

KOMENTARZ TYGODNIOWY

14 października 2024

Dalsze osłabienie oczekiwań na obniżki stóp Fed, niemal pewna obniżka stóp EBC w tym tygodniu.

- Miniony tydzień przyniósł poprawę nastrojów rynkowych, zapewne dzięki trwającemu jeszcze pozytywnemu efektowi publikacji danych z rynku pracy USA pod koniec wcześniejszego tygodnia. Pozytywnych nastrojów nie osłabiła nawet publikacja wyższej od oczekiwań wrześniowej inflacji CPI z USA, która dodatkowo osłabiła oczekiwania rynkowe na obniżki stóp procentowych Fed.
- We wrześniu inflacja bazowa CPI w USA wzrosła do 3,3% r/r, wobec oczekiwań rynkowych jej stabilizacji na poziomie 3,2%. Te dane w połączeniu z wcześniejszą publikacją wrześniowych danych z rynku pracy (wzrost zatrudnienia, spadek bezrobocia) jeszcze wyraźniej osłabiły oczekiwania na listopadową obniżkę stóp FOMC. Obecnie inwestorzy mają nawet wątpliwości czy komitet w ogóle obniży stopy podczas listopadowego posiedzenia, podczas gdy jeszcze przed dwoma tygodniami inwestorzy obniżce rzędu 50 pkt. baz. przypisywali prawdopodobieństwo powyżej 50%.
- W tych warunkach miniony tydzień przyniósł kolejny, skokowy wzrost rentowności obligacji skarbowych USA - o 13 pkt. baz. w przypadku 10-letnich papierów wyraźniej powyżej 4,0%. W mniejszej skali wzrosły rentowności papierów niemieckich (5 pkt. baz. dla 10-latek), przy utrzymujących się oczekiwaniach na obniżkę stóp EBC w tym tygodniu. Cenom obligacji skarbowych nie pomaga także ponowny wzrost cen ropy naftowej, po ich okresowym silnym spadku we wrześniu. Jednocześnie jako pozytywną można ocenić brak dalszego wzrostu cen w warunkach braku, póki co realizacji skrajnych scenariuszy eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie.
- Na rynku walutowym dalsze ograniczenie prognoz redukcji stóp Fed przełożyło się na nasilenie aprecjacji dolara (0,6% w relacji do koszyka walut) i spadek kursu euro wobec dolara mocniej poniżej 1,10 USD/EUR, przy słabszym umocnieniu euro wobec koszyka walut (o 0,2%).
- Tak jak gwałtowny wzrost obaw rynkowych przed scenariuszem recesji w USA uważaliśmy za rynkowe przereagowanie (na taki scenariusz nie wskazywał całokształt danych makroekonomicznych), tak obecnie wydaje się, że po raz kolejny rynek wątpiąc w dalsze obniżki stóp Fed - reaguje zbyt mocno. Wrześniowe dane nie zmieniają obrazu generalnego osłabienia koniunktury na rynku pracy w USA, „jedynie” ograniczają ryzyko silnego regresu. Choć spadek inflacji w USA wyhamował, w dalszym ciągu, wzrosty cen (w ujęciu m/m SA) są wyraźnie niższe, niż te na początku roku, co wciąż jest spójne z scenariuszem średniookresowego zejścia inflacji w kierunku celu Fed. Wrześniowe dane dot. inflacji w naszej ocenie bardziej są przypomnieniem, że przy bieżącej sytuacji cyklicznej i strukturalnej (skala spowolnienia aktywności, zmiany deglobalizacyjne, tempo wzrostu płac, koszty w globalnym transporcie, ceny surowców) proces spadku inflacji będzie stopniowy.
- Sytuacja na rynkach rozwiniętych zdominowała sytuację na krajowym rynku finansowym. W warunkach wzrostu indeksów akcji w USA oraz strefie euro

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

o ok. 1,0%, indeks WIG zyskał na wartości 1,8%. Choć rynki wschodzące doświadczały odpływu kapitału i deprecjacji walut (głównie Ameryka Łacińska i Azja), to złoty wzmacnił się w minionym tygodniu o 0,8% w relacji do koszyka walut i powrócił pod koniec tygodnia poniżej 4,30 PLN/EUR.

- Zmiana oczekiwań dot. polityki Fed tradycyjnie silnie wpłynęła także na krajowy rynek stopy procentowej. Rentowności krajowych obligacji wzrosły o ok. 15 pkt. baz. na całej długości krzywej. O ponad 15 pkt. baz. wzrosły stawki kontraktów IRS oraz kontraktów FRA w dłuższym terminie.
- W mniejszym stopniu na krajowy rynek wpłynęły wypowiedzi członków RPP (G. Masłowska, W. Janczyk) i członków zarządu NBP (A. Soboń) spójnych z wypowiedziami prezesa NBP po wrześniowym posiedzeniu RPP co do rozpoczęcia obniżek stóp w II kw. 2025 r. Dopiero publikacje danych makroekonomicznych na przełomie 2023 / 2024 zarówno z gospodarki krajowej i globalnej zweryfikują tezę, na ile ostatnie złagodzenie retoryki RPP jest związane z obawami przed silniejszym spowolnieniem aktywności, a na ile z pewną zmianą funkcji reakcji Rady i gotowości do poluzowania polityki pieniężnej pomimo podwyższonej bieżącej inflacji CPI (bo takiej inflacji oczekujemy w II kw. 2025 r.)
- W bieżącym tygodniu najbardziej oczekiwanym wydarzeniem jest posiedzenie rady EBC. Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami prognozujemy, że stopy procentowe zostaną obniżone o 25 pkt. baz. Decyzja o szybszym poluzowaniu polityki pieniężnej będzie reakcją na ostatnie negatywne sygnały dot. sfery realnej gospodarki, przy utrzymującym się stopniowym spadku wskaźnika bazowego inflacji. Jednocześnie jednak zakładamy, że tak jak dotychczas, prezes Lagarde pozostanie bardzo wstrzymiężliwa w deklaracjach dot. dalszych ruchów EBC.
- Z danych makroekonomicznych najważniejsze będą wrześniowe wskaźniki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w USA oraz seria wrześniowych danych makroekonomicznych i OKB za III kw. w Chinach. Te dane będą dodatkową informacją dot. skali zróżnicowania stanu aktywności gospodarczej w Chinach i USA.
- Ostatnie weekendowe informacje ministerstwa finansów Chin dot. wsparcia polityki gospodarczej nie są bowiem istotnym czynnikiem poprawiającym dotychczasowe perspektywy aktywności w Chinach. Potwierdzenie dotychczasowych inicjatyw (wsparcie kapitałowe sektora bankowego, wsparcie rynku nieruchomości, akceptacja poluzowania fiskalnego podsektora samorządowego) jest pozytywne, niemniej nie adresuje bezpośrednio wyzwań w obszarze słabnącego popytu na pracę i słabej konsumpcji prywatnej.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Europejskiego Banku Centralnego (17 października)**

Oczekujemy, że rada EBC obniży stopy procentowe o 25 pkt. baz, w tym stopę depozytową do 3,25%. Choć po wrześniowej obniżce stóp, retoryka EBC była raczej wstrzemięźliwa co do opcji dalszej redukcji stóp już na posiedzeniu w październiku, to publikowane w ostatnich tygodniach dane makroekonomiczne wspierają taki scenariusz. Wyraźnie słabsze wskaźniki PMI, w tym słabsze subindeksy zatrudnienia oraz spadki inflacji bazowej (wrzesień), najprawdopodobniej skłonią radę do kolejnej obniżki stóp. Taki scenariusz wspierają także wypowiedzi członków rady EBC, w tym wypowiedź prezes Lagarde sprzed dwóch tygodni, w której prezes wskazała na opcję redukcji stóp już w październiku.

Jednocześnie zakładamy, że podobnie jak we wrześniu rada EBC nie „zapowie” przyszłych jej decyzji, w tym decyzji na posiedzeniu grudniowym. Biorąc pod uwagę zaskakujące często publikacje danych, wciąż przeciwstawne efekty bieżącej podwyższonej inflacji oraz słabszych danych realnych, rada będzie zapewne preferowała dotychczasową strategię. Zakładamy zatem, że EBC utrzyma politykę zależności od napływających danych, nie będzie określała przyszłych działań, tylko na bieżąco komentowała rozwój sytuacji gospodarczej.

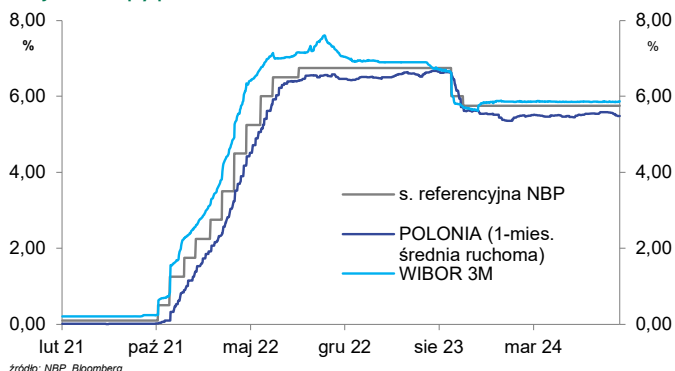
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 14 października				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących		sie	-1,462 mld EUR	-0,969 mld EUR	-1,911 mld EUR
wtorek 15 października				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Inflacja CPI (ost.)		wrz	4,9% r/r (wst.)	-	4,9% r/r
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa		sie	-0,3% m/m	1,8% m/m	-
11:00	CHN	Decyzja Ludowego Banku Chin dot. stopy procentowej MLF		paź	2,00%	2,00%	
środa 16 października				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy		wrz	3,7% r/r	-	4,3% r/r
czwartek 17 października				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych (st. depo / st. oper. refin.)		paź	3,50% / 3,65%	3,25% / 3,40%	3,25% / 3,40%
14:30	US	Sprzedaż detaliczna		wrz	0,1% m/m	0,3% m/m	-
14:45	EMU	Konferencja prasowa prezes EBC po posiedzeniu rady EBC		paź	-	-	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa		wrz	0,8% m/m	-0,1% m/m	-
piątek 18 października				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
04:00	CHN	Wzrost PKB		III kw.	4,7% r/r	4,5% r/r	-
04:00	CHN	Produkcja przemysłowa		wrz	4,5% r/r	4,6% r/r	-
04:00	CHN	Sprzedaż detaliczna		wrz	2,1% r/r	2,5% r/r	-
04:00	CHN	Inwestycje		sty-wrz	3,4% r/r	3,3% r/r	-
poniedziałek 21 października				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw		wrz	-0,5% r/r	-0,5% r/r	-0,6% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw		wrz	11,1% r/r	11,1% r/r	11,3% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa		wrz	-1,5% r/r	0,3% r/r	0,4% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI		wrz	-5,1% r/r	-5,7% r/r	-5,7% r/r
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa		wrz	-9,6% r/r	-9,6% r/r	-9,5% r/r

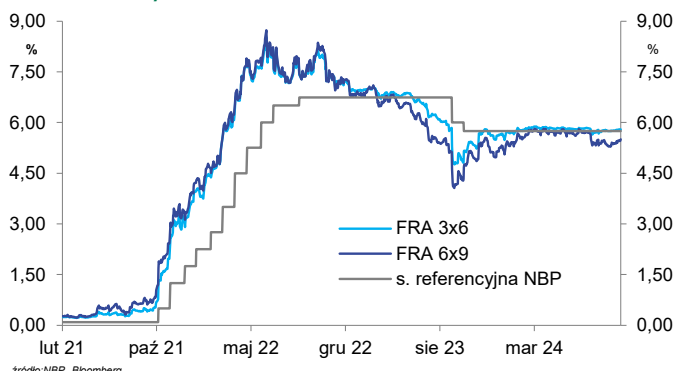
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

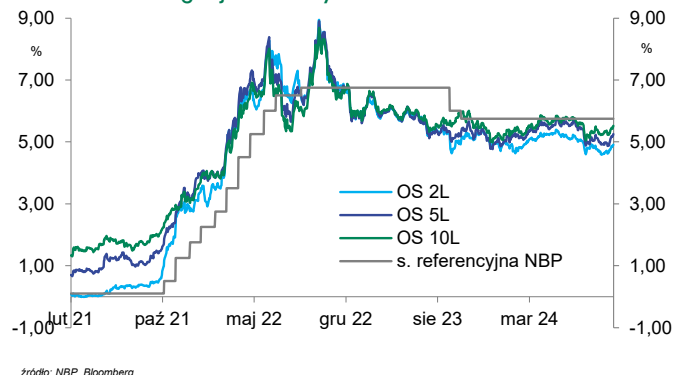
Krajowe stopy procentowe



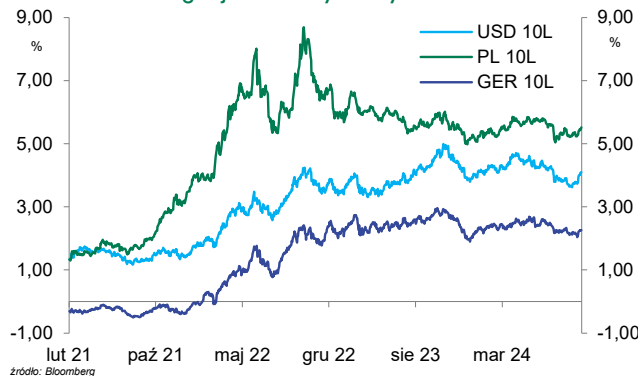
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



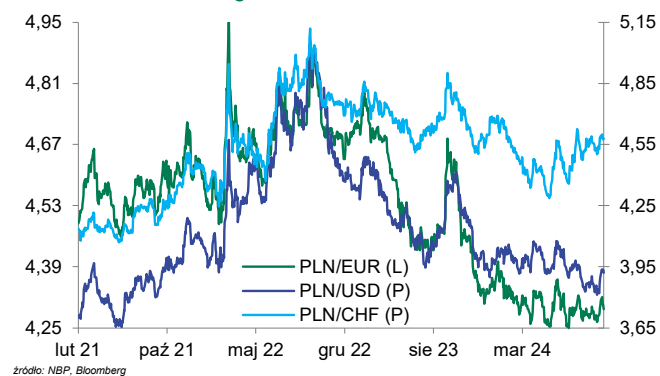
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



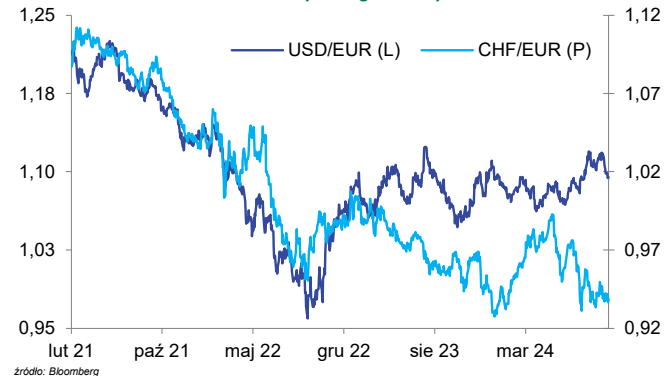
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



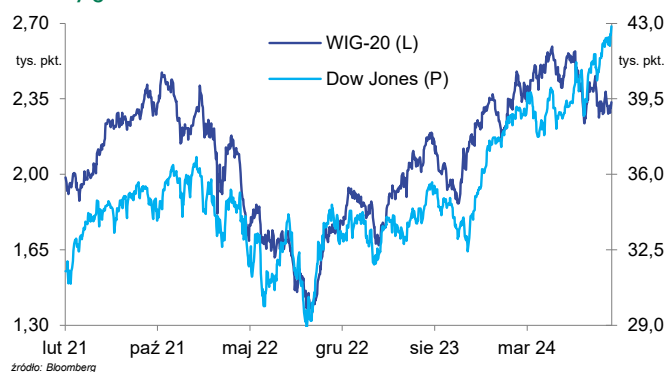
Notowania kursu złotego



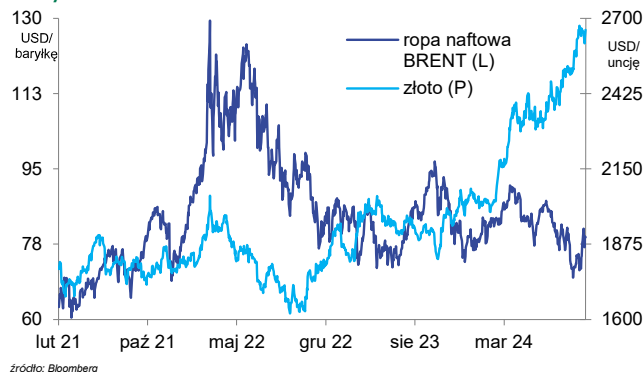
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe



Ceny surowców

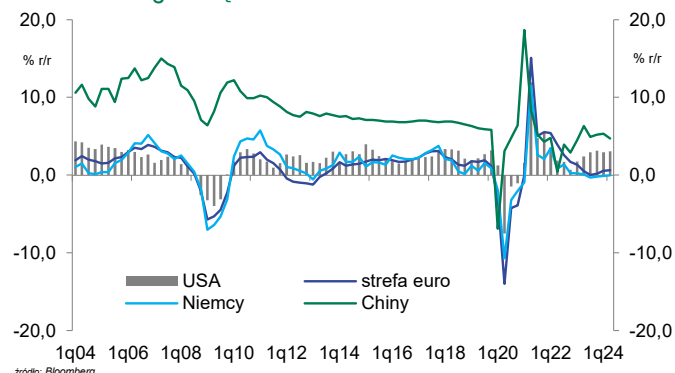


2024-10-14

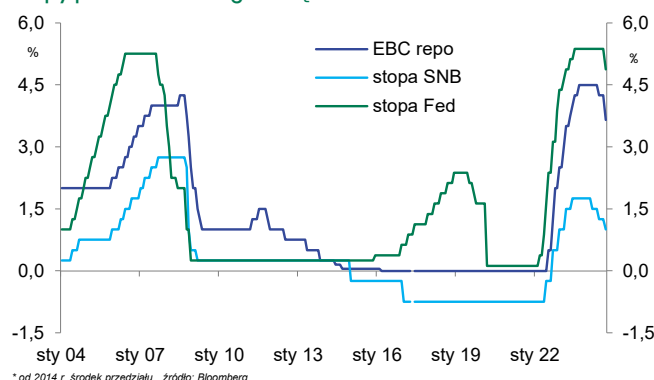
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

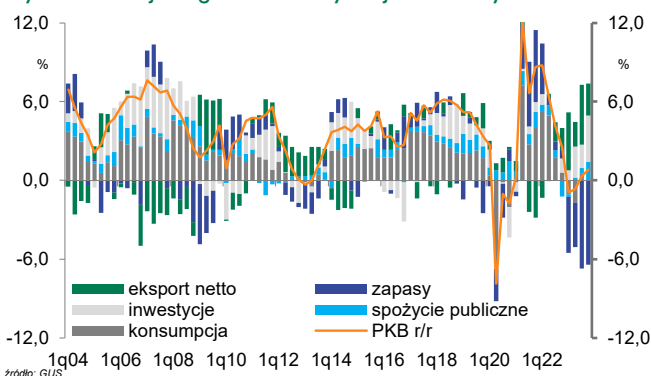
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



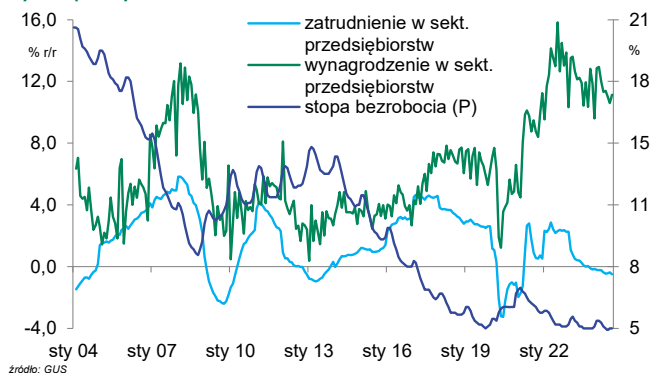
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



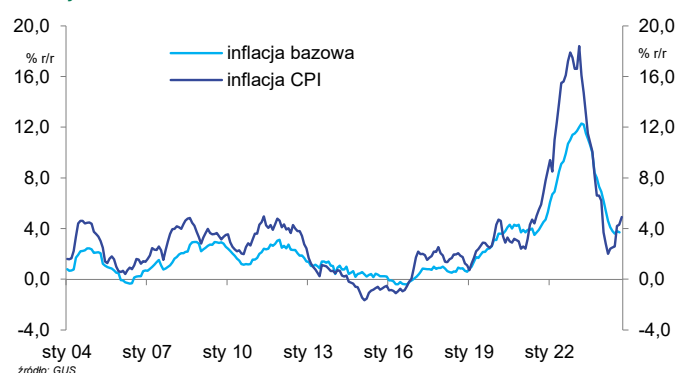
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



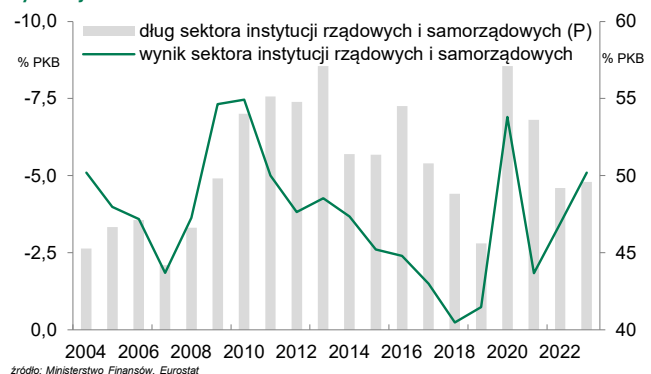
Rynek pracy



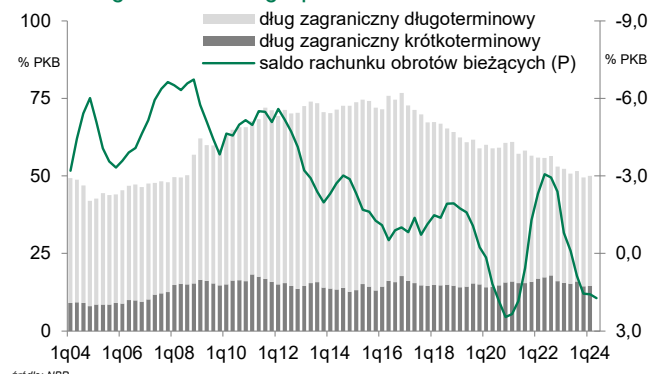
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



2024-10-14

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.09.2024	04.10.2024	11.10.2024	31.10.2024	30.11.2024	31.12.2024
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	5,87	5,85	5,85	5,85
FRA 3x6	%	5,77	5,79	5,80	-	-	-
FRA 6x9	%	5,38	5,45	5,50	-	-	-
FRA 9x12	%	4,69	4,87	5,07	-	-	-
IRS 2L	%	4,89	5,08	5,26	-	-	-
IRS 5L	%	4,38	4,69	4,85	-	-	-
IRS 10L	%	4,49	4,78	4,94	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,67	4,75	4,90	4,85	4,80	4,75
Obligacje skarbowe 5L	%	4,87	5,09	5,25	5,15	5,05	5,00
Obligacje skarbowe 10L	%	5,23	5,38	5,51	5,35	5,30	5,25
PLN/EUR	PLN	4,28	4,31	4,29	4,30	4,33	4,35
PLN/USD	PLN	3,82	3,91	3,92	3,91	3,94	3,95
PLN/CHF	PLN	4,53	4,59	4,58	4,48	4,51	4,53
USD/EUR	USD	1,11	1,10	1,09	1,10	1,10	1,10
Stopa Fed	%	5,00	5,00	5,00	5,00	4,75	4,50
Stopa depozytowa EBC	%	3,50	3,50	3,50	3,25	3,25	3,00
Stopa SNB	%	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3,78	3,97	4,10	3,95	3,85	3,75
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,12	2,21	2,26	2,15	2,10	2,10

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.

2024-10-14

Klauzula poufności: BOŚ jawne