

KOMENTARZ TYGODNIOWY

15 maja 2023

Kolejny tydzień z ograniczoną zmiennością na rynkach finansowych. RPP nie zaskoczyła.

- W minionym tygodniu, przy ograniczonej liczbie publikacji danych z gospodarki światowej, sytuacja na globalnym rynku finansowym pozostała bardzo stabilna z ograniczoną zmiennością notowań aktywów finansowych.
- Opublikowane dane ogniskowały się na bieżącej sytuacji i perspektywach inflacji w USA. Najbardziej oczekiwaną publikacją były kwietniowe wskaźniki CPI i inflacji bazowej. Wskaźnik CPI obniżył się do 4,9% r/r wobec 5,0% r/r w marcu i ukształtował się nieco poniżej oczekiwanych 5,0% r/r. Z kolei wskaźnik inflacji bazowej, obniżył się do 5,5% r/r wobec 5,6% w marcu, zgodnie z oczekiwaniami.
- Dane te przyniosły w trakcie tygodnia wzrost nadziei rynkowych na kontynuację procesu dezinflacji w USA. Okresowo wsparty je ponadto wzrost tygodniowej liczby osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych (do 264 tys. vs. oczekiwania rynkowe na poziomie 245 tys.) oraz obniżenie dynamiki wynagrodzeń obliczanej przez oddział Fed w Atlancie do 5,1% r/r wobec 6,3% r/r w marcu. Jednak ostatecznie oczekiwania te ostudziła publikacja pod koniec tygodnia wskaźników nastrojów gospodarstw domowych wg Uniwersytetu Michigan, która wskazała na wyraźny wzrost oczekiwań inflacyjnych oraz informacje, że wzrost tygodniowej liczby wniosków o zasiłek dla bezrobotnych był następstwem czynników jednorazowych.
- W tych warunkach, po obserwowanym w pierwszych dniach stopniowym obniżeniu rentowności papierów skarbowych na rynkach bazowych, końcówka tygodnia przyniosła odreagowanie w górę. I w efekcie w skali całego tygodnia rentowności obligacji 10-letnich niewiele się zmieniły i na koniec ukształtowały się na poziomie 3,46% – w przypadku USA oraz 2,27% – przypadku Niemiec.
- Także w przypadku rynków akcji zmiany tygodniowe indeksów okazały się minimalne – światowy indeks MSCI obniżył się w skali tygodnia o 0,1%, w przypadku USA – o 0,2%, w przypadku strefy euro o 0,4%, zaś dla rynków wschodzących spadek wyniósł 0,5%.
- Na globalnym rynku walutowym miniony tydzień przyniósł pewne odreagowanie kursu dolara, po osiągnięciu we wcześniejszym tygodniu lokalnych poziomów słabości w relacji do euro. W trakcie tygodnia kurs USD/EUR umocnił się do poziomu 1,085 dolara za euro wobec 1,10 USD/EUR tydzień wcześniej.
- Miniony tydzień przyniósł informacje wskazujące, że odpływ depozytów z niektórych lokalnych banków w USA utrzymuje się, ale informacje te miały ograniczony wpływ na rynki, podobnie jak pozostające bez konkluzji negocjacje między administracją prezydencką a Republikanami nt. limitu zadłużenia USA.
- Stabilizacja na globalnym rynku finansowym sprzyjała dobrym nastrojom na krajowym rynku finansowym, choć po wielu miesiącach wcześniejszej słabości naszych aktywów, ich obecne odrodzenie (w szczególności umocnienie złotego) pozostaje pewnego rodzaju zagadką.

Departament Rynków
Międzynarodowych i Produktów
Skarbowych
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista
+48 515 111 698

- W minionym tygodniu złoty kontynuował kilkutygodniowy trend umocnienia w relacji do koszyka walu – o solidne 1,1% w skali tygodnia. Na koniec tygodnia kurs złotego w relacji do euro ukształtował się poniżej 4,55 złotego za euro przy stabilizacji w relacji do dolara i franka szwajcarskiego.
- Rentowności krajowych papierów skarbowych obniżyły się w skali tygodnia o 9 pkt. baz do 5,70% dla obligacji 10-letnich generalnie jako efekt pozytywnych nastrojów wobec krajowego rynku. Z kolei ograniczony wpływ na krajowy rynek obligacji miało ubiegłotygodniowe posiedzenie RPP.
- Decyzja RPP o utrzymaniu stóp na dotychczasowym poziomie (6,75% dla głównej stopy NBP) i treść komunikatu Rady nie zaskoczyły. Natomiast pewną niespodzianką okazała się dość konserwatywna retoryka prezesa Głapińskiego podczas czwartkowej konferencji prasowej. Prezes NBP powiedział, że RPP nie ogłasza zakończenia cyklu obniżek stóp procentowych, jest w trybie "wait and see", a taka możliwość być może pojawi się pod koniec roku. Jednocześnie jednak zastrzegł, że jakiegokolwiek dyskusje dot. obniżek stóp są przedwczesne i RPP ich nie prowadzi, a obecnie bardziej aktualne jest pytanie w jakiej sytuacji RPP mogłaby podwyższyć stopy. Wypowiedzi prezesa NBP z konferencji prasowej kontrastowały z bardziej łagodnym przesłaniem wcześniejszej medialnej wypowiedzi prezesa NBP z początku maja, w której wyraził nadzieję na obniżenie stóp procentowych pod koniec tego roku.
- Ostrożny ton prezesa NBP z konferencji prasowej wspiera nasz bazowy scenariusz stabilizacji stóp procentowych NBP w tym roku. W naszej ocenie kombinacja oczekiwanej wysokiej inflacji bazowej (która według naszych szacunków ukształtuje się pod koniec roku w okolicach 10% r/r, co naszym zdaniem potwierdza dzisiejsza [publikacja ostatecznego szacunku kwietniowej inflacji CPI](#)), mocnego rynku pracy, stopniowej poprawy koniunktury gospodarczej po „dołku” w I kw., w połączeniu z nadal ujemnymi realnymi stopami procentowymi, nie da wystarczającego komfortu Radzie do poluzowania polityki monetarnej przed końcem tego roku. W bazowym scenariuszu oczekujemy, że na pierwszą obniżkę stóp RPP zdecyduje się pod koniec I kw. 2024 r. Jednocześnie jednak mamy świadomość, że nasz bazowy scenariusz kontrastuje z projekcją inflacji NBP. Jeśli, zgodnie z projekcją inflacja bazowa będzie szybciej spadać niż oczekujemy, wtedy skłonność większości członków RPP do poluzowania polityki monetarnej przed końcem roku wzrośnie.
- W bieżącym tygodniu najistotniejsze dla globalnej sytuacji rynkowej będą publikacje kwietniowego wskaźnika inflacji PCE z USA, ostateczne szacunki i struktura inflacji HICP w EMU, a także dane nt. gospodarek realnych w USA i Chinach (produkcja, sprzedaż detaliczna). Rynki wstuchiwać się będą w zaplanowane na ten tydzień liczne wystąpienia członków FOMC i rady EBC, a także obserwować dalszy przebieg negocjacji ws. limitu zadłużenia USA.
- Na polskim rynku najistotniejszym wydarzeniem tego tygodnia jest publikacja wstępnego szacunku PKB za I kw. Prognozujemy, że w I kw. PKB obniżył się o 0,7% r/r, wobec wzrostu 2,3% r/r w IV kw. 2022 r. Z początkiem kolejnego tygodnia rozpocznie się comiesięczna seria publikacji danych nt. polskiej gospodarki z dynamiką zatrudnienia i wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw i produkcją przemysłową oraz wskaźnikiem PPI w kwietniu. Ten ostatni obniżył się do poziomu jednocyfrowego (w okolicach 7% r/r) po 19 miesiącach z rzędu przyjmowania wartości dwucyfrowych.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• PKB w I kw. – szacunek wstępny *flash* (16 maja)

Prognozujemy, że w I kw. 2023 r. dynamika wzrostu PKB wyniosła $-0,7\%$ r/r, wobec $+2,3\%$ r/r w IV kw. 2022 r. W ramach szacunku *flash* GUS publikuje jedynie dynamikę PKB bez jego struktury.

Miesięczne dane ze sfery realnej wskazują w I kw. na roczne spadki produkcji w przemyśle oraz sprzedaży detalicznej oraz utrzymanie niewielkiego wzrostu produkcji budowlano-montażowej.

Samo spowolnienie rocznej dynamiki wzrostu PKB w I kw. w decydującym stopniu będzie wynikiem efektów bazy.

Przy solidnych bazach odniesienia oraz bieżących bardzo słabych wynikach realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych (ujemna dynamika), w I kw. oczekujemy pogłębienia spadku dynamiki spożycia gospodarstw domowych. Podobnie, wygasanie dotychczasowego bardzo silnego trendu post-pandemicznej odbudowy zapasów przy bieżącej ocenie firm poprawy ich poziomu będzie skutkować znaczącym spadkiem kontrybucji tej kategorii we wzrost PKB, tylko w części niwelowanej poprawą wyniku w handlu zagranicznym.

Czynnikami ograniczającym skalę spadku PKB z początkiem br. były w naszej ocenie inwestycje, wspierane zarówno ożywieniem publicznych wydatków infrastrukturalnych (na co wskazują dane dot. produkcji budowlano-montażowej) oraz stabilnym wzrostem nakładów inwestycyjnych w sektorze przedsiębiorstw. Sądzymy, że dominującym pozytywnym dla inwestycji czynnikiem jest konieczność wydatkowania do końca br. środków z Budżetu UE na l. 2014-2020.

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

źródło: GUS, BOŚ Bank

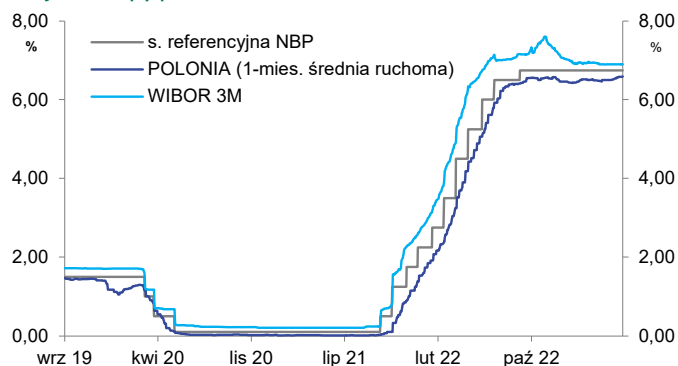
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 16 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
04:00	CHN	Produkcja przemysłowa	kwi	11,0% r/r	10,8% r/r	-
04:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	kwi	20,0% r/r	22,0% r/r	-
04:00	CHN	Inwestycje	sty- kwi	5,0% r/r	5,7% r/r	-
10:00	PL	PKB – szacunek <i>flash</i>	I kw.	2,3% r/r	-0,8% r/r	-0,7% r/r
14:00	PL	Wskaźnik inflacji bazowej CPI	kwi	12,3% r/r	-	12,2% r/r
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	kwi	-0,6% m/m	0,7% m/m	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa	kwi	0,4% m/m	0,0% m/m	-
środa 17 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Inflacja HICP (ost.)	kwi	7,0% r/r (wst.)	7,0% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (ost.)	kwi	5,6% r/r (wst.)	5,6% r/r	-
poniedziałek 22 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	kwi	0,5% r/r	0,3% r/r	0,2% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	kwi	12,6% r/r	12,1% r/r	11,8% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	kwi	-2,9% r/r	-3,3% r/r	-3,6% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	kwi	10,1% r/r	7,0% r/r	6,7% r/r

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

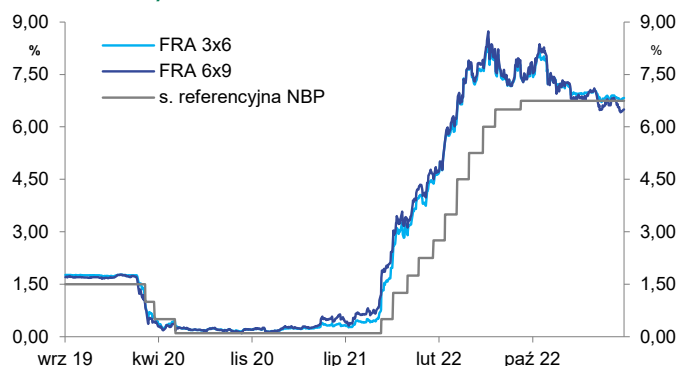
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



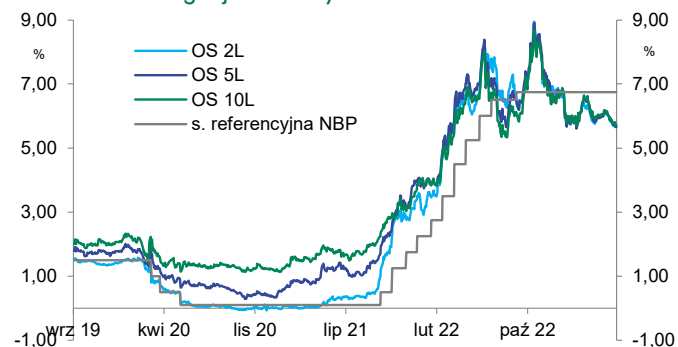
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



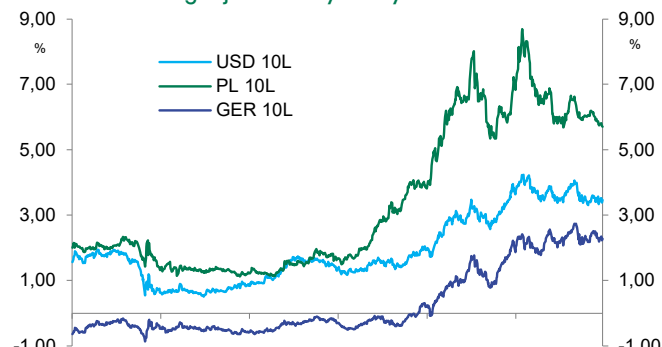
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



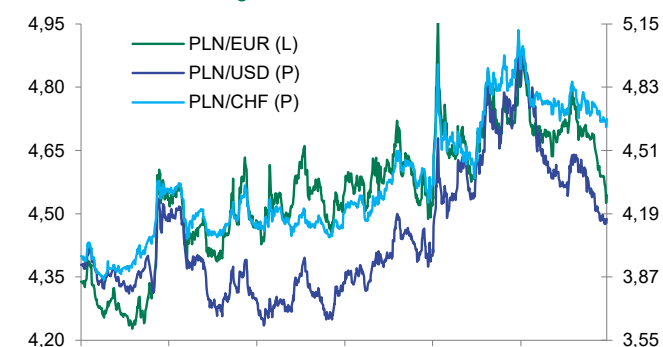
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



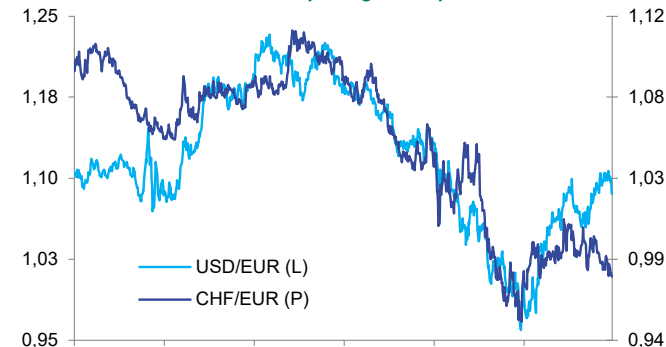
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



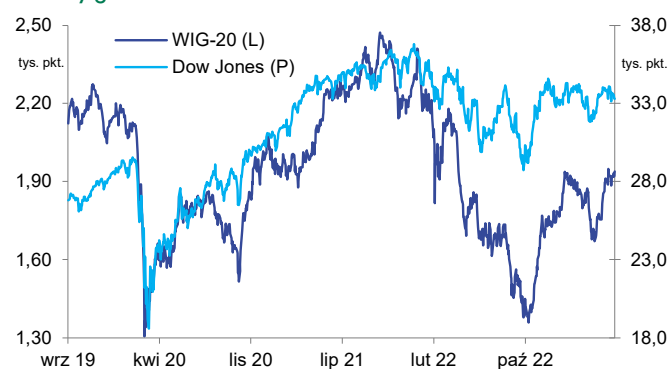
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



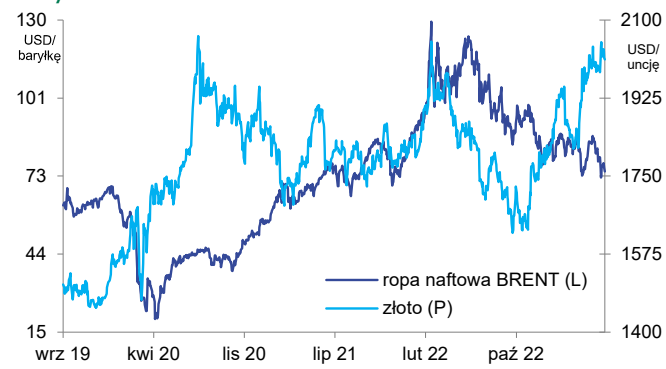
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



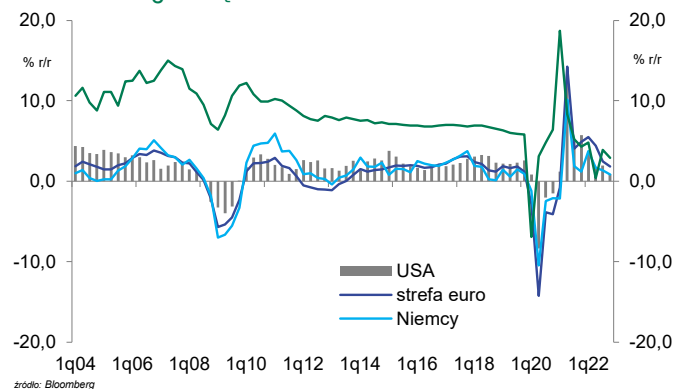
źródło: Bloomberg

2023-05-15

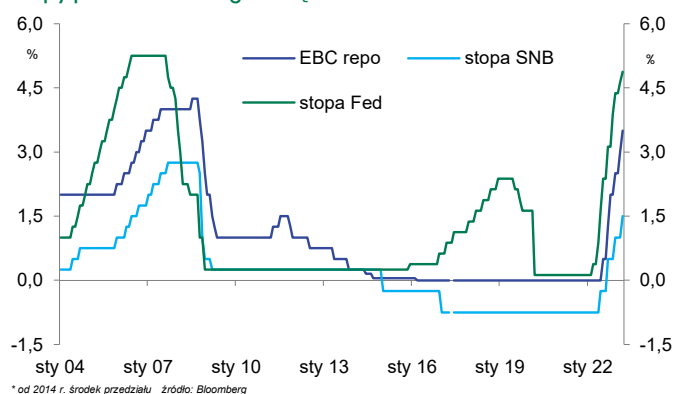
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

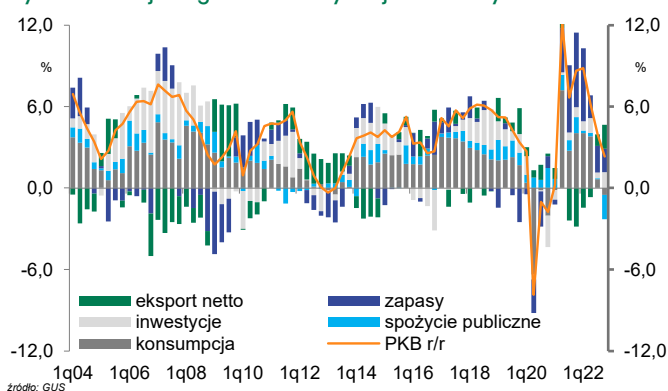
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



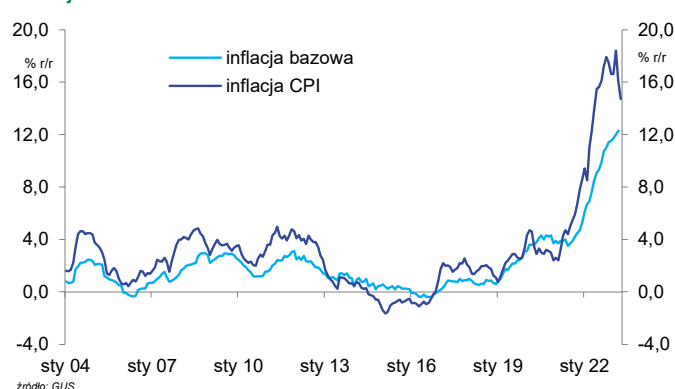
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



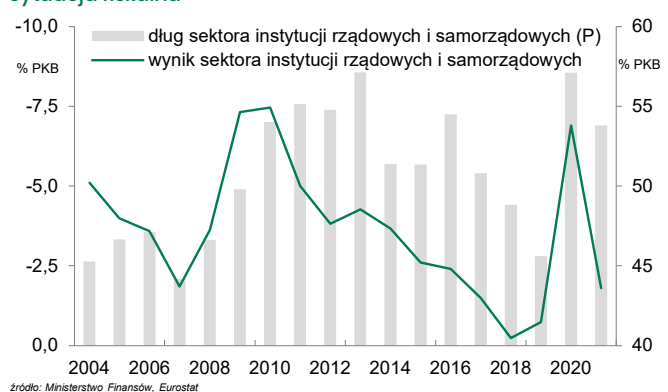
Rynek pracy



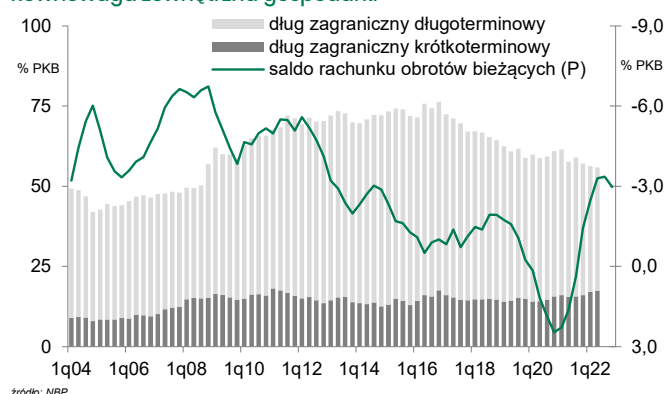
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.04.2023	05.05.2023	12.05.2023	31.05.2023	30.06.2023	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	%	5,82	5,70	5,67	5,75	5,75	5,75
Obligacje skarbowe 5L	%	5,86	5,76	5,66	5,80	5,80	5,80
Obligacje skarbowe 10L	%	5,87	5,94	5,70	5,80	5,85	5,75
PLN/EUR	PLN	4,59	4,59	4,54	4,65	4,65	4,65
PLN/USD	PLN	4,18	4,16	4,16	4,23	4,23	4,28
PLN/CHF	PLN	4,66	4,67	4,67	4,73	4,73	4,73
USD/EUR	USD	1,10	1,10	1,09	1,10	1,10	1,09
Stopa Fed	%	5,00	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	5,35	5,35	5,35
Stopa repo EBC	%	3,50	3,75	3,75	3,75	4,00	4,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	3,35	3,50	3,50
SARON	%	-	-	-	1,50	1,50	1,50
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3,42	3,44	3,46	3,50	3,45	3,25
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,31	2,29	2,27	2,25	2,25	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.