

KOMENTARZ TYGODNIOWY

5 czerwca 2023

Pozytywne niespodzianki inflacyjne w Europie, niezła struktura krajowego PKB. Oczekiwana konferencja prezesa NBP po posiedzeniu RPP.

- Po kilku tygodniach rosnących oczekiwań rynkowych na dalsze zaostrzenie polityki monetarnej głównych banków centralnych miniony tydzień przyniósł pewne wystudzenie tych oczekiwań. Wraz uchwaleniem ustawy podwyższającej limit zadłużenia USA poskutkowało to obniżeniem rentowności papierów skarbowych na rynkach bazowych.
- Miniony tydzień przyniósł pozytywne niespodzianki inflacyjne w Europie (m.in. cała strefa euro, Niemcy, Polska). W przypadku strefy euro wstępny szacunek inflacji majowej wskazał na obniżenie inflacji HICP (do 6,1% r/r) i inflacji bazowej (do 5,3%), w obu przypadkach 0,2 pkt. proc. poniżej rynkowych oczekiwań. Ta pozytywna niespodzianka w połączeniu z serią wypowiedzi kilku członków rady EBC utrzymanych w łagodnym tonie poskutkowało osłabieniem obaw rynkowych przed kontynuacją we wrześniu cyklu zacieśnienia polityki monetarnej przez EBC (po dyskontowanych w pełni podwyżkach w czerwcu i lipcu).
- Z kolei majowe dane z rynku pracy USA opublikowane pod koniec minionego tygodnia wskazały na utrzymanie generalnie mocnego rynku pracy, choć trudno je określić jako jednoznaczne. Z jednej strony solidnie wzrosło majowe zatrudnienie, co wraz z korektami w górę danych za przednie miesiące i wzrostem liczby nieobsadzonych etatów wg ankiety JOLTS wskazuje na nadal silny rynek pracy. Z drugiej strony spowolniła dynamika godzinowych wynagrodzeń i wzrosła stopa bezrobocia do 3,7% co można by interpretować jako symptomy schłodzenia koniunktury. Generalnie w tym wachlarzu danych najistotniejsze pozostają wciąż stosunkowo mocne dane nt. zatrudnienia. Niemniej pomimo tego pod wpływem ubiegłotygodniowych wypowiedzi dwóch członków FOMC (Jeffersona i Harkera) wskazujących na czerwcową pauzę w cyklu podwyżek – obecnie rynek nie oczekuje podwyżki stóp podczas czerwcowego posiedzenia FOMC (przypisując takiemu scenariuszowi 30% prawdopodobieństwa).
- Odczyty wskaźników koniunktury PMI NBS w Chinach wskazały na postępujące hamowanie aktywności tej gospodarki po silnym ożywieniu na przełomie 2022 i z początkiem 2023 r.
- Jakkolwiek perspektywy nie są pełni klarowne, niemniej ubiegłotygodniowe publikacje danych (w szczególności te inflacyjne z Europy) oraz łagodniejsza retoryka przedstawicieli banków centralnych przyniosły korektę spadkową rentowności obligacji na rynkach bazowych na całej długości krzywej dochodowości. Krzywe dochodowości przesunęły się niemal równolegle w dół o ponad 20 pkt. baz. w Niemczech i w mniejszej skali – o ok. 10 pkt. baz. w USA.
- Niższe stopy rynkowe i spadek ryzyka związanego z limitem długu w USA sprzyjały poprawie nastrojów na rynkach akcji. Globalny indeks akcji MSCI wzrósł o solidne 1,4%, przy wzroście w USA o 1,9% i stabilizacji w strefie euro. Indeks dla

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

rynków wschodzących wzrósł o 0,8%. Z kolei zmiany notowań na rynku walutowym okazały się niewielkie – kurs euro do dolara oscylował w okolicach nieco słabszego niż średnio przed tygodniem poziomu 1,07 USD/EUR.

- Na krajowym rynku najbardziej oczekiwanymi wydarzeniami w minionym tygodniu były publikacja PKB za I kw. wraz ze strukturą oraz wstępny szacunek *flash* wskaźnika inflacji CPI za maj.
- Według danych GUS [PKB obniżył się](#) w I kw. o 0,3% r/r, jednocześnie struktura PKB okazała się solidna – z mniejszym od oczekiwań spadkiem konsumpcji i solidnym wzrostem inwestycji, przy silniejszych zmianach wysoce zmiennych kategorii – zapasów i salda handlu zagranicznego. Wyniki PKB za I kw. wraz ze słabymi miesięcznymi danymi za kwiecień wskazują, że PKB w II kw. prawdopodobnie ukształtuje się w okolicach zera (z ryzykiem lekko ujemnego poziomu). W II połowie roku dynamika PKB powinna przyspieszyć w okolice 2% r/r.
- Ubiegłotygodniowa [publikacja krajowej inflacji](#) okazała się pozytywną niespodzianką. Według wstępnego szacunku *flash* w maju wskaźnik inflacji CPI obniżył się do 13,0% r/r wobec 14,7% r/r w kwietniu, nieco poniżej oczekiwań. W maju, podobnie jak w marcu i kwietniu, skokowy spadek wskaźnika CPI był przesądzony i oczekiwany, natomiast zjawiskiem odróżniającym sytuację inflacyjną w maju w porównaniu do poprzednich miesięcy jest wyraźny spadek wskaźnika inflacji bazowej (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii). Szacujemy, że inflacja bazowa spadła w maju w okolice 11,4-11,5% r/r wobec 12,2% r/r w kwietniu. Korzystniejsze od oczekiwań wyniki inflacyjne podsyły spekulacje rynkowe co do możliwości obniżki stóp NBP w tym roku co poskutkowało obniżeniem kontraktów FRA.
- Te oczekiwania wsparte łagodnymi wypowiedziami członków RPP (Glapiński, Dąbrowski, Małowska) wraz ze spadkiem rentowności obligacji na rynkach bazowych poskutkowały obniżeniem rentowności SPW także na polskim rynku. Rentowności 10-latek obniżyły się o blisko 20 pkt. baz. do 5,95%.
- Kurs złotego w minionym tygodniu był względnie stabilny w okolicach 4,50 PLN/EUR, 4,20 PLN/USD i 4,65 PLN/CHF. Krajowy rynek akcji zachowywał się podobnie jak rynek globalny – ze wzrostem WIG o 1,3% w skali tygodnia.
- W bieżącym tygodniu pierwszoplanowym wydarzeniem na krajowym rynku będzie posiedzenie RPP. Dziewiąta z rzędu decyzja Rady o utrzymaniu stóp procentowych bez zmian jest powszechnie oczekiwana, natomiast większym zainteresowaniem będzie się cieszyć środowiska konferencja prasowa prezesa NBP wobec pojawiających w ostatnich dwóch tygodniach wypowiedziach kilku członków RPP, w tym samego prezesa NBP nt. opcji obniżek przed końcem roku.
- Z danych zagranicznych uwaga rynkowa będzie skupiona na publikacjach danych, które mogą wpłynąć na oczekiwania co do czerwcowej decyzji FOMC w sprawie poziomu stóp procentowych. Najistotniejszy będzie wynik badania Atlanta Fed ws. majowej dynamiki płać, który najprawdopodobniej zostanie opublikowany w najbliższy piątek. Ponadto oczekiwany będzie dzisiejszy odczyt majowego wskaźnika ISM w usługach.
- W strefie euro najistotniejsze będą wyniki zamówień i produkcji w niemieckim przemyśle i sprzedaży detalicznej w strefie euro. W Chinach uwaga rynkowa skupi się na publikacjach danych nt. handlu zagranicznego oraz inflacji CPI i PPI.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (5–6 maja)**

Oczekujemy, że podczas wtorkowego 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 ośmiu 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.

Jednocześnie istotne będzie wystąpienie prezesa A. Głapińskiego podczas środowej konferencji, po tym jak w ostatnim okresie prezes NBP i niektórzy członkowie Rady silniej zaakcentowali opcję obniżek stóp przed końcem roku. Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP zaplanowana jest na środę (7.05) na g. 15:00.

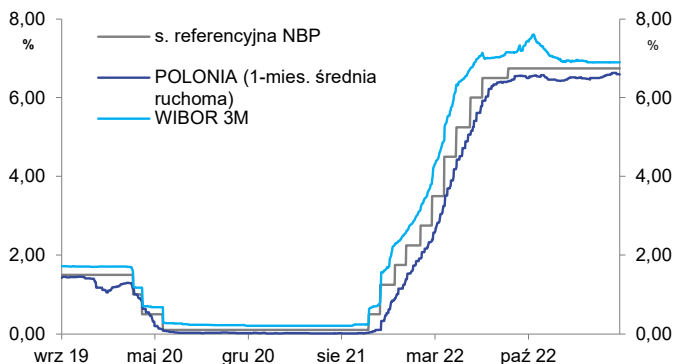
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 5 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM	maj	51,9 pkt.	52,5 pkt.	-
wtorek 6 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	kwi	-10,7% m/m	3,0% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	kwi	-1,2% m/m	0,2% m/m	-
-	PL	Decyzja RPP dot. stóp procentowych NBP	cze	6,75%	6,75%	6,75%
środa 7 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
-	CHN	Eksport	maj	8,5% r/r	-2,0 r/r	-
-	CHN	Import	maj	-7,9% r/r	-8,0% r/r	-
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	kwi	-3,4% m/m	0,7% m/m	-
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	cze	-	-	-
piątek 9 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Inflacja CPI	maj	0,1% r/r	0,2% r/r	-
03:30	CHN	Inflacja PPI	maj	-3,6% r/r	-4,2% r/r	-
-	US	Atlanta Fed Wage Tracker	maj	6,1% r/r	-	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

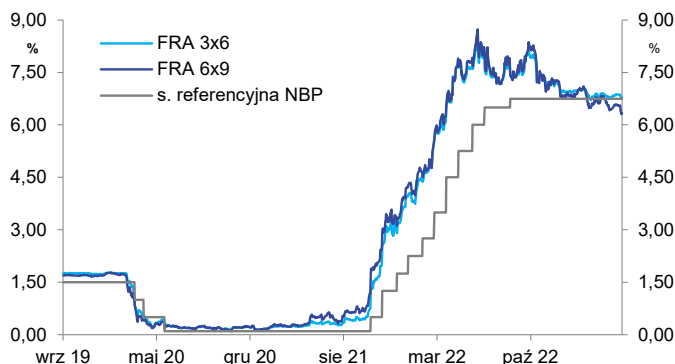
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



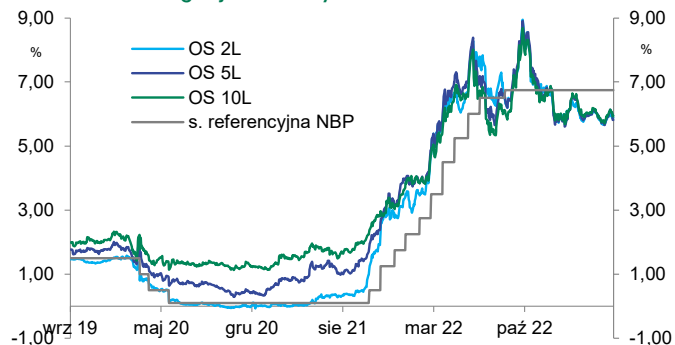
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



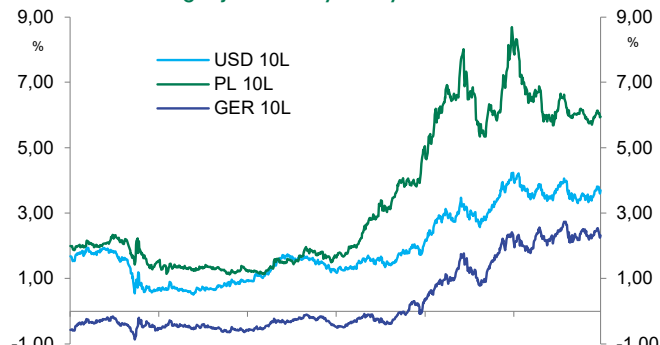
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



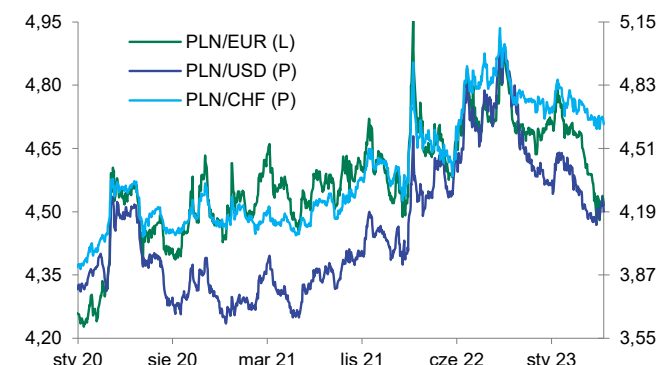
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



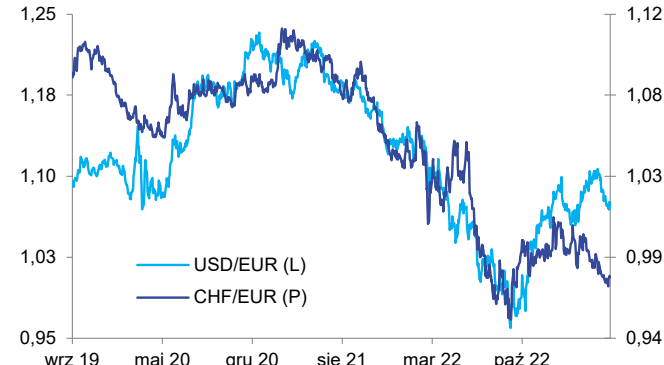
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



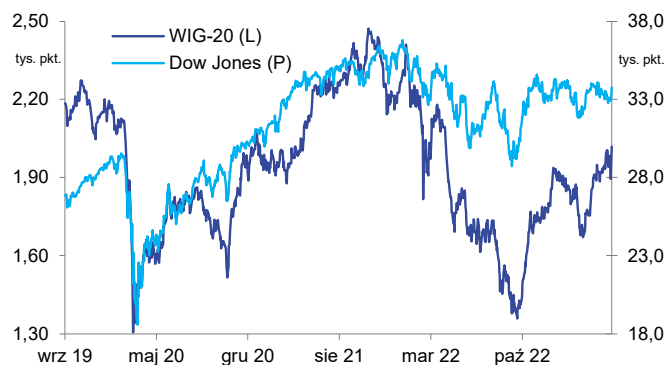
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



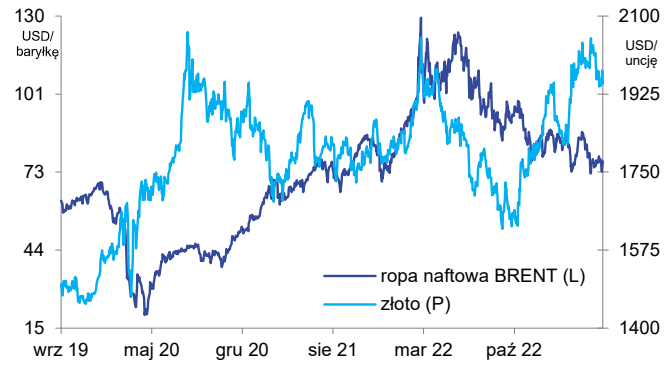
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



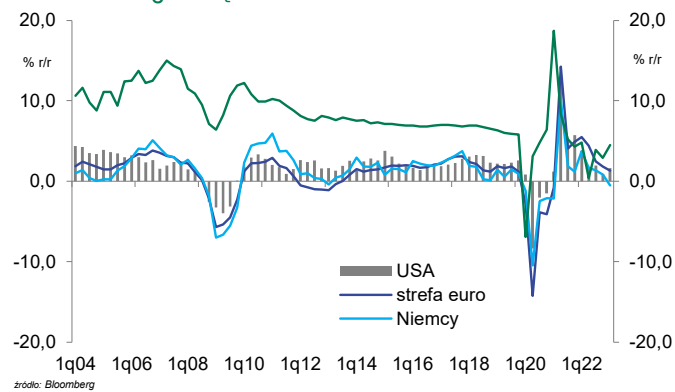
źródło: Bloomberg

2023-06-05

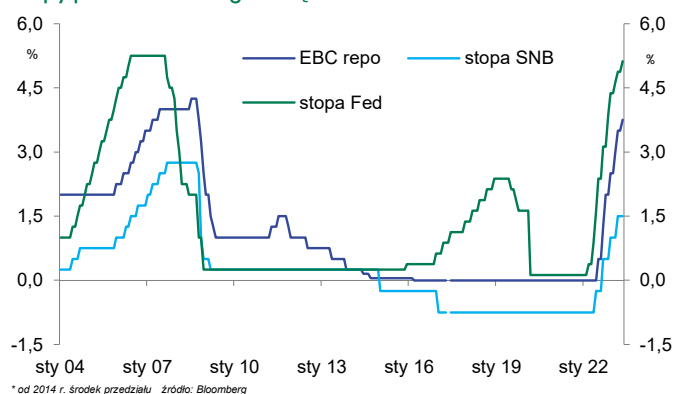
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

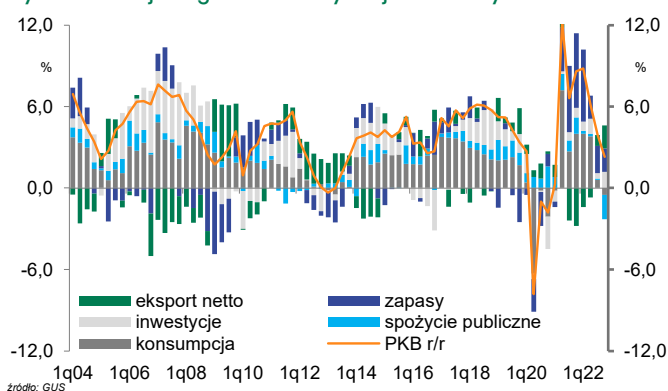
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



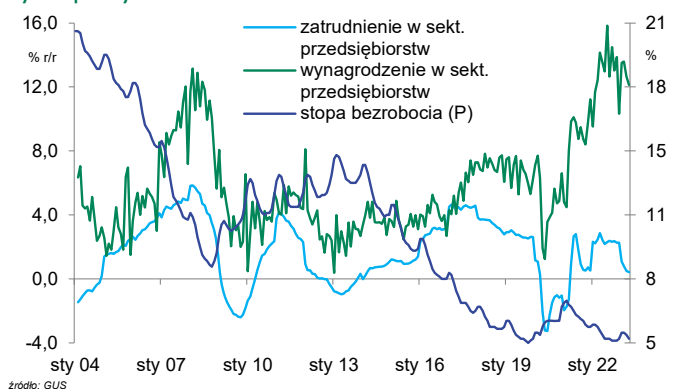
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



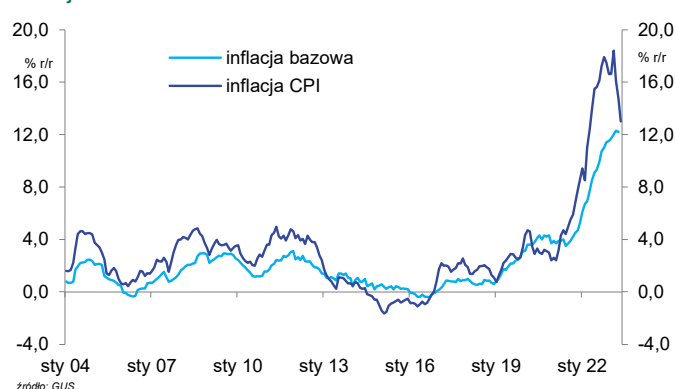
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



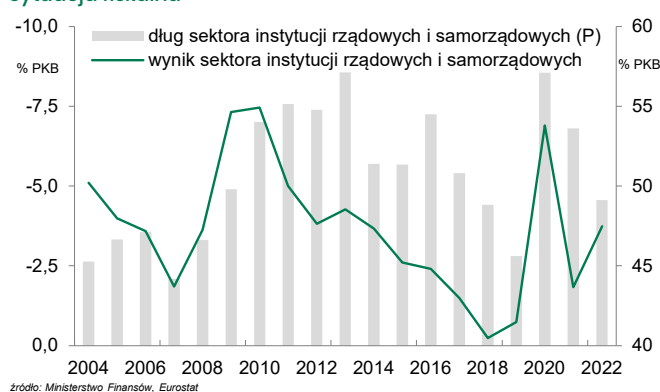
Rynek pracy



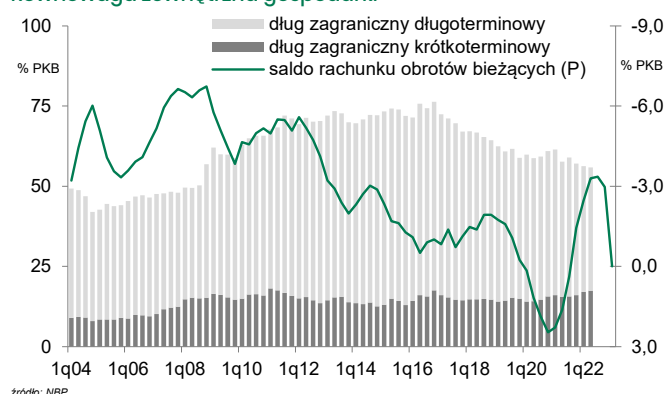
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.05.2023	26.05.2023	02.06.2023	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	%	5,90	5,98	5,89	5,85	5,80	5,70
Obligacje skarbowe 5L	%	6,05	6,12	5,82	5,95	5,85	5,75
Obligacje skarbowe 10L	%	6,00	5,94	5,95	5,90	5,85	5,75
PLN/EUR	PLN	4,53	4,52	4,51	4,55	4,60	4,60
PLN/USD	PLN	4,23	4,22	4,19	4,21	4,26	4,28
PLN/CHF	PLN	4,66	4,66	4,63	4,69	4,72	4,69
USD/EUR	USD	1,07	1,07	1,07	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	%	3,70	3,80	3,69	3,60	3,50	3,30
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,40	2,54	2,31	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.