

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

3 czerwca 2024

## RPP zapewne nie zmieni stóp i retoryki. EBC obniży stopy, ale nie „zapowie” kolejnych redukcji.

- W minionym tygodniu korekta wzrostowa rentowności obligacji skarbowych ustąpiła na rynku amerykańskim, jednocześnie utrzymał się wzrost obligacji na rynku niemieckim. Rentowności obligacji niemieckich wzrosły o 8 pkt. baz. w przypadku papierów 10-letnich.
- Wzrost rentowności na rynku europejskim był skutkiem publikacji wstępnego szacunku inflacji HICP za maj. Zgodnie z publikacją majową inflacja bazowa wzrosła do 3,0% r/r (wobec prognoz stabilizacji na poziomie 2,7%), przy silniejszym wzroście inflacji cen usług. Na sytuację rynkową nie wpłynęły z kolei słabsze od oczekiwań dane dot. kwietniowej sprzedaży detalicznej w strefie euro.
- Nie sądzimy, aby wyższa majowa inflacja powstrzymała radę EBC przed oczekiwaną redukcją stóp o 25 pkt. baz. podczas posiedzenia w tym tygodniu, z pewnością natomiast dane te wpłyną na większą ostrożność rady co perspektyw dalszego rozluźniania polityki pieniężnej. Z tego względu oczekujemy relatywnie neutralnego wydźwięku konferencji prasowej prezes EBC Christine Lagarde.
- Ubiegłotygodniowe publikacje danych z gospodarki USA nie zaskoczyły istotnie – bazowy wskaźnik inflacji PCE utrzymał się na poziomie z marca. Dochody i wydatki konsumentów wzrosły nieznacznie wolniej wobec prognoz rynkowych, wskazując na lekko osłabione, niemniej wciąż solidne tempo wzrostu konsumpcji. W tych warunkach rentowności obligacji na dłuższym końcu krzywej zmieniły się nieznacznie (spadek o 3 pkt.), o ok. 10 pkt. obniżyły się natomiast rentowności 2-latek, przy silniejszej korekcie wzrostu z minionego tygodnia.
- Jako niejednoznaczne należy natomiast ocenić wskaźniki koniunktury PMI w Chinach, które w zależności od źródła danych wskazały na pogorszenie lub poprawę sytuacji w sektorze przemysłowym. Takie różnice mogą wskazywać na odmienne tendencje w zakresie popytu zagranicznego i krajowego – solidną aktywność za granicą (na co wskazuje badanie Caixan, gdzie szerzej reprezentowani są eksporterzy) oraz pogorszenie popytu krajowego (istotniejszy obszar w badaniu NBS).
- Generalnie raczej nienajlepsze dane ze sfery realnej światowej gospodarki w połączeniu z mniej sprzyjającymi tendencjami inflacyjnymi poskutkowały wzrostem globalnej premii za ryzyko i spadkiem cen akcji. Globalny indeks MSCI obniżył się o ok. 0,6% w skali tygodnia, w tym o 0,5% w USA, o 1,0% w strefie euro i o ponad 2% w przypadku indeksu dla rynków wschodzących. Nastroje rynkowe negatywnie wpływały na większość walut rynków wschodzących, z kolei obserwowana była stabilizacja kursu USD/EUR w okolicach 1,085, przy podobnej skala aprecjacji euro oraz dolara w relacji do koszyka walut.
- Słabsze nastroje ciążyły także krajowej giełdzie, co przełożyło się na spadek indeksu WIG o ok. 1,5%. Pod koniec tygodnia kurs złotego lekko osłabił się wobec euro (powyżej 4,26 PLN/EUR), a dzisiejsza kontynuacja tego osłabienia (ponad

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

4,28 PLN/EUR) nie wskazuje, aby było to efektem ograniczonej płynności podczas wydłużonego weekendu.

- Na wartości zyskały natomiast ceny obligacji, po publikacji wstępnego szacunku inflacji [CPI za maj](#). Po tej publikacji rentowności obligacji obniżyły się o 10 – 16 pkt. baz. na całej długości krzywej. Ponadto o ok. 10 pkt. baz. obniżyły się stawki kontraktów IRS oraz dłuższych kontraktów FRA, pomimo raczej wstrzemięźliwych wypowiedzi członków Rady dot. perspektyw obniżek stóp (G. Masłowska, H. Wnorowski)
- Zgodnie z szacunkiem *flash* majowy wskaźnik inflacji wzrósł do 2,5% r/r z 2,4% w kwietniu, tj. wyraźnie poniżej oczekiwań. Wstępne szacunki wskazują na minimalnie niższy od oczekiwań poziom inflacji bazowej (spadek do 3,9% r/r), natomiast główną niespodzianką okazał się niższy indeks cen żywności. Z dokładniejszą oceną tendencji na rynku żywności, w tym kwestii wpływu przywrócenia od kwietnia podstawowej stawki VAT na żywność (od kwietnia) na ceny detaliczne musimy się wstrzymać do publikacji w połowie czerwca pełnych danych nt. CPI i struktury cen żywności.
- Gdyby kolejne publikacje wskazały na dużo niższą skalę wpływu wzrostu stawki VAT na ceny detaliczne żywności, inflacja CPI mogłaby pod koniec roku ukształtować się na poziomie niższym niż 5,0% r/r, wobec dotychczasowej prognozy przekroczenia tego poziomu. Jednocześnie jednak przy przesądzonych już podwyżkach cen energii w lipcu br. oraz prawdopodobnych w styczniu 2025 r. aktualne są oczekiwania, że inflacja na przełomie 2024 i 2025 r. inflacja osiągnie podwyższony poziom (ponad 4,5% r/r w grudniu br. oraz powyżej 5,0% w I kw. 2025 r.). Taka ścieżka inflacji w naszej ocenie nadal wspiera nasz bazowy scenariusz dot. ścieżki stóp NBP – tj. stabilizacji stóp na bieżącym poziomie przez kolejne 12 miesięcy.
- Z tego względu oczekujemy, że podczas posiedzenia RPP w tym tygodniu Rada nie zmieni stóp procentowych, a także nie ulegnie zmianie retoryka prezesa NBP. Sądzymy, że prezes NBP ponownie wskaże na niskie prawdopodobieństwo obniżki stóp NBP wobec oczekiwanego wzrostu inflacji CPI w perspektywie najbliższych kilku kwartałów, podwyższonej inflacji bazowej oraz wysokiej dynamiki płac. Taki scenariusz powinien osłabiać oczekiwania inwestorów na szybsze luzowanie polityki monetarnej przez RPP.
- Zapewne ważniejsze dla krajowego rynku będzie kształtowanie się sytuacji globalnej – w tygodniu bieżącym kluczowe będą publikacje majowych danych z amerykańskiego rynku pracy, w tym liczba nowych etatów, dynamika wynagrodzeń oraz liczba wakatów wg ankiety JOLTS.
- Utrzymanie trendu nawet lekkiego pogorszenia koniunktury na amerykańskim rynku pracy byłoby wystarczające dla kontynuacji spadku rentowności obligacji skarbowych, w tym na rynku krajowym.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (4-5 czerwca)**

Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie 5,75%. Oczekujemy podtrzymania dotychczasowej narracji RPP. Sądzymy, że prezes NBP ponownie wskaże na niskie prawdopodobieństwo obniżki stóp NBP w tym roku wobec oczekiwanego wzrostu inflacji CPI w perspektywie najbliższych kilku kwartałów, podwyższonej inflacji bazowej oraz wysokiej dynamiki płac.

- **Posiedzenie Rady Europejskiego Banku Centralnego (6 czerwca)**

Oczekujemy, że rada EBC obniży stopy procentowe o 25 pkt. baz, w tym stopę depozytową do poziomu 3,75% oraz stopę referencyjną do poziomu 4,25%. Taka decyzja jest powszechnie oczekiwana i *de facto* została „zapowiedziana” przez radę EBC podczas poprzedniego posiedzenia.

Zakładamy, że dotychczasowy spadek inflacji, lekkie wyhamowanie dynamiki wynagrodzeń przy wciąż słabej koniunkturze gospodarczej wpłyną na redukcję stóp. Z drugiej strony, majowy wzrost inflacji bazowej oraz lekki wzrost dynamiki negocjowanych podwyżek płac przy stabilizującej się sytuacji gospodarczej implikują raczej ostrożność co do zapowiedzi kolejnych zmian stóp EBC, stąd zakładamy, że wypowiedzi prezes Lagarde podczas konferencji prasowej będą wyważone, pozostawiające radzie więcej elastyczności co do dalszych decyzji.

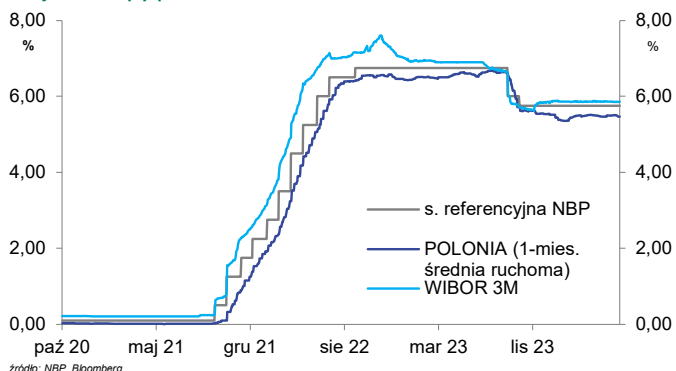
## Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 3 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	maj	49,2 pkt.	49,7 pkt.	-
wtorek 4 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Liczba wakatów wg ankiety JOLTS	kwi	8,488 mln	8,360 mln	-
środa 5 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
-	PL	<b>Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych</b>	cze	<b>5,75% (ref)</b>	<b>5,75% (ref)</b>	<b>5,75% (ref)</b>
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	maj	52,5 pkt.	52,5 pkt.	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	maj	49,4 pkt.	50,7 pkt.	-
czwartek 6 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	kwi	-0,4% m/m	0,5% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	kwi	0,8% m/m	-0,3% m/m	-
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych (st. depo / ref.)	cze	4,00% / 4,50%	3,75% / 4,25%	3,75% / 4,25%
14:45	EMU	Konferencja prasowa prezesa EBC po posiedzeniu rady EBC	cze	-	-	-
-	PL	<b>Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP</b>	cze	-	-	-
piątek 7 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
04:00	CHN	Eksport	maj	1,5% r/r	5,3% r/r	-
04:00	CHN	Import	maj	8,4% r/r	4,5% r/r	-
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	kwi	-0,4% m/m	0,2% m/m	-
11:00	EMU	Dynamika PKB (ost.)	I kw.	0,0% kw/kw	0,3% kw/kw (wst.)	-
<b>14:00</b>	PL	<b>Protokół z posiedzenia RPP</b>	<b>maj</b>	-	-	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	maj	175 tys.	185 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	maj	3,9%	3,9%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	maj	3,9% r/r	3,9% r/r	-

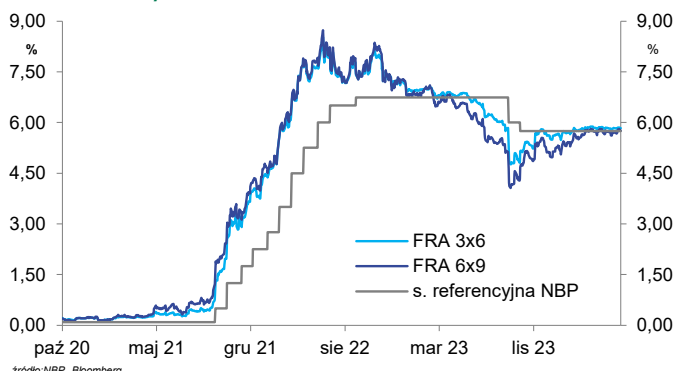
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki - mediana ankiety Parkietu

## Rynki finansowe

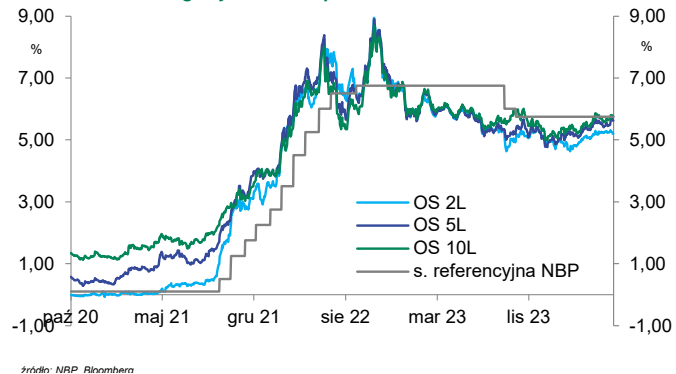
### Krajowe stopy procentowe



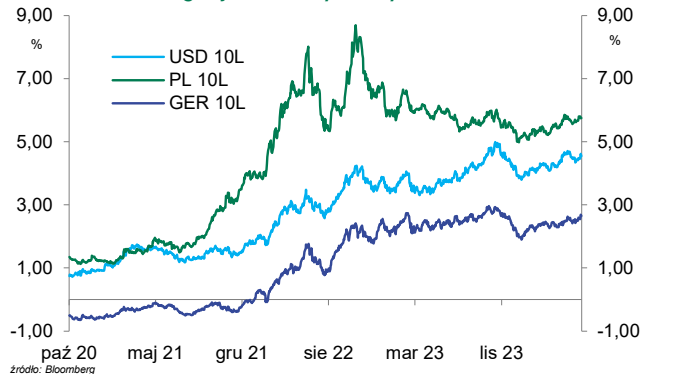
### Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



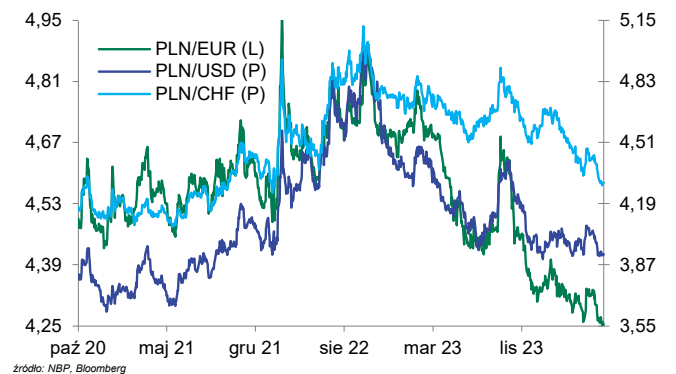
### Rentowności obligacji skarbowych - Polska



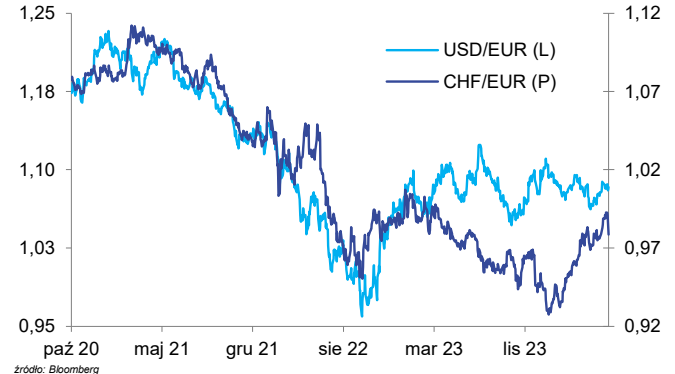
### Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



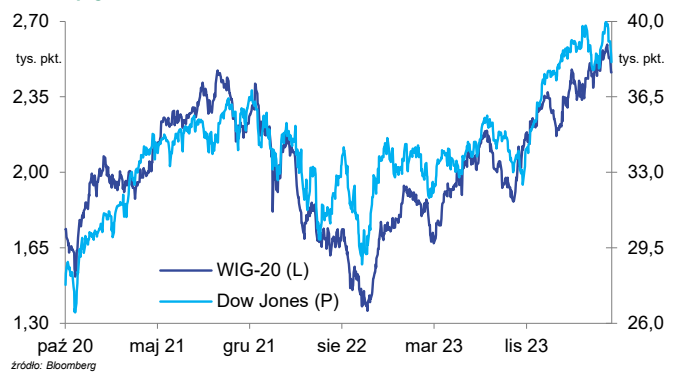
### Notowania kursu złotego



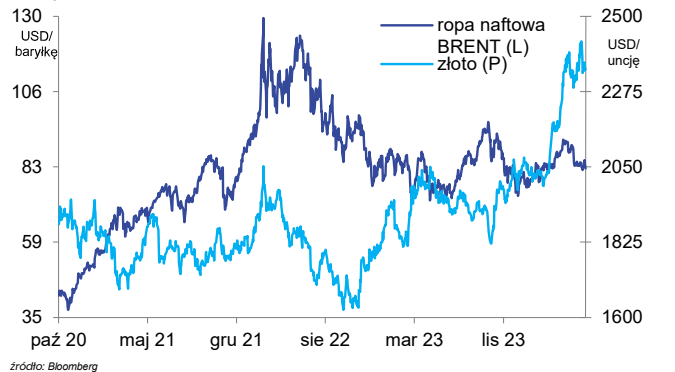
### Notowania kursów walut na rynku globalnym



### Indeksy giełdowe

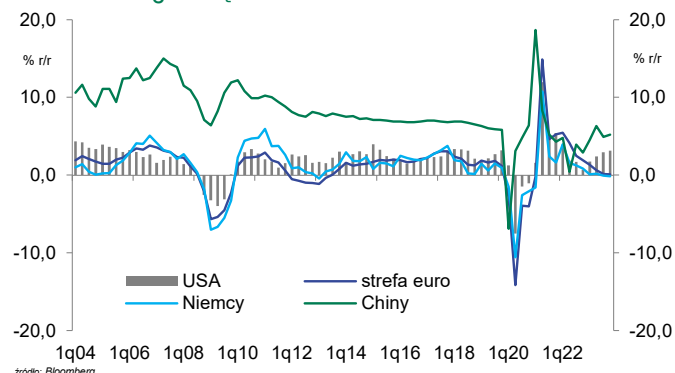


### Ceny surowców

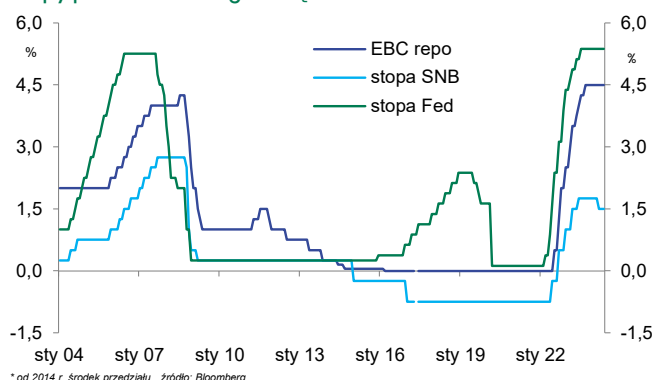


## Sfera realna

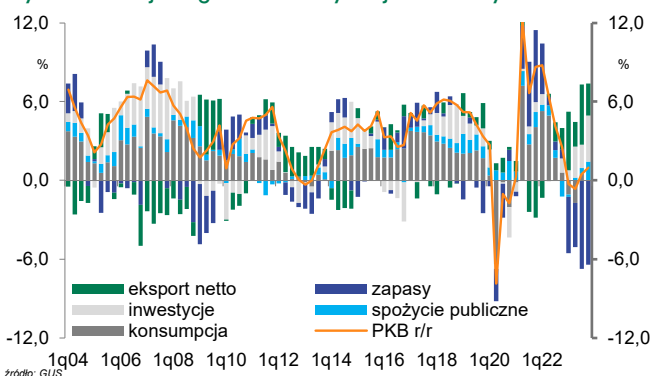
### Wzrost PKB za granicą



### Stopy procentowe za granicą



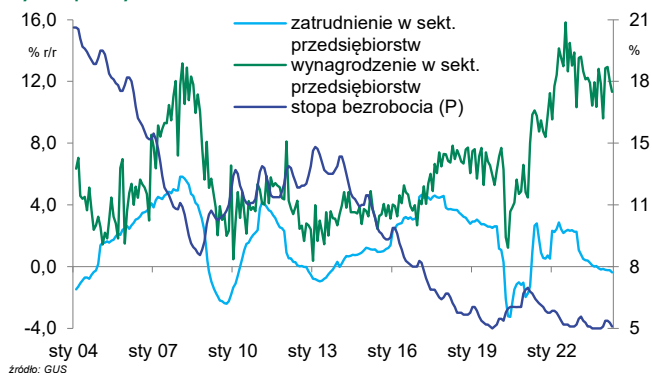
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



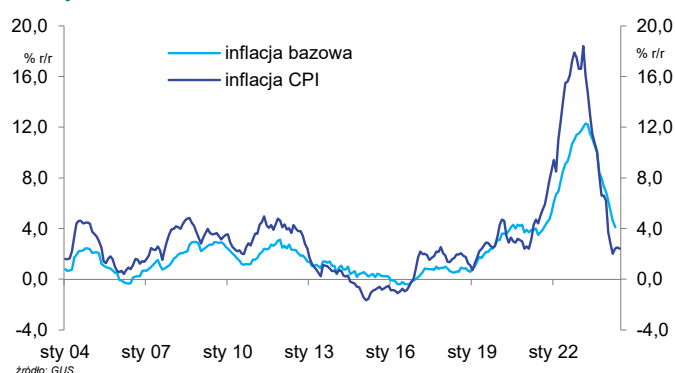
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



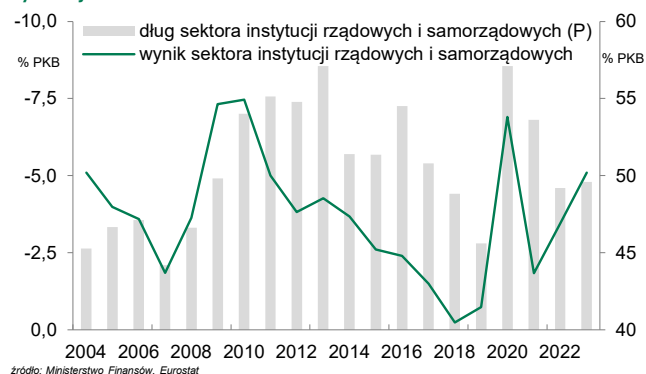
### Rynek pracy



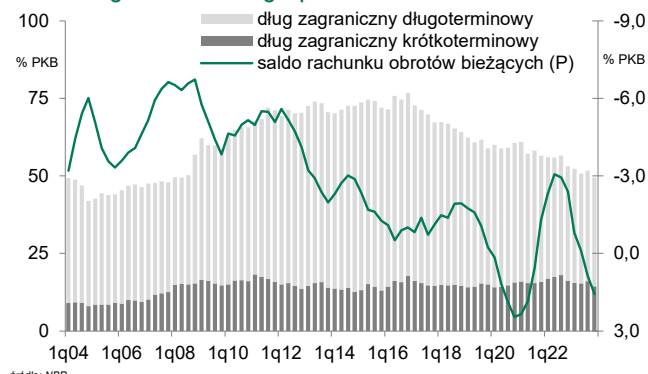
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.04.2024	24.05.2024	31.05.2024	30.06.2024	31.07.2024	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	5,85	5,85	5,90	5,90	5,90
FRA 3x6	%	5,83	5,85	5,83	-	-	-
FRA 6x9	%	5,74	5,80	5,73	-	-	-
FRA 9x12	%	5,54	5,54	5,45	-	-	-
IRS 2L	%	5,64	5,60	5,51	-	-	-
IRS 5L	%	5,31	5,32	5,20	-	-	-
IRS 10L	%	5,41	5,43	5,33	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,26	5,28	5,12	5,20	5,20	5,20
Obligacje skarbowe 5L	%	5,56	5,66	5,55	5,45	5,35	5,25
Obligacje skarbowe 10L	%	5,70	5,80	5,69	5,64	5,60	5,40
PLN/EUR	PLN	4,32	4,26	4,27	4,29	4,30	4,34
PLN/USD	PLN	4,03	3,94	3,94	3,99	4,00	4,04
PLN/CHF	PLN	4,42	4,30	4,35	4,39	4,41	4,47
USD/EUR	USD	1,07	1,09	1,09	1,08	1,08	1,08
Stopa Fed	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25
Stopa depozytowa EBC	%	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	3,50
Stopa SNB	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,25
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,68	4,47	4,50	4,35	4,25	4,05
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,58	2,58	2,66	2,40	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 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.

2024-06-03

Klauzula poufności: BOŚ jawne