

KOMENTARZ TYGODNIOWY

13 maja 2024

Rynki nadal poszukują drogowskazu nt. przyszłej polityki Fed. RPP pozostaje konserwatywna. Oczekiwana inflacja z USA i PKB z Polski.

- W minionym tygodniu rynki poszukiwały kierunku w warunkach dość ubogiego w publikacje kalendarza i ograniczonej płynności na wielu rynkach europejskich w okresie wydłużonego weekendu związanego ze świętem 9 maja.
- Przez pierwszą część tygodnia rynki pozostały pod wpływem publikacji słabszych od oczekiwań kwietniowych danych z rynku pracy USA opublikowanych pod koniec wcześniejszego tygodnia, które nieco zwiększyły oczekiwaną przez rynki skalę obniżek stóp Fed do końca roku. W efekcie z początkiem tygodnia na rynkach bazowych kontynuowany był spadek rentowności 10-letnich obligacji skarbowych – w USA w okolice 4,45%, a w Niemczech w okolice 2,40%. Solidnie wzrosły też rynki akcji.
- Jednak w drugiej części tygodnia seria wypowiedzi przedstawicieli FOMC, w których przeważał ostrożny przekaz nt. perspektyw poluzowania polityki monetarnej, spowodowała korektę w górę rentowności obligacji. W efekcie powróciły one w okolice poziomów notowanych pod koniec wcześniejszego tygodnia, tj. 4,50% w USA i 2,50% w Niemczech. Korekta ta nastąpiła pomimo słabszych danych z gospodarki USA – wzrostu tygodniowej liczby Amerykanów wnioskujących o zasiłek dla bezrobotnych oraz silnego spadku majowego wskaźnika nastrojów konsumentów wg badania Uniwersytetu Michigan (do 67,4 pkt. z 77,2 pkt. w kwietniu). Z początkiem bieżącego tygodnia rynek dyskontuje w instrumentach finansowych 40 pkt. baz. obniżki stóp Fed i 70 pkt. baz dla EBC.
- Dylematy co do tempa i skali poluzowania polityki monetarnej nie przeszkodziły z kolei rynkom akcji w kontynuacji trendu wzrostowego indeksów w drugiej części tygodnia. Akcjom pomagały generalnie publikacje solidnych wyników finansowych spółek. W efekcie w skali tygodnia światowy indeks MSCI akcji wzrósł o solidne 1,9%, w USA wzrost wyniósł 1,8%, na giełdach strefy euro – mocne 3,1%, zaś na rynkach wschodzących: 1,1%.
- Na globalnym rynku walutowym tydzień minął pod znakiem nawrotu wyraźnej deprecjacji jena, z tygodniowym spadkiem jego wartości o prawie 2% w relacji do koszyka walut. W przypadku dolara i euro zmiany były symboliczne, a relacja euro dolara wahała się w przedziale 1,075 – 1,078 dolara za euro, czyli bez większych zmian wobec wcześniejszego tygodnia.
- Krajowy rynek finansowy z początkiem minionego tygodnia „nadrabiał zaległości” z wcześniejszego tygodnia, kiedy to w Polsce trwała wydłużona majówka. Z początkiem tygodnia rentowności złotych obligacji dostosowały się do niższych rentowności obligacji na rynkach bazowych spadając o 10 pkt. baz. Po lekkiej korekcie w górę pod koniec tygodnia rentowności zakończyły miniony tydzień na poziomie 5,58% dla papierów 10-letnich (spadek o 8 pkt. baz.).
- Kurs złotego w minionym tygodniu solidnie umocnił się o 0,7% w relacji do koszyka walut, po wcześniejszym lekkim osłabieniu na płytkim rynku w trakcie

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

majówki. W rezultacie na koniec tygodnia złoty w relacji do euro ustabilizował się nieco poniżej 4,30 PLN/EUR, a w relacji do dolara ukształtował się poniżej 4,0 PLN/USD – czyli na poziomach ostatnio notowanych w połowie kwietnia. Także krajowy rynek akcji może zaliczyć miniony tydzień do udanych – WIG wzrósł w skali tygodnia o solidne 2,5%.

- Najistotniejsze z punktu widzenia krajowego rynku finansowego wydarzenie minionego tygodnia – [posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej](#) – minęło bez większej reakcji rynkowej. RPP nie zaskoczyła ani decyzją o pozostawieniu bez zmian stóp procentowych NBP, ani podtrzymaniem konserwatywnego przekazu.
- Podczas piątkowej konferencji prasowej prezes NBP Adam Głapiński podtrzymał ocenę, że obecnie nie ma przesłanek do obniżki stóp procentowych ze względu na oczekiwany dalszy wzrost inflacji CPI oraz podwyższony poziom inflacji bazowej. Prezes NBP powiedział, że nie widzi gotowości wśród członków Rady do obniżki stóp procentowych w 2024 r. Według prognoz NBP inflacja bazowa ustabilizuje się w II poł. roku w okolicach 4,0% r/r, a przy uwzględnieniu projekcji rządowych dot. zmian cen nośników energii wskaźnik CPI przekroczy 5,0% r/r pod koniec br. W odpowiedzi na pytanie dot. potencjalnego rozpoczęcia dyskusji wśród RPP dot. obniżek stóp prezes NBP wskazał na warunek bliskiego, trwałego obniżenia inflacji do przedziału odchyień od celu NBP (1,5% - 3,5% r/r). W jego ocenie dyskusja nt. redukcji stóp mogłaby nastąpić na początku 2025 r.
- Tym samym, zgodnie z oczekiwaniami, RPP pozostaje sceptyczna wobec scenariusza szybkiego obniżenia stóp procentowych, co wspiera nasz scenariusz stabilnych stóp NBP do końca bieżącego roku. Podzielamy szacunki NBP nt. wzrostu inflacji CPI powyżej 5% pod koniec roku, przy założeniu opublikowanych w minionym tygodniu szacunków tegorocznego wzrostu rachunków za energię elektryczną (29%) i za gaz (15%) zawartych w ocenie skutków regulacji do projektu ustawy dot. m.in. bonu energetycznego. Natomiast z ostateczną oceną wpływu na CPI zmian nośników energii wstrzymujemy się do czasu udostępnienia szczegółów dot. poszczególnych składowych rachunków za energię elektryczną i gaz (w tym do opublikowania przez URE nowych taryf).
- W bieżącym tygodniu, wobec dotychczasowej serii niespodzianek inflacyjnych w USA i znaków zapytania w odniesieniu do perspektyw polityki Fed, kluczową z punktu widzenia rynków finansowych informacją będzie środowa publikacja inflacji CPI za kwiecień. Konsensus oczekuje lekkiego obniżenia się wskaźnika CPI i najistotniejszej inflacji bazowej (oczekiwane 3,6%). Wydaje się, że brak zaskoczenia wyższym odczytem inflacji wystarczyłby do pozytywnego impulsu dla nastrojów na globalnym rynku – przynajmniej w krótkim okresie.
- Z pozostałych publikacji oczekiwane będą dane ze sfery realnej gospodarki USA, w tym przede wszystkim kwietniowa sprzedaż detaliczna, a także produkcja przemysłowa. Natomiast pod koniec tygodnia poznamy comiesięczne dane nt. gospodarki Chin – produkcję, sprzedaż detaliczną i inwestycje.
- W Polsce najistotniejszą informacją tygodnia będzie publikacja wstępnego szacunku PKB za I kw. Prognozujemy, że w I kw. PKB wzrósł o 1,7% r/r wobec 1,0% r/r w IV kw. 2023 r., do czego przyczyniła się solidna poprawa konsumpcji prywatnej dzięki wyraźnemu wzrostowi realnych dochodów gospodarstw domowych. Prognozujemy, że w I kw. konsumpcja wzrosła o 3,0% r/r wobec 0,0% w IV kw. 2023 r., co poprawiło wynik PKB o 1,8 pkt. proc.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Wzrost PKB w III kw. – szybki szacunek (15 maja)

Prognozujemy, że w I kw. dynamika PKB wzrosła do 1,7% r/r wobec 1,0% r/r w IV kw. 2023 r.

Czynnikiem poprawiającym wyniki krajowej gospodarki na początku roku było wyraźne przyspieszenie dynamiki wydatków gospodarstw domowych w warunkach silnej poprawy dochodowej (solidne tempo wzrostu nominalnych dochodów i silny spadek inflacji CPI). Na wyraźną poprawę wyników konsumpcji wskazują dane dot. sprzedaży detalicznej za okres styczeń – marzec. Szacujemy, że dynamika spożycia gospodarstw domowych wzrosła w I kw. do 3,0% r/r z 0,0% w IV kw., co poprawiło wynik PKB o 1,8 pkt. proc.

Pomimo tak silnej poprawy dynamiki konsumpcji dynamika PKB wzrosła relatywnie mniej z uwagi na wyraźne osłabienie wyników po stronie nakładów brutto na środki trwałe. Oczekujemy, że z początkiem roku wyraźnie obniżyły się wyniki inwestycji publicznych oraz firm publicznych w związku z wygasaniem notowanej pod koniec ub.r. kumulacji wydatków środków unijnych. Szacujemy, że dynamika inwestycji obniżyła się o ponad 10 pkt. proc. do 5,6% r/r. Wyraźne osłabienie wyników inwestycji potwierdza silny spadek produkcji budowlano-montażowej w I kw. br.

Zakładając stopniowe normalizowanie się poziomu zapasów firm, oczekujemy, że w I kw. ta kategoria mniej negatywnie wpłynęła na wynik PKB. Jednocześnie jednak pogorszenie kontrybucji eksportu netto, w istotnej części ograniczyło ten efekt.

		1q23	2q23	3q23	4q23	4q23P
PKB		-0,4	-0,6	0,5	1,0	1,7
popyt krajowy		-4,8	-2,6	-4,1	-1,5	-0,1
konsumpcja prywatna	% r/r	-1,8	-2,9	0,8	0,0	3,0
spożycie publiczne		-1,1	1,1	2,5	7,5	2,6
inwestycje		6,0	16,5	11,3	15,8	5,6
konsumpcja prywatna		-1,1	-1,7	0,5	0,0	1,8
spożycie publiczne		-0,2	0,2	0,5	1,4	0,4
inwestycje	kontrybucja pkt. proc.	0,8	2,4	1,8	3,5	0,8
zapasy		-4,3	-3,4	-6,7	-6,4	-3,6
eksport netto		4,5	1,9	4,6	2,4	1,6
wartość dodana		0,8	1,0	1,1	1,7	1,5
przemysł	% r/r	-0,8	-1,0	-1,9	2,1	1,3
budownictwo		2,0	3,2	2,6	5,7	-7,7
handeli i naprawy		-4,2	-6,4	1,7	0,2	4,5

źródło: GUS, BOŚ Bank

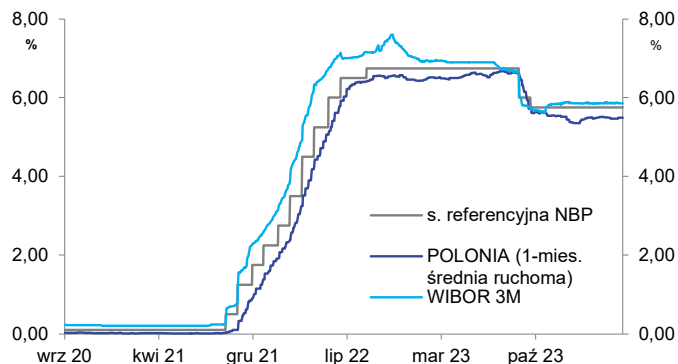
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 13 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Protokół z posiedzenia RPP	maj	-	-	-
wtorek 14 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	mar	0,465 mld EUR	0,871 mld EUR	0,628 mld EUR
środa 15 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
01:30	CHN	Decyzja Ludowego Banku Chin dot. stóp procentowych (MLF)	maj	2,50%	2,50%	-
10:00	PL	Inflacja CPI (ost.)	kwi	2,4% r/r (wst.)	-	2,4% r/r
10:00	PL	Wzrost PKB	I kw.	1,0% r/r	1,8% r/r	1,7% r/r
11:00	EMU	Wzrost PKB	I kw.	0,3% kw/kw (wst.)	-	-
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	mar	-0,8% m/m	0,5% m/m	-
14:30	US	Inflacja CPI	kwi	3,5% r/r	3,4% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	kwi	3,8% r/r	3,6% r/r	-
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	kwi	0,7% m/m	0,4% m/m	-
czwartek 16 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	kwi	4,6% r/r	4,1% r/r	4,1% r/r
15:15	US	Produkcja przemysłowa	kwi	0,4% m/m	0,1% m/m	-
piątek 17 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
04:00	CHN	Produkcja przemysłowa	kwi	4,5% r/r	5,5% r/r	-
04:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	kwi	3,1% r/r	3,7% r/r	-
04:00	CHN	Inwestycje	sty-kwi	4,5% r/r	4,6% r/r	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

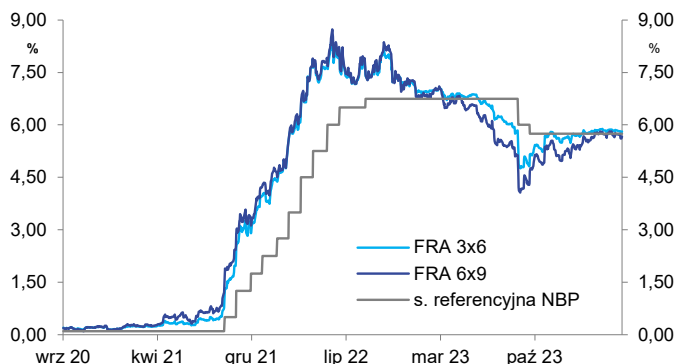
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



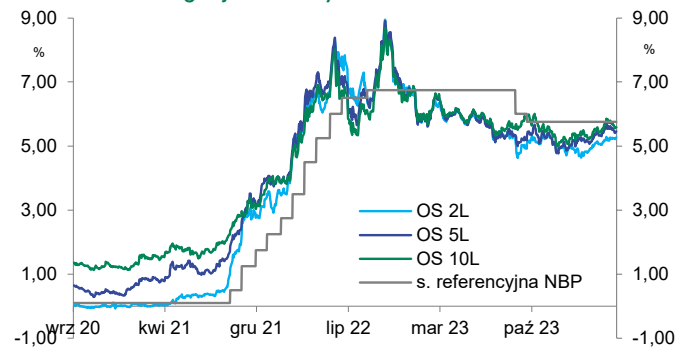
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



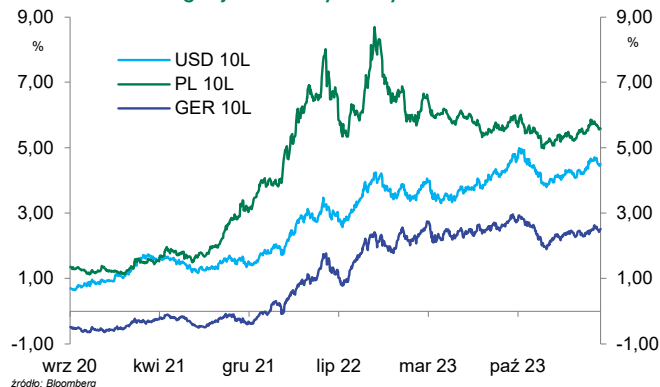
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



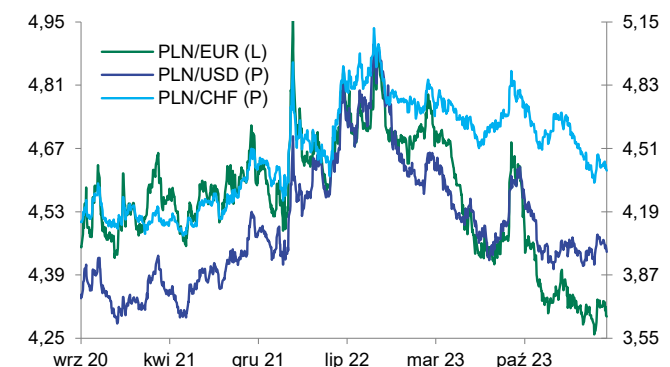
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



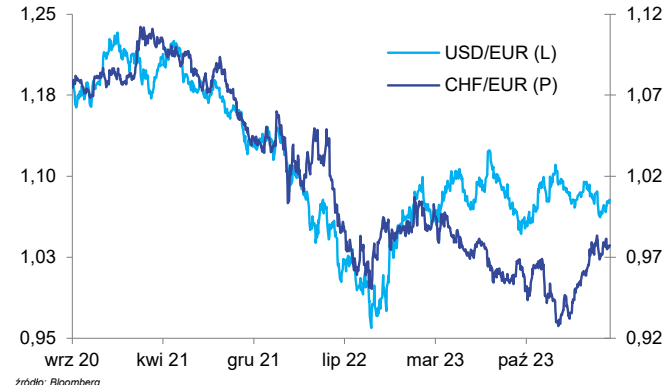
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



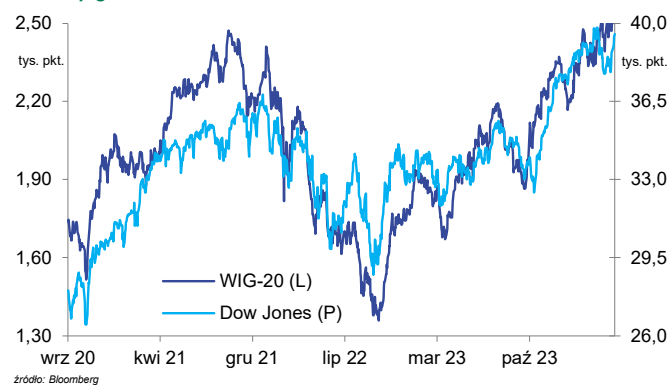
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



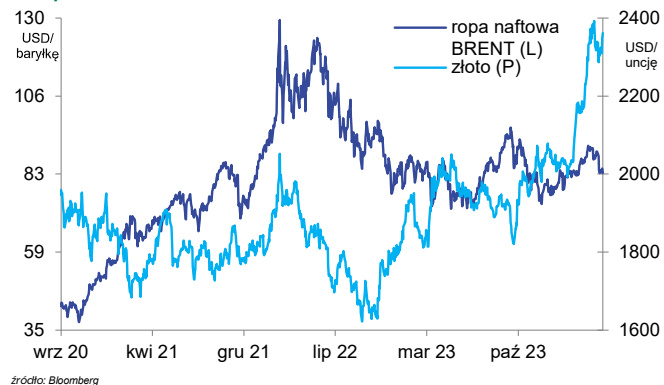
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

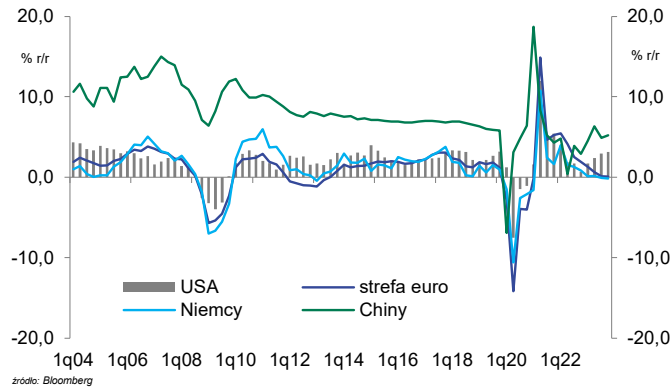
Ceny surowców



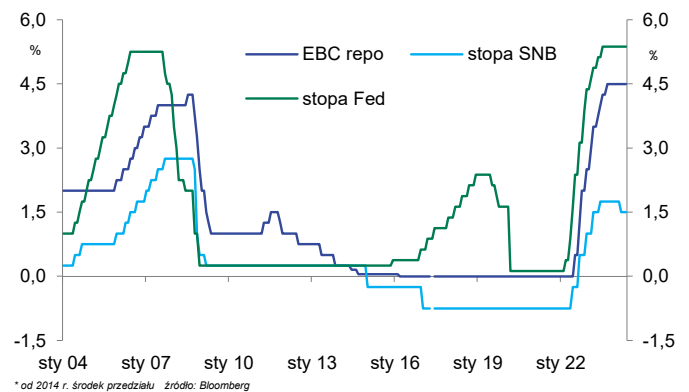
źródło: Bloomberg

Sfera realna

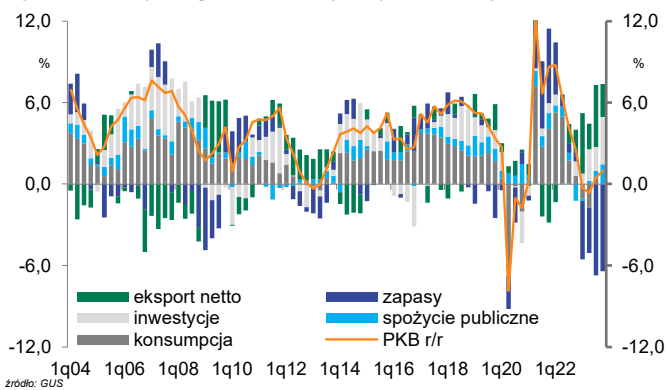
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



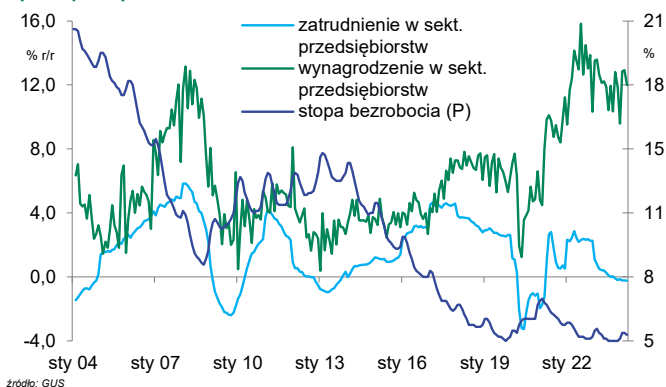
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



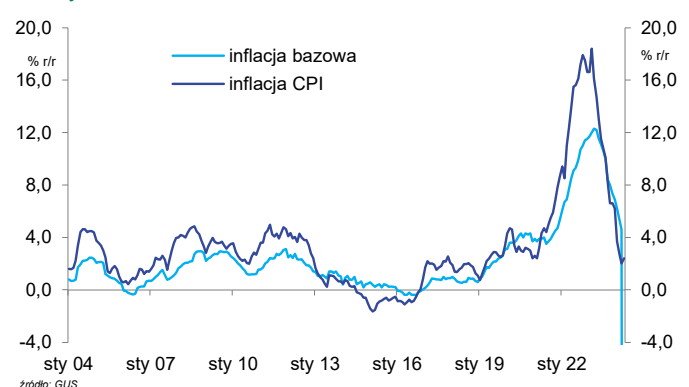
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



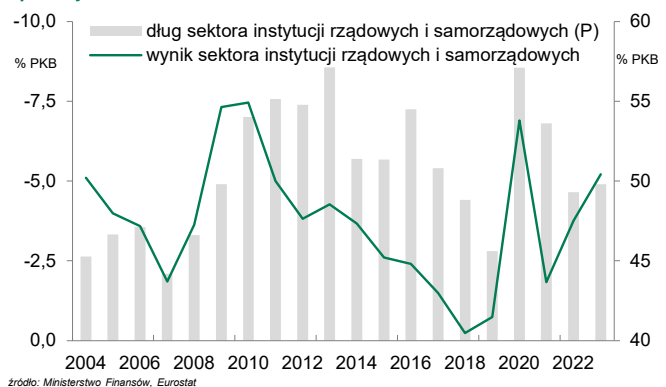
Rynek pracy



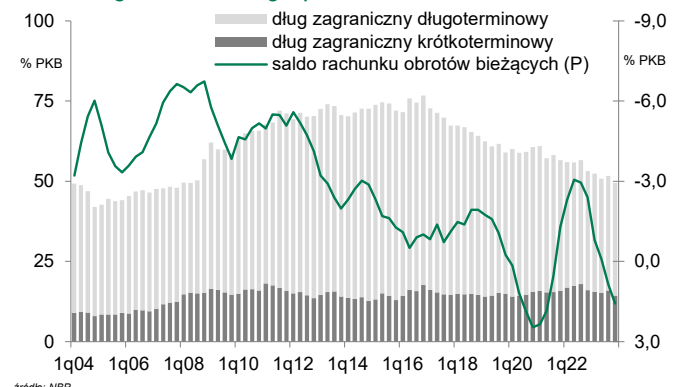
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.04.2024	03.05.2024	10.05.2024	31.05.2024	30.06.2024	30.09.2024
Stopa lombardowa NBP	%	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
Stopa referencyjna NBP	%	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Stopa depozytowa NBP	%	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	5,86	5,86	5,86	5,90	5,90	5,90
FRA 3x6	%	5,83	5,82	5,82	-	-	-
FRA 6x9	%	5,74	5,72	5,67	-	-	-
FRA 9x12	%	5,54	5,50	5,40	-	-	-
IRS 2L	%	5,64	5,59	5,48	-	-	-
IRS 5L	%	5,31	5,25	5,07	-	-	-
IRS 10L	%	5,41	5,33	5,17	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,26	5,24	5,26	5,25	5,20	5,05
Obligacje skarbowe 5L	%	5,56	5,51	5,45	5,45	5,35	5,05
Obligacje skarbowe 10L	%	5,70	5,66	5,58	5,60	5,50	5,20
PLN/EUR	PLN	4,32	4,33	4,30	4,31	4,32	4,35
PLN/USD	PLN	4,03	4,05	3,99	4,01	4,04	4,06
PLN/CHF	PLN	4,42	4,43	4,40	4,42	4,45	4,53
USD/EUR	USD	1,07	1,08	1,08	1,08	1,07	1,07
Stopa Fed	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25
Stopa depozytowa EBC	%	4,00	4,50	4,50	4,00	3,75	3,50
Stopa SNB	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,25
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,68	4,51	4,50	4,50	4,35	4,25
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,58	2,49	2,52	2,45	2,35	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.