

KOMENTARZ TYGODNIOWY

3 lipca 2023

Oznaki osłabienia globalnej presji inflacyjnej. W tym tygodniu posiedzenie RPP i dane z rynku pracy USA.

- Miniony tydzień przyniósł oznaki hamowania inflacji w USA i strefie euro, w tym także inflacji bazowej.
- Według wstępnych szacunków inflacji w strefie euro w czerwcu wskaźnik HICP obniżył się do 5,5% r/r wobec 6,1% r/r w maju. Z kolei wskaźnik inflacji bazowej, choć lekko wzrósł (o 0,1 pkt. proc.) do 5,4% r/r, niemniej okazał się niższy od prognoz rynkowych. Co więcej wstępna struktura danych wskazała na osłabienie dynamiki cen w usługach – dotychczas głównego stimulatora inflacji bazowej.
- Z kolei w USA majowy deflator konsumpcji PCE, preferowana przez FOMC miara dynamiki cen, obniżyła się zarówno w przypadku miary podstawowej (do 3,8% r/r wobec 4,3% r/r), jak i miary bazowej (do 4,6% r/r vs 4,7% r/r w kwietniu). Podobnie jak w strefie euro wskaźnik inflacji bazowej w USA zaskoczył odczytem niższym od oczekiwań rynkowych.
- Pozytywne niespodzianki inflacyjne w USA i strefie euro, w połączeniu z wcześniej opublikowanymi słabszymi koniunkturą PMI w strefie euro mogą wskazywać, że ujawniają się oznaki oddziaływania na gospodarkę dotychczasowego bezprecedensowego co do skali i tempa zacieśnienia polityki monetarnej głównych banków centralnych. Jednocześnie to hamowanie gospodarek rozwiniętych wciąż silniej ujawnia się w strefie euro, przy nadal mocniejszej gospodarce USA.
- Ubiegłotygodniowe publikacje wskaźników PMI z Chin potwierdziły też słabą koniunkturę w gospodarce chińskiej w II kw. Tym samym utrzymuje się zróżnicowanie regionalne w cyklu koniunkturalnym – z wyraźniej słabnącą gospodarką chińską i europejską i wciąż silniejszą gospodarką USA.
- Co ciekawe rynki bazowe obligacji pozostały obojętne na pozytywne niespodzianki inflacyjne w USA i strefie euro – w minionym tygodniu rentowności obligacji wzrosły w USA o 10 pkt. baz., w strefie euro o 5 pkt. baz. Niewykluczone, że wzrost ten jest efektem utrzymania „jastrzębiej” retoryki przedstawicieli Fed i EBC podczas konferencji bankierów centralnych w Sintrze w Portugalii.
- Z zachowaniem rynku obligacji kontrastowała ubiegłotygodniowa sytuacja na rynkach akcji, które pod koniec tygodnia pozytywnie zareagowały na niższą inflację. W skali tygodnia dało to solidne ponad 2-procentowe wzrosty indeksów MSCI, zarówno globalnego indeksu, jak w USA i strefie euro. Na rynku walutowym nieco wzmocnił się dolar w relacji do euro, choć nie zmieniło to trendu bocznego USD/EUR pozostającego od dwóch tygodni w przedziale 1,09 – 1,10 USD/EUR, czyli relatywnie słabszego dolara.
- Na krajowym rynku finansowym wbrew tendencjom na rynkach bazowych rentowności złotych obligacji obniżyły się na całej długości krzywej dochodowości o ponad 5 pkt. baz. głębiej poniżej 6%. Czynnikiem krajowym, który

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

wspart spadek rentowności pod koniec tygodnia była publikacja wskaźnika inflacji CPI w Polsce z ponownym wyraźnym spadkiem do 11,5% r/r.

- Z kolei krajowy rynek akcji zachował się podobnie jak rynki europejskie ze wzrostem WIG o 1,5% w skali tygodnia. Kurs złotego kontynuował, choć już wolniej niż w poprzednich tygodniach, aprecjację (0,3% w relacji do koszyka walut) – kształtując się na koniec tygodnia w okolicach 4,45 PLN/EUR, 4,55 PLN/CHF i 4,10 PLN/USD.
- Wspomniana publikacja wstępnego szacunku wskaźnika CPI za czerwiec to najistotniejsza ubiegłotygodniowa informacja nt. gospodarki polskiej. Spadek wskaźnika inflacji do 11,5% r/r wobec 13,0% r/r w maju był bliski oczekiwaniom (konsensus Parkietu 11,6% r/r). To niezmiennie efekt wysokich statystycznych baz odniesienia z tytułu ubiegłorocznego skokowego wzrostu cen żywności, paliw i nośników energii w reakcji na agresję Rosji na Ukrainę. Jednocześnie za ok. 0,3 pkt. proc. spadku wskaźnika CPI odpowiada obniżenie inflacji bazowej w czerwcu. Szacujemy, że inflacja bazowa obniżyła się w czerwcu do 11,1% r/r wobec 11,5% w maju.
- W bieżącym tygodniu w kontekście bieżącego spadku inflacji oraz jej perspektyw oczekiwane będzie posiedzenie RPP. Powszechnie oczekiwane jest utrzymanie stóp procentowych NBP na dotychczasowym poziomie, niemniej rynek będzie się skupiał na przekazie Rady, zarówno w kontekście wspomnianej niższej bieżącej inflacji (która sporo waży w funkcji reakcji wielu członków RPP), jak i perspektyw inflacyjnych w najnowszej projekcji makroekonomicznej NBP, z którą RPP zapozna się na lipcowym posiedzeniu. Sądzymy, że Rada utrzyma dotychczasowy przekaz w komunikacie RPP z formułą reagowania na napływające dane z gospodarki i bez zasygnalizowania kierunku kolejnych zmian w polityce monetarnej (postawa *wait-and-see*). Uważamy, że pomimo wyraźnego spadku bieżącej inflacji jest ona wciąż na tyle wysoka, a projekcja NBP nie zmieni się na tyle istotnie w stosunku do projekcji marcowej, by RPP miała już w lipcu wystarczający komfort, aby zmienić dotychczasową ostrożną komunikację.
- Na rynku globalnym najistotniejszym wydarzeniem będzie piątkowa publikacja czerwcowych danych z rynku pracy w USA. Wobec pewnych oznak hamowania inflacji, kluczowym wyznacznikiem perspektyw inflacyjnych pozostaje stan rynku pracy. Piątkowe dane pomogą zweryfikować (rynkowi, Fed) na ile sygnały tonowania inflacji bazowej mogą być trwalszym zjawiskiem.
- Z pozostałych publikacji oczekiwany będzie pełny obraz czerwcowej koniunktury globalnej w świetle ostatecznych publikacji PMI w strefie euro oraz wskaźników koniunktury ISM w USA, a także produkcja i zamówienia w przemyśle w Niemczech oraz sprzedaż detaliczna w strefie euro.
- Ponadto oczekiwana będzie publikacja zapisu z dyskusji z czerwcowego posiedzenia FOMC.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (5–6 lipca)

Oczekujemy, że podczas środowego posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy NBP bez zmian, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie 6,75%. W świetle dotychczasowej retoryki członków RPP jest praktycznie przesądzone, że stopy pozostaną bez zmian. Choć w ostatnim okresie niektórzy członkowie RPP coraz wyraźniej wspominają o opcji obniżenia stóp procentowych, niemniej nawet ci najbardziej „gotębi” na najwcześniejszy moment obniżki wskazują ostatnie miesiące br.

Sądzymy, że Rada utrzyma dotychczasowy przekaz w komunikacie RPP z formułą reagowania na napływające dane z gospodarki i bez sygnalizowania kierunku kolejnych zmian w polityce monetarnej (*wait-and-see*).

Na najbliższym posiedzeniu Rada zapozna się z projekcją makroekonomiczną NBP do 2025 r. Teoretycznie na podstawie najnowszej projekcji makroekonomicznej RPP mogłaby się pokusić o wyraźniejsze zasygnalizowanie swych intencji w średnim okresie, niemniej naszym zdaniem bieżąca inflacja jest wciąż na tyle wysoka a projekcja nie zmieni się na tyle istotnie w stosunku do projekcji marcowej, by RPP miała już w lipcu wystarczający komfort, aby zmienić dotychczasową komunikację. Nie bez znaczenia dla Rady może mieć także generalnie restrykcyjny przekaz większości banków na świecie.

W przypadku projekcji inflacji nie oczekujemy znaczących zmian w stosunku do marcowej projekcji – z jednej strony w kierunku nieco wyższej ścieżki inflacji może działać nieco wyższa w stosunku do marcowej projekcji ścieżka inflacji w I poł. 2023 r. (w tym inflacji bazowej) oraz perspektywa wyższej dynamiki płac (znaczące podwyżki płacy minimalnej prawdopodobnie nie w pełni uwzględnione w projekcji z marca). Z drugiej strony w kierunku niższej inflacji może oddziaływać korzystniejsza sytuacja na rynkach surowców energetycznych i wyraźnie mocniejszy złoty.

Jednocześnie istotne będzie wystąpienie prezesa A. Głapińskiego podczas konferencji prasowej po posiedzeniu RPP, po tym jak w ostatnim okresie prezes NBP i niektórzy członkowie Rady silniej zaakcentowali opcję obniżek stóp przed końcem roku. Termin konferencji prasowej prezesa NBP nie został jeszcze oficjalnie ogłoszony, jeśliby zastosować dotychczasowy schemat, to konferencja odbędzie się w piątek (7.07) o g. 15:00.

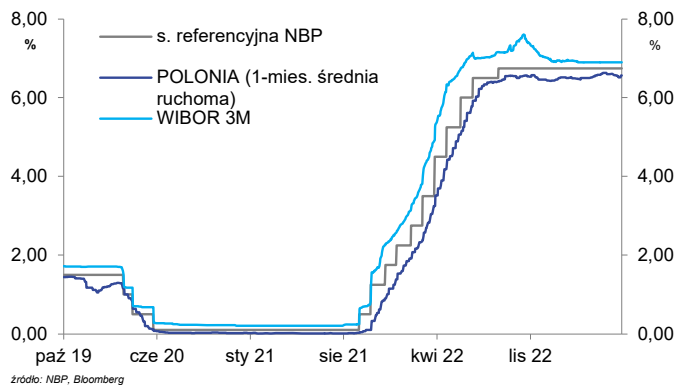
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

środa 4 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
20:00	US	Publikacja zapisu z dyskusji FOMC (<i>minutes</i>)	cze	-	-	-
czwartek 5 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	maj	-0,4% m/m	0,9% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	maj	0,0% m/m	0,2% m/m	-
-	PL	Decyzja RPP dot. stóp procentowych NBP	lip	6,75%	6,75%	6,75%
16:00	US	Indeks koniunktury ISM	cze	50,3 pkt.	51,2 pkt.	-
piątek 6 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	maj	0,3% m/m	-0,2% m/m	-
poniedziałek 9 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Inflacja CPI	cze	0,2% r/r	-	-
03:30	CHN	Inflacja PPI	cze	-4,6% r/r	-	-

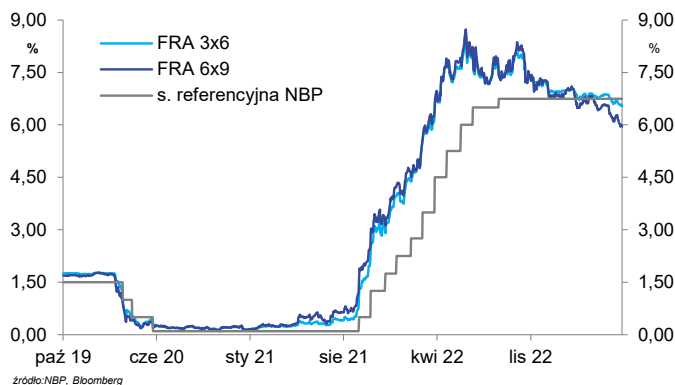
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

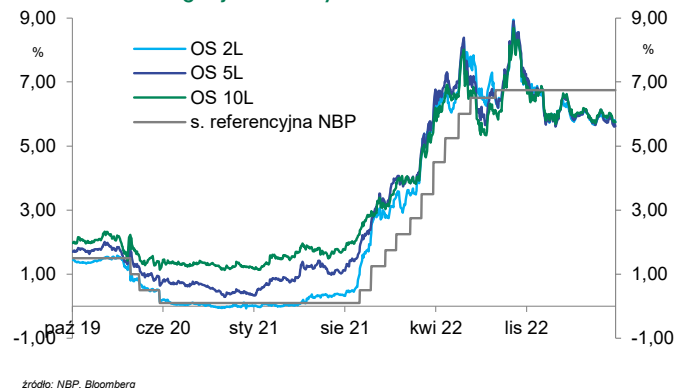
Krajowe stopy procentowe



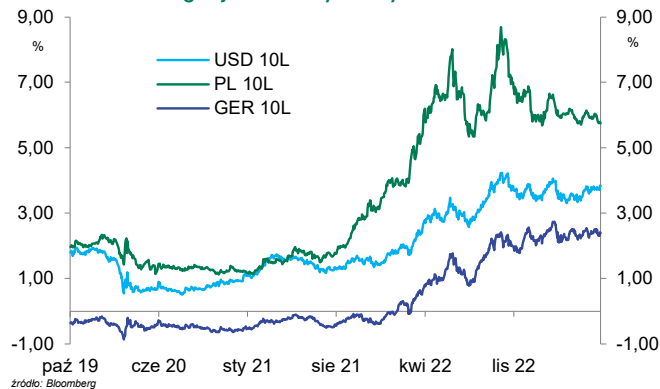
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



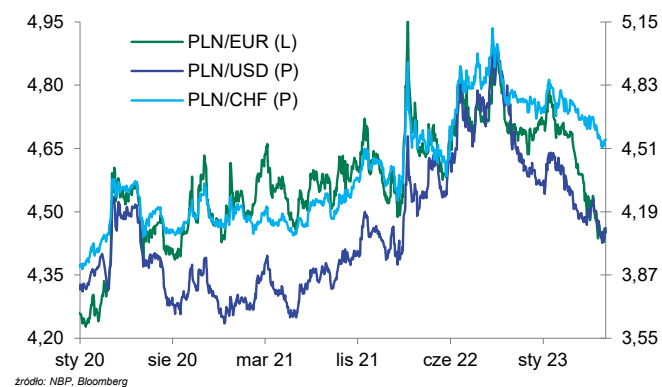
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



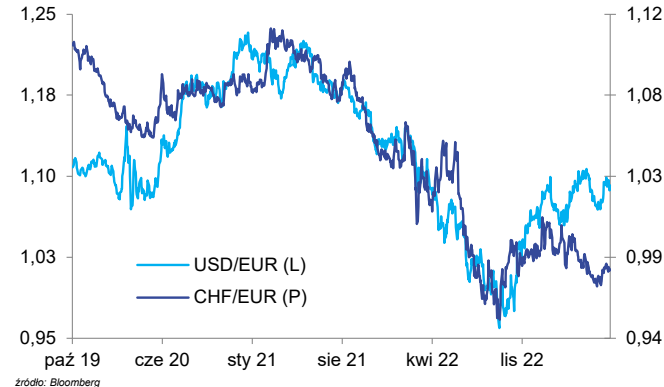
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



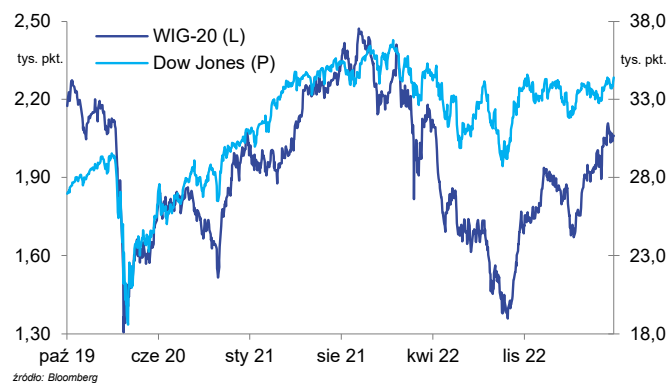
Notowania kursu złotego



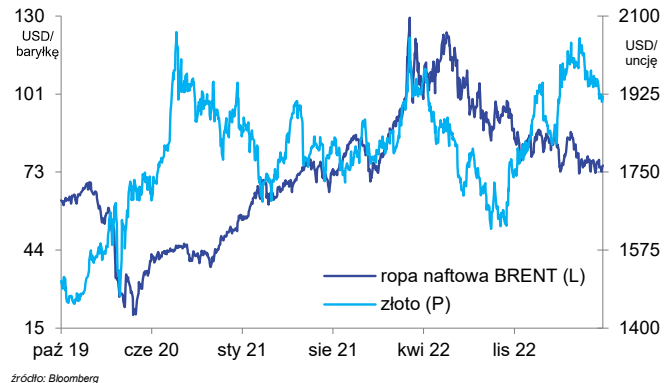
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe



Ceny surowców

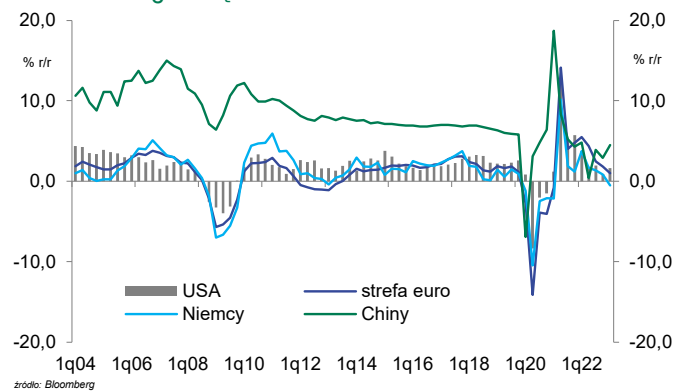


2023-07-03

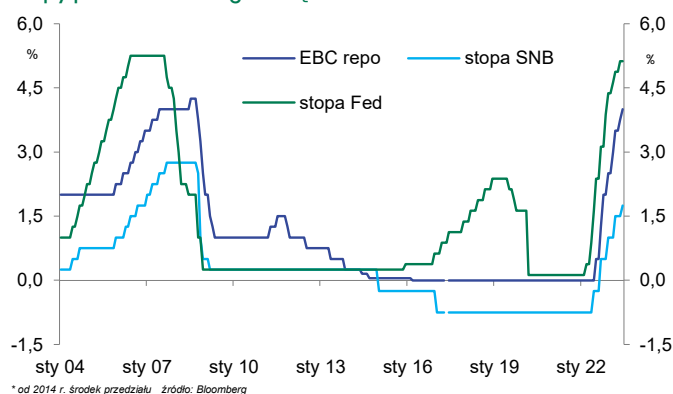
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

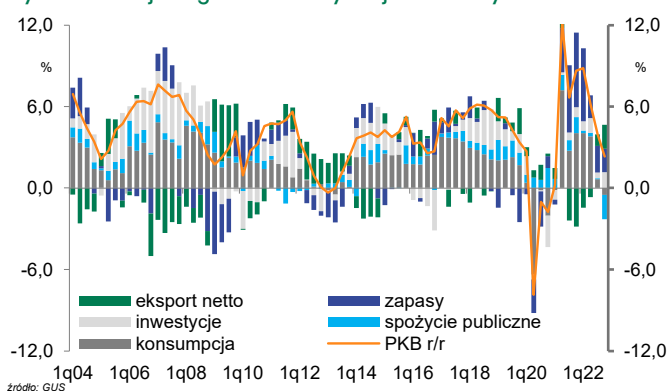
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



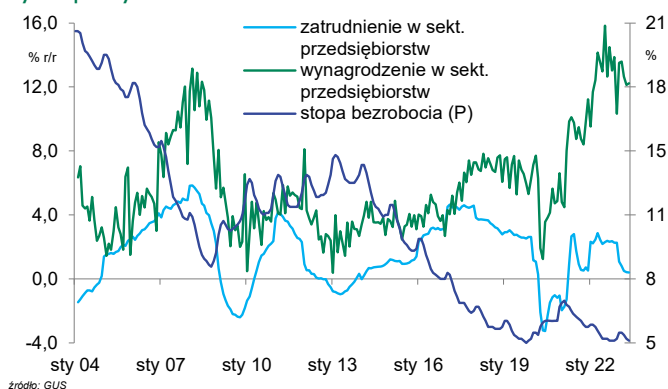
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



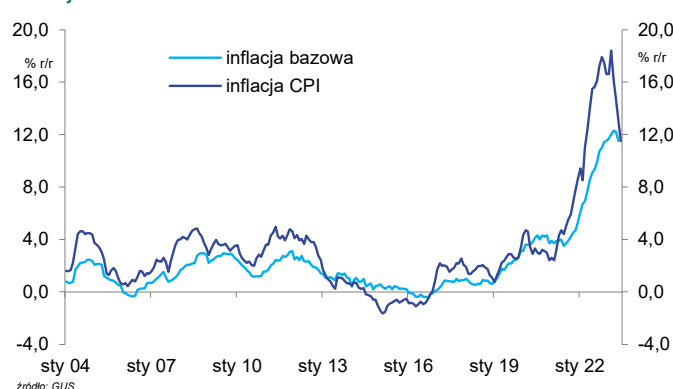
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



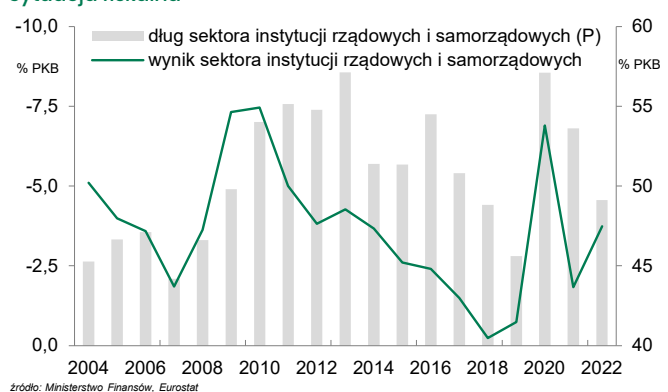
Rynek pracy



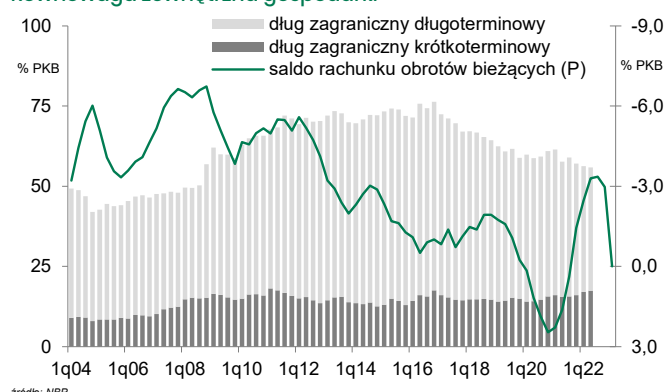
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.05.2023	23.06.2023	30.06.2023	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	5,82	5,75	5,80	5,80	5,80
Obligacje skarbowe 5L	%	5,93	5,69	5,62	5,80	5,75	5,70
Obligacje skarbowe 10L	%	6,01	5,94	5,75	5,75	5,75	5,75
PLN/EUR	PLN	4,54	4,44	4,45	4,50	4,55	4,55
PLN/USD	PLN	4,26	4,09	4,11	4,14	4,19	4,19
PLN/CHF	PLN	4,67	4,54	4,56	4,62	4,67	4,67
USD/EUR	USD	1,07	1,09	1,09	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	4,00	4,00	4,25	4,25	4,25
EURIBOR 3M	%	-	-	-	3,80	3,80	3,80
SARON	%	-	-	-	1,75	1,75	2,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3,64	3,74	3,84	3,70	3,65	3,60
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,28	2,35	2,39	2,30	2,25	2,25

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.