

KOMENTARZ TYGODNIOWY

29 maja 2023

Kompromis dot. limitu zadłużenia w USA zawarty. Wzrost niepewności co do skali zacieśnienia polityki Fed i EBC.

- Miniony tydzień przyniósł kontynuację wzrostu oczekiwań rynkowych na ostrzejszą politykę pieniężną w krajach rozwiniętych, co poskutkowało kolejnym solidnym wzrostem rentowności obligacji skarbowych.
- Wskaźnik bazowy inflacji PCE wbrew oczekiwaniom rynkowym na stabilizację na marcowym poziomie wzrósł w kwietniu o 0,1 pkt. proc. do 4,7% r/r. Te dane wraz z mocniejszym wzrostem kwietniowych wydatków konsumentów (0,8% m/m) poskutkowały wzrostem obaw o perspektywy wyhamowania inflacji w średnim okresie wobec wciąż solidnych danych dot. konsumpcji prywatnej.
- Zapis z dyskusji z majowego posiedzenia FOMC może wskazywać na pewną przewagę zwolenników kolejnej podwyżki stóp na posiedzeniu czerwcowym co podwyższyło ryzyko podwyżki stóp Fed.
- Weekendowe porozumienie pomiędzy Republikanami a Demokratami dot. podwyższenia limitu zadłużenia zniwelował także ten czynnik niepewności w kontekście sytuacji USA, choć wobec powszechnych oczekiwań ostatecznego osiągnięcia porozumienia ten czynnik ma ograniczone znaczenie rynkowe.
- W przypadku strefy euro, choć publikowane dane nie zaskoczyły *in plus*, to rozszerzające się obawy co do perspektyw inflacji bazowej, wpisywały się w niepewność co do skali podwyżek stóp, w tym ryzyko ich wydłużenia także na wrzesień. Zgodnie z publikowanymi wstępnymi szacunkami indeksów PMI w maju w strefie euro indeks composite obniżył się do 53,3 pkt. z 54,1 pkt., jednak inaczej względem oczekiwań rynkowych, przy dalszym spadku indeksu w przemyśle oraz jedynie minimalnym spadku indeksu w usługach. W maju szczególnie silnie obniżył się indeks koniunktury w przemyśle Niemiec osiągając 42,9 pkt. tj. najniższy poziom od wybuchu pandemii. Z drugiej strony wyraźnie *in plus* zaskoczył wskaźnik nastrojów w usługach Niemiec.
- Tym samym ponowny sygnał globalnego spowolnienia przemysłu ciążył w minionym tygodniu światowym rynek akcji. Choć dane dot. konsumpcji prywatnej / usług zaskakują pozytywnie, to biorąc pod uwagę towarzyszące im problemy podwyższonej inflacji bazowej i ryzyko silniejszych podwyżek stóp, taki układ danych nie jest oceniany pozytywnie przez inwestorów.
- W rezultacie w minionym tygodniu globalny indeks akcji obniżył się o 0,2%, przy wzroście w USA o 0,2% i spadku w strefie euro o 1,5%. Indeks dla rynków wschodzących obniżył się o 0,3%. Przy słabszych nastrojach globalnych i dalszym wzroście ryzyka czerwcowej podwyżki stóp Fed, na wartości w minionym tygodniu zyskał dolar (0,4% w ujęciu do koszyka walut) i lekko straciło euro (0,2%), co obniżyło kurs euro do dolara w kierunku 1,075 USD/EUR.
- Miniony tydzień był kolejnym tygodniem z solidnym wzrostem rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych – ze wzrostem rentowności 10-latek

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

o ponad 10 pkt. baz. w USA i Niemczech i wzrostach rentowności obligacji na krótszym końcu o blisko 30 pkt. baz. (USA) i 20 pkt. baz. (Niemcy).

- W tych warunkach na wartości straciły polskie SPW ze wzrostem 10-latek o blisko 20 pkt. baz. do ponad 6,10%. W mniejszej skali (8 pkt. baz.) wzrosły rentowności papierów 2-letnich, gdyż oczekiwania dot. krajowej polityki pieniężnej nie zmieniły się, a wypowiedzi gołębic członków Rady (w tym prezesa Głapińskiego) ponownie wskazały na opcję redukcji stóp pod koniec br.
- Kurs złotego w minionym tygodniu zyskał 0,2% w relacji do koszyka walut. W trakcie tygodnia okresowo obniżył się nawet poniżej 4,50 PLN/EUR, kończąc tydzień na poziomie 4,52 PLN/EUR.
- Te oczekiwania mogą także wspierać wciąż bardzo słabe dane ze sfery realnej gospodarki, w tym przede wszystkim, [kwietniowy spadek \(-6.4% r/r\) produkcji przemysłowej](#). Choć w dużej części za słabość danych odpowiada zmienna kategoria produkcji energii, to słabsze są także wyniki przetwórstwa przemysłowego, co w warunkach globalnej dekonunktury w przemyśle sugeruje słabsze wyniki eksportu w miesiącach kolejnych. [Kwietniowy spadek sprzedaży detalicznej \(-7.3% r/r\)](#) nie zaskoczył już co prawda, to wskazuje na wciąż solidny spadek spożycia gospodarstw domowych w II kw. [Wzrost aktywności w kwietniu odnotowano jedynie w budownictwie \(o 1.2% r/r\)](#), gdzie inwestycje infrastrukturalne cały czas równoważą istotne spadki w budownictwie mieszkaniowym.
- Choć dane kwietniowe wskazują na ryzyko utrzymania w II kw. lekko ujemnego wzrostu PKB (prognoza bazowa +0,2% r/r) to [kwietniowe dane z rynku pracy](#) wpisują się w scenariusz łagodnego spadku popytu na pracę i [stabilizacji stopy bezrobocia](#), co wraz ze spadkiem inflacji CPI i wzrostem realnych dochodów gospodarstw domowych pomoże osiągnąć dodatnią dynamikę konsumpcji prywatnej w II poł. roku. Jednocześnie lekkie wyhamowanie dynamiki wynagrodzeń do 12,1% r/r ogranicza ryzyko spirali i inflacji i płac.
- W bieżącym tygodniu opublikowany zostanie wskaźnik *flash* majowej inflacji CPI. Oczekujemy, że tak jak w marcu i kwietniu, inflacja wyraźnie spadnie w okolice 13,2% r/r, za sprawą wysokich baz odniesienia sprzed roku w przypadku żywności i nośników energii. Ponadto opublikowany zostanie ostateczny szacunek PKB w I kw. wraz ze strukturą, co pozwoli ocenić, które kategorie odpowiadają za lepszy wynik aktywności na początku br. Kolejny miesiąc skokowego spadku inflacji CPI może wspierać oczekiwania rynkowe na obniżkę stóp NBP pod koniec roku. Jeżeli jednak spełnią się nasze oczekiwania bardzo powolnego spadku kategorii zaliczanych do inflacji bazowej, będzie to oznaczało wyraźne ograniczenie tempa spadku inflacji CPI w II poł. roku, co w naszej ocenie obniży prawdopodobieństwo redukcji stóp w br.
- Z danych zagranicznych uwaga rynkowa wciąż będzie skupiona na publikacjach danych weryfikujących oczekiwania dot. ścieżki stóp procentowych Fed i EBC. Z planowanych danych najważniejsze będą te z rynku pracy USA (liczba nowych miejsc pracy, dynamika wynagrodzeń, liczba wakatów), które będą kluczowe dla oczekiwań co do czerwcowej decyzji FOMC. W przypadku EBC bardzo ważne będą z kolei dane dot. wskaźnika majowej inflacji bazowej weryfikujące, czy trend spadkowy – jakkolwiek powolny – w ogóle utrzymuje się.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Wskaźnik inflacji w maju – szacunek *flash* (31 maja)

Prognozujemy, że w maju wskaźnik inflacji CPI ponownie skokowo obniżył się do 13,2% r/r wobec 14,7% r/r w kwietniu. Według naszych szacunków do silnego spadku inflacji ponownie przyczyniła się przede wszystkim wysoka statystyczna baza odniesienia sprzed roku, kiedy gwałtownie wzrosły ceny surowców energetycznych i żywnościowych na rynku globalnym w reakcji na agresję Rosji na Ukrainę. Przy niższym niż przed rokiem miesięcznym wzroście cen żywności i dalszym spadku cen opatu prognozujemy kontynuację spadku rocznej dynamiki cen w tych kategoriach, i wyraźne obniżenie wskaźnika CPI w maju.

• Wzrost PKB w I kw. – szacunek wraz ze strukturą (31 maja)

Zgodnie z tzw. szybkim szacunkiem (dane opublikowane 16.05) PKB w I kw. obniżył się o 0,2% r/r. Biorąc pod uwagę fakt, że dane wstępne zazwyczaj nie różniły się od szacunku *flash* o więcej niż 0,1 pkt. proc., skorygowaliśmy w górę nasz szacunek wzrostu PKB w zgodzie z wstępnym szacunkiem GUS.

W naszych szacunkach zakładamy, że lepszy wynik PKB wobec naszej prognozy sprzed publikacji *flash* (o 0,5 pkt. proc.) wynikał z lepszej kontrybucji zapasów lub/i eksportu netto we wzrost PKB. Na przełomie 2021 i 2022 r. kontrybucja zapasów we wzrost PKB sięgnęła ok. 5,5 pkt. proc., co przekłada się obecnie na istotne jej spadki, a przy wysokiej zmienności tej kategorii na wyższe ryzyko błędu prognozy.

Oczekujemy, że w I kw. pogłębił się spadek dynamiki spożycia gospodarstw domowych w warunkach utrzymującej się na przełomie roku ujemnej dynamiki dochodów gospodarstw domowych i przy niesprzyjającym efekcie wysokiej bazy odniesienia. Choć dane GUS dot. nakładów inwestycyjnych firm wskazują na wyhamowanie dynamiki przedsiębiorstw w I kw., to oczekujemy wyraźnego wzrostu publicznych wydatków inwestycyjnych, co powinno stabilizować dynamikę nakładów brutto na środki trwałe.

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

źródło: GUS, BOŚ Bank

*prgnoza sprzed publikacji *flash*

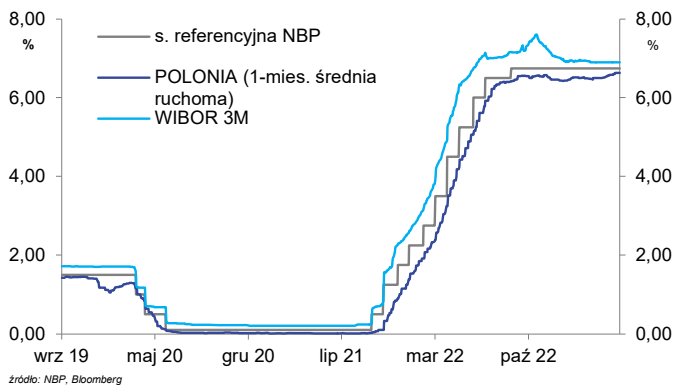
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

środa 31 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	maj	49,2 pkt.	49,5 pkt.	-
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	maj	56,4 pkt.	55,2 pkt.	-
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	maj	14,7% r/r	-	13,2% r/r
10:00	PL	Wzrost PKB (ost.)	I kw	-0,2% r/r (flash)	-	-0,2% r/r
16:00	US	Liczba nieobsadzonych miejsc pracy (JOLTS)	kwi	9,590 mln	9,439 mln	-
20:00	US	Stenogramy z majowego posiedzenia FOMC	-	-	-	-
czwartek 1 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	maj	49,5 pkt.	49,5 pkt.	-
08:00	GER	Sprzedaż detaliczna	kwi	-2,4% m/m	1,0% m/m	-
09:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł	maj	46,6 pkt.	-	45,5 pkt.
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	maj	7,0% r/r	6,3% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	maj	5,6% r/r	5,5% r/r	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	maj	47,1 pkt.	47,0 pkt.	-
piątek 2 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	kwi	253 tys.	190 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	kwi	3,4%	3,5%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	kwi	4,4% r/r	4,4% r/r	-
poniedziałek 5 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	maj	57,8 pkt.	57,7 pkt.	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	maj	56,4 pkt.	55,1 pkt.	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

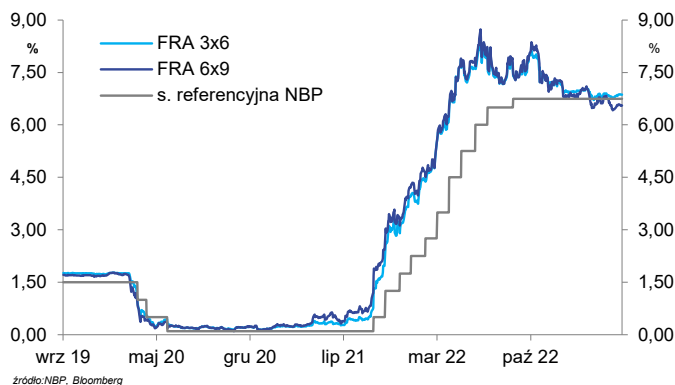
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



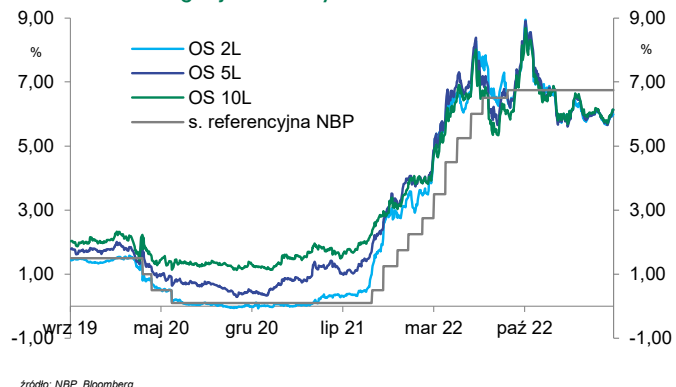
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



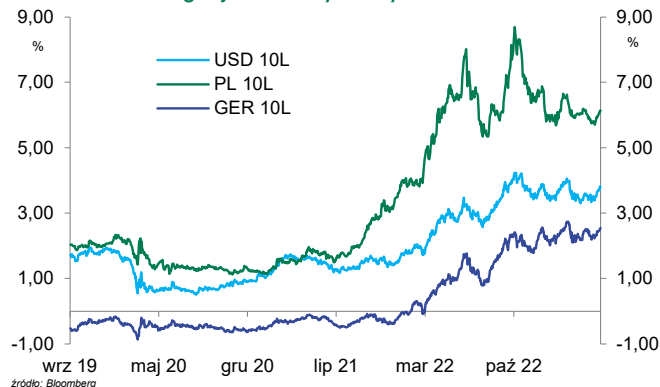
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



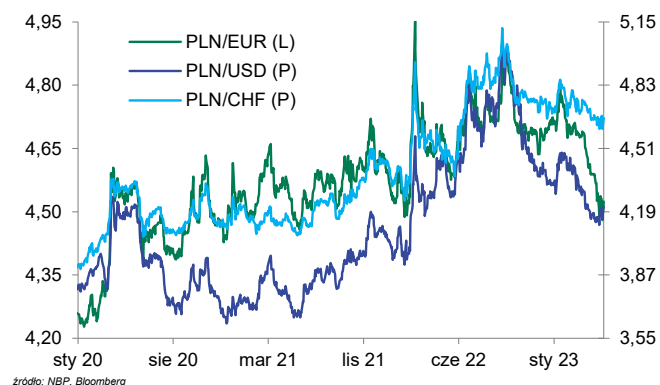
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



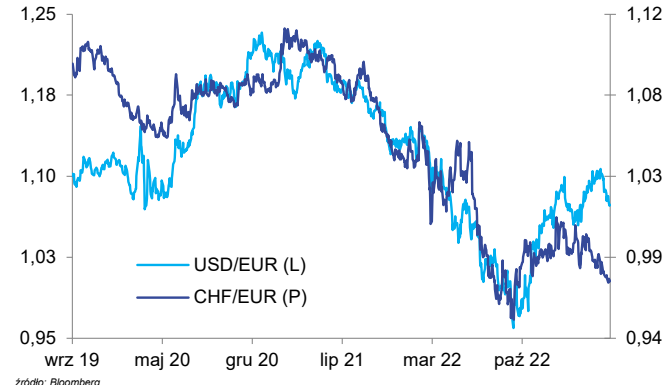
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



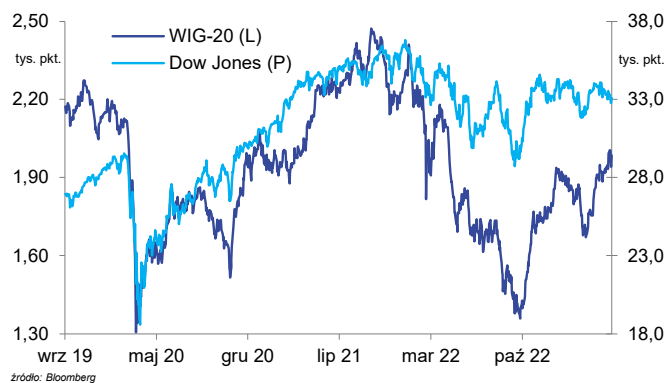
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



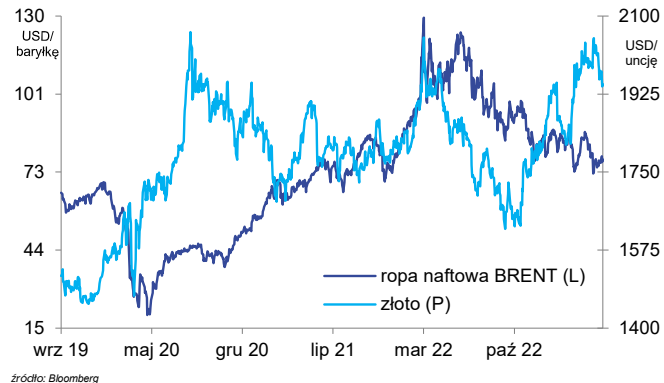
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



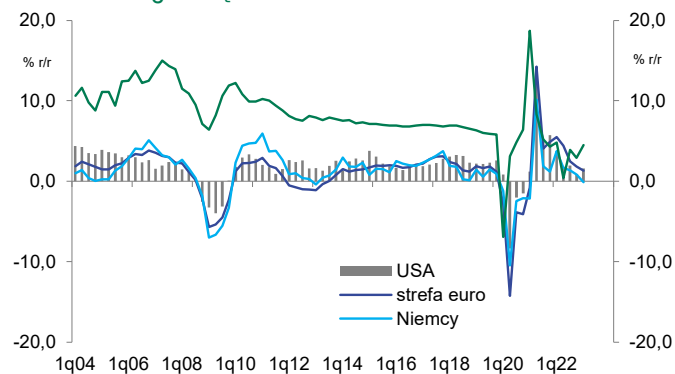
źródło: Bloomberg

2023-05-29

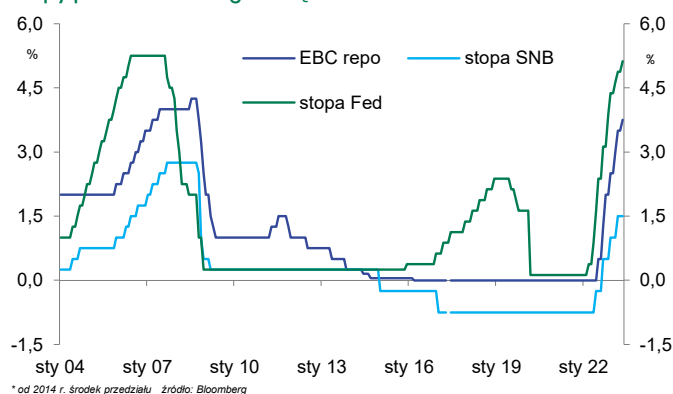
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

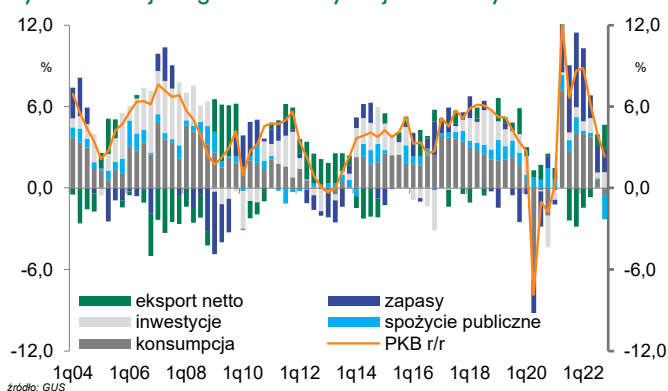
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



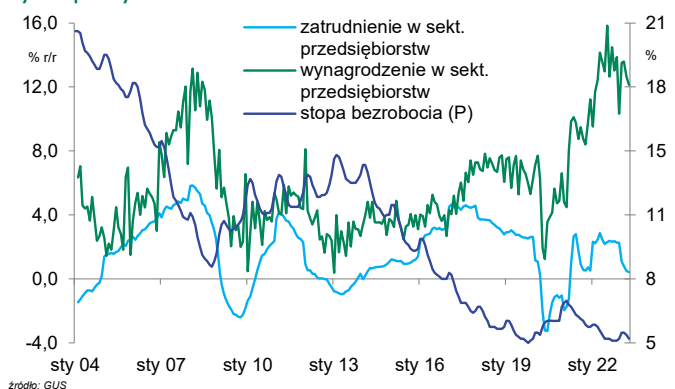
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



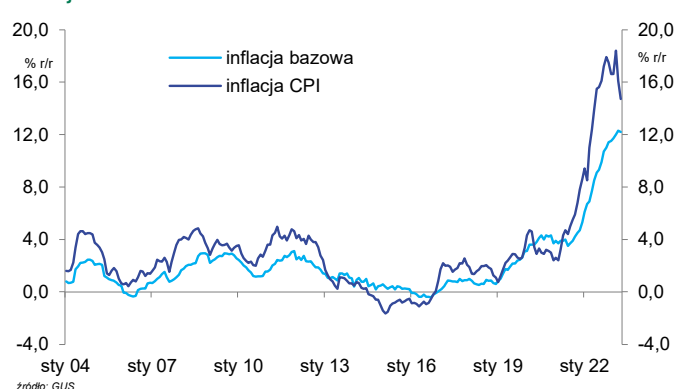
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



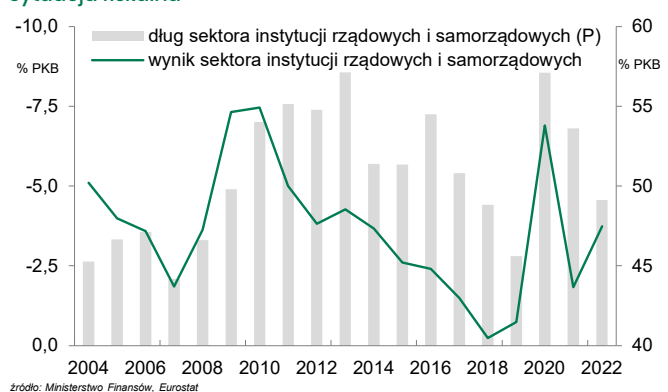
Rynek pracy



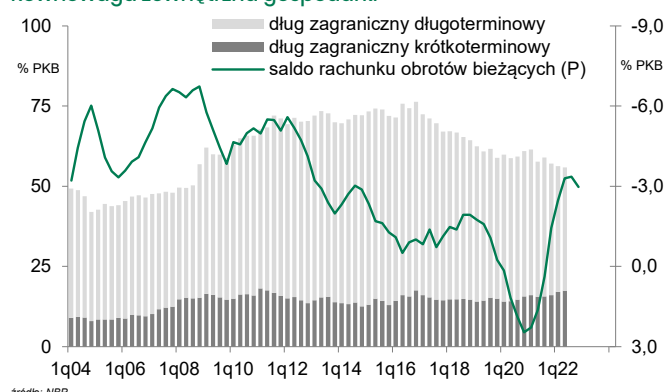
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.04.2023	19.05.2023	26.05.2023	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	%	5,82	5,90	5,98	5,95	5,90	5,80
Obligacje skarbowe 5L	%	5,86	5,98	6,12	5,95	5,85	5,75
Obligacje skarbowe 10L	%	5,87	5,94	6,13	5,95	5,85	5,75
PLN/EUR	PLN	4,59	4,54	4,52	4,60	4,60	4,60
PLN/USD	PLN	4,18	4,21	4,22	4,25	4,26	4,28
PLN/CHF	PLN	4,66	4,66	4,66	4,69	4,69	4,68
USD/EUR	USD	1,10	1,08	1,07	1,08	1,08	1,08
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	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	%	3,42	3,67	3,80	3,60	3,50	3,30
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,31	2,42	2,54	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.