

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

27 maja 2024

## Stenogramy z posiedzenia FOMC popsęły nastroje rynkowe. Kwietniowe dane z polskiej gospodarki potwierdziły scenariusz stopniowego ożywienia.

- W minionym tygodniu rentowności obligacji skarbowych wzrosły po wcześniejszych spadkach. Na wyższe poziomy rentowności wpłynęła w głównej mierze publikacja stenogramów z majowego posiedzenia FOMC. Wydźwięk zapisów dyskusji wskazywał bowiem na wyraźniejsze wskazania na opcję podwyżek stóp procentowych w USA, wobec tego jak taką ewentualność przedstawił prezes Powell podczas konferencji prasowej.
- Wydaje się, że w mniejszym stopniu na ten wzrost wpłynęły publikacje wstępnych majowych wskaźników koniunktury PMI oraz danych EBC dot. negocjowanych podwyżek wynagrodzeń w strefie euro w I kw. br.
- W maju indeks koniunktury PMI w strefy euro wzrósł w przemyśle nieco silniej od oczekiwań (do 47,4 pkt. z 45,7 pkt. w kwietniu), a w sektorze usługowym utrzymał się na solidnym poziomie 53,3 pkt. Wzrost indeksu PMI wspiera oczekiwania dalszej poprawy aktywności, zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami, trudno natomiast zakładać bardzo duży optymizm przy utrzymującym się indeksie dla przemysłu poniżej 50 pkt., co cały czas wskazuje na podwyższone ryzyko. Ponadto lekki spadek subindeksu cen produkcji także powinien ograniczać negatywny wpływ publikacji PMI na papiery skarbowe.
- Według danych EBC w I kw. dynamika negocjowanych wynagrodzeń w strefie euro lekko wzrosła do 4,7% r/r z 4,5% w IV kw. ub.r. Choć taki wynik zapewne będzie przesłanką mniej gołębiej retoryki EBC, to jednak w naszej ocenie nie wpływa na powszechne prognozy obniżki stóp w czerwcu, jak również w naszej ocenie nie musi powstrzymać rady EBC przed obniżką wrześniową zakładając utrzymanie w kolejnych miesiącach stopniowej dezinflacji. Zgodnie z oceną zewnętrznych ośrodków analitycznych istotne jest, że nieco mocniejszy wzrost płać odnotowano w krajach dotychczas notujących relatywnie słabsze odczyty, co może wskazywać na efekty opóźnień a nie na nasilenie presji płacowej oraz, że wzrost dynamiki płać był nieznaczny, poniżej wyników z połowy 2023 r.
- W większym stopniu publikacja stenogramów Fed wpłynęła na krótszy koniec krzywej dochodowości, podwyższając rentowności 2-letnich papierów w USA i w Niemczech o ok. 10 pkt. baz., z kolei rentowności 10-latek wzrosły o ok. 5 pkt. baz. Choć zmiany rentowności były ograniczone, to wystarczające dla zahamowania wzrostu indeksów akcji. Globalny indeks akcji MSCI obniżył się w skali tygodnia o 0,2%, przy stabilizacji w USA, spadku w strefie euro o 0,5% oraz na rynkach wschodzących o 1,2%. Zdecydowanie mniejszą zmienność notowano natomiast na rynku walutowym. Przy minimalnych zmianach euro oraz dolara, kurs utrzymywał się powyżej 1,085 USD/EUR w trakcie tygodnia.
- Podobnie sytuacja kształtowała się na krajowym rynku finansowym. Minimalnie zmieniał się kurs złotego, który w relacji do euro wahał się wokół poziomu 4,26 PLN/EUR. Krajowa giełda ze spadkiem WIG o 1,2% zachowywała się

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

podobnie jak rynki wschodzące. Wzrost rentowności obligacji na rynkach bazowych wpłynęły natomiast negatywnie na papiery krajowe na dłuższym końcu krzywej. W efekcie rentowności 10-latek wzrosły o 15 pkt. baz. do 5,80%, przy niewielkim wzroście rentowności papierów 2-letnich o 4 pkt. baz. W skali tygodnia wyraźnie wzrosły także dłuższe kontrakty IRS, z kolei stawki FRA w horyzoncie 6-12 miesięcy wzrosły o ok. 10 pkt. baz.

- Opublikowane w minionym tygodniu dane nt. gospodarki polskiej za kwiecień potwierdziły tezę sprzed miesiąca, że marcowe tąpnięcie [produkcji przemysłowej](#) i [budowlano-montażowej](#) wynikało z czynników okresowych, m.in. urlopów okołoswiątecznych. W kwietniu dynamiki silnie wzrosły do +7,9% r/r w przemyśle i do -2,0% r/r w budownictwie. Dane te pozwalają na podtrzymanie scenariusza dalszego wzrostu PKB w II kw. w kierunku 3,0% r/r.
- Głównym czynnikiem wspierającym wyniki PKB jest konsumpcja prywatna. Choć kwietniowe dane dot. [sprzedaży detalicznej](#) wskazały na lekki spadek dynamiki do 4,1% r/r, to w przypadku tych danych termin Świąt Wielkanocnych działał odwrotnie niż w przypadku produkcji, tj. podbił sprzedaż (przede wszystkim żywności) w marcu, a osłabił w kwietniu. Scenariusza solidnego odbicia dochodów realnych nie zmieniają także dane z [rynku pracy](#), które wskazują na potencjalny lekki negatywny wpływ dynamicznego wzrostu wynagrodzeń na popyt na pracę i na zatrudnienie. Te zmiany są bowiem wciąż zbyt słabe, aby przy wyzwaniach po stronie podaży pracy skutkować silniejszym wzrostem stopy bezrobocia.
- Na ceny krajowych instrumentów nie wpłynęły także wypowiedzi członków RPP, w których generalnie dominowała rezerwa wobec scenariusza obniżek stóp procentowych. Tego scenariusza nie zmienia także poprawka do ustawy ws. osłon dla odbiorców energii dot. zwolnienia od lipca gospodarstw domowych z opłaty mocowej. Ta zmiana implikuje co prawda niższą dynamikę inflacji CPI w II poł. roku (wskaźnik bliższy 5,0% r/r niż 5,5% w grudniu), wciąż jednak inflacja pozostaje wyraźnie powyżej 3,5% r/r, ponadto planowane przywrócenie opłaty mocowej od stycznia 2025 r. skutkuje utrzymaniem prognozy wzrostu inflacji CPI w I kw. 2025 r. w kierunku 6,0% r/r. Przy takim scenariuszu inflacyjnym oraz dotychczasowej retoryce RPP oczekujemy utrzymania stabilnych stóp NBP co najmniej do połowy 2025 r.
- Biorąc pod uwagę ten scenariusz inflacyjny oraz retorykę RPP zapewne ograniczony wpływ na sytuację rynkową będzie miała śródowa publikacja szacunku *flash* majowej inflacji. Dalsza transmisja na ceny żywności przywrócenia w kwietniu 5-proc. stawki podatku VAT na żywność skutkuje wzrostem majowego indeksu CPI do 2,9% r/r.
- Dla sytuacji rynkowej zapewne najważniejsze będą: publikacja majowej inflacji HICP w strefie euro, kwietniowy indeks cen PCE oraz wydatki konsumentów w USA weryfikujące oczekiwania dot. ścieżki stóp procentowych w USA i strefie euro w II połowie roku.
- Pod koniec tygodnia opublikowane zostaną także indeksy koniunktury PMI w Chinach, weryfikujące tezę dot. wyhamowania aktywności w II kw. i tym samym wpływające na oczekiwania dot. ożywienia globalnego sektora przemysłowego.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Wskaźnik inflacji w maju – szacunek *flash* (29 maja)**

Prognozujemy wzrost CPI do 2,9% r/r wobec 2,4% r/r w kwietniu, głównie za sprawą kontynuacji oddziaływania przywrócenia w kwietniu 5-proc. stawki VAT na produkty żywnościowe. W efekcie oczekujemy dalszego wzrostu dynamiki cen żywności z 1,9% r/r w kwietniu do 2,4% r/r w maju. W Oczekujemy, że w maju lekko spadły ceny nośników energii i paliw. Prognozujemy też lekkie obniżenie wskaźnika inflacji bazowej do 4,0% r/r wobec 4,1% r/r w kwietniu.

- **Wzrost PKB w I kw. – szacunek wraz ze strukturą (3 czerwca)**

Zgodnie z tzw. szybkim szacunkiem (dane opublikowane 15.05) PKB w I kw. wzrósł do 1,9 r/r. Biorąc pod uwagę fakt, że dane wstępne zazwyczaj nie różniły się od szacunku *flash* o więcej niż 0,1 pkt. proc., skorygowaliśmy nieznacznie w górę nasz szacunek wzrostu PKB w zgodzie z wstępnym szacunkiem GUS.

W naszych szacunkach zakładamy, że lepszy wynik PKB wobec naszej prognozy sprzed publikacji *flash* (o 0,2 pkt. proc.) wynikał z lepszej kontrybucji spożycia gospodarstw domowych. Ta kategoria bowiem jest kluczowym. 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 3,2% r/r z 0,0% w IV kw., co poprawiło wynik PKB o 1,9 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. Na przełomie 2021 i 2022 r. kontrybucja zapasów we wzrost PKB sięgnęła ok. 5,5 pkt. proc., co przekłada się obecnie na istotne jej spadki, a przy wysokiej zmienności tej kategorii na wyższe ryzyko błędu prognozy.

		2q23	3q23	4q23	1q24	1q24P
<b>PKB</b>		<b>-0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>
popyt krajowy	<i>% r/r</i>	-2,6	-4,1	-1,5	-	<b>0,8</b>
konsumpcja prywatna		-2,9	0,8	0,0	-	<b>3,2</b>
spożycie publiczne		1,1	2,5	7,5	-	<b>2,5</b>
inwestycje		16,5	11,3	15,8	-	<b>5,6</b>
konsumpcja prywatna		-1,7	0,5	0,0	-	<b>1,9</b>
spożycie publiczne	<i>kontrybucja</i>	0,2	0,5	1,4	-	<b>0,4</b>
inwestycje	<i>pkt. proc.</i>	2,4	1,8	3,5	-	<b>0,8</b>
zapasy		-3,4	-6,7	-6,4	-	<b>-2,8</b>
eksport netto		1,9	4,6	2,4	-	<b>1,0</b>
wartość dodana		1,0	1,1	1,7	-	<b>1,5</b>
przemysł	<i>% r/r</i>	-1,0	-1,9	2,1	-	<b>1,3</b>
budownictwo		3,2	2,6	5,7	-	<b>-7,7</b>
handel i naprawy		-6,4	1,7	0,2	-	<b>4,5</b>

źródło: GUS, BOŚ Bank

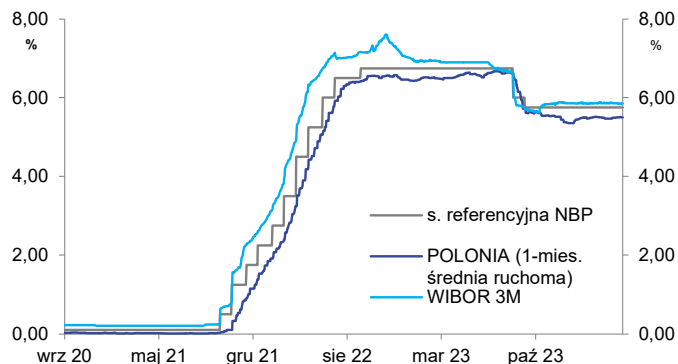
## Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 27 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo	maj	89,4 pkt.	90,4 pkt.	-
10:00	PL	<b>Stopa bezrobocia</b>	kwi	<b>5,3%</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,2%</b>
środa 29 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	<b>Inflacja CPI</b>	maj	<b>2,4% r/r</b>	-	<b>2,9% r/r</b>
czwartek 30 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Wzrost PKB (II szacunek)	I kw.	1,6% kw/kw (wst.)	-	-
piątek 31 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	maj	50,4 pkt.	50,5 pkt.	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	maj	51,2 pkt.	51,5 pkt.	-
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	maj	2,4% r/r	2,5% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	maj	2,7% r/r	2,7% r/r	-
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych	kwi	0,5% m/m	0,3% m/m	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych	kwi	0,8% m/m	0,3% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE	kwi	2,7% r/r	2,7% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	kwi	2,8% r/r	2,8% r/r	-
poniedziałek 3 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	kwi	51,4 pkt.	51,6 pkt.	-
09:00	PL	<b>Indeks koniunktury PMI – przemysł</b>	maj	<b>45,9 pkt.</b>	-	<b>47,7 pkt.</b>
10:00	PL	<b>Wzrost PKB (ost.)</b>	I kw.	<b>1,9% r/r (flash)</b>	-	<b>1,9% r/r</b>

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

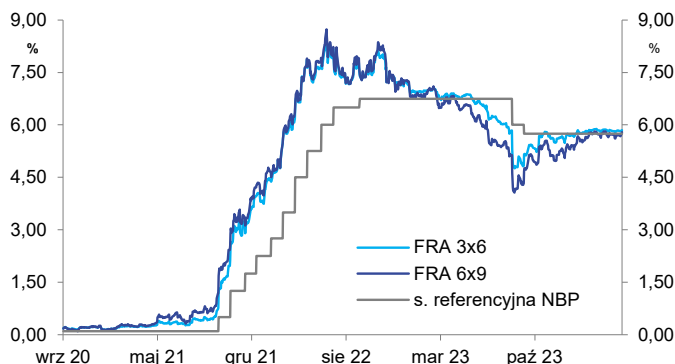
## Rynki finansowe

### Krajowe stopy procentowe



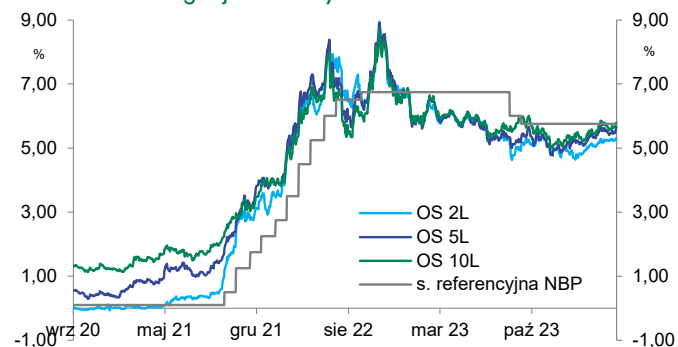
źródło: NBP, Bloomberg

### Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



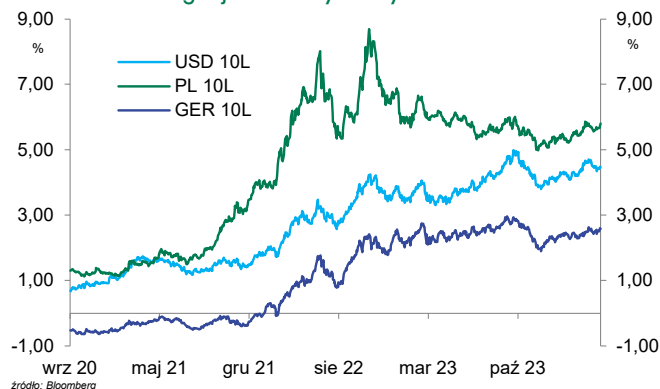
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych - Polska



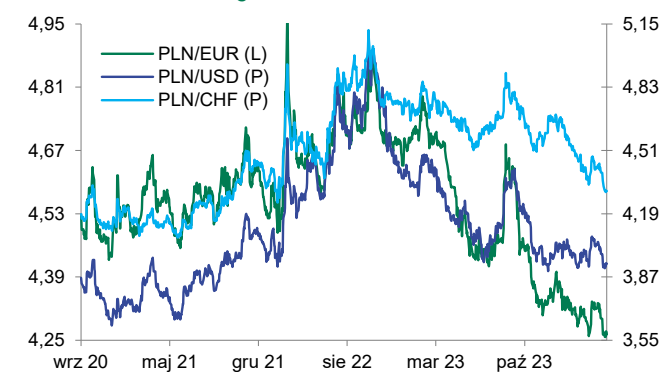
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



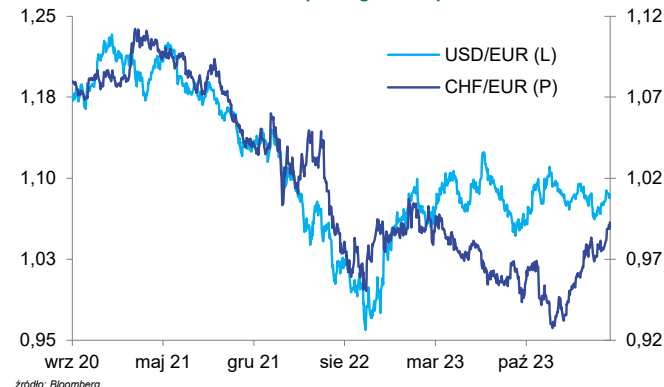
źródło: Bloomberg

### Notowania kursu złotego



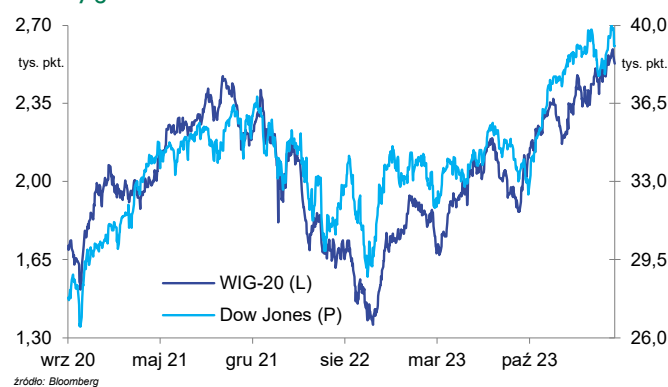
źródło: NBP, Bloomberg

### Notowania kursów walut na rynku globalnym



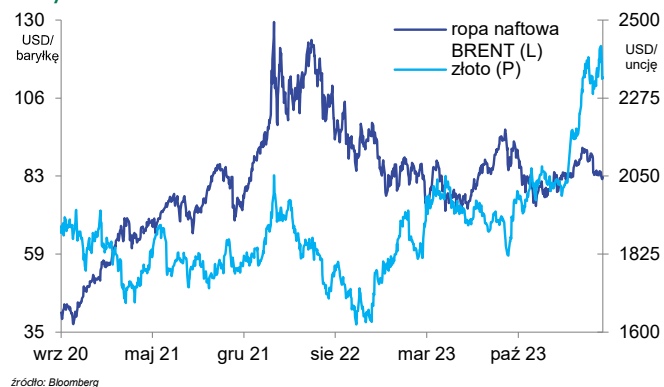
źródło: Bloomberg

### Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

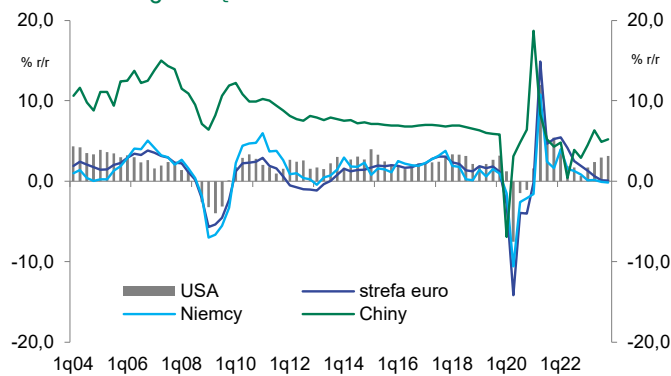
### Ceny surowców



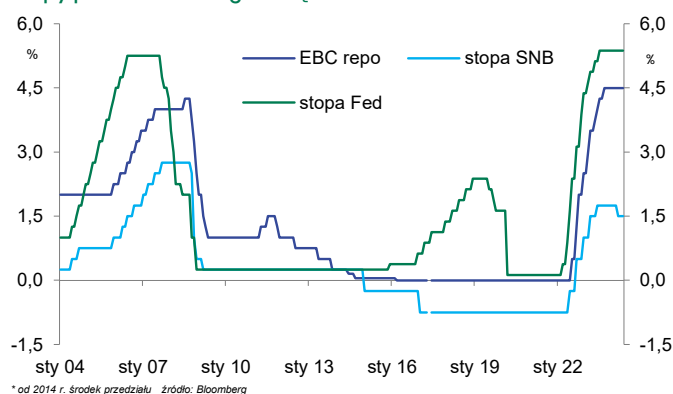
źródło: Bloomberg

## Sfera realna

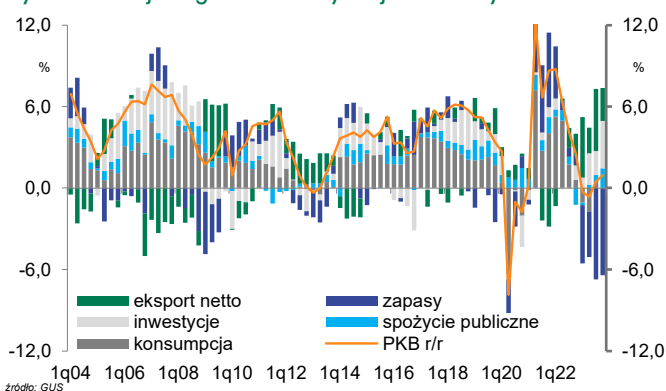
### Wzrost PKB za granicą



### Stopy procentowe za granicą



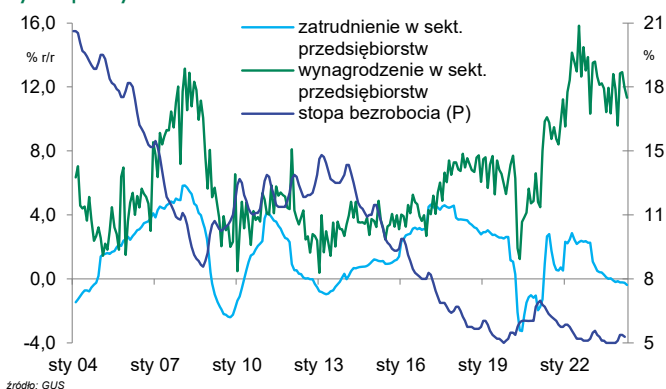
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



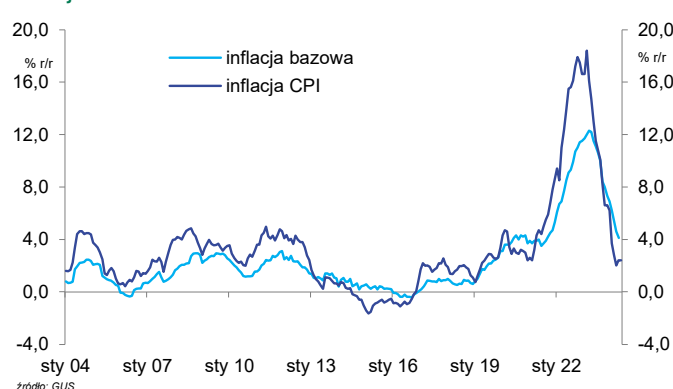
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



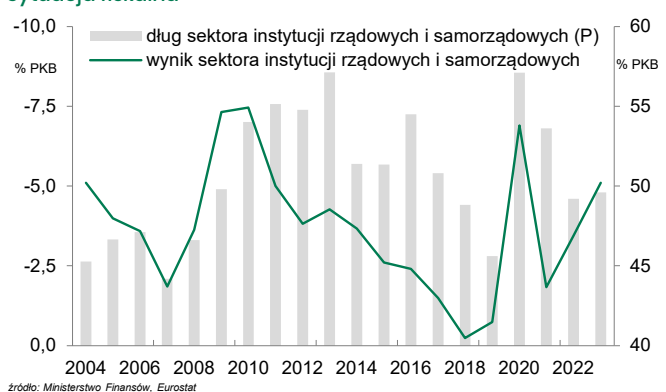
### Rynek pracy



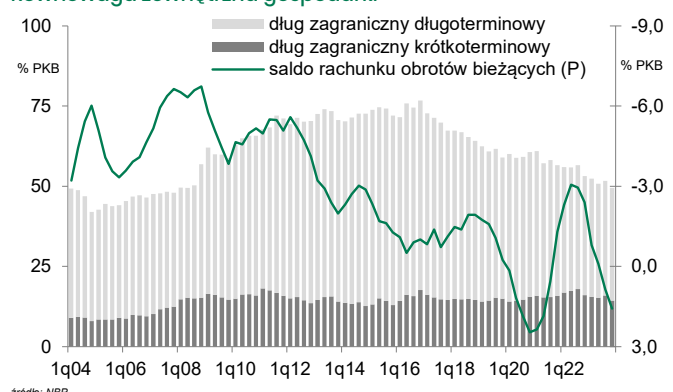
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.04.2024	17.05.2024	24.05.2024	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	5,83	5,85	-	-	-
FRA 6x9	%	5,74	5,70	5,80	-	-	-
FRA 9x12	%	5,54	5,45	5,54	-	-	-
IRS 2L	%	5,64	5,50	5,60	-	-	-
IRS 5L	%	5,31	5,10	5,32	-	-	-
IRS 10L	%	5,41	5,19	5,43	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,26	5,24	5,28	5,30	5,30	5,25
Obligacje skarbowe 5L	%	5,56	5,48	5,66	5,35	5,35	5,25
Obligacje skarbowe 10L	%	5,70	5,65	5,80	5,55	5,50	5,40
PLN/EUR	PLN	4,32	4,27	4,26	4,32	4,33	4,35
PLN/USD	PLN	4,03	3,94	3,94	4,04	4,05	4,06
PLN/CHF	PLN	4,42	4,33	4,30	4,42	4,44	4,48
USD/EUR	USD	1,07	1,09	1,09	1,07	1,07	1,07
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	4,42	4,47	4,35	4,25	4,05
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,58	2,51	2,58	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 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.