

KOMENTARZ TYGODNIOWY

19 czerwca 2023

„Jastrzębie” projekcje Fed i EBC. W Polsce wyrok TSUE z ograniczoną reakcją rynku.

• Miniony tydzień zgodnie z oczekiwaniami został zdominowany przez posiedzenia głównych banków centralnych – Rezerwy Federalnej w USA i Europejskiego Banku Centralnego. Żaden z banków nie zaskoczył decyzją ws. poziomu stóp – Fed robiąc pauzę w cyklu podwyżek, a EBC kontynuując cykl z podwyżką o 25 pkt. baz. Jednocześnie oba banki wystąpiły „jastrzębi” sygnał co do dalszej polityki monetarnej, przy czym przekaz EBC był mocniejszy i zrobił większe wrażenie na rynkach.

• [FOMC](#) utrzymał stopę funduszy federalnych w przedziale 5,00% – 5,25%, niemniej najnowsza kwartalna projekcja prognoz makroekonomicznych członków FOMC zaskoczyła „jastrzębim” wydźwiękiem. W najnowszej projekcji FOMC o 50 pkt. baz. wzrosła mediana oczekiwanego poziomu stóp w 2023 r. – do 5,6% wobec 5,1% oczekiwanych w marcowej projekcji. Wyraźnie (do 16 z 18 tącznie) wzrosła też liczba członków FOMC oczekujących dalszych podwyżek stóp.

• Jednocześnie, wypowiedzi prezesa Fed podczas konferencji prasowej po posiedzeniu nieco złagodziły „jastrzębi” wydźwięk projekcji członków FOMC. Prezes Fed podkreślił, że „jastrzębia” projekcja nie oznacza automatycznie podwyżki stóp na kolejnym posiedzeniu FOMC w lipcu i wskazał, że posiedzenie będzie „pełne dyskusji” (ang. „live”).

• Biorąc pod uwagę dostępne informacje z gospodarki i przekaz Fed po czerwcowym posiedzeniu nadal oczekujemy jeszcze jednej podwyżki stóp o 25 pkt. baz. podczas posiedzenia w lipcu. Przemawiają za tym mocny stan rynku prac w USA (solidny wzrost zatrudnienia, wzrost liczby wakatów, wzrost dynamiki wynagrodzeń wg wskaźnika Atlanta Fed), utrzymująca się podwyższona inflacja bazowa, nadal solidne wyniki aktywności gospodarki USA, m.in. solidne tempo wzrostu wydatków gospodarstw domowych, co potwierdziła ubiegłotygodniowa publikacja sprzedaży detalicznej w USA.

• Jednocześnie oczekujemy, że w II połowie roku ujawniać się będą silniejsze symptomy reakcji gospodarki USA na dotychczasowe zacieśnienie polityki monetarnej w postaci obniżenia inflacji bazowej i stopniowego schłodzenia rynku pracy, co ograniczy skłonność Fed do ponownego zacieśnienia polityki monetarnej po lipcu. Tym samym oczekujemy, że lipcowa podwyżka zakończy cykl zacieśnienia polityki monetarnej na poziomie 5,25% – 5,50% dla stopy Fed.

• Z kolei podczas ubiegłotygodniowego posiedzenia [Rada Prezesów EBC](#) zdecydowała o kontynuacji cyklu podwyżek podnosząc je o 25 pkt. baz. do poziomu 4,00% dla stopy referencyjnej oraz 3,50% dla stopy depozytowej.

• Zapisy komunikatu po posiedzeniu, a przede wszystkim wypowiedzi prezesa EBC Christine Lagarde podczas konferencji prasowej wskazały na jednoznaczną intencję kontynuacji cyklu podwyżek stóp i zaskoczyły „jastrzębiością”. Prezes EBC *de facto* „zapowiedziała” podwyżkę stóp na kolejnym lipcowym posiedzeniu rady EBC. Jak wskazała prezes EBC przesłanką do zaostrzenia retoryki EBC była

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

najnowsza projekcja makroekonomiczna EBC, w szczególności wyraźne podwyższenie prognozy inflacji bazowej, która została podwyższona aż o 0,5 pkt. proc. do 5,1% i 3,0% kolejno w 2023 i 2024 r.

- Biorąc pod uwagę „jastrzębie” stanowisko EBC oraz bieżący podwyższony poziom inflacji bazowej i żądań płacowych wydaje się obecnie bardzo prawdopodobne, że w lipcu rada EBC ponownie podwyższy stopy procentowe o 25 pkt. baz. Zakładając jednak w II połowie roku stopniowy spadek inflacji bazowej słabą aktywność gospodarczą (co potwierdziła opublikowanej w minionym tygodniu słaba struktura kwietniowej produkcji w strefie euro) oraz utrzymanie restrykcyjnej polityki kredytowej banków oczekujemy, że po wakacjach rada nie zmieni już stóp procentowych kończąc cykl na bieżącym poziomie stóp procentowych.
- Dla rynków finansowych bardziej wiarygodny okazał się „jastrzębi” przekaz EBC, przy większym dystansie do retoryki Fed. Stąd w minionym tygodniu silniej wzrosły rentowności obligacji skarbowych w Niemczech (o blisko 10 pkt. baz. do 2,47%) niż w USA (symboliczny wzrost o 2 pkt. baz. do 3,76%) oraz wyraźniejsze umocnienie euro wobec dolara do 1,095 dolara za euro. Jednocześnie rynki akcji w ogóle nie przejęły się ostrzejszą retoryką EBC, a niuansowanie prezesa Fed co do lipcowej decyzji odebrały nawet pozytywnie, co łącznie dało bardzo silny tydzień na globalnym rynku akcji ze wzrostami indeksów MSCI powyżej 2% w skali tygodnia na wszystkich głównych rynkach regionalnych.
- W Polsce pierwszoplanowym wydarzeniem był czwartkowy wyrok Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej (TSUE) dotyczący wynagrodzenia za korzystanie z kapitału po unieważnieniu umowy kredytu w CHF. Zgodnie z oczekiwaniami TSUE przychylił się do rekomendacji rzecznika TSUE i orzekł, że przepisy unijne stoją na przeszkodzie temu, by bank miał prawo żądać od konsumenta rekompensaty wykraczającej poza zwrot wypłaconego kapitału oraz poza zapłatę ustawowych odsetek za zwłokę, co oznacza wzrost obciążeń dla krajowych banków w postaci dodatkowych rezerw na ryzyko prawne.
- W związku z tym, że wyrok TSUE był oczekiwany reakcja rynkowa była raczej stonowana – złoty wyhamował dynamiczną aprecjację z poprzednich tygodni pozostając jednak na koniec tygodnia na mocnych poziomach (4,45 PLN/EUR). Krajowy rynek obligacji i akcji pozostały głównie pod wpływem rynku globalnego. Rentowności 10-latek zrosły o kilkanaście punktów bazowych powracając powyżej 6%, a WIG wzrósł o 2% w skali tygodnia.
- Z ubiegłotygodniowych krajowych publikacji danych istotne były dane inflacyjne, które potwierdziły [spadek CPI do 13,0%](#) oraz inflacji bazowej o solidne 0,7 pkt. proc. do 11,5% r/r. jednak według naszej oceny struktury majowej inflacji powtórzenie tak silnego spadku w kolejnych miesiącach będzie trudne.
- W tym tygodniu kontynuowania będzie seria posiedzeń banków centralnych w tym Banku Anglii i Narodowego Banku Szwajcarii. Oczekiwana też będzie seria wystąpień przedstawicieli Fed i EBC. Z publikacji danych najistotniejsze będą wstępne odczyty koniunktury PMI w strefie euro za czerwiec.
- W Polsce w bieżącym tygodniu rozpocznie się comiesięczna seria publikacji majowych danych dot. stery realnej polskiej gospodarki (rynek pracy, produkcja), która rzuci nieco światła na stan koniunktury gospodarczej w II kw.

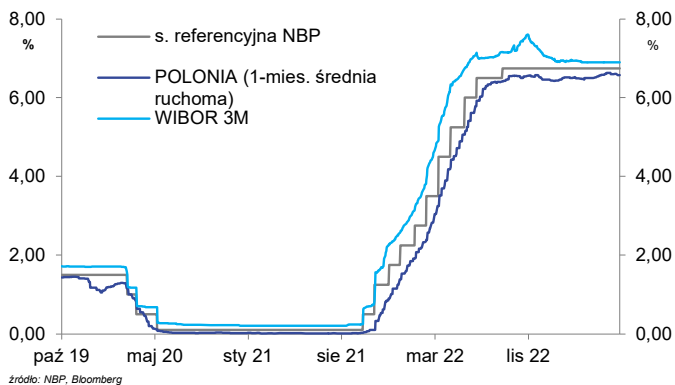
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

środa 21 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	maj	0,4% r/r	0,4% r/r	0,4% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	maj	12,1% r/r	12,6% r/r	12,5% r/r
16:00	US	Wystąpienie prezesa Fed przed komisją Izby Reprezentantów	-	-	-	-
czwartek 22 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
9:30	CH	Decyzja Narodowego Banku Szwajcarii ws. stóp procentowych	cze	1,50%	1,75%	-
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	maj	-6,4% r/r	-3,0% r/r	-0,8% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	maj	6,8% r/r	4,6% r/r	4,4% r/r
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii ws. stóp procentowych	cze	3,25%	3,50%	-
piątek 23 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	cze	43,2 pkt.	43,7 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	cze	57,2 pkt.	56,1 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	cze	44,8 pkt.	44,9 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	cze	55,1 pkt.	54,3 pkt.	-
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	maj	1,2% r/r	1,5% r/r	1,7% r/r
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	maj	-7,3% r/r	-5,8% r/r	-5,6% r/r
poniedziałek 26 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Stopa bezrobocia	maj	5,2%	5,1%	5,0%
10:00	DE	Indeks koniunktury Ifo	cze	91,7 pkt.	-	-

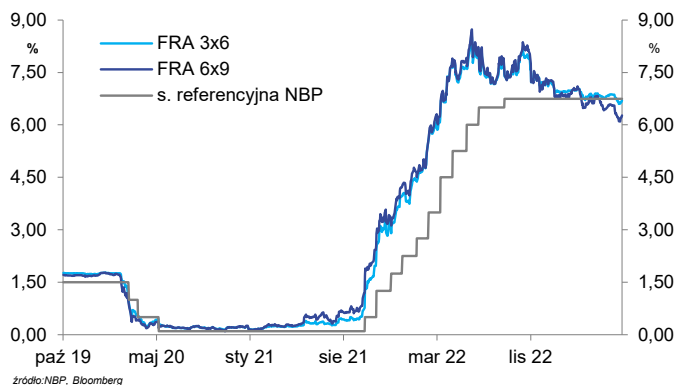
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

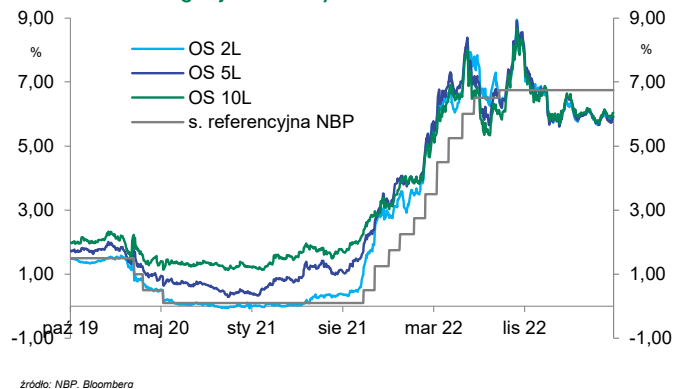
Krajowe stopy procentowe



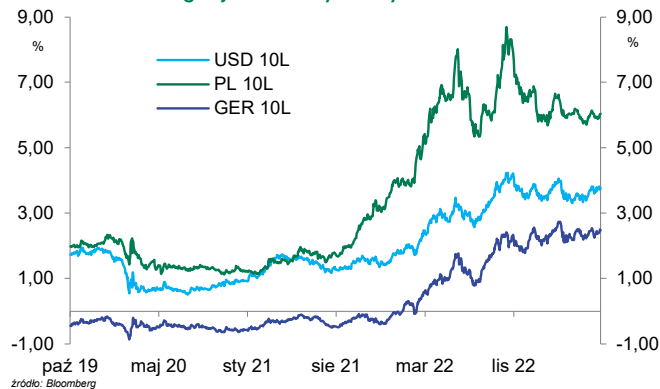
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



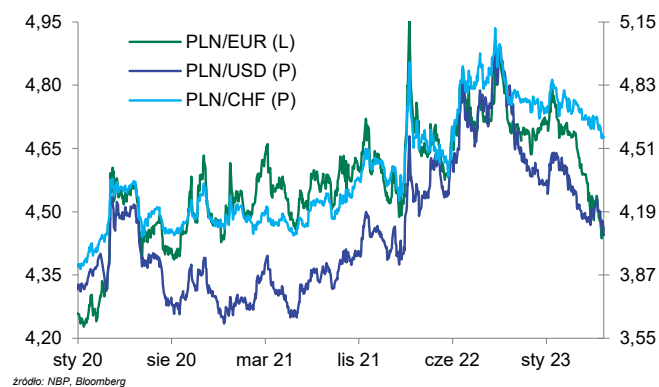
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



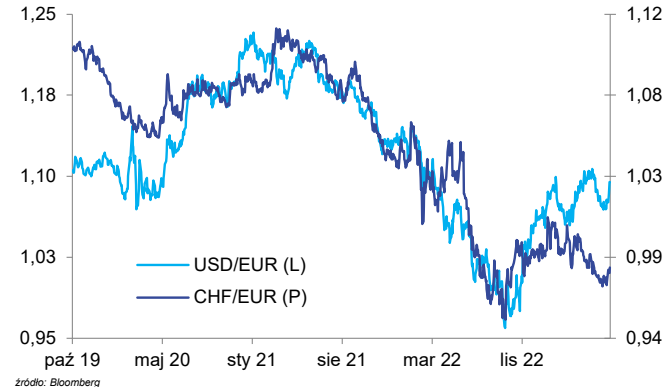
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



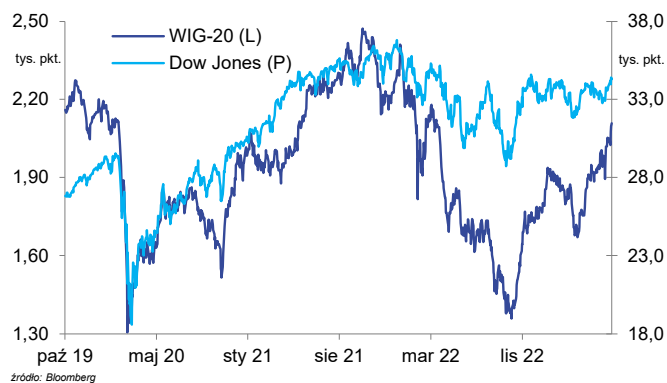
Notowania kursu złotego



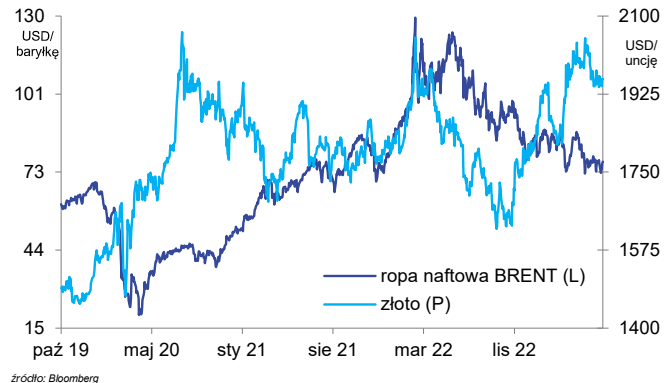
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

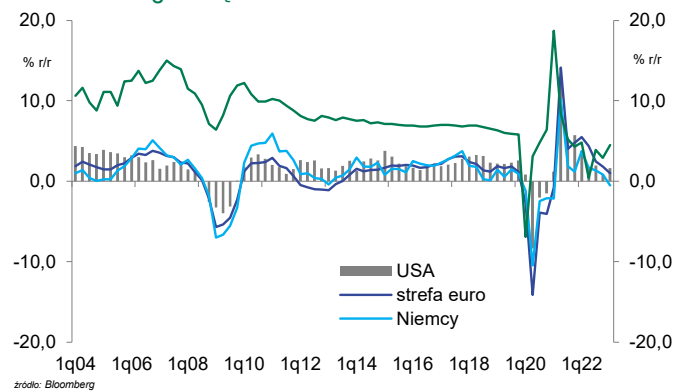


Ceny surowców

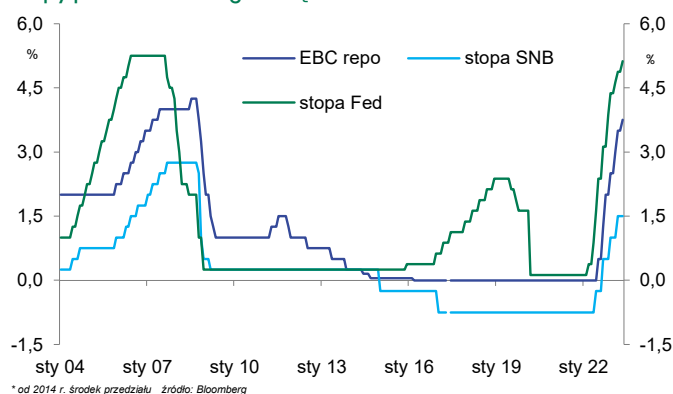


Sfera realna

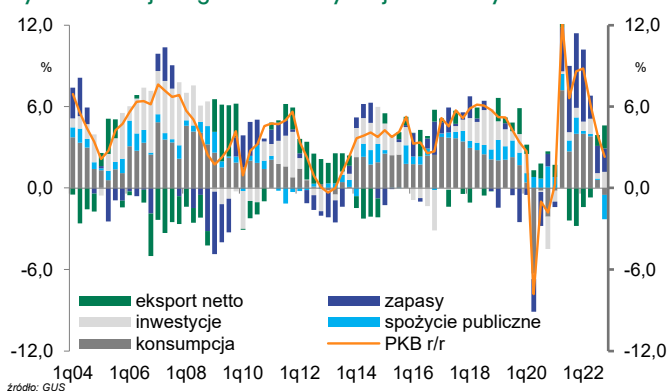
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



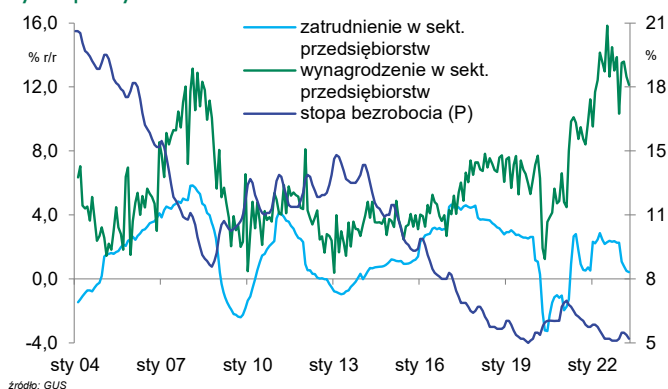
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



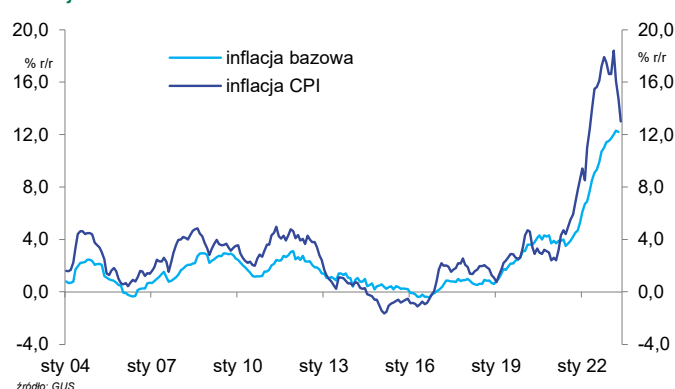
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



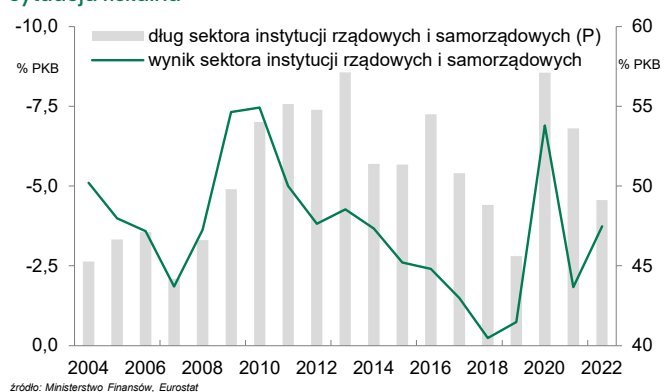
Rynek pracy



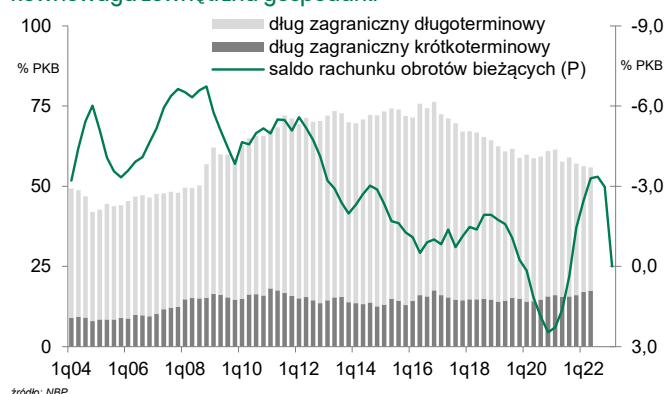
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.05.2023	07.06.2023	14.06.2023	31.07.2023	31.08.2023	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	5,88	5,90	5,90	5,85
Obligacje skarbowe 5L	%	5,93	5,79	5,85	5,90	5,85	5,80
Obligacje skarbowe 10L	%	6,01	5,94	6,00	5,90	5,85	5,80
PLN/EUR	PLN	4,54	4,48	4,47	4,55	4,55	4,60
PLN/USD	PLN	4,26	4,19	4,14	4,18	4,19	4,24
PLN/CHF	PLN	4,67	4,62	4,58	4,67	4,65	4,71
USD/EUR	USD	1,07	1,07	1,08	1,09	1,09	1,09
Stopa Fed	%	5,25	5,25	5,25	5,50	5,50	5,50
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	5,60	5,60	5,60
Stopa repo EBC	%	3,75	3,75	3,75	4,25	4,25	4,25
EURIBOR 3M	%	-	-	-	3,80	3,80	3,80
SARON	%	-	-	-	1,75	1,75	1,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3,64	3,80	3,79	3,70	3,65	3,60
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,28	2,45	2,45	2,50	2,45	2,35

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.