Analizy makroekonomiczne

KOMENTARZ TYGODNIOWY

11 sierpnia 2023

W nadchodzącym tygodniu oczekiwany krajowy PKB za II kw. i struktura lipcowej 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

- Po tym jak w poprzednim tygodniu na globalnym rynku finansowym miała miejsce okresowa podwyższona zmienność notowań i wzrost awersji do ryzyka, dla których impulsem było obniżenie ratingu USA przez agencję Fitch, w mijającym tygodniu notowania aktywów finansowych przez większość tygodnia stabilniejsze. Po publikacji przed tygodniem danych nt. rynku pracy w USA, które wskazały na stopniowe schłodzenie rynku pracy w USA, uwaga rynkowa ponownie skupiła się na napływających danych makroekonomicznych. Jako że kalendarz publikacji w tym tygodniu był ubogi, a opublikowane dane nie zaskoczyły, więc zmienność na rynkach obniżyła się, ale jednocześnie nie ujawnił się jednoznaczny czynnik tendencji rynkowych stąd zmiany w poszczególnych klasach aktywów i na poszczególnych regionalnych rynkach nie miały wspólnego mianownika.

- Najistotniejszymi publikacjami z tego tygodnia była lipcowa inflacja w USA oraz lipcowy wynik indeksu płac opracowywany przez oddział Rezerwy Federalnej – Atlanta Fed Wage Tracker. Odczyt wskaźnika CPI na poziomie 3,2% r/r (wobec 3,0% r/r w czerwcu) okazał się nieco niższy od oczekiwań rynkowych na poziomie 3,3%. Z kolei wskaźnik inflacji bazowej był zgodny z oczekiwaniami na poziomie 4,7% r/r wobec 4,8% r/r w czerwcu. Jednocześnie dynamika roczna najistotniejszych z punktu widzenia polityki Fed składowych inflacji: dóbr zaliczanych do inflacji bazowej, czynszów oraz pozostałych usług zaliczanych do inflacji bazowej lekko obniżyła się. Także Atlanta Fed Wage Tracker nie przyniósł niespodzianki – lipcowy wynik indeksu zbliżony był to odczytu z czerwca, co w połączeniu z analizą jego składowych wskazuje na oznaki stabilizowania się dynamiki płac w USA.

- Jakkolwiek opublikowane dane z USA ukształtowały się po stronie pożądanej przez rynki, jednak dane nie były na tyle przekonujące by utrzymać rentowności 10-letnich obligacji w USA na poziomie bliskim 4%, który został osiągnięty na koniec ubiegłego tygodnia po publikacji słabszych danych z rynku pracy w USA. W efekcie w trakcie tygodnia rentowności w USA wzrosły w okolice 4,15% na koniec tego tygodnia. Pod koniec tygodnia ten korekcyjny wzrost rentowności wzmocniła publikacja wyższego od oczekiwań wskaźnika PPI w USA. Obligacje niemieckie kontynuowały przez większość tygodnia trend spadkowy rentowności z podwyższonych ubiegłotygodniowych poziomów (po impulsie wzrostowym z USA), jednak w samej końcówce tego tygodnia ponownie wzrosły powyżej 2,60% dla papierów 10-letnich, czyli w okolice sprzed tygodnia.

- Na rynkach akcji panowała dywergencja trendów rynkowych – w USA tydzień minął pod znakiem kontynuacji (choć już w ograniczonej skali) spadku indeksów giełdowych – MSCI USA od ostatniego piątku do czwartku spadł do o 0,3%. Jeszcze silniejszy spadek odnotował syntetyczny indeks MSCI dla rynków wschodzących – o 0,7%, głownie pod ciężarem spadków w Chinach. Na tym tle wyraźnie pozytywnie wyróżnił się rynek strefy euro ze wzrostem o blisko 1% do czwartku. Na rynku walutowym zmiany notowań były ograniczone, zarówno

dolar, jak i euro lekko zyskały na wartości w relacji do koszyka walut, z kolei relacja USD/EUR znacząco nie zmieniła się, oscylując w okolicach 1,10 dolara za euro.

- Na krajowym rynku finansowym, podobnie jak na rynku globalnym, trudno wskazać wspólny mianownik dla zmian rynkowych. W przypadku rynku obligacji miał miejsce korekcyjny spadek rentowności obligacji skarbowych – o ponad 5 pkt. baz. pkt. baz. dla papierów 10-letnich w okolicach 5,50%, po wzroście w ubiegłym tygodniu w ślad za rynkiem amerykańskim.

- Na rynku akcji kontynuowana była tendencja spadkowa z ubiegłego tygodnia – do czwartku WIG spadł 0,8%. Z kolei kurs złotego był generalnie stabilny, w relacji do koszyka walut złoty stracił do czwartku 0,2% wartości, w relacji do euro kurs złotego wahał się w okolicach 4,45 PLN/EUR.

- Mijający tydzień nie przyniósł istotnych dla krajowego rynku publikacji danych makroekonomicznych z Polski. W szerszym kontekście sytuacji gospodarczej warto jednak wskazać na dzisiejszą publikację kwartalnego raportu NBP „Szybki Monitoring" nt. sytuacji w sektorze przedsiębiorstw, która wskazała na stabilne, umiarkowanie pesymistyczne nastroje przedsiębiorstw. Według raportu w II kw. 2023 r. lekko obniżyła się ocena własnej sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw. Ograniczone zmiany miały miejsce w zakresie oczekiwań firm, zarówno w skali kwartału jak i roku. W obu przypadkach odnotowano lekki wzrost, choć ich poziomy kształtują się w dalszym ciągu zdecydowanie poniżej długookresowych średnich, a z drugiej strony wyraźnie powyżej poziomów z 2022 r.

- W przyszłym tygodniu, który na krajowym rynku będzie krótszy z powodu święta w dn. 15 sierpnia, oczekiwana jest już znacznie większa liczba publikacji danych w porównaniu z bieżącym tygodniem. Na globalnym rynku oczekiwane będą miesięczne dane z USA i Chin z obszaru gospodarki realnej (produkcja, sprzedaż detaliczna) istotne dla oceny stanu koniunktury w tych gospodarkach. Z kolei w strefie euro opublikowane zostaną szczegóły PKB za II kw., gdzie wstępny szacunek zaskoczył in plus (0,3% kw/kw). Ponadto analizowane będą szczegóły ostatecznej publikacji inflacji HICP za lipiec.

- W przypadku polskiego rynku czekają nas istotne publikacje danych. Z początkiem tygodnia – publikacja ostatecznego szacunku wskaźnika CPI, a następnie inflacji bazowej za lipiec. W tym wypadku ważna będzie struktura inflacji (w tym rola czynników sezonowych w silniejszym od oczekiwań spadku inflacji w lipcu), która będzie pomocna w ocenie prawdopodobieństwa spadku inflacji poniżej 10% już w sierpniu, co może mieć znaczenie dla momentu rozpoczęcia przez RPP cyklu obniżek stóp (wrzesień vs. kolejne miesiące).

- Z punktu widzenia stanu koniunktury gospodarczej istotny będzie tzw. „szybki" szacunek PKB za II kw., który zostanie opublikowany w środę. Na podstawie słabszych miesięcznych danych z głównych sektorów gospodarki prognozujemy, że w II kw. spadek PKB pogłębił się do 0,8% r/r wobec spadku o 0,3% w I kw. W przyszłym tygodniu zostanie opublikowany jedynie dynamika PKB bez jego składowych.

- Z początkiem kolejnego tygodnia danymi nt. dynamiki płac i zatrudnienia w przedsiębiorstwach oraz produkcji przemysłu rozpocznie się seria lipcowych publikacji z obszaru sfery realnej polskiej gospodarki.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Wzrost PKB w II kw. – szybki szacunek (16 sierpnia)**

Prognozujemy, że w II kw. spadek PKB pogłębił się do 0,8% r/r wobec spadku o 0,3% w I kw. Dane miesięczne z krajowej gospodarki za okres kwiecień – czerwiec wskazują na pogorszenie się wyników produkcji w przemyśle, budownictwie oraz w handlu.

Oczekujemy, że w II kw. pogłębił się spadek spożycia gospodarstw domowych. Choć spadek dochodów realnych w II kw. był mniejszy wobec notowanego na początku roku, to uwzględniając efekty opóźnień oraz efekty podwyższonej bazy odniesienia z tytułu kumulacji w II kw. ub.r. wydatków migrantów oraz pomocy dla uchodźców, oczekujemy jeszcze pogorszenia wyników konsumpcji prywatnej.

Zakładając utrzymanie wyższej dynamiki inwestycji publicznych (w warunkach kumulacji wydatków) oraz utrzymanie stabilnych wyników inwestycji przedsiębiorstw oraz bardzo słabych wyników w zakresie budownictwa mieszkaniowego oczekujemy niewielkiego obniżenia dynamiki nakładów brutto na środki trwałe. Uważamy, że cały czas w 2023 r. czynnikiem wspierającym inwestycje jest konieczność wydatkowania do końca br. środków z Budżetu UE na l. 2014-2020, które wspierają zarówno wyższe wydatki sektora finansów publicznych, jak i inwestycje największych przedsiębiorstw.

Z tytułu zmiany efektów bazy w II kw. oczekujemy zmniejszenia ujemnej kontrybucji zapasów. Jednocześnie przeciwne zmiany po stronie importu wraz z pogorszeniem wyników eksportu powinno przełożyć się na obniżenie dodatniej kontrybucji eksportu netto we wzrost PKB w porównaniu do wyników I kw.

		4q22	1q23	1q23P	2q23P
PKB		**2,3**	**-0,3**	**-0,3**	**-0,8**
popyt krajowy		0,6	-5,2	-5,2	**-2,7**
konsumpcja prywatna	*% r/r*	-1,1	-2,0	-2,0	**-3,1**
spożycie publiczne		-8,7	-0,5	-0,5	**-0,4**
inwestycje		5,4	5,5	5,5	**4,8**
konsumpcja prywatna		-0,5	-1,2	-1,2	**-1,8**
spożycie publiczne	*kontrybucja*	-1,8	-0,1	-0,1	**-0,1**
inwestycje	*pkt. proc.*	1,2	0,7	0,7	**0,8**
zapasy		1,7	-4,6	-4,6	**-1,5**
eksport netto		1,7	4,8	4,8	**1,9**
wartość dodana		2,7	0,7	0,7	**-0,8**
przemysł	*% r/r*	3,5	-1,4	-1,4	**-2,5**
budownictwo		0,9	1,5	1,5	**1,0**
handel i naprawy		-5,1	-4,4	-4,4	**-7,6**

źródło: GUS, BOŚ Bank

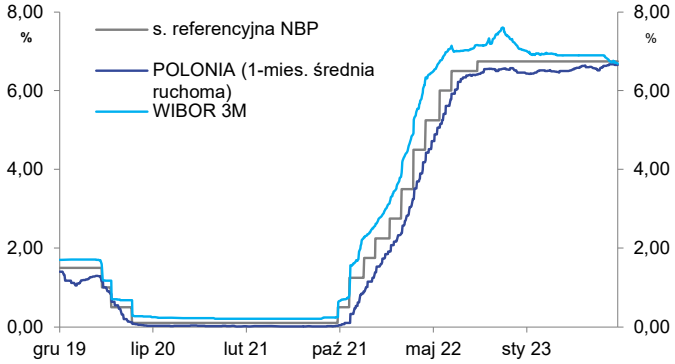
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 14 sierpnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	**PL**	**Wskaźnik inflacji CPI (ost.)**	**lip**	**10,8% r/r (wst.)**	**-**	**10,8% r/r**
16:00	**PL**	**Saldo na rachunku obrotów bieżących**	**cze**	**1,39 mld EUR**	**1,27 mld EUR**	**1,95 mld EUR**
wtorek 15 sierpnia			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
04:00	CHN	Produkcja przemysłowa	lip	4,4% r/r	4,3% r/r	-
04:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	lip	3,1% r/r	3,6% r/r	-
04:00	CHN	Inwestycje	sty-lip	3,8% r/r	3,8% r/r	-
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	lip	0,2% m/m	0,4% m/m	
środa 16 sierpnia			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
10:00	**PL**	**PKB, szybki szacunek**	**II kw.**	**-0,3% r/r**	**-0,2% r/r**	**-0,8% r/r**
11:00	EMU	PKB, 2. szacunek	II kw.	0,3% kw/kw	-	-
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	cze	0,2% m/m	0,0% m/m	-
14:00	**PL**	**Wskaźnik inflacji bazowej CPI**	**lip**	**11,1% r/r**	**-**	**10,8% r/r**
15:15	US	Produkcja przemysłowa	lip	-0,5% m/m	0,3% m/m	-
piątek 18 sierpnia			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
11:00	EMU	Inflacja HICP (ost.)	lip	5,3% r/r	5,3% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (ost.)	lip	5,5% r/r	5,5% r/r	-
poniedziałek 21 sierpnia			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
10:00	**PL**	**Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw**	**lip**	**0,2% r/r**	**0,1% r/r**	**0,1% r/r**
10:00	**PL**	**Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw**	**lip**	**11,9% r/r**	**11,0% r/r**	**13,1% r/r**
10:00	**PL**	**Produkcja przemysłowa**	**lip**	**-1,4% r/r**	**-0,7% r/r**	**-1,0% r/r**
10:00	**PL**	**Wskaźnik cen w przemyśle PPI**	**lip**	**0,5% r/r**	**-1,1% r/r**	**-0,9% r/r**

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki - mediana ankiety Parkietu

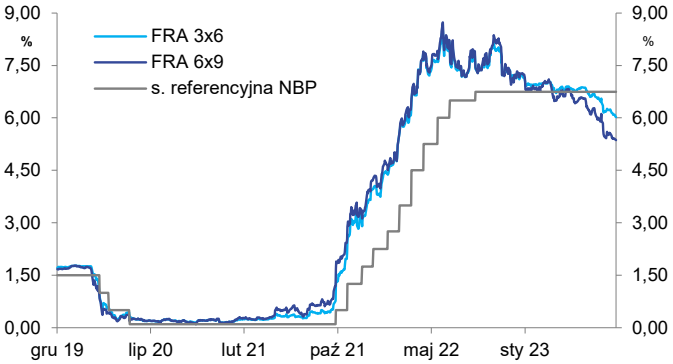
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



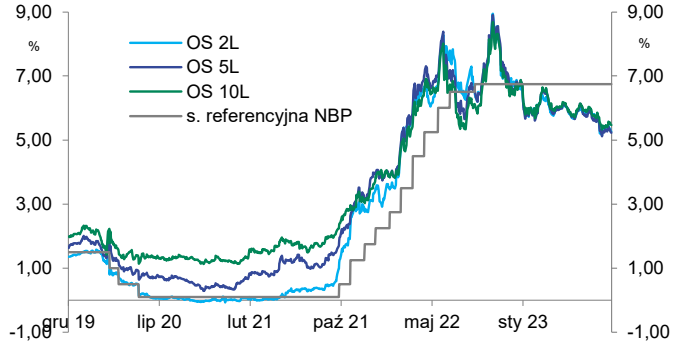
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



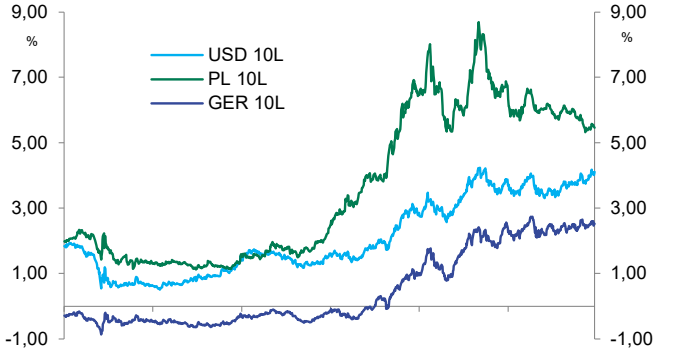
źródło:NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



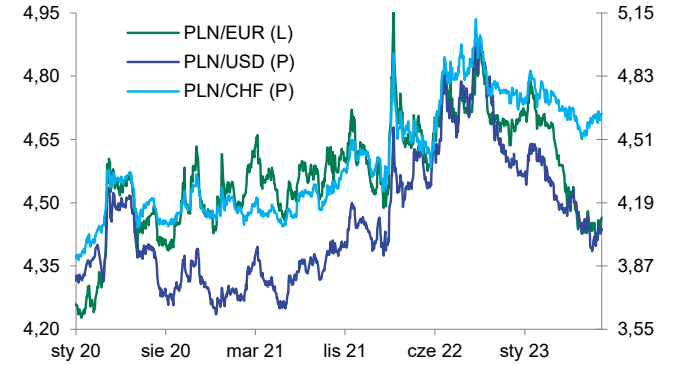
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



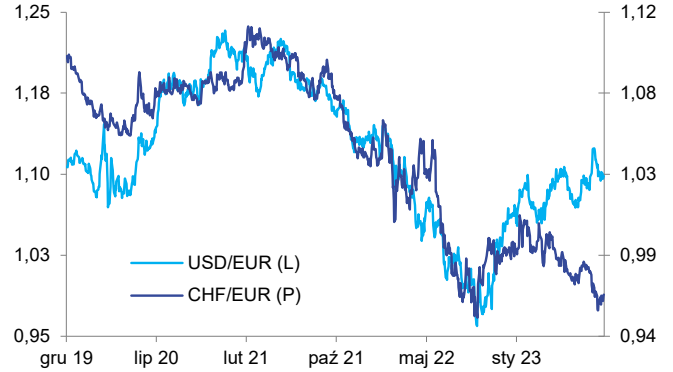
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



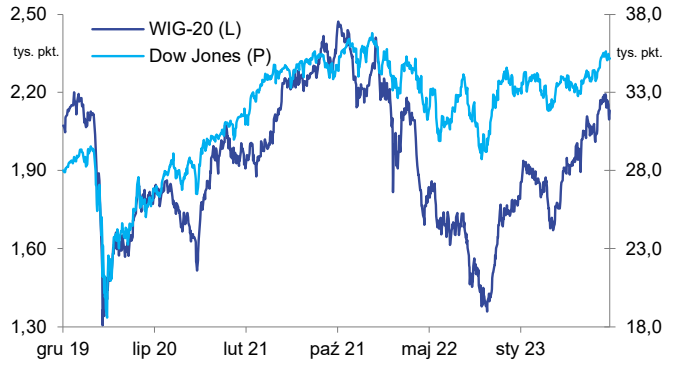
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



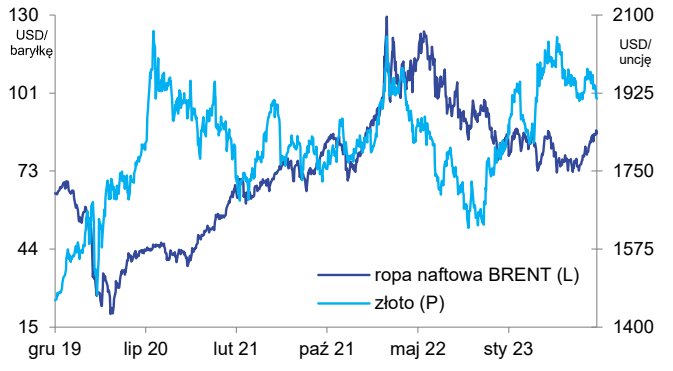
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

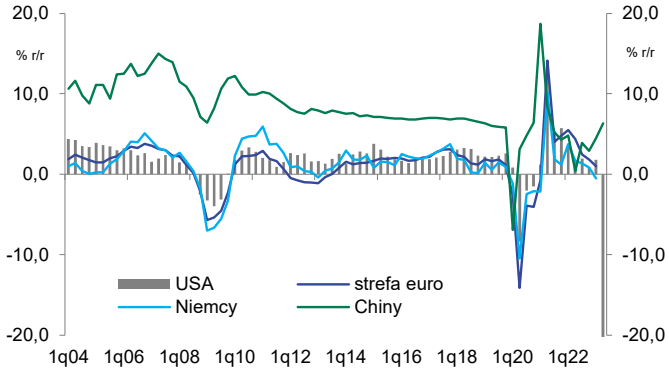
Ceny surowców



źródło: Bloomberg

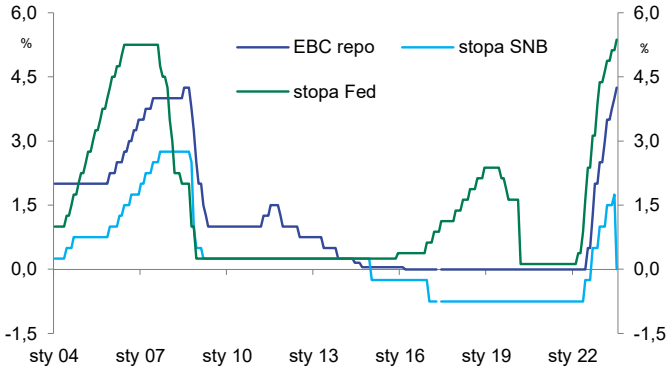
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



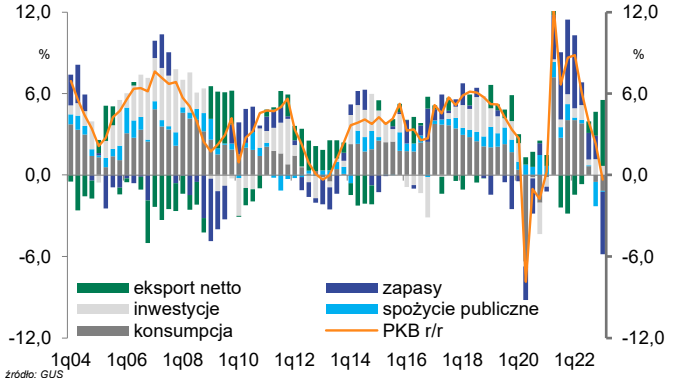
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych

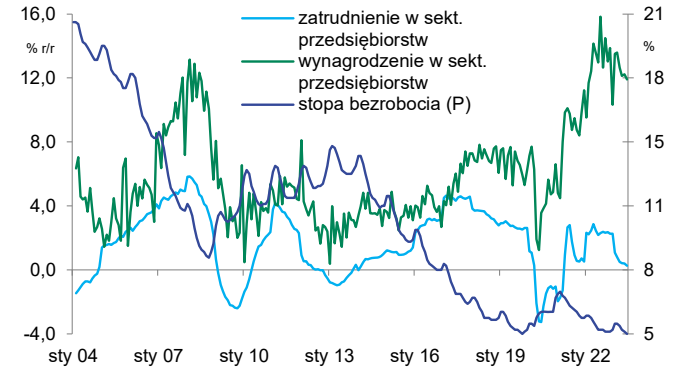


źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna

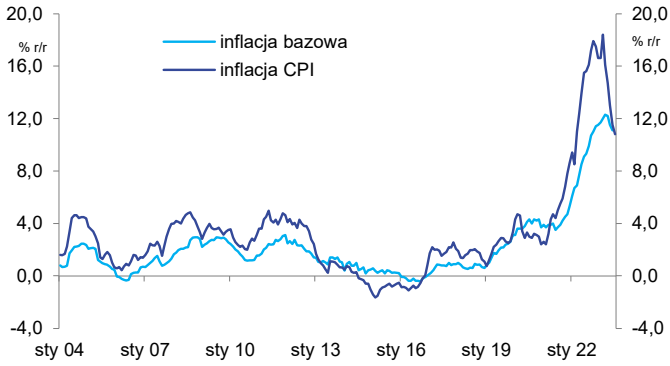
źródło: GUS

Rynek pracy



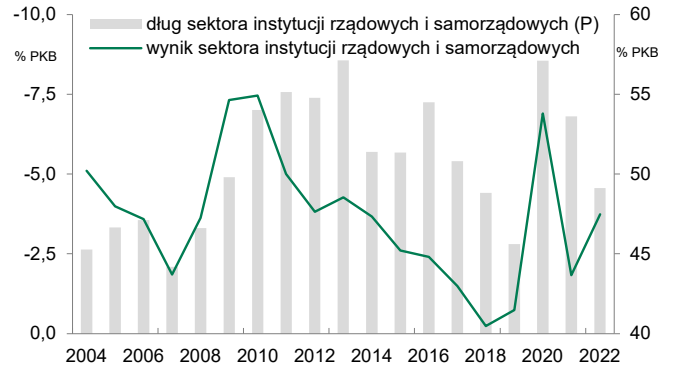
źródło: GUS

Inflacja



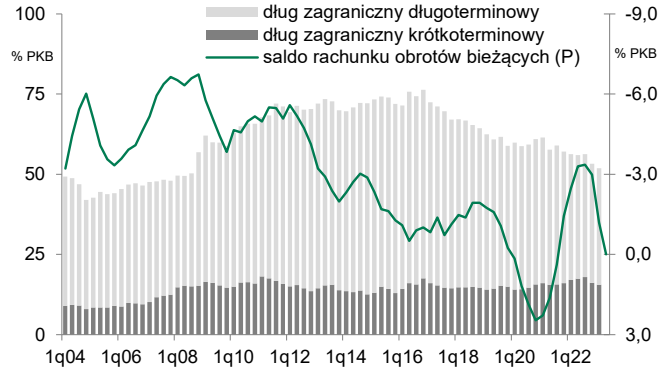
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.07.2023	04.08.2023	10.08.2023	31.08.2023	30.09.2023	31.12.2023
Stopa lombardowa NBP	%	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25	6,75
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	5,75
WIBOR 3M	%	6,76	6,71	6,69	6,80	6,75	6,40
Obligacje skarbowe 2L	%	5,31	5,39	5,27	5,45	5,50	5,50
Obligacje skarbowe 5L	%	5,27	5,34	5,22	5,45	5,45	5,45
Obligacje skarbowe 10L	%	5,40	5,94	5,46	5,50	5,45	5,45
PLN/EUR	*PLN*	4,41	4,44	4,47	4,48	4,55	4,55
PLN/USD	*PLN*	4,00	4,06	4,05	4,09	4,17	4,21
PLN/CHF	*PLN*	4,59	4,63	4,64	4,59	4,67	4,67
USD/EUR	*USD*	1,10	1,10	1,10	1,10	1,09	1,08
Stopa Fed	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
Stopa repo EBC	%	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Stopa SNB	%	-	-	-	1,75	2,00	2,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3,96	4,03	4,11	3,75	3,70	3,55
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,49	2,56	2,52	2,50	2,45	2,30

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 jakiejkolwiek 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.