

KOMENTARZ TYGODNIOWY

17 czerwca 2024

Awersja do ryzyka w Europie w reakcji na sytuację polityczną we Francji. Lepsze nastroje w USA dzięki niższej inflacji.

- W minionym tygodniu powróciły solidne spadki rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. Przyczyniła się do tego przede wszystkim niższa inflacja w USA.
- W maju roczny wskaźnik inflacji bazowej obniżył się silniej od prognoz do 3,4% r/r. Oczyszczony z wahań sezonowych wskaźnik miesięczny obniżył się do 0,2%, najniższego poziomu od wielu miesięcy. Ponadto, przy stabilnym wskaźniku cen towarów, to właśnie wskaźnik cen usług zaskoczył w maju *in minus*. Niespodzianka ta wynikała z silnego spadku w kategoriach o wysokiej zmienności (ubezpieczenia komunikacyjne, transport lotniczy), co nie daje pewności co do trwałości zmian i ogranicza optymizm płynący z tych danych.
- Pozytywnie zaskoczyły także majowe wskaźniki PPI oraz cen importu w USA, które mają wpływ na szacunek wskaźnika inflacji PCE. Potencjalnie probniżkowy wydźwięk miała także publikacja tygodniowych danych dot. liczby bezrobotnych, niemniej okresy dni wolnych (Dzień Pamięci pod koniec maja), mogły zaburzyć te wyniki, stąd ocena tej publikacji pozostaje ostrożna.
- W minionym tygodniu z kolei nie zaskoczył Fed. [FOMC utrzymał niezmiennione stopy procentowe](#), w tym stopę funduszy federalnych w przedziale 5,25% - 5,50%. W komunikacie oraz podczas konferencji prasowej prezesa Fed nie padły żadne informacje dot. potencjalnego terminu obniżenia stóp. Wskazano, że wciąż komitet nie ma wystarczającej pewności co do pożądanego spadku inflacji. Zgodnie z oczekiwaniami FOMC skorygował w górę ścieżkę oczekiwanego poziomu stóp procentowych w I. 2024 - 2025. Obecnie zbliżona liczba członków komitetu oczekuje obniżki stóp rzędu 25 pkt. baz. oraz 50 pkt. baz. do końca br.
- Choć prezes Powell był ostrożny w ocenie majowych danych nt. CPI, wskazując na potrzebę utrzymania niższej inflacji w kolejnych miesiącach, to niewątpliwie ta publikacja istotnie podwyższyła prawdopodobieństwo wkrótcejszej obniżki stóp Fed. W rezultacie rentowności obligacji skarbowych w USA obniżyły się o ok. 20 pkt. baz. na całej długości krzywej dochodowości.
- W skali tygodnia solidnie spadły się także rentowności niemieckich obligacji skarbowych - o 32 pkt. baz. na krótkim końcu krzywej i o 26 pkt. baz. dla 10-latek. Jakkolwiek dotychczasowy podobny przebieg niespodzianek inflacyjnych w USA i strefie euro może skutkować większym wpływem danych USA na pozostałe rynki, to jednak bardzo silny wpływ na spadek rentowności niemieckich obligacji miał regionalny wzrost awersji do ryzyka. Negatywnie na aktywa europejskie wpływa bowiem sytuacja polityczna we Francji, tj. niepewność co do wyniku przedterminowych wyborów (wysokie poparcie dla Zjednoczenia Narodowego) po rozwiązaniu parlamentu przez prezydenta w reakcji na wynik wyborów do PE. Spready rentowności obligacji Francji, Włoch, Hiszpanii czy Portugalii wobec papierów niemieckich wzrosły o ok. 20 pkt. baz. w skali tygodnia.

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

- Zróżnicowanie regionalne widoczne było także na rynkach akcji. W przypadku USA idealny, z punktu widzenia rynkowego, układ danych (wzrost prawdopodobieństwa obniżek z powodu obniżającej się inflacji a nie słabnącej gospodarki) stymulował wzrosty indeksów cen akcji o ok. 1,5%. Z kolei indeks MSCI dla strefy euro obniżył się o ponad 4,0% (z największym spadkiem indeksu CAC we Francji o 6,5%). Te czynniki nie pozostały także bez wpływu na rynek walutowy, gdzie w warunkach osłabienia euro (o 0,6% w relacji do koszyka walut) oraz wzmocnienia dolara (o 0,4%), kurs euro wobec dolara obniżył się do 1,07 USD/EUR.
- W tych warunkach notowaniom europejskim nie pomogła publikacja danych dot. kwietniowej produkcji przemysłowej w strefie euro. Choć wskaźnik ogółem pogorszył się wyraźnie względem marca, to jednak po wykluczeniu bardzo zmiennych w ostatnich miesiącach wyników produkcji z Irlandii, po marcowym spadku, w kwietniu produkcja ustabilizowała się.
- Z kolei majowe dane nt. gospodarki Chin oceniamy jako mieszane. Z jednej strony bardzo pozytywnym sygnałem jest silniejszy wzrost sprzedaży detalicznej, która w ostatnich miesiącach notowała bardzo słabe wyniki. Z drugiej strony słabszy odczyt produkcji przemysłowej, nakładów inwestycyjnych oraz dalsze spadki cen nieruchomości wskazują raczej na niższe tempo wzrostu PKB.
- Na rynek krajowy w głównej mierze w minionym tygodniu wpływały negatywne nastroje wokół aktywów europejskich, co wzmocniło spadek indeksu WIG o 1,5% i silne osłabiło złotego. W relacji do koszyka walut złoty osłabił się aż o 1,7%, w kierunku 4,37 PLN/EUR. Ponadto, przy silniejszym wzmocnieniu franka szwajcarskiego, złoty osłabił się wobec franka powyżej 4,55 PLN/CHF.
- Presja na aktywa europejskie wpłynęła także na wzrost rentowności krajowych obligacji skarbowych na dłuższym końcu krzywej. Wzrost rentowności 10-latek o ok. 6 pkt. baz. poskutkowało silnym wzrostem spreadów rentowności papierów krajowych wobec rynków bazowych. W przypadku stawek FRA oraz IRS zmiany cen były minimalne, przy ugruntowującym się scenariuszu stabilnych stóp NBP w kolejnych miesiącach. Tego scenariusza nie zmienia także publikacja ostatecznych danych dot. majowej [inflacji CPI](#) na poziomie 2,5% r/r. W dalszym ciągu oczekujemy wzrostu indeksu CPI w kierunku 5,0% r/r na koniec br.
- W bieżącym tygodniu publikowane będą już mniej istotne dane makroekonomiczne z USA dot. sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej, które jednak przy sporych ruchach z ostatnich tygodni mogą być „pretekstem” zarówno do pogłębienia spadków rentowności obligacji (słabsze dane), jak i korekty w górę (mocniejsze odczyty). Na rynku europejskim opublikowane zostaną wstępne dane dot. czerwcowych indeksów koniunktury, które mogą potwierdzić trend poprawy sytuacji gospodarczej. Najprawdopodobniej jednak do momentu przedterminowych wyborów we Francji (30 czerwca i 7 lipca) to wątek polityczny będzie dominujący dla europejskich aktywów.
- Na przełomie tego i przyszłego tygodnia opublikowane zostaną majowe dane z polskiej gospodarki. W kontekście sytuacji cyklicznej oczekujemy utrzymania mocniejszych danych dot. sprzedaży detalicznej, bardzo stopniowo poprawiającej się sytuacji w przemyśle i kontynuacji słabych wyników budownictwa. Jednak na majowe dane w dużej mierze wpływały efekty kalendarzowe (liczba dni roboczych) i potencjalnie ponownie większy wpływ efektów urlopowych z powodu dwóch świątecznych weekendów.

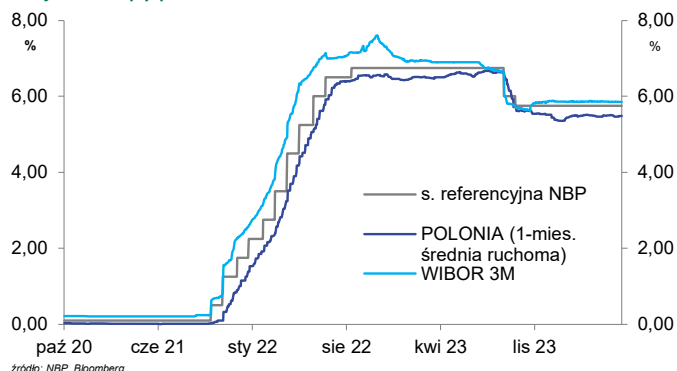
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 17 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	maj	4,1% r/r	-	3,8% r/r
wtorek 18 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	HU	Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych	cze	7,25%	7,00%	-
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	maj	0,0% m/m	0,3% m/m	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa	maj	0,0% m/m	0,3% m/m	-
czwartek 20 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	CH	Decyzja Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) dot. stóp procentowych	cze	1,50%	1,50%	1,50%
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	11,3% r/r	11,6% r/r	11,7% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	maj	7,9% r/r	1,6% r/r	0,5% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	maj	-8,6% r/r	-7,0% r/r	-7,4% r/r
13:00	GB	Decyzja Narodowego Banku Anglii (BoE) dot. stóp procentowych	cze	5,25%	5,25%	-
piątek 21 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	cze	45,4 pkt.	46,4 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	cze	54,2 pkt.	54,4 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	kwi	47,3 pkt.	47,9 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	kwi	53,2 pkt.	53,5 pkt.	-
poniedziałek 24 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	maj	-2,0% r/r	-3,8% r/r	-7,5% r/r
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	maj	4,3% r/r	4,9% r/r	4,4% r/r
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo	cze	89,3 pkt.	-	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

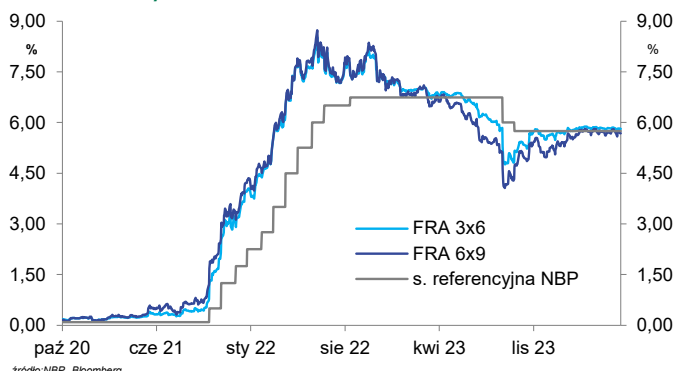
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



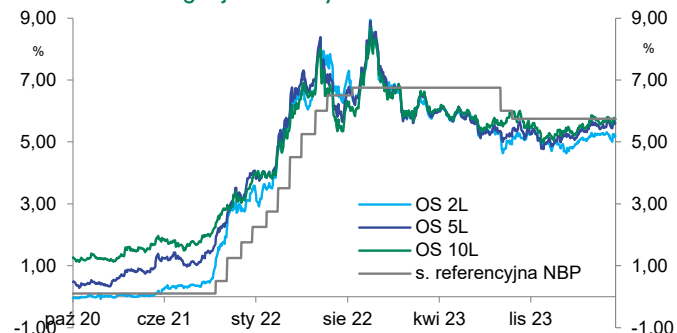
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



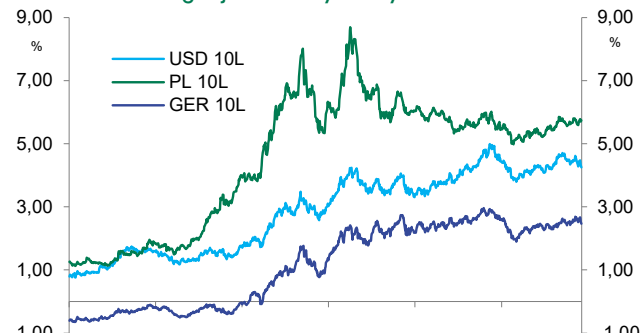
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



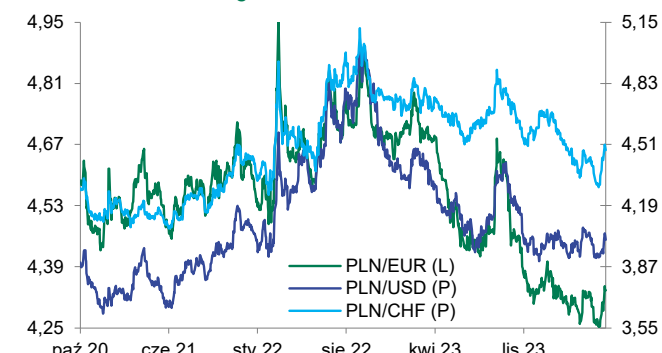
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



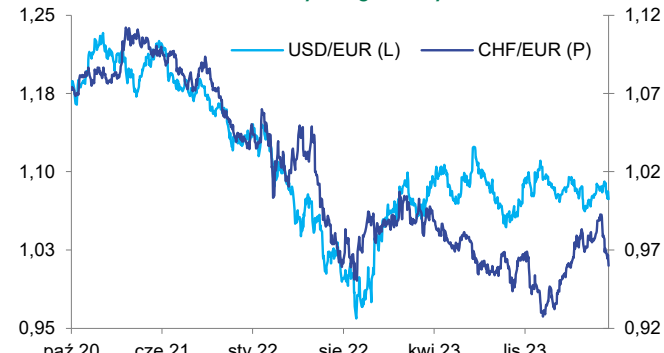
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



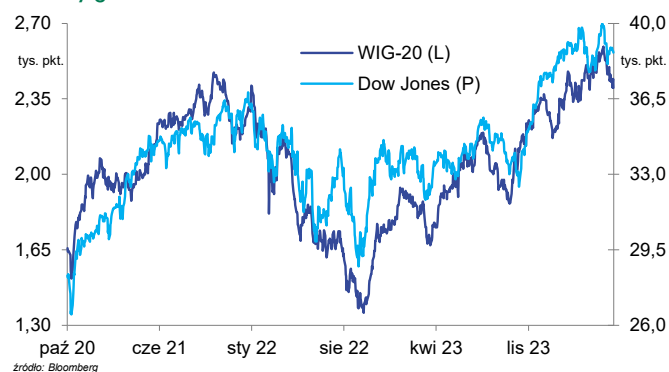
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



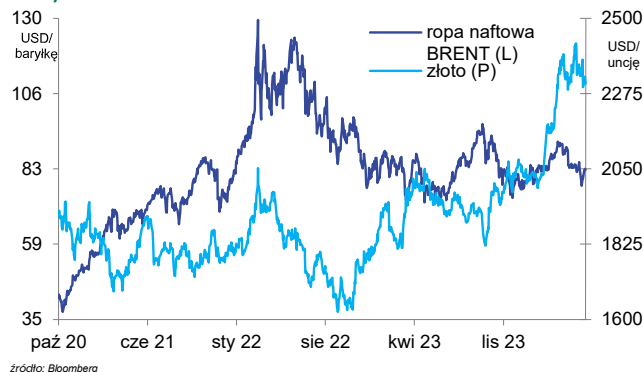
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



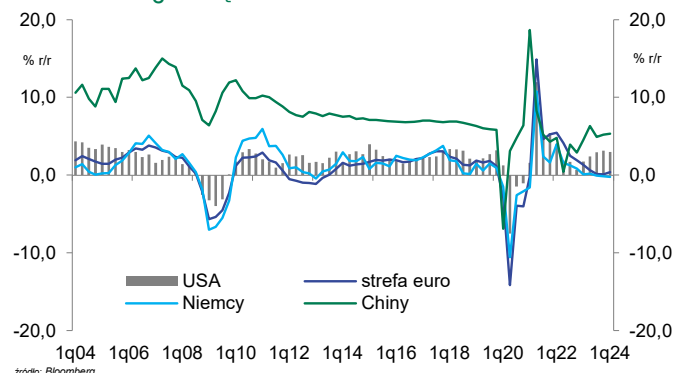
źródło: Bloomberg

2024-06-17

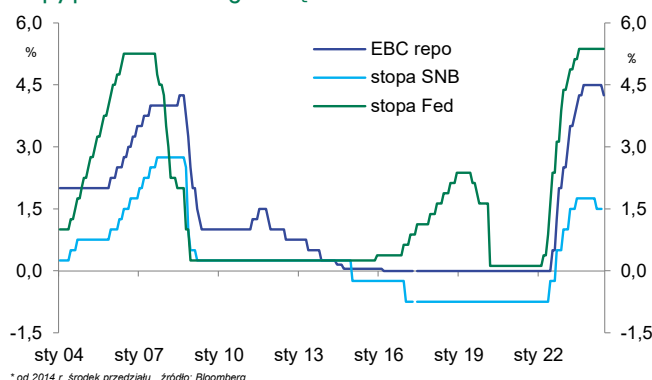
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

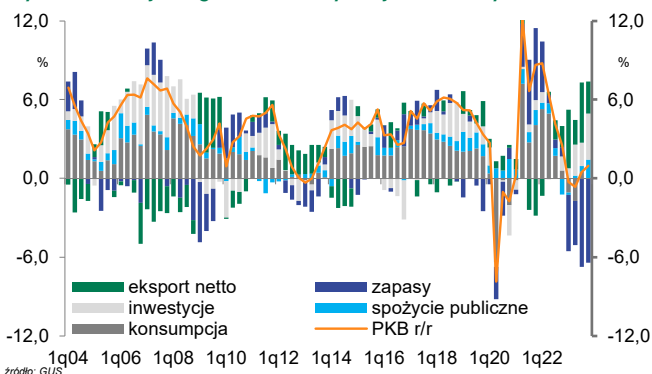
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



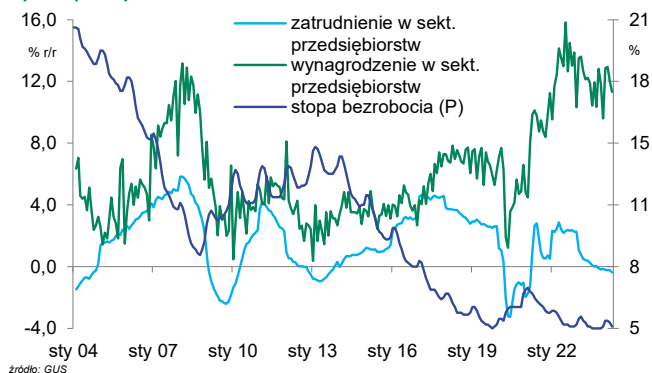
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



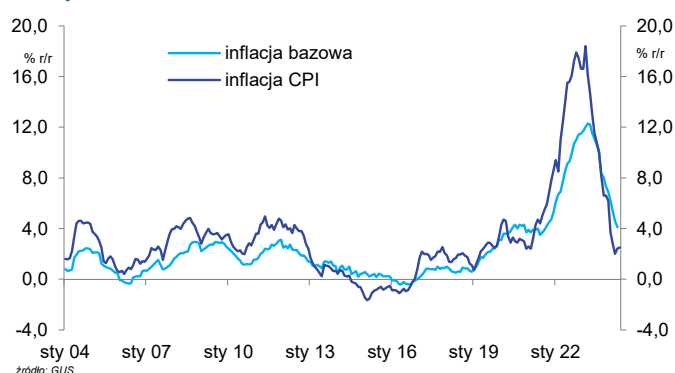
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



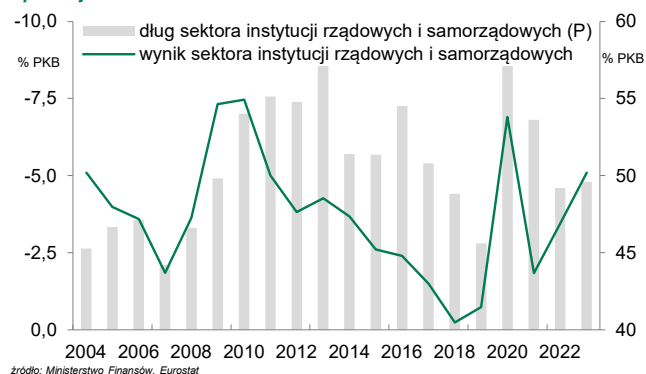
Rynek pracy



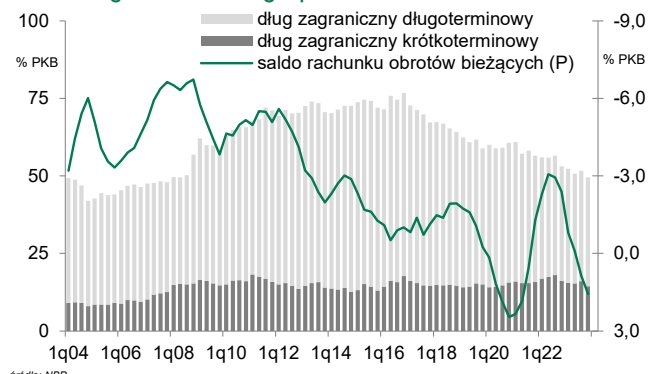
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.05.2024	07.06.2024	14.06.2024	31.07.2024	31.08.2024	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	%	5,85	5,85	5,85	5,90	5,90	5,90
FRA 3x6	%	5,83	5,83	5,82	-	-	-
FRA 6x9	%	5,73	5,72	5,70	-	-	-
FRA 9x12	%	5,45	5,42	5,42	-	-	-
IRS 2L	%	5,51	5,49	5,48	-	-	-
IRS 5L	%	5,20	5,13	5,13	-	-	-
IRS 10L	%	5,33	5,26	5,25	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,12	5,24	5,21	5,20	5,20	5,20
Obligacje skarbowe 5L	%	5,55	5,58	5,63	5,35	5,30	5,25
Obligacje skarbowe 10L	%	5,69	5,70	5,76	5,60	5,50	5,40
PLN/EUR	PLN	4,27	4,29	4,36	4,35	4,36	4,37
PLN/USD	PLN	3,94	3,94	4,08	4,06	4,06	4,07
PLN/CHF	PLN	4,35	4,43	4,57	4,55	4,55	4,56
USD/EUR	USD	1,09	1,08	1,07	1,07	1,08	1,08
Stopa Fed	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25
Stopa depozytowa EBC	%	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50
Stopa SNB	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,25
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,50	4,43	4,22	4,25	4,15	4,05
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,66	2,62	2,36	2,35	2,30	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 jakiejkolwiek 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.

2024-06-17

Klauzula poufności: BOŚ jawne