

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

1 lipca 2024

## Poprawa nastrojów w Europie po I turze wyborów we Francji. Oczekiwanie na II turę i serię danych. W kraju – posiedzenie RPP i nowa projekcja NBP.

- Czynniki polityczne zdominowały sytuację rynkową z minionym tygodniu i na początku bieżącego tygodnia. W ubiegłym tygodniu rynki europejskie w niepewności oczekiwały na wyniki niedzielnej I tury wyborów parlamentarnych, ostatecznie nieco słabszy od wyników sondaży wynik Zjednoczenia Narodowego Marine Le Pen spowodował z początkiem bieżącego tygodnia wzrost optymizmu na europejskich rynkach finansowych. W USA z kolei odnotowano słabe wystąpienie prezydenta Joe Bidena w telewizyjnej debacie prezydenckiej przeciwko Donaldowi Trumpowi.

- Na rynkach europejskich ubiegły tydzień minął pod znakiem oczekiwania na niedzielną I turę przedterminowych wyborów parlamentarnych we Francji. Wśród inwestorów przeważała niepewność i spadek popytu na ryzykowne aktywa (choć też trudno mówić o gwałtownym wzroście awersji do ryzyka). W trakcie tygodnia kontynuowany był wzrost spreadu między rentownością obligacji Francji oraz państw EMU określanymi jako „peryferyjne”, a rentownością obligacji niemieckich. Jednocześnie rentowności bundów wzrosły w skali tygodnia o 6 pkt. baz. głównie w ślad za rynkiem w USA (por. poniżej). Kurs euro w relacji do dolara utrzymywał się blisko ostatnich minimów 1,07 dolara za euro. Indeks akcji MSCI dla EMU spadł w skali tygodnia o 0,5%.

- Ostatecznie w I turze wyborów parlamentarnych Zjednoczenie Narodowe (ZN) Marine Le Pen uzyskało 33,2%, lewicowy Nowy Front Ludowy – 28%, centrowy obóz prezydenta Macrona – 20%, a Republikanie – 6,6%. Wynik ZN okazał się nieco niższy od ostatnich przedwyborczych sondaży (ok. 36%). Słabszy wynik ZN wraz z deklaracją bloku lewicowego i obozu Macrona nt. taktycznych działań w poszczególnych okręgach wyborczych by ograniczyć szanse na elekcję kandydatów ZN (zgodnie z praktyką stosowaną w przeszłości) poskutkowało z początkiem bieżącego tygodnia wyraźną poprawą nastrojów rynkowych w Europie ze wzrostem akcji oraz umocnieniem euro w okolice 1,075 USD/EUR.

- Także w USA sytuacja polityczna znalazła się w centrum uwagi. Nieoczekiwane słabe wystąpienie prezydenta Joe Bidena podczas debaty telewizyjnej w CNN z Donaldem Trumpem (2/3 ankietowanych oceniło, że to Trump wygrał debatę) poskutkowało wzrostem szans na zwycięstwo Trumpa (choć oczywiście do czasu wyborów może się jeszcze wiele wydarzyć).

- Pod koniec minionego tygodnia rentowności 10-letnich obligacji USA wzrosły o ponad 10 pkt. baz. i w efekcie w skali całego tygodnia o 14 pkt. baz. natomiast trudno to jednoznacznie wiązać z sytuacją polityczną czy opublikowanymi danymi z USA nt. majowego wskaźnika inflacji PCE, dochodów i wydatków Amerykanów. Bazowy indeks CPI obniżył się do 2,6% wobec 2,8% w kwietniu, zgodnie z oczekiwaniami. Majowe wydatki konsumentów (+0,2% m/m) okazały się nieco niższe od oczekiwań, zaś dochody (+0,5% m/m) – nieco wyższe od prognoz.

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

Na giełdach akcji indeks MSCI USA nie zmienił się w skali tygodnia, podobnie zachował się globalny MSCI (+0,1%).

- Na krajowym rynku finansowym panowały generalnie dobre nastroje - nieco w kontrze do słabszych globalnych i regionalnych tendencji. W skali tygodnia rentowności obligacji 10-letnich lekko obniżyły się (-3 pkt. baz.), złoty zyskał na wartości (+0,3% w relacji do koszyka walut), zaś WIG solidnie wzrósł o 2,5%. Trudno wskazać na tego przyczyny - raczej kontynuacja odreagowania po wcześniejszej słabości w drugiej połowie maja. Jednocześnie poprawa nastrojów w Europie z początkiem bieżącego tygodnia dodatkowo wyraźnie wsparła rodzime aktywa - z umocnieniem złotego i wzrostem indeksów na GPW.
- Opublikowany pod koniec minionego tygodnia [szacunek flash czerwcowej inflacji w Polsce](#) na poziomie 2,6% wobec 2,5% w maju okazał się zbliżony do oczekiwań. Do lekkiego wzrostu CPI przyczynił się wzrost dynamiki rocznej żywności. Z kolei w kierunku niższej inflacji oddziaływał spadek dynamiki cen paliw (efekt spadku cen m/m) oraz dalsze lekkie obniżenie inflacji bazowej (wg naszych szacunków do 3,7% r/r). Podtrzymujemy ocenę, że czerwiec był ostatnim miesiącem, w którym wskaźnik CPI kształtował się w celu inflacyjnym NBP. Szacujemy, że w lipcu wskaźnik CPI wzrośnie powyżej 4% r/r, za sprawą wyraźnego wzrostu cen nośników energii i na koniec roku ukształtuje się w okolicach 5%. W naszych szacunkach zakładamy, że w lipcu rachunek za energię elektryczną wzrośnie średnio o 20% (wciąż przed nami publikacja taryf URE za energię elektryczną), rachunek za gaz dostarczany przez PGNiG wzrośnie o 20% (w ślad za ubiegłotygodniową publikacją taryfy URE) oraz że wyraźnie (o ok. 5% m/m) wzrosną ceny dostawy ciepła, rozpoczynając proces dostosowywania cen do podwyższonych ustawowych limitów cen obowiązujących od lipca.
- W bieżącym tygodniu na rodzimym rynku najistotniejszym wydarzeniem będzie posiedzenie RPP i publikacja najnowszej projekcji NBP. Po tym jak w marcu NBP opublikował dwie wersje projekcji (uwzględniające utrzymanie dotychczasowych tarcz antyinflacyjnych oraz całkowite ich zniesienie) oczekujemy, że najnowsza projekcja inflacji wskaże na pośredni scenariusz - w krótkim okresie bliski naszej prognozie (wzrost CPI do końca 2024 r. w okolice 5% i powyżej 5% w I kw. 2025 r.). Oczekujemy, że w dłuższym horyzoncie (2026 r.) projekcja wskaże na obniżenie inflacji w kierunku celu NBP. W warunkach bardzo prawdopodobne jest utrzymanie dotychczasowego konserwatywnego przekazu prezesa NBP o braku przestrzeni do obniżki stóp w tym roku.
- Na rynkach europejskich na pierwszym planie pozostaną wybory we Francji. Pomimo bieżącego optymizmu rynkowego należy zwrócić uwagę, że nawet jeśli Zjednoczenie Narodowe nie zdobędzie większości do utworzenia rządu, to pod znakiem zapytania pozostanie zdolność utworzenia większości w parlamencie zdolnej do powołania rządu, co np. wobec wyzwań fiskalnych Francji nakazuje ostrożność co do utrzymania bieżącego optymizmu w dłuższym okresie.
- Wśród globalnych wydarzeń stricte makroekonomicznych uwaga rynkowa skupi się danych z USA - nt. rynku pracy w czerwcu, indeksów koniunktury ISM oraz danych z EMU wstępnych szacunkach czerwcowej inflacji w EMU oraz zamówień i produkcji przemysłowej w Niemczech.
- W tym tygodniu oczekiwane będą też wystąpienia prezesa EBC i prezesa Fed podczas dorocznego forum banków centralnych w Sintrze w Portugalii.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (3-4 lipca)**

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.

Podczas posiedzenia RPP zapozna się z najnowszą projekcją NBP. Po tym jak w marcu NBP opublikował dwie wersje projekcji (uwzględniające utrzymanie dotychczasowych tarcz antyinflacyjnych oraz całkowite ich zniesienie) oczekujemy, że najnowsze projekcja inflacji wskaże na pośredni scenariusz – w krótkim okresie bliski naszej prognozie (wzrost CPI do końca 2024 r. w okolice 5% i powyżej 5% w I kw. 2025 r.). Oczekujemy, że w dłuższym horyzoncie (2026 r.) projekcja wskaże na obniżenie inflacji w kierunku celu NBP. Sądzymy, że wyniki projekcji (w krótkim okresie wzrost inflacji) wesprą dotychczasowy konserwatywny przekaz prezesa NBP o braku przestrzeni do obniżki stóp w tym roku.

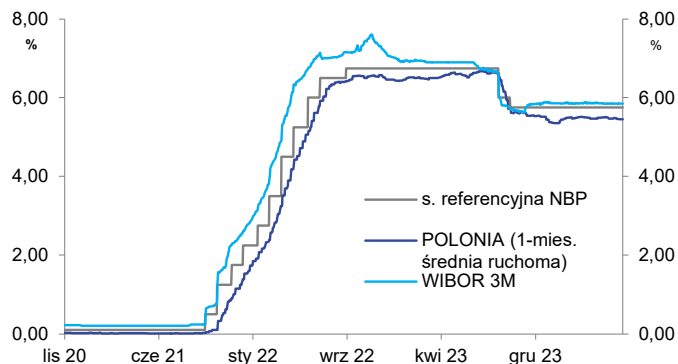
## Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

| poniedziałek 1 lipca |     |   | okres | poprzednie dane    | prognoza rynek     | prognoza BOŚ       |
|----------------------|-----|---|-------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 16:00                | US  | Indeks koniunktury ISM – przemysł                         | cze   | 48,7 pkt.          | 49,1 pkt.          | -                  |
| wtorek 2 lipca       |     |   | okres | poprzednie dane    | prognoza rynek     | prognoza BOŚ       |
| 11:00                | EMU | Inflacja HICP (wst.)                                      | cze   | 2,6% r/r           | 2,5% r/r           | -                  |
| 11:00                | EMU | Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)                    | cze   | 2,9% r/r           | 2,8% r/r           | -                  |
| 16:00                | US  | Ankieta JOLTS nt. liczby wakatów w gospodarce             | maj   | 8059 tys.          | 7864 tys.          | -                  |
| środa 3 lipca        |     |   | okres | poprzednie dane    | prognoza rynek     | prognoza BOŚ       |
| 03:45                | CHN | Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi                    | cze   | 54,0 pkt.          | 53,4 pkt.          | -                  |
| -                    | PL  | <b>Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych</b>            | lip   | <b>5,75% (ref)</b> | <b>5,75% (ref)</b> | <b>5,75% (ref)</b> |
| 16:00                | US  | Indeks koniunktury ISM – usługi                           | cze   | 53,8 pkt.          | 52,5 pkt.          | -                  |
| 20:00                | US  | Publikacja <i>minutes</i> z czerwcowego posiedzenia FOMC  | cze   | -                  | -                  | -                  |
| czwartek 4 lipca     |     |   | okres | poprzednie dane    | prognoza rynek     | prognoza BOŚ       |
| -                    | UK  | Wybory parlamentarne w Wielkiej Brytanii                  | -     | -                  | -                  | -                  |
| 08:00                | DE  | Zamówienia w przemyśle                                    | maj   | -0,2% m/m          | 0,5% m/m           | -                  |
| 08:00                | DE  | Produkcja przemysłowa                                     | maj   | -0,1% m/m          | 0,2% m/m           | -                  |
| 11:00                | EMU | Sprzedaż detaliczna                                       | maj   | -0,5% m/m          | 0,2% m/m           | -                  |
| -                    | PL  | <b>Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP</b> | lip   | -                  | -                  | -                  |
| piątek 5 lipca       |     |   | okres | poprzednie dane    | prognoza rynek     | prognoza BOŚ       |
| 14:30                | US  | Zmiana zatrudnienia                                       | cze   | 272 tys.           | 190 tys.           | -                  |
| 14:30                | US  | Stopa bezrobocia  | cze   | 4,0%               | 4,0%               | -                  |
| 14:30                | US  | Godzinowe wynagrodzenia                                   | cze   | 4,1% r/r           | 3,9% r/r           | -                  |
| niedziela 7 lipca    |     |   | okres | poprzednie dane    | prognoza rynek     | prognoza BOŚ       |
| -                    | FR  | Druga tura wyborów parlamentarnych we Francji             | -     | -                  | -                  | -                  |

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

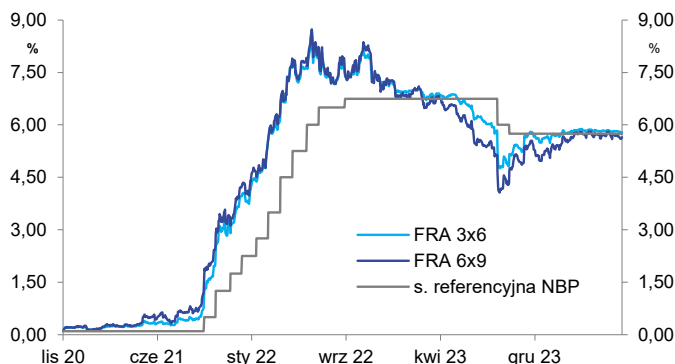
## Rynki finansowe

### Krajowe stopy procentowe



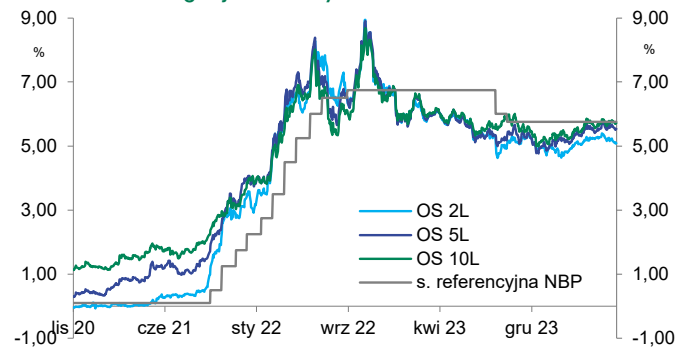
źródło: NBP, Bloomberg

### Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



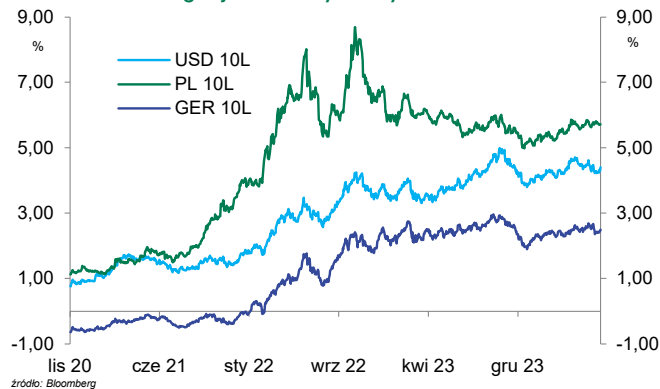
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych – Polska



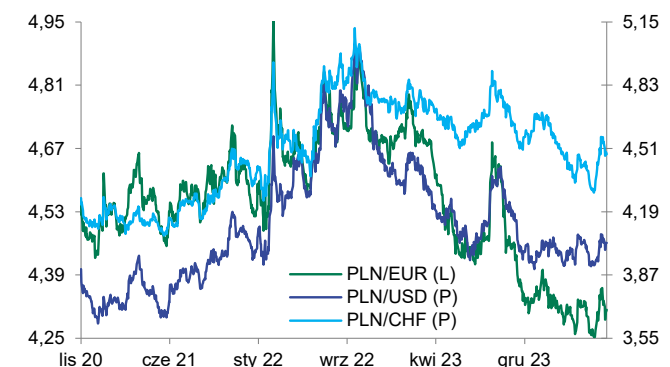
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



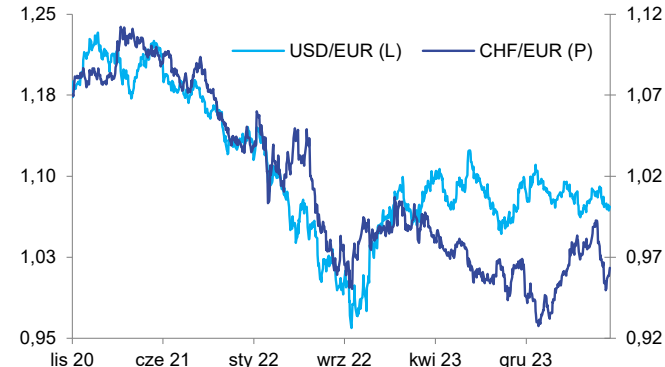
źródło: Bloomberg

### Notowania kursu złotego



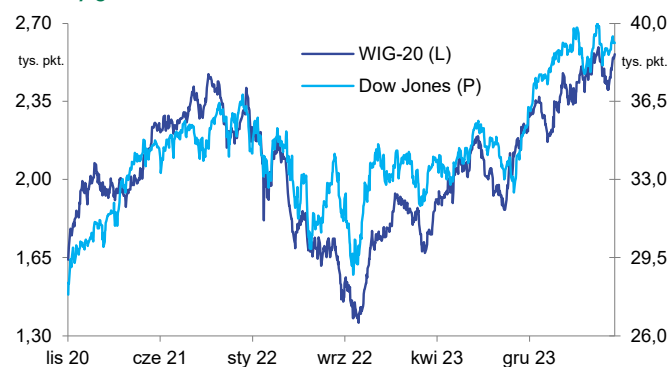
źródło: NBP, Bloomberg

### Notowania kursów walut na rynku globalnym



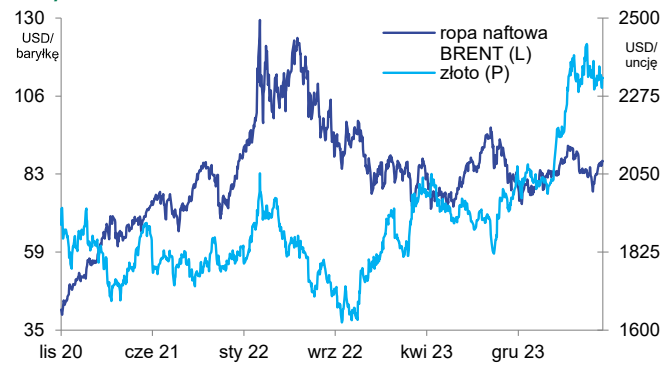
źródło: Bloomberg

### Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

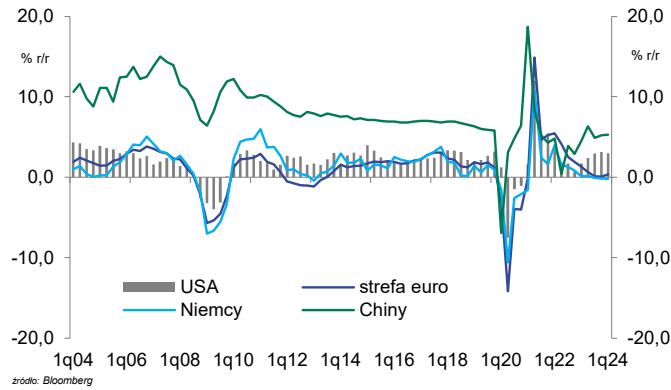
### Ceny surowców



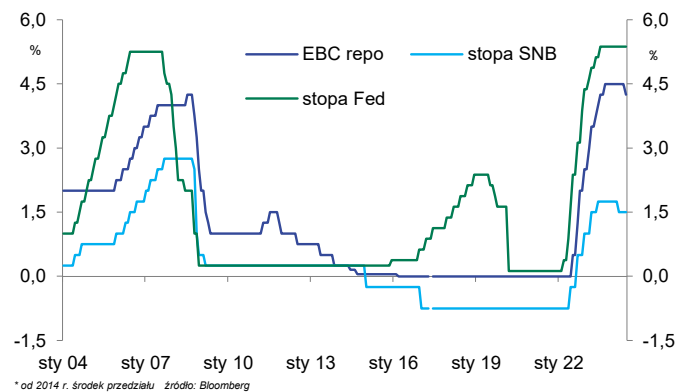
źródło: Bloomberg

## Sfera realna

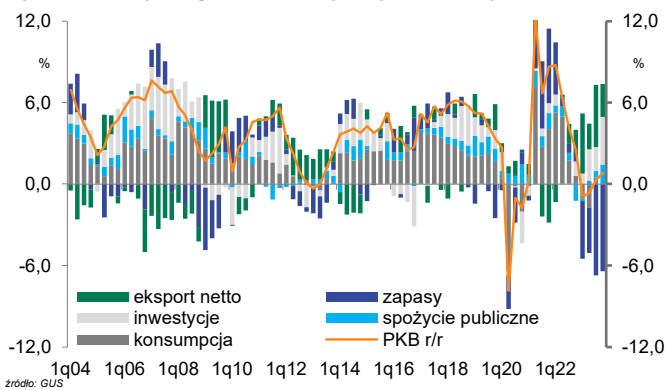
### Wzrost PKB za granicą



### Stopy procentowe za granicą



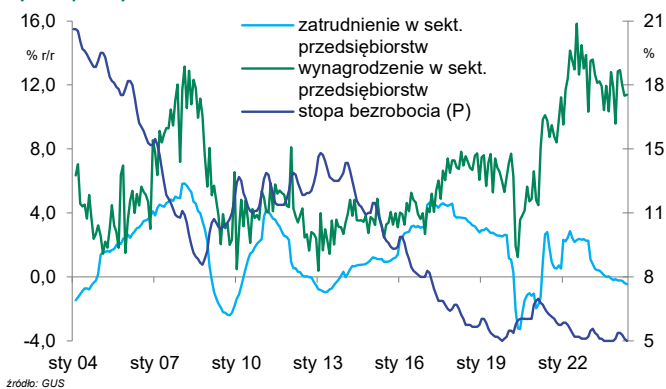
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



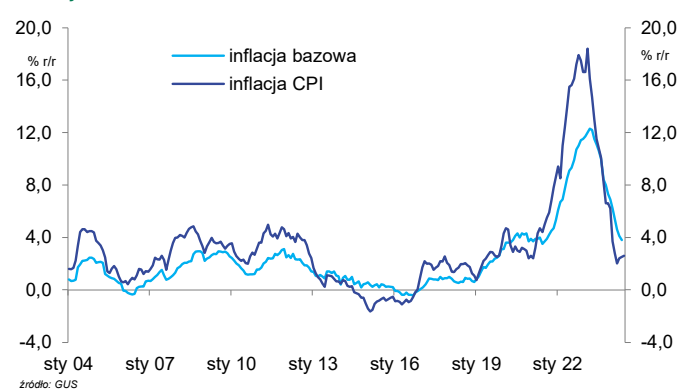
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



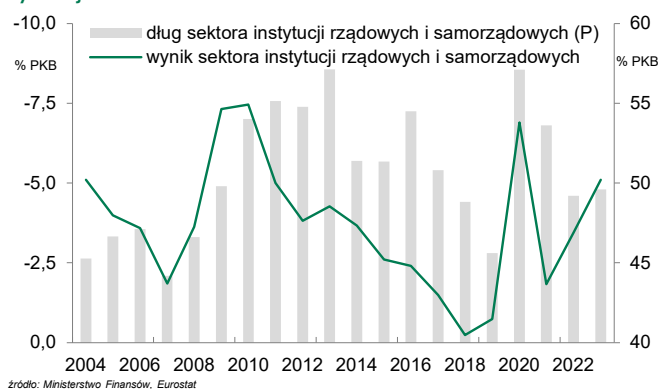
### Rynek pracy



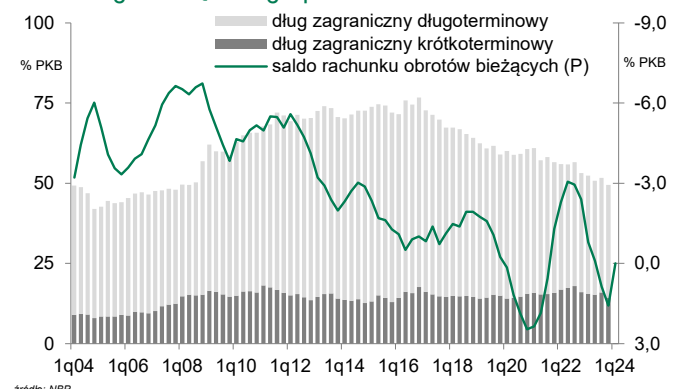
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Prognoza wskaźników finansowych

| wskaźnik                   |     | 31.05.2024 | 21.06.2024 | 28.06.2024 | 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       | 5,80       | 5,79       | -          | -          | -          |
| FRA 6x9                    | %   | 5,73       | 5,66       | 5,65       | -          | -          | -          |
| FRA 9x12                   | %   | 5,45       | 5,35       | 5,35       | -          | -          | -          |
| IRS 2L                     | %   | 5,51       | 5,44       | 5,42       | -          | -          | -          |
| IRS 5L                     | %   | 5,20       | 5,08       | 5,03       | -          | -          | -          |
| IRS 10L                    | %   | 5,33       | 5,21       | 5,16       | -          | -          | -          |
| Obligacje skarbowe 2L      | %   | 5,27       | 5,14       | 5,09       | 5,20       | 5,20       | 5,20       |
| Obligacje skarbowe 5L      | %   | 5,61       | 5,59       | 5,53       | 5,50       | 5,45       | 5,40       |
| Obligacje skarbowe 10L     | %   | 5,72       | 5,75       | 5,72       | 5,65       | 5,55       | 5,45       |
| PLN/EUR                    | PLN | 4,27       | 4,33       | 4,31       | 4,33       | 4,35       | 4,37       |
| PLN/USD                    | PLN | 3,94       | 4,05       | 4,03       | 4,04       | 4,05       | 4,07       |
| PLN/CHF                    | PLN | 4,35       | 4,54       | 4,48       | 4,53       | 4,54       | 4,56       |
| USD/EUR                    | USD | 1,09       | 1,07       | 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       | 1,25       | 1,25       | 1,25       | 1,25       | 1,00       |
| Obligacje skarbowe USD 10L | %   | 4,50       | 4,26       | 4,40       | 4,30       | 4,20       | 4,10       |
| Obligacje skarbowe GER 10L | %   | 2,66       | 2,40       | 2,49       | 2,40       | 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 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.