiwania rynkowe co do skali obniżek stóp na przełomie roku są zbyt agresywne.

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

- Kolejny tydzień z rzędu kurs złotego utrzymywał się na stabilnym poziomie w okolicach 4,45 PLN/EUR. W relacji do koszyka walut złoty także zmieniał się minimalnie. Indeks WIG w minionym tygodniu wzrósł o 1,5%.
- Na ceny krajowych aktywów nie wpłynęła w minionym tygodnia seria publikowanych danych ze sfery realnej za czerwiec, które zaskoczyły lekko negatywnie, niemniej z tytułu efektów bazy roczne dynamiki poprawiły się w porównaniu do kwietnia i maja. Opublikowane dane potwierdziły prognozę spadku PKB w II kw., przy wysokim prawdopodobieństwie pogłębienia spadku względem -0,3% r/r w I kw.
- W czerwcu [produkcja przemysłowa](#) obniżyła się o 1,4% r/r. Poza efektami bazy wynik produkcji wspierał lekki jej wzrost w skali miesiąca, niemniej przy dotychczasowej skali spadku produkcji oraz słabej kondycji globalnej sektora (w szczególności europejskiego) trudno o silny optymizm co do perspektyw przemysłu. Podobnie ukształtowały się dane dot. [sprzedaży detalicznej](#). Lekki wzrost sprzedaży w skali miesiąca i słabsze bazy pomogły ograniczyć roczny spadek sprzedaży do -4,7% r/r, wciąż jednak to odreagowanie należy ocenić jako bardzo słabe, w porównaniu do spadków sprzedaży w kwietniu i maju. W czerwcu nieco słabiej od oczekiwań poprawiły się wyniki [produkcji budowlanej](#).
- Choć czerwcowy [dynamika zatrudnienia](#) lekko zaskoczyła negatywnie, to w warunkach stabilnego wzrostu wynagrodzeń, niskiego ryzyka wzrostu bezrobocia oraz obniżającego się wskaźnika CPI wciąż oczekujemy odbicia aktywności i wzrostu dynamiki PKB w II poł. roku.
- W bieżącym tygodniu uwaga inwestorów będzie koncentrowała się na posiedzeniach głównych banków centralnych. Zarówno w przypadku FOMC jak i rady EBC oczekujemy podwyżki stóp procentowych o 25 pkt. baz. W naszym bazowym scenariuszu lipcowe podwyżki będą już ostatnimi w bieżącym cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej, ale w warunkach wciąż utrzymującego się ryzyka dla prognoz inflacji uważamy, że banki centralne utrzymają restrykcyjną retorykę i opcję podwyżki stóp na kolejnych posiedzeniach. W większym stopniu kolejne decyzje będą zapewne uzależnione od napływających danych makroekonomicznych. Publikowane w ostatnich tygodniach dane (inflacja CPI oraz dynamika wynagrodzeń Atlanta Fed w USA, wskaźniki PMI w strefie euro) w naszej ocenie wpłyną na pewną zmianę retoryki i brak „zapowiedzi” podwyżek stóp na posiedzeniu kolejnym. Wciąż jednak te dane nie są wystarczające, aby zmienić generalne restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej.
- Już po posiedzeniach banków centralnych publikowane będą dane, istotne dla kolejnych decyzji dot. polityki monetarnej, w tym wstępny szacunek wzrostu PKB za II kw. oraz czerwcowe dane dot. wydatków konsumentów i wskaźnika inflacji PCE w USA.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (25–26 lipca)

Oczekujemy, że podczas posiedzenia kończącego się 26 lipca komitet FOMC podwyższy stopy procentowe o 25 pkt. baz. do 5,25% – 5,50% dla stopy funduszy federalnych.

Biorąc pod uwagę: – podwyższenie prognoz FOMC co do poziomu stóp procentowych na posiedzeniu w czerwcu, – retorykę prezesa Fed po posiedzeniu czerwcowym, wskazującą na wysokie prawdopodobieństwo lipcowej podwyżki, – wciąż jedynie niewielkie pogorszenie sytuacji na amerykańskim rynku pracy, oczekujemy kontynuacji w lipcu zacieśnienia polityki pieniężnej Fed.

Z drugiej strony biorąc pod uwagę: – niższy odczyt czerwcowej inflacji bazowej, – spadek dynamiki wynagrodzeń wg Atlanta Fed po jego zaskakującym majowym wzroście, – stopniowe pogorszenie danych ze sfery realnej, – dotychczasową silną skalę zacieśnienia polityki pieniężnej, oczekujemy, że w komunikacie oraz podczas konferencji prasowej potencjalna kolejna podwyżka stóp we wrześniu nie będzie już tak wyraźnie „zapowiedziana”. Powyższe argumenty nie są na tyle silne, aby FOMC zrezygnował z nastawienia restrykcyjnego w polityce pieniężnej, niemniej oczekujemy większego podkreślenia wpływu publikacji danych na kolejne decyzje komitetu.

• Posiedzenie Rady Europejskiego Banku Centralnego (27 lipca)

Oczekujemy, że rada EBC podwyższy stopy procentowe o 25 pkt. baz., w tym stopę referencyjną do 4,25% i stopę depozytową do 3,75%. Biorąc pod uwagę komunikację EBC z posiedzenia w czerwcu (wskazującą na wysokie prawdopodobieństwo podwyżki na posiedzeniu lipcowym), 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) oraz dotychczasowa bardzo silna skala zacieśnienia polityki monetarnej, wpłyną w naszej ocenie na lekkie złagodzenie retoryki EBC. Nie sądzimy, aby rada EBC zdecydowała się zapowiedzieć zakończenie cyklu / pauzę w cyklu podwyżek na najbliższym posiedzeniu we wrześniu, niemniej retoryka banku centralnego może zostać zmodyfikowana, w tym może już nie „zapowiadać” kolejnej podwyżki stóp w lipcu. Zakładamy, że w większym stopniu na wrześniową decyzję rady EBC będą wpływały bieżące publikacje danych makroekonomicznych.

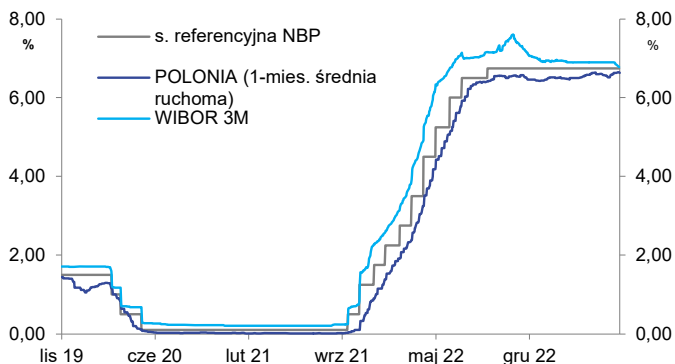
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 25 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Stopa bezrobocia	cze	5,1%	5,0%	5,0%
10:00	DE	Indeks koniunktury Ifo	lip	88,5 pkt.	88,0 pkt.	-
środa 26 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
20:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	lip	5,00% – 5,25%	5,25% – 5,50%	5,00% – 5,25%
20:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	lip	-	-	-
czwartek 27 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych	lip	3,50% / 4,00%	3,75% / 4,25%	3,75% / 4,25%
14:45	EMU	Konferencja prasowa prezesa EBC po posiedzeniu rady EBC	lip	-	-	-
14:30	US	Wzrost PKB (I szacunek)	II kw.	2,0% kw/kw SAAR	1,8% kw/kw SAAR	-
piątek 28 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych	cze	0,4% m/m	0,5% m/m	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych	cze	0,1% m/m	0,4% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE	cze	3,8% r/r	3,0% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik bazowy inflacji PCE	cze	4,6% r/r	4,2% r/r	-
poniedziałek 31 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	lip	49,0 pkt.	-	-
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	lip	53,2 pkt.	-	-
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	lip	11,5% r/r	-	11,0% r/r
10:00	DE	Wzrost PKB (wst.)	II kw.	-0,3% kw/kw; -0,2% r/r	-	-
11:00	EMU	Wzrost PKB (wst.)	II kw.	-0,1% kw/kw; 1,0% r/r	-	-
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	lip	5,5% r/r	-	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	lip	5,5% r/r	-	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

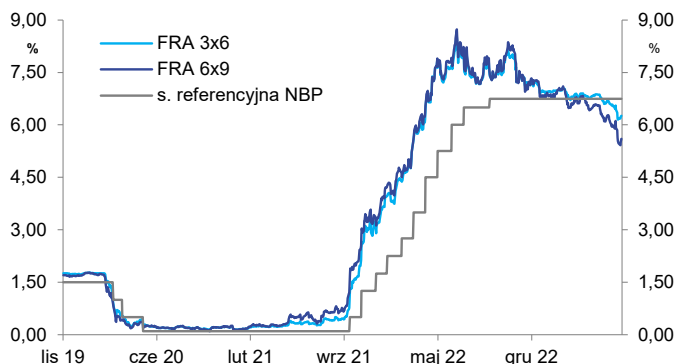
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



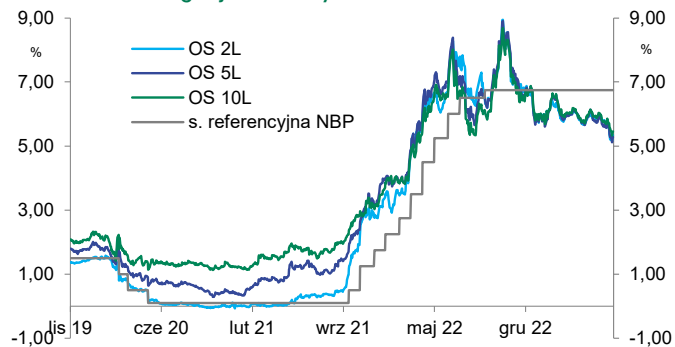
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



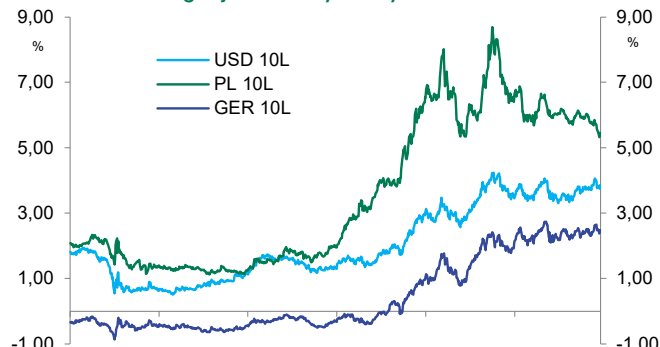
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



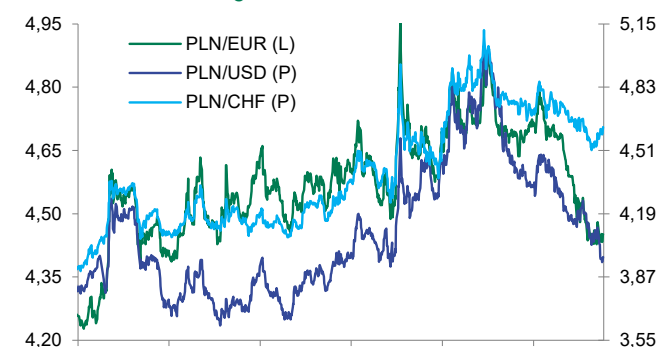
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



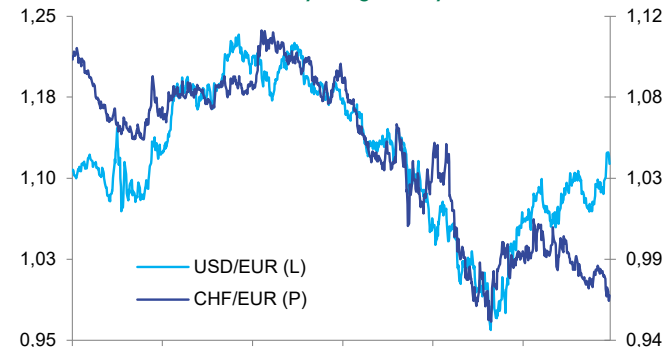
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



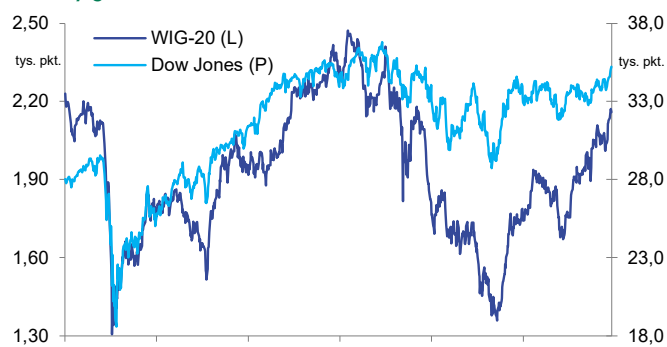
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



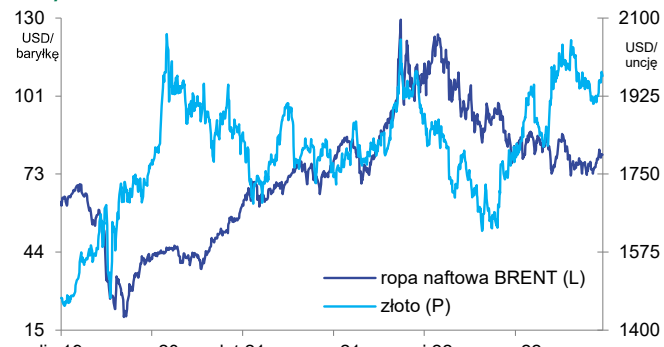
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



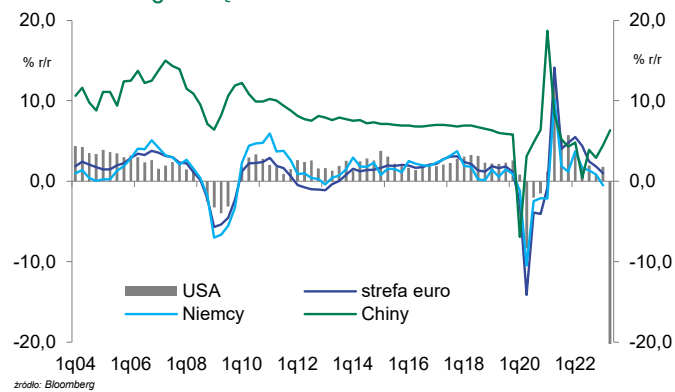
źródło: Bloomberg

2023-07-24

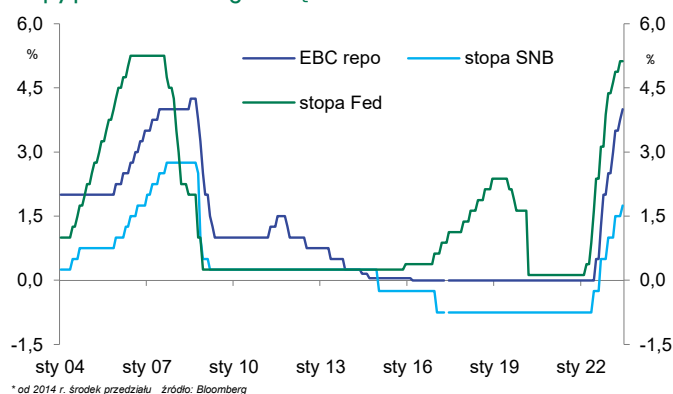
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

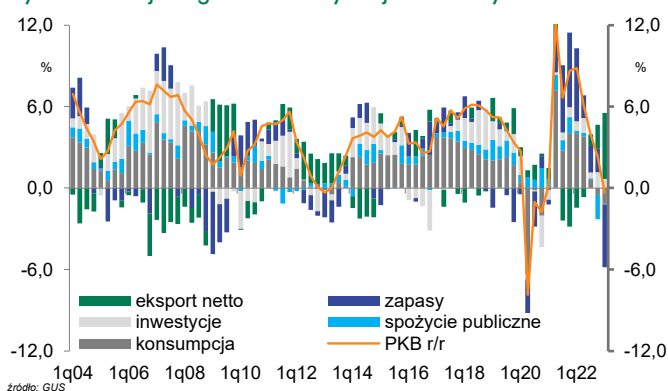
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



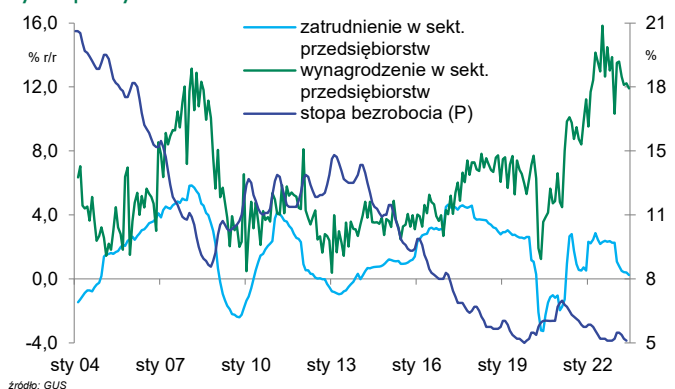
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



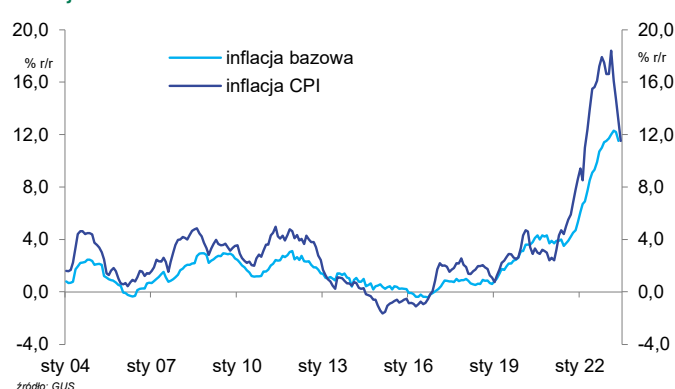
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



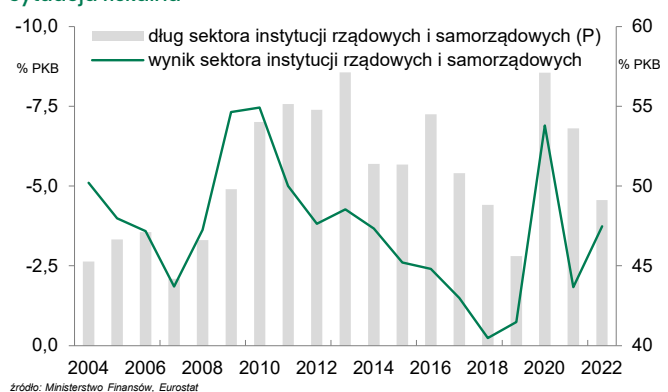
Rynek pracy



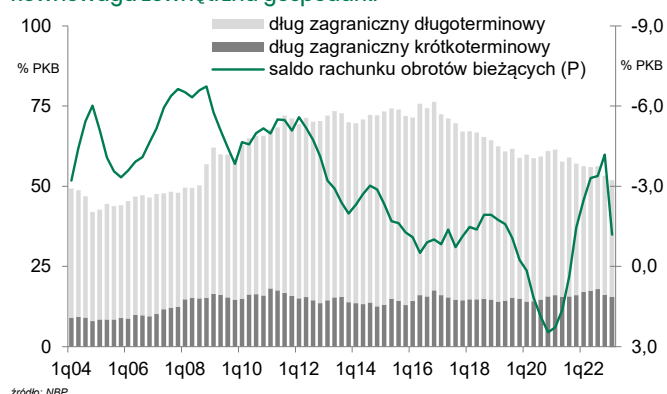
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.06.2023	14.07.2023	21.07.2023	31.08.2023	30.09.2023	31.12.2023
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	6,25
Stopa depozytowa NBP	%	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
WIBOR 3M	%	6,90	6,83	6,76	6,80	6,75	6,40
Obligacje skarbowe 2L	%	5,75	5,22	5,34	5,30	5,50	5,50
Obligacje skarbowe 5L	%	5,62	5,30	5,26	5,35	5,45	5,45
Obligacje skarbowe 10L	%	5,75	5,94	5,41	5,50	5,45	5,45
PLN/EUR	PLN	4,45	4,45	4,45	4,50	4,55	4,55
PLN/USD	PLN	4,11	3,96	4,00	4,11	4,19	4,21
PLN/CHF	PLN	4,56	4,62	4,62	4,62	4,67	4,67
USD/EUR	USD	1,09	1,12	1,11	1,10	1,09	1,08
Stopa Fed	%	5,25	5,25	5,25	5,50	5,50	5,50
Stopa repo EBC	%	4,00	4,00	4,00	4,25	4,25	4,25
EURIBOR 3M	%	-	-	-	3,80	3,80	3,80
SARON	%	-	-	-	1,75	2,00	2,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3,84	3,83	3,84	3,80	3,70	3,40
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,39	2,51	2,46	2,50	2,35	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.