

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

10 czerwca 2024

## Stopy NBP bez zmian. Wzrost ryzyka dla prognozy wrześniowych obniżek stóp Fed i EBC.

- Początek minionego tygodnia przyniósł silny spadek rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych po publikacji liczby wakatów w USA, jednak w drugiej połowie tygodnia „jastrzębia obniżka” stóp EBC oraz solidne dane dot. zatrudnienia w USA zniwelowały te spadki. Także „jastrzębi” wydźwięk miała konferencja prezesa Głapińskiego, po zgodnej z oczekiwaniami środowej decyzji o pozostawieniu bez zmian stóp NBP.
- Podczas ubiegłotygodniowego [posiedzenia RPP](#) zdecydowała o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie, w tym stopy referencyjnej na poziomie 5,75%. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes NBP powiedział, że w RPP nie ma głosów opowiadających się za obniżką stóp. Przy oczekiwanym wzroście inflacji z tytułu podwyżek cen nośników energii, prezes Głapiński jako zerowe ocenił prawdopodobieństwo obniżki stóp w 2024 r. Według prezesa NBP, jeżeli w 2025 roku inflacja spadnie do poziomów „racjonalnych” i nie będzie tendencji w kolejnych kwartałach do jej wzrostu, to w połowie przyszłego roku stopy procentowe mogłyby zostać obniżone. Wydźwięk konferencji prasowej prezesa NBP potwierdza nasz scenariusz, że przy zakładanym wzroście inflacji CPI w kierunku 5,0% r/r pod koniec br. oraz powyżej 5,0% r/r w I kw. 2025 r., stopy procentowe zostaną utrzymane na bieżącym poziomie przynajmniej do połowy przyszłego roku. W bazowym scenariuszu oczekujemy pierwszej obniżki stóp we wrześniu przyszłego roku.
- Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami, podczas ubiegłotygodniowego posiedzenia [rada EBC](#) obniżyła stopy procentowe o 25 pkt. baz., w tym stopę depozytową do 3,75%. Jednocześnie jednak wydźwięk konferencji prasowej po posiedzeniu okazał się nawet nieco bardziej „jastrzębi” od oczekiwań. W treści komunikatu oraz podczas konferencji prasowej nie padły żadne informacje wskazujące na możliwe dalsze złagodzenie polityki pieniężnej, prezes Lagarde w odpowiedzi na pytanie, nie potwierdziła nawet, że EBC jest obecnie w cyklu łagodzenia polityki monetarnej. Oceniała jedynie taki scenariusz jako „bardzo prawdopodobny”. Powodem takiej retoryki EBC były wcześniejsze publikacje danych – majowy wzrost inflacji bazowej oraz wysoka dynamika negocjowanych podwyżek płac w I kw. Biorąc pod uwagę nasz scenariusz makroekonomiczny podtrzymujemy prognozę dwóch obniżek stóp (łącznie 50 pkt. baz.) w II poł. br., niemniej ryzyko dla scenariusza najbliższej wrześniowej obniżki wzrosło, niezależnie od wciąż rozczarowujących wyników sprzedaży detalicznej w strefie euro.
- Wzrosło także ryzyko dla scenariusza pierwszej obniżki stóp Fed we wrześniu, choć kluczowe dla tego scenariusza będą jeszcze kolejne odczyty inflacji. Trudno natomiast ubiegłotygodniowe dane z rynku pracy ocenić jako jednoznacznie wskazujące na trend pogorszenia koniunktury. Choć liczba wakatów w USA (dane JOLTS) w kwietniu obniżyła się nawet silniej wobec prognoz (do 8,1 mln z 8,5 mln w marcu), a majowa stopa bezrobocia nieoczekiwanie lekko wzrosła do 4,0%, to już majowy wzrost zatrudnienia zaskoczył *in plus* rosnąc do 272 tys.

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

z 165 tys. w kwietniu, powodując także dalszy wzrost 6-mies. średniej. Ponadto dynamika godzinowych wynagrodzeń wzrosła do 4,1% r/r, wobec oczekiwanej stabilizacji na poziomie 3,9%, a po kwietniowym zaskakującym spadku indeksu ISM w sektorze usługowym, dane majowe wskazały jego nieoczekiwane silne odbicie do 53,8 pkt., wyniku najwyższego od ponad roku.

- W rezultacie, po nawet 20-punktowym spadku rentowności obligacji skarbowych w USA z początkiem tygodnia (po publikacji danych JOLTS), ostatecznie w całym tygodniu odnotowano na wszystkich rynkach niewielkie zmiany, w tym: 4 pkt. baz. spadku rentowności obligacji 10-letnich w USA i Niemczech i 2 pkt. baz. wzrostu rentowności amerykańskich 2-latek. W Polsce rentowności na całej długości krzywej obniżyły się o 2-3 pkt. baz., podobnie dłuższe stawki FRA oraz krótsze IRS. Jednocześnie jednak kontynuacja wzrostu rentowności w kraju i za granicą z początkiem bieżącego tygodnia, wskazuje, że efekt piątkowych danych z rynku pracy USA może jeszcze osłabić obligacje.
- Piątkowe spadki cen akcji były także mniejsze niż wcześniejsze wzrosty, stąd w skali tygodnia globalny indeks MSCI wzrósł o 1,0%, w tym w USA o 1,2%, w strefie euro o 0,9%, a w przypadku grupy krajów wschodzących o ponad 2,0%. Biorąc pod uwagę, że podczas dzisiejszego otwarcia na rynkach europejskich zdecydowanym „liderem” spadków jest Francja, nie można wykluczyć, że negatywne nastroje podbiły także wyniki wyborów do Parlamentu Europejskiego. Zwycięstwo we Francji Zjednoczenia Narodowego i słaby wynik partii prezydenta E. Macrona był powodem decyzji prezydenta o rozwiązaniu parlamentu i ogłoszeniu przedterminowych wyborów.
- Na rynku walutowym miała miejsce solidna aprecjacja dolara (o 1,2% w relacji do koszyka walut) oraz lekkie osłabienie euro (0,2%). Kurs euro wobec dolara obniżył się do 1,075 USD/EUR.
- Ograniczenie globalnego optymizmu silnie wpłynęło natomiast na krajowe aktywa finansowe, w tym na osłabienie złotego (o 1,3% w relacji do koszyka walut), do ponad 4,30 PLN/EUR z początkiem bieżącego tygodnia. Indeks WIG w całym tygodniu obniżył się natomiast o 1,6%.
- Biorąc pod uwagę piątkową publikację danych z amerykańskiego rynku pracy trudno oczekiwać łagodnego wydźwięku komunikatu / konferencji prasowej po środowym posiedzeniu FOMC. Jednocześnie jednak ostateczny wydźwięk komunikatu i wystąpienia prezesa Fed będą zależne od majowego wskaźnika bazowej CPI i jego struktury, które zostaną opublikowane tuż przed ogłoszeniem decyzji Fed. Przy powszechnie oczekiwanej stabilizacji stóp, to właśnie wydźwięk komunikatu oraz prognozy członków FOMC dot. ścieżki stóp procentowych.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (11-12 czerwca)**

**Oczekujemy, że komitet FOMC utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym stopę funduszy federalnych w przedziale 5,25% – 5,50%.** Stabilizacja stóp procentowych jest powszechnie oczekiwanym scenariuszem, stąd bardziej wyczekiwany przez inwestorów wydarzeniem będzie konferencja prasowa prezesa Powella oraz aktualizacja prognoz członków FOMC co do ścieżki stóp procentowych w kwartałach nadchodzących.

W komunikacie oraz podczas konferencji prasowej zapewne powtórzony zostanie przekaz co do koniecznej większej pewności perspektyw inflacyjnych przed rozpoczęciem luzowania polityki pieniężnej.

Oczekiwana skala obniżek stóp w 2024 r. (łącznie o 75 pkt. baz.) zostanie zapewne skorygowana w dół, a większym dylematem jest skala tej korekty (do 25 czy 50 pkt. baz.). Zakładamy, że z uwagi na negatywny dla FOMC efekt zaskoczenia scenariuszem większość członków komitetu może preferować bardziej konserwatywny scenariusz (tj. mniejszą skalę obniżek), który ewentualnie mógłby zostać złagodzony przez prezesa podczas konferencji prasowej. Już po raz kolejny dane inflacyjne oraz ze sfery realnej odsuwają w czasie obniżki stóp, a wcześniej skutkowały większą skalą ich podwyżek.

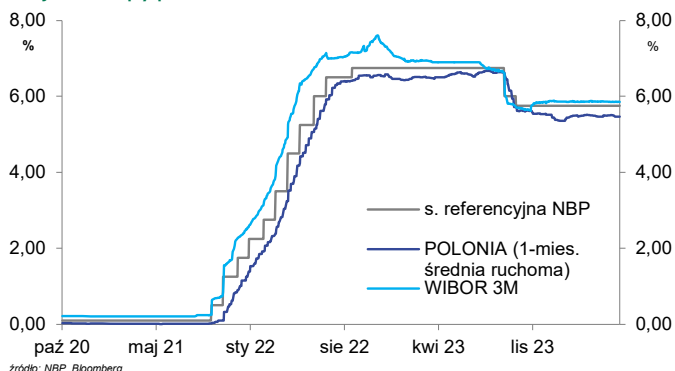
## Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

środa 12 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Inflacja CPI	maj	0,3% r/r	0,3% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI	maj	3,4% r/r	3,4% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	maj	3,6% r/r	3,5% r/r	-
20:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	cze	5,25% - 5,50%	5,25% - 5,50%	5,25% - 5,50%
20:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	cze	-	-	-
czwartek 13 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	kwi	0,6% m/m	0,2% m/m	-
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	kwi	0,325 mld EUR	0,194 mld EUR	0,334 mld EUR
piątek 14 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Inflacja CPI (ost.)	maj	2,5% r/r (wst.)	2,8% r/r	2,9% r/r
poniedziałek 17 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
01:30	CHN	Decyzja Ludowego Banku Chin dot. stóp procentowych (MLF)	maj	2,50%	2,50%	-
04:00	CHN	Produkcja przemysłowa	maj	6,7% r/r	6,0% r/r	-
04:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	maj	2,3% r/r	3,0% r/r	-
04:00	CHN	Inwestycje	sty-maj	4,2% r/r	4,2% r/r	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

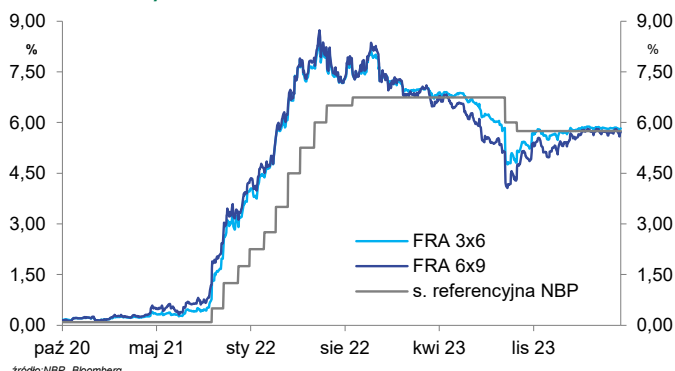
## Rynki finansowe

### Krajowe stopy procentowe



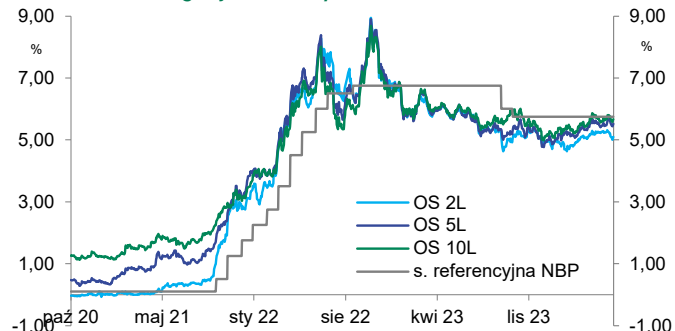
źródło: NBP, Bloomberg

### Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



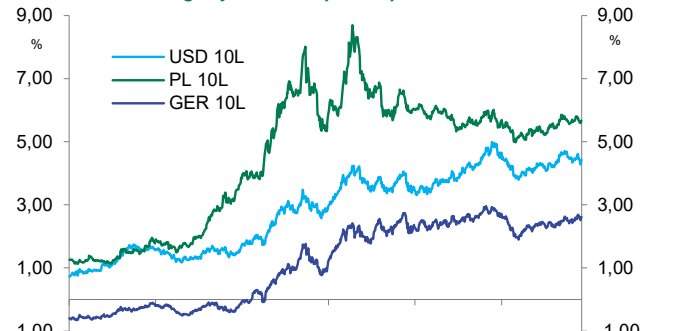
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych - Polska



źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



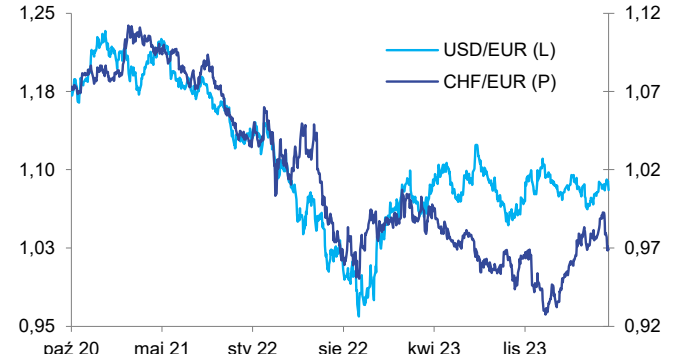
źródło: Bloomberg

### Notowania kursu złotego



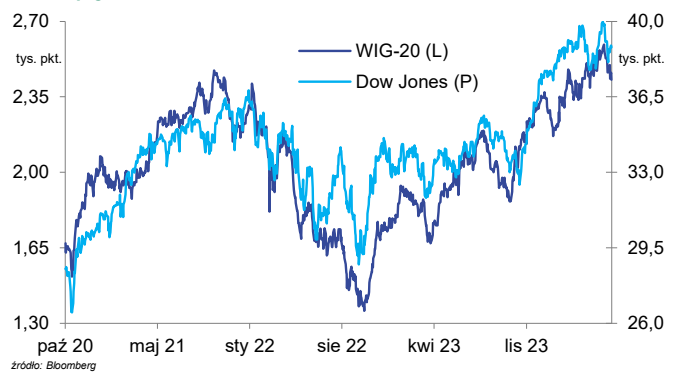
źródło: NBP, Bloomberg

### Notowania kursów walut na rynku globalnym



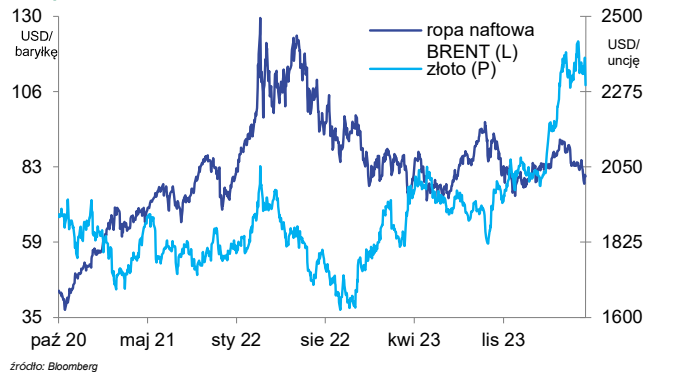
źródło: Bloomberg

### Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

### Ceny surowców



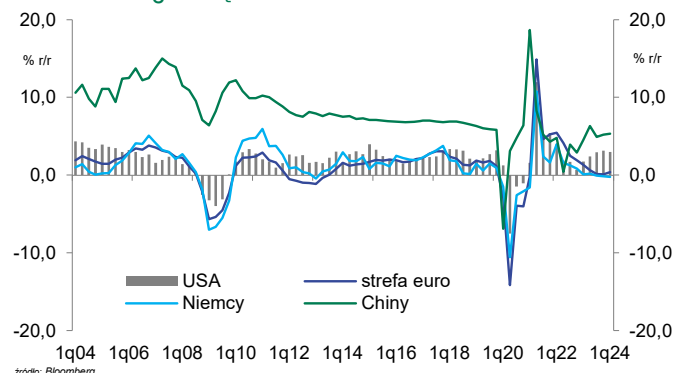
źródło: Bloomberg

2024-06-10

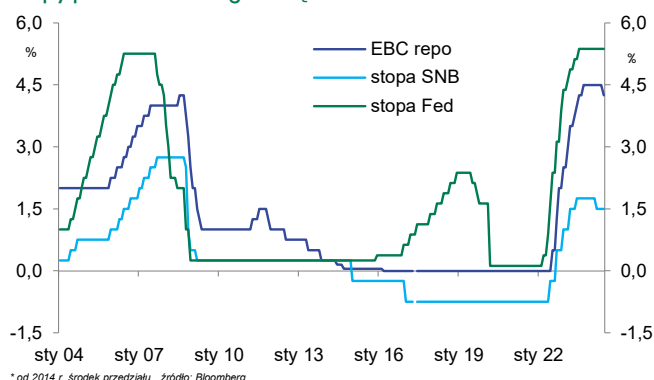
Klauzula poufności: BOŚ jawne

## Sfera realna

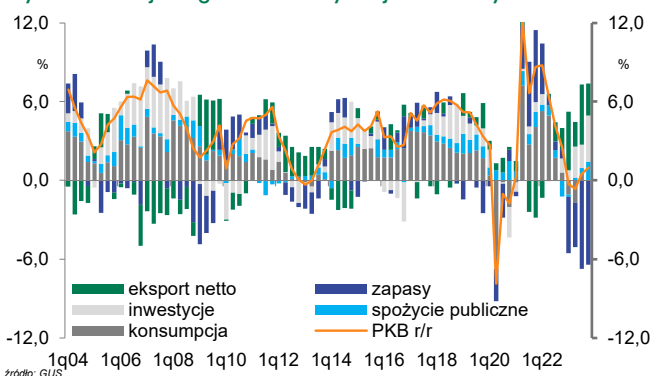
### Wzrost PKB za granicą



### Stopy procentowe za granicą



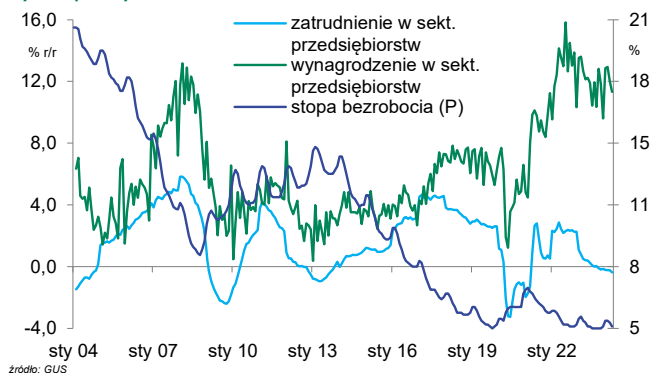
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



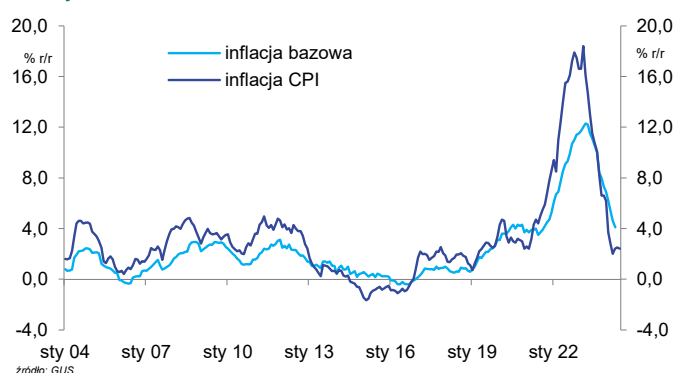
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



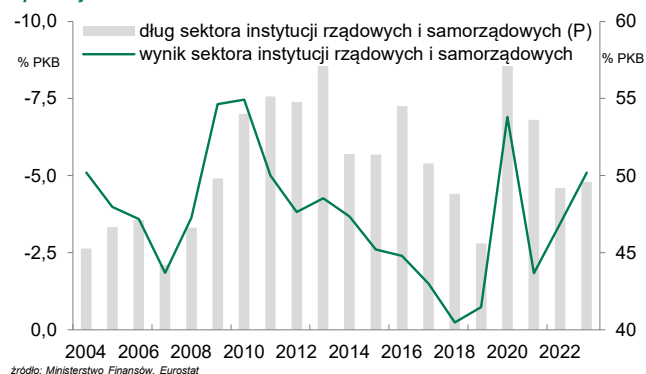
### Rynek pracy



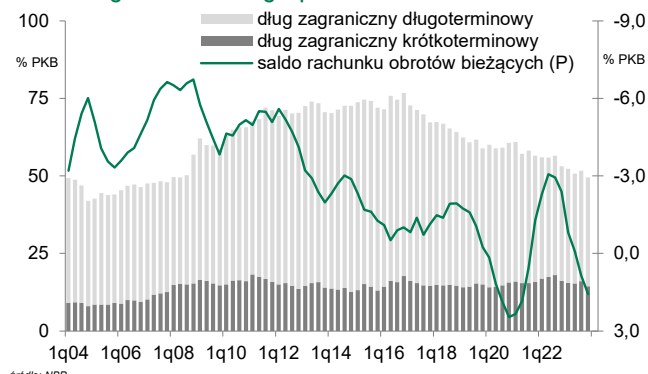
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.05.2024	31.05.2024	07.06.2024	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	%	5,85	5,85	5,85	5,90	5,90	5,90
FRA 3x6	%	5,83	5,83	5,83	-	-	-
FRA 6x9	%	5,73	5,73	5,72	-	-	-
FRA 9x12	%	5,45	5,45	5,42	-	-	-
IRS 2L	%	5,51	5,51	5,49	-	-	-
IRS 5L	%	5,20	5,20	5,13	-	-	-
IRS 10L	%	5,33	5,33	5,26	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,12	5,12	5,09	5,20	5,20	5,20
Obligacje skarbowe 5L	%	5,55	5,55	5,52	5,45	5,35	5,25
Obligacje skarbowe 10L	%	5,69	5,69	5,67	5,64	5,60	5,40
PLN/EUR	PLN	4,27	4,27	4,29	4,29	4,30	4,34
PLN/USD	PLN	3,94	3,94	3,94	3,99	4,00	4,04
PLN/CHF	PLN	4,35	4,35	4,43	4,39	4,41	4,47
USD/EUR	USD	1,09	1,09	1,08	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	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	4,50	4,43	4,35	4,25	4,05
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,66	2,66	2,62	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.

2024-06-10

Klauzula poufności: BOŚ jawne