

KOMENTARZ TYGODNIOWY

2 września 2024

Oczekiwanie na dane z rynku pracy USA. Wysokie potrzeby pożyczkowe budżetu w 2025 r.

- Ubiegłotygodniowa sytuacja na globalnym rynku finansowym była spokojniejsza w oczekiwaniu na publikację w tym tygodniu sierpniowych danych z amerykańskiego rynku pracy, które będą ważne dla skali wrześniowej obniżki stóp Fed.
- Opublikowany w minionym tygodniu lipcowy wskaźnik inflacji bazowej PCE zgodnie z oczekiwaniami lekko obniżył się przy poprawie struktury danych (ceny towarów vs ceny usług). Ubiegłotygodniowe dane ze sfery realnej gospodarki potwierdziły z kolei solidny wzrost wydatków konsumentów z początkiem III kw. oraz stabilne poziomy nastrojów konsumentów wg Uniwersytetu Michigan.
- W przypadku danych ze strefy euro, choć sierpniowy spadek inflacji bazowej do 2,8% r/r z 2,9% jest pozytywnym sygnałem. Jednak fakt, że w całości wynikał on z niższej dynamiki cen towarów, przy wzroście inflacji bazowej cen usług (4,2% r/r wobec 4,0% w lipcu) jest już negatywną informacją. Sądzymy, że ta publikacja nie powstrzyma EBC przed obniżką stóp na posiedzeniu wrześniowym, niemniej może wpływać na retorykę dot. kolejnych ruchów rady.
- Jako niejednoznacznie można natomiast ocenić sierpniowe dane dot. wskaźników PMI w Chinach. W przypadku sektora przemysłowego indeks przygotowywany przez NBS obniżył się głębiej w kierunku 49 pkt., z kolei indeks Caixin wzrósł silnie do 50,4 pkt. przekraczając oczekiwania rynkowe. Najprawdopodobniej sytuacja w chińskim przemyśle stabilizuje się, choć na relatywnie słabym poziomie, co nie wspiera oczekiwań stopniowej poprawy sytuacji w globalnym przemyśle i globalnym handlu międzynarodowym.
- W oczekiwaniu na publikację ważnych dla rynku danych które zostaną opublikowane w tym tygodniu, sytuacja rynkowa nie zmieniała się istotnie. Lepsze dane z USA ze sfery realnej, obniżające ryzyko recesji wspierały lekkie wzrosty na giełdach (wzrost globalnego indeksu MSCI o 0,5%). Rentowności obligacji skarbowych na krótszym końcu krzywej w skali tygodnia nie zmieniły się w warunkach utrzymujących się oczekiwań na obniżki stóp w nadchodzących miesiącach. Lekko wzrosły natomiast rentowności 10-latek (o 10 pkt. baz. w USA i o 8 pkt. baz. w Niemczech), zapewne jako efekt niższego ryzyka scenariusza recesji. Ten czynnik zapewne wzmocnił dolara (o 0,5% w relacji do koszyka walut), co przy dalszym osłabieniu euro (o 0,8%) poskutkowało spadkiem kursu dolara wobec euro do 1,105 USD/EUR, wobec 1,12 USD/EUR tydzień wcześniej.
- Na rynku krajowym odnotowano lekki wzrost indeksu WIG. Kurs złotego z kolei osłabił się (o 0,6% w relacji do koszyka walut), choć w relacji do euro praktycznie nie zmienił się oscylując w trakcie tygodnia poniżej poziomu 4,30 PLN/EUR. Rentowności krajowych SPW wzrosły o 11 pkt. baz. na dłuższym końcu krzywej i obniżyły się o 4 pkt. baz. na krótszym końcu.
- W skali tygodnia wzrosły (do ok. 10 pkt. baz.) stawki FRA oraz IRS. Zapewne silniej na ten wzrost wpływały czynniki globalne, pod koniec tygodnia ten wzrost mogła

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

wspierać także publikacja szacunku [flash inflacji CPI](#). Sierpniowy mniejszy wobec wzorca sezonowego spadek cen żywności podwyższył CPI do 4,3% r/r z 4,2% w lipcu. Indeks cen nośników energii pozostał stabilny, natomiast paliw lekko obniżył się. Ważniejszy wydaje się natomiast szacunek (przybliżony na podstawie publikacji niepełnych danych) inflacji bazowej, która w sierpniu wyniosła 3,7% – 3,8% r/r wobec, po lipcowym wzroście do 3,8%. Wyhamowanie (od lipca) spadku wskaźnika inflacji bazowej, w połączeniu z niższymi bazami odniesienia na jesieni wspiera prognozę wzrostu inflacji bazowej powyżej 4,0%, co zapewne RPP będzie wskazywała jako argument przeciwko poluzowaniu polityki pieniężnej.

- Dla rynku SPW ważniejsza w minionym tygodniu była publikacja założeń do ustawy budżetowej na 2025 r. Publikacja założeń ustawy poskutkowała w połowie tygodnia silniejszym wzrostem rentowności, które jednak pod koniec tygodnia lekko obniżyły się.
- Wartość deficytu w ustawie określono na 289 mld zł, wobec 184 mld zł na 2024 r. Wartość potrzeb pożyczkowych netto resort finansów oszacował na 366,9 mld zł, wobec 215,6 mld zł w br. Generalnie planowane przez MF szacunki parametrów fiskalnych są gorsze od oczekiwań i będą ciążyły cenom krajowych SPW w warunkach wysokich podaży papierów.
- Należy wskazać natomiast na kilka kwestii, które osłabiają bardzo negatywny wydźwięk powyższych wartości. Po części bowiem wysoki deficyt budżetu i szacunek potrzeb pożyczkowych wynika z przesunięcia środków pomiędzy sektorami, przede wszystkim sfinansowanie z budżetu państwa wykupu zapadających w 2025 r. obligacji emitowanych przez FPC oraz PFR (ponad 60 mld zł.). Szacunek deficytu całego sektora finansów publicznych na poziomie 5,5% PKB wobec 5,9% w 2024 r. (nasza dotychczasowa prognoza spadku do 4,9%) wskazuje na mniej pesymistyczny obraz. Ponadto wykup obligacji FPC i PFR poprzez dodatkową emisję papierów SP jest *de facto* rolowaniem zapadającego długu, a nie emisją „nowych” obligacji.
- Wydaje się, że w warunkach jeszcze przejściowego okresu prac legislacyjnych na poziomie unijnych dot. procedury nadmiernego deficytu, resort zdecydował o maksymalnym podwyższeniu planowanych wydatków, z intencją konsolidacji fiskalnej począwszy od 2026 r. Czynnikiem negatywnym jest oceniany przez nas jako optymistyczny szacunek dochodów podatkowych w zakresie podatków pośrednich.
- Na bieżący tydzień zaplanowane jest posiedzenie RPP, na której powszechnie oczekiwane się utrzymania stóp bez zmian. Ważniejsza będzie zapewne czwartkowa konferencja prezesa NBP w kontekście wakacyjnego wzrostu oczekiwań na szybsze obniżki stóp Fed i EBC. Zakładamy natomiast, że jedynym złagodzeniem retoryki, będzie powtórzenie wypowiedzi prezesa NBP sprzed dwóch tygodni o „możliwym dostosowaniu stóp przed 2026 r.”.
- Dla rynku globalnego (i także dla krajowego) kluczowym wydarzeniem będzie piątkowa publikacja danych z amerykańskiego rynku pracy, liczby nowych etatów i poziomu bezrobocia. Oceniamy, że wzrost liczby etatów o mniej niż 100 tys. lub kolejny silniejszy wzrost stopy bezrobocia podwyższyłby prawdopodobieństwo redukcji stopy Fed we wrześniu o 50 pkt. baz., z kolei silniejszy od oczekiwań rynkowych liczby etatów lub spadek stopy bezrobocia wsparłby scenariusz redukcji rzędu 25 pkt. baz.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

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

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 procentowych w tym roku, biorąc pod uwagę kontynuację obserwowanego wzrostu inflacji CPI w perspektywie najbliższych kilku kwartałów, podwyższoną inflację bazową oraz wysoką dynamikę płac.

Jednocześnie, w wypowiedzi prezesa Adama Glapińskiego sprzed dwóch tygodni nie można wykluczyć, że prezes NBP podtrzyma ostatnią ocenę o możliwości dostosowania stóp wcześniej niż w 2026 roku, jeśli inflacja osiągnie szczyt, a prognozy wskażą na jej trwały spadek w kierunku celu. Prezes NBP może też powtórzyć, że kluczowe znaczenie dla polityki monetarnej będą mieć czynniki zewnętrzne, takie jak sytuacja gospodarcza w strefie euro i ceny energii, które również mogą wpłynąć na przyszłe decyzje RPP. Z kolei z drugiej strony może wskazać politykę fiskalną jako czynnik opóźniający poluzowanie polityki fiskalnej.

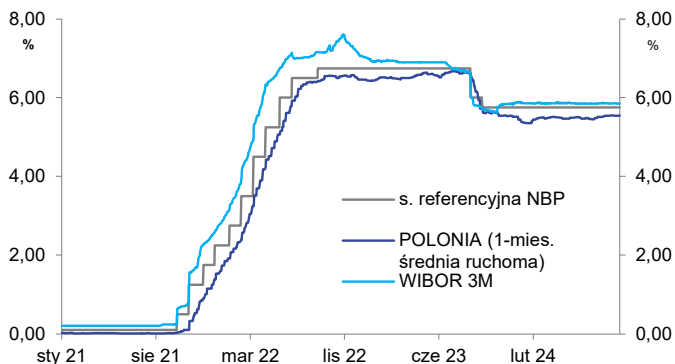
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 3 września				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł		sie	46,8 pkt.	47,5 pkt.	-
środa 4 września				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi		lip	52,1 pkt.	51,8 pkt.	-
16:00	US	Liczba wakatów wg ankiety JOLTS		lip	8 184 tys.	8 100 tys.	-
-	PL	Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych		wrz	5,75% (ref)	5,75% (ref)	5,75% (ref)
czwartek 5 września				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle		lip	3,9% m/m	-1,9% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna		lip	-0,3% m/m	0,2% m/m	-
-	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP		wrz	-	-	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi		sie	51,4 pkt.	51,1pkt.	-
piątek 6 września				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa		lip	1,4% m/m	-0,5% m/m	-
11:00	EMU	Dynamika PKB (ost.)		II kw.	0,3% kw/kw (wst.)	-	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia		sie	114,0 tys.	165,0 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia		sie	4,3%	4,2%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia		sie	3,6% r/r	3,7% r/r	-
poniedziałek 9 września				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Inflacja CPI		sie	0,5% r/r	0,7% r/r	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

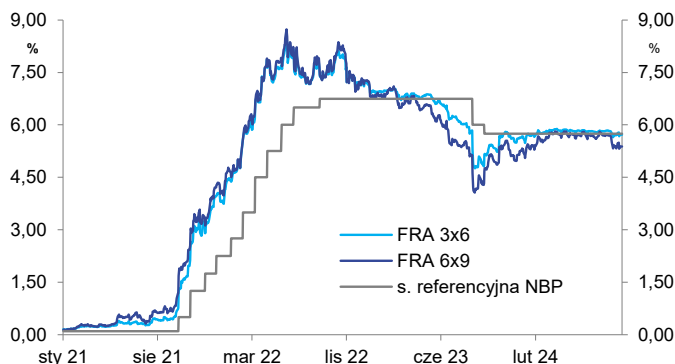
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



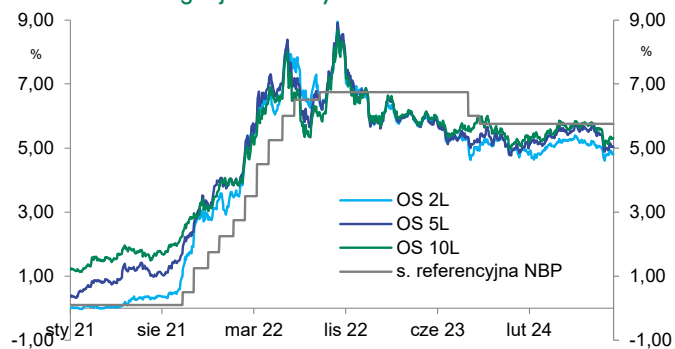
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



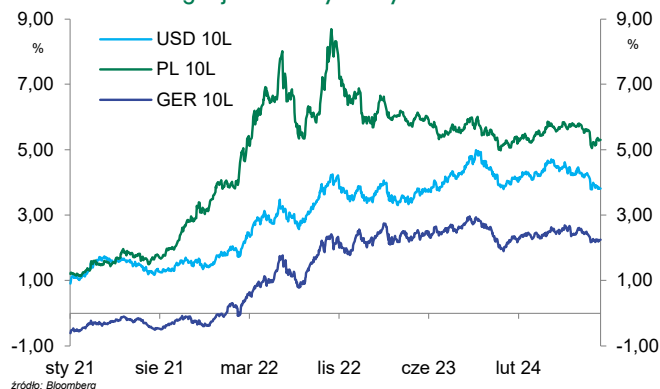
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



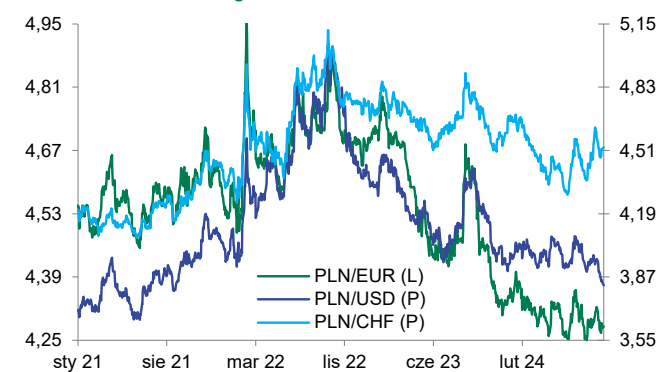
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



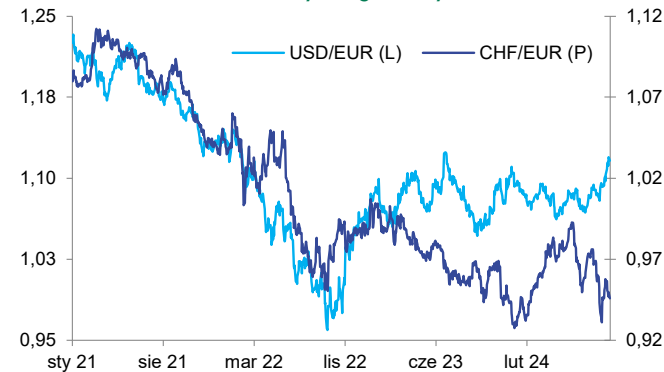
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



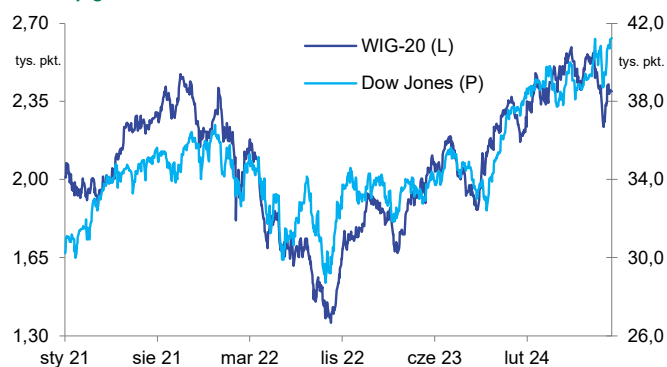
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



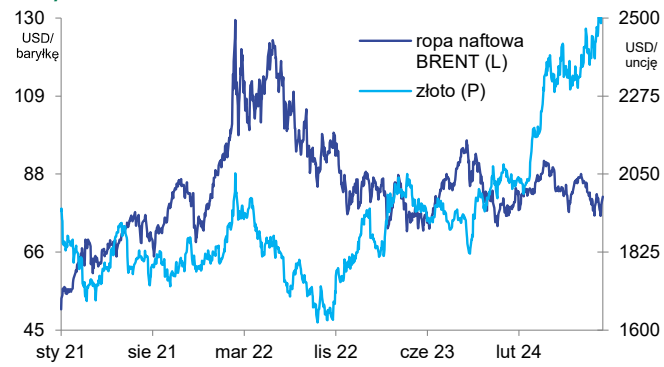
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



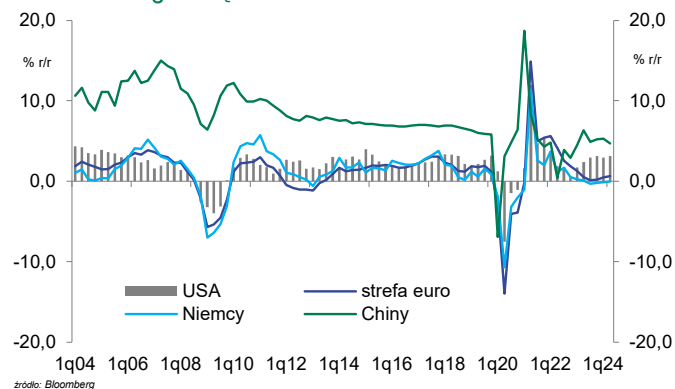
źródło: Bloomberg

2024-09-02

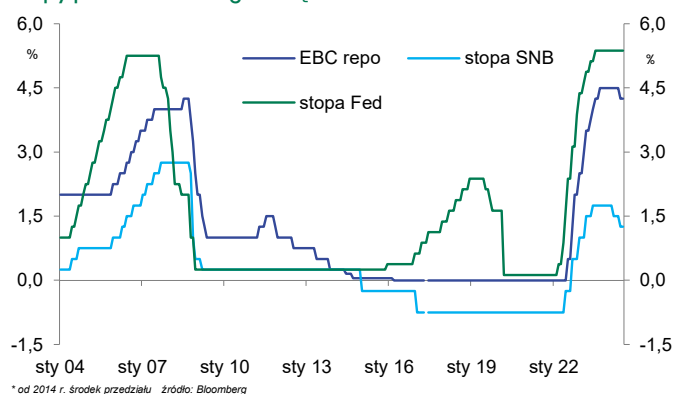
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

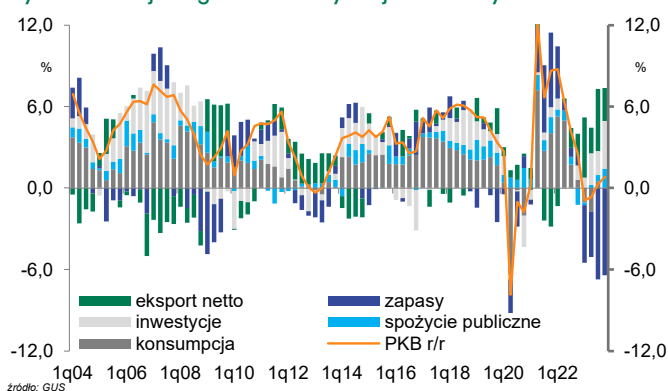
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



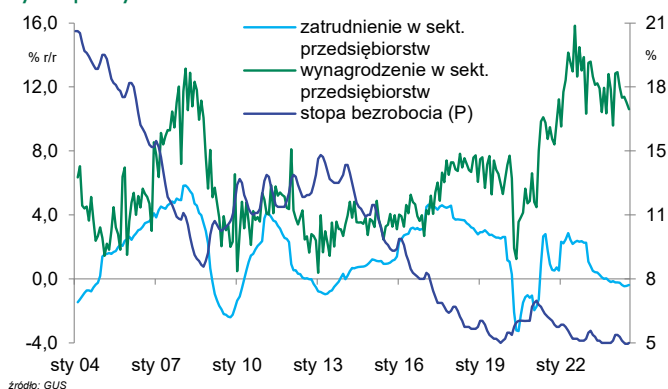
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



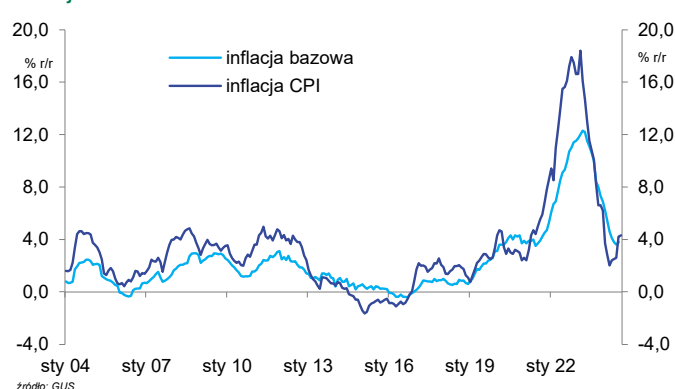
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



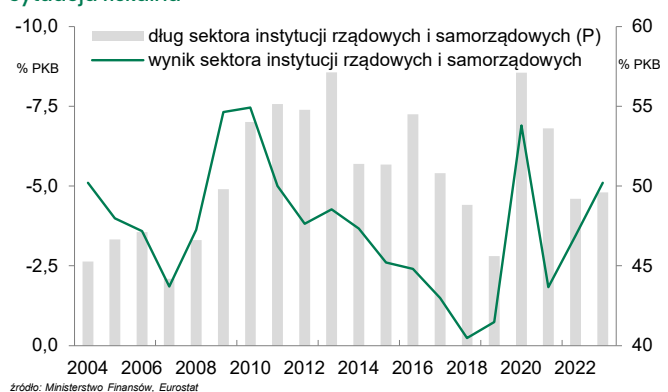
Rynek pracy



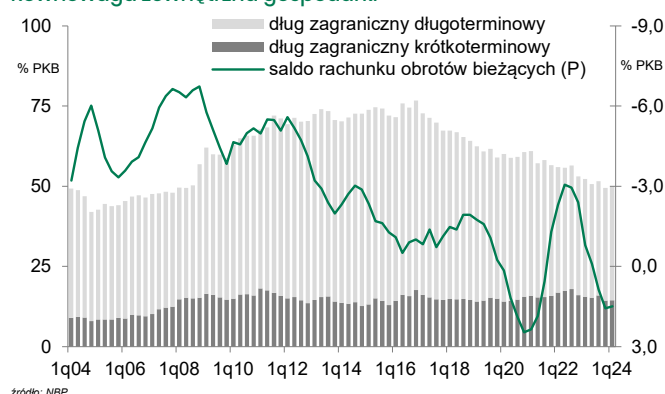
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.07.2024	23.08.2024	30.08.2024	30.09.2024	31.10.2024	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	%	5,86	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85
FRA 3x6	%	5,81	5,72	5,77	-	-	-
FRA 6x9	%	5,67	5,38	5,43	-	-	-
FRA 9x12	%	5,27	4,91	5,00	-	-	-
IRS 2L	%	5,28	5,00	5,09	-	-	-
IRS 5L	%	4,74	4,47	4,58	-	-	-
IRS 10L	%	4,81	4,54	4,67	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,91	4,81	4,77	4,85	4,90	4,90
Obligacje skarbowe 5L	%	5,22	5,03	5,14	5,15	5,10	5,00
Obligacje skarbowe 10L	%	5,40	5,29	5,40	5,25	5,20	5,15
PLN/EUR	PLN	4,30	4,28	4,28	4,30	4,32	4,35
PLN/USD	PLN	3,97	3,85	3,86	3,93	3,96	4,03
PLN/CHF	PLN	4,50	4,51	4,55	4,50	4,50	4,53
USD/EUR	USD	1,08	1,12	1,11	1,10	1,09	1,08
Stopa Fed	%	5,50	5,50	5,50	5,25	5,25	4,75
Stopa depozytowa EBC	%	3,75	3,75	3,75	3,50	3,50	3,25
Stopa SNB	%	1,25	1,25	1,25	1,00	1,00	1,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,03	3,80	3,90	3,90	3,85	3,75
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,30	2,22	2,30	2,25	2,20	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 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.