

KOMENTARZ TYGODNIOWY

28 sierpnia 2023

Fed i EBC nie zapowiadają podwyżek stóp we wrześniu, ale utrzymują „jastrzębią” retorykę.

- W minionym tygodniu wyczekiwanym przez inwestorów wydarzeniem były wystąpienia prezesów Fed i EBC podczas sympozjum w Jackson Hole. Ostatecznie wypowiedzi prezesów Powella i Lagarde nie wpłynęły istotnie na ceny instrumentów finansowych, gdyż nie wskazały jednoznacznie na krótkoterminowe perspektywy polityki pieniężnej, a co do średniego okresu, wpisały się w dotychczasowy trend – ryzyka dłuższego okresu wyższych stóp.
- Na podstawie wypowiedzi prezesów Fed i EBC podtrzymujemy naszą prognozę stabilizacji stóp procentowych w USA i strefie euro na posiedzeniach we wrześniu, zakładając, że publikowane w najbliższych dniach dane (m.in. dane z amerykańskiego rynku pracy czy inflacji CPI w USA i HICP w strefie euro) istotnie nie zaskoczą. Podczas wystąpień prezes Powell powiedział wprost, że we wrześniu możliwa jest stabilizacja stóp (zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi).
- Z drugiej strony, obie wypowiedzi pozostały dość „jastrzębie”, wskazując na obawy dot. perspektyw inflacji i wyraźnie wskazując na możliwość dalszego zaostrzenia polityki pieniężnej, a w szczególności na potrzebę utrzymywania w dłuższym okresie wyższego poziomu stóp procentowych.
- W tych warunkach rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych nie zmieniły się istotnie, obniżając się na dłuższym końcu krzywej o 2 pkt. baz. w przypadku USA (tj. na poziomie 4,22% utrzymując się blisko lokalnego maksimum) i o 6 pkt. baz. w przypadku papierów niemieckich (2,56%).
- Oczekiwania rynkowe na stabilizację stóp procentowych w strefie euro i obniżenie rentowności obligacji w warunkach spowalniającej aktywności wsparły opublikowane w minionym tygodniu wskaźniki koniunktury PMI za sierpień. Co prawda po silnym lipcowym spadku indeksu koniunktury w przemyśle, w sierpniu odnotowano jego lekki wzrost (do 43,7 pkt. w strefie euro i 39,1 pkt. w Niemczech). Wciąż jednak indeksy nastrojów w przemyśle kształtują się na bardzo niskich poziomach, co więcej wzrost notowały najbardziej zmienne subindeksy (np. czas dostaw), przy utrzymaniu bardzo słabych subindeksów produkcji czy zamówień. Co jednak najważniejsze, w sierpniu znacząco obniżyły się indeksy koniunktury w usługach, powracając poniżej poziomu 50 pkt. i osiągając poziom najniższy od marca 2021 r.
- Pewnym negatywnym sygnałem może być równoczesny wzrost niektórych subindeksów kosztów produkcji oraz cen wyrobów własnych, niemniej z punktu widzenia polityki pieniężnej EBC ważniejszym wydaje się wyhamowanie w II kw. 2023 r. dotychczas silnie rosnącego wskaźnika dynamiki wynagrodzeń procesie w negocjacji płacowych w krajach strefy euro (indeks obliczany przez EBC).
- Utrzymujący się stan zróżnicowania sytuacji gospodarczej w USA i w strefie euro skutkował dalszym obniżeniem kursu euro wobec dolara w kierunku 1,08 USD/EUR, przy wyraźnej (blisko 1%) deprecjacji euro w relacji do koszyka walut.

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

- Przy generalnie stabilnej sytuacji na rynkach zagranicznych, także na krajowym rynku finansowym zmienność notowań była ograniczona. W skali tygodnia indeks WIG lekko stracił na wartości (0,5%), pomimo wzmocnienia kursu złotego wobec euro o 2 gr. (do 4,47 PLN/EUR), kurs złotego wobec koszyka walut nieznacznie stracił na wartości (0,2%). Rentowności obligacji skarbowych nie zmieniły się o więcej niż 3 pkt. baz, pomimo spadku stawek FRA czy IRS.
- Publikowane w minionym tygodniu dane makroekonomiczne nt. polskiej gospodarki za lipiec ponownie zaskoczyły negatywnie. W lipcu słabsze wyniki w działach o najwyższym udziale eksportu utrzymały ujemną dynamikę [produkcji przemysłowej](#) na poziomie -2,7% r/r. Choć w [budownictwie](#) utrzymuje się dodatnie tempo wzrostu produkcji, to słabsze wyniki produkcji w zakresie wznoszenia budynków ograniczają pozytywny wpływ na produkcję budowlaną ogółem inwestycji infrastrukturalnych utrzymując dość niskie tempo wzrostu produkcji budowlanej ogółem na poziomie 1,1% r/r. Wciąż bardzo słaby popyt w kategoriach sprzedaży detalicznej najsilniej zależnych od sytuacji cyklicznej ograniczyły w lipcu skalę wzrostu dynamiki [sprzedaży detalicznej](#), która obniżyła się w skali roku o 4,0% r/r.
- Podtrzymujemy ocenę, że niskie ryzyko wzrostu [bezrobocia](#), wraz ze spadkiem inflacji CPI i wzrostem realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych będzie w II poł. roku wspierać konsumpcję prywatną i wzrost gospodarczy, niemniej lipcowe dane z [rynku pracy](#) wskazały na wolniejsze tempo wzrostu wynagrodzeń, pomimo kolejnego wzrostu płacy minimalnej. Nie można wykluczyć, że pewne wychłodzenie bardzo silnej koniunktury na rynku pracy z 2022 r. przekłada się ostatecznie na wyhamowanie skali podwyżek wynagrodzeń. Wciąż jednak te zmiany cykliczne mają ograniczony wpływ na zmienne rynku pracy pozostające pod istotnym wpływem zmian demograficznych i ograniczonej podaży pracowników.
- Opublikowane ostatnio dane ze sfery realnej polskiej gospodarki nie są argumentem za opóźnianiem decyzji o obniżce stóp NBP, niemniej kluczowe dla tej decyzji pozostają perspektywy inflacji. Z tego względu to publikacja w tym tygodniu sierpniowego wstępnego szacunku inflacji CPI będzie najbardziej wyczekiwany wydarzeniem na krajowym rynku. Prognozujemy, że w sierpniu wskaźnik inflacji CPI obniżył się do 10,2% r/r wobec 10,8% r/r w lipcu. Poza „standardowymi” czynnikami ryzyka dla prognozy, w tym letnich szacunków zmian cen sezonowych produktów żywnościowych, bardzo istotną kwestią dla prognozy inflacji jest szacunek cen energii elektrycznej w związku z ustawowym podwyższeniem progu zużycia energii elektrycznej, od którego obowiązuje wyższa cena energii), która wejdzie w życie we wrześniu. W naszym bazowym scenariuszu założyliśmy, że ta zmiana zostanie uwzględniona przez GUS we wrześniowym szacunku inflacji.
- Biorąc pod uwagę, że publikacje danych makroekonomicznych będą kluczowe dla Fed i EBC w bieżącym tygodniu uwaga rynkowa skupi się na publikacjach danych z amerykańskiego rynku pracy, wydatkach konsumentach oraz wskaźnika PCE w USA, jak również wstępnego odczytu sierpniowego wskaźnika HICP (gdzie po wygaśnięciu efektów bazy oczekiwany jest spadek wskaźnika inflacji bazowej). Dodatkowo indeksy koniunktury ISM w USA oraz PMI w Chinach będą kolejnymi sygnałami co do skali dywergencji poszczególnych regionów w zakresie aktywności gospodarczej.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Dynamika PKB w II kw. – szacunek wraz ze strukturą (31 sierpnia)

Zgodnie z tzw. szybkim szacunkiem (dane opublikowane 16.08) PKB w II kw. obniżył się o 0,5% r/r. Biorąc pod uwagę fakt, że dane wstępne zazwyczaj nie różniły się od szacunku *flash* o więcej niż 0,1 pkt. proc., skorygowaliśmy lekko w górę nasz szacunek wzrostu PKB w zgodzie z wstępnym szacunkiem GUS.

Przy okazji tej korekty założyliśmy, że lepszy wynik PKB (o 0,3 pkt. proc.) względem naszej wcześniejszej prognozy był wynikiem wyższej kontrybucji we wzrost zapasów i / lub eksportu netto, tym samym publikacja *flash* nie zmienia naszych oczekiwań dot. głównych kategorii popytu krajowego, tj. dalszego wyraźnego osłabienia spożycia gospodarstw domowych i utrzymania niezłych, jak na fazę cyklu koniunkturalnego, inwestycji.

Choć spadek dochodów realnych w II kw. był mniejszy wobec notowanego na początku roku, to uwzględniając efekty opóźnień oraz efekty podwyższonej bazy odniesienia z tytułu kumulacji w II kw. ub.r. wydatków migrantów oraz pomocy dla uchodźców, oczekujemy jeszcze pogorszenia wyników konsumpcji prywatnej.

Zakładając utrzymanie wyższej dynamiki inwestycji publicznych (w warunkach kumulacji wydatków) oraz utrzymanie stabilnych wyników inwestycji przedsiębiorstw oraz bardzo słabych wyników w zakresie budownictwa mieszkaniowego oczekujemy niewielkiego obniżenia dynamiki nakładów brutto na środki trwałe. Uważamy, że cały czas w 2023 r. czynnikiem wspierającym inwestycje jest konieczność wydatkowania do końca br. środków z Budżetu UE na l. 2014-2020, które wspierają zarówno wyższe wydatki sektora finansów publicznych, jak i inwestycje największych przedsiębiorstw.

		4q22	1q23	1q23	2q23	2q23P
PKB		2,3	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5
popyt krajowy		0,6	-5,2	-5,2	-	-2,6
konsumpcja prywatna	% r/r	-1,1	-2,0	-2,0	-	-3,1
spożycie publiczne		-8,7	-0,5	-0,5	-	-0,4
inwestycje		5,4	5,5	5,5	-	4,8
konsumpcja prywatna		-0,5	-1,2	-1,2	-	-1,8
spożycie publiczne		-1,8	-0,1	-0,1	-	-0,1
inwestycje	kontrybucja pkt. proc.	1,2	0,7	0,7	-	0,8
zapasy		1,7	-4,6	-4,6	-	-1,4
eksport netto		1,7	4,8	4,8	-	2,0
wartość dodana		2,7	0,7	0,7	-	-0,8
przemysł	% r/r	3,5	-1,4	-1,4	-	-2,5
budownictwo		0,9	1,5	1,5	-	1,0
handel i naprawy		-5,1	-4,4	-4,4	-	-7,6

Źródło: GUS, BOŚ Bank

- **Wskaźnik inflacji w sierpniu – szacunek *flash* (31 sierpnia)**

Prognozujemy, że w sierpniu wskaźnik inflacji CPI obniżył się do 10,2% r/r wobec 10,8% r/r w lipcu. Według naszych szacunków do obniżenia inflacji przyczyniły się przede wszystkim niższa dynamika cen żywności (opóźniony wpływ obniżenia cen surowców żywnościowych na świecie i efekt wysokiej bazy sprzed roku) oraz niższa dynamika nośników energii (wysokie bazy odniesienia sprzed roku w przypadku cen opał, głównie węgla). W przeciwnym kierunku oddziaływała nieco wyższa (mniejszy spadek cen r/r) dynamika cen paliw. Poza „standardowymi” czynnikami ryzyka dla prognozy, w tym letnich szacunków zmian cen sezonowych produktów żywnościowych, bardzo istotną kwestią dla prognozy sierpniowej inflacji jest szacunek cen energii elektrycznej w związku z ustawowym podwyższeniem progu zużycia energii elektrycznej, od których obowiązują wyższe stawki cen. Ustawa wprowadzająca te zmiany została w ubiegłym tygodniu podpisana przez Prezydenta RP i wejdzie w życie w ciągu 14 dni od opublikowania, czyli we wrześniu. W związku z tym w naszym bazowym scenariuszu założyliśmy, że te zmiany regulacyjne zostaną uwzględnione przez GUS we wrześniowym szacunku inflacji. Gdyby jednak GUS uwzględnił efekt tych zmian już w sierpniowym szacunku inflacji, wskaźnik CPI ukształtowałby się na poziomie o ok. 0.2 pkt. proc. niższym wobec naszej bazowej prognozy.

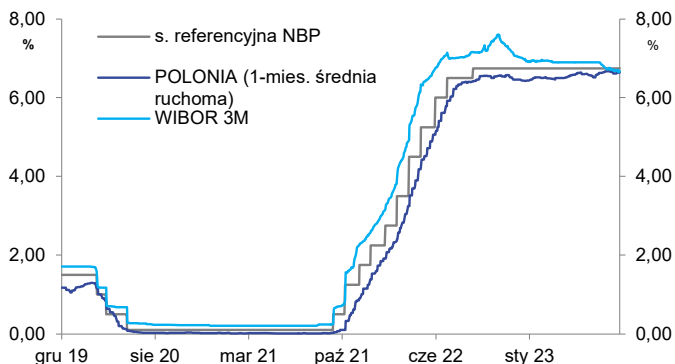
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 29 sierpnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	lip	1,5% r/r	2,5% r/r	3,4% r/r
16:00	US	Liczba nieobsadzonych miejsc pracy (JOLTS)	lip	9,582 mln	9,450 mln	-
czwartek 31 sierpnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	sie	49,3 pkt.	49,1 pkt.	-
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	sie	51,5 pkt.	51,2 pkt.	-
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	lip	-0,6% m/m	0,3% m/m	-
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	sie	10,8% r/r	-	10,2% r/r
10:00	PL	Dynamika PKB (ost.)	II kw	-0,5% r/r (flash)	-	-0,5% r/r
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	sie	5,3% r/r	5,1% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	sie	5,5% r/r	5,3% r/r	-
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych	lip	0,3% m/m	0,3% m/m	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych	lip	0,5% m/m	0,7% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE	lip	3,0% r/r	3,3% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik bazowy inflacji PCE	lip	4,1% r/r	4,2% r/r	-
-	US	Początek sympozjum w Jackson Hole	-	-	-	-
piątek 1 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	sie	49,2 pkt.	49,0 pkt.	-
09:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł	sie	43,5 pkt.	-	45,0 pkt.
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	sie	172 tys.	150 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	sie	3,5%	3,5%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	sie	4,4% r/r	4,3% r/r	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	sie	46,4 pkt.	47,0 pkt.	-

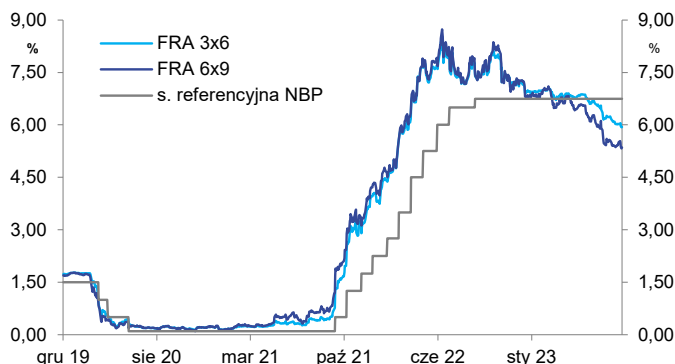
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

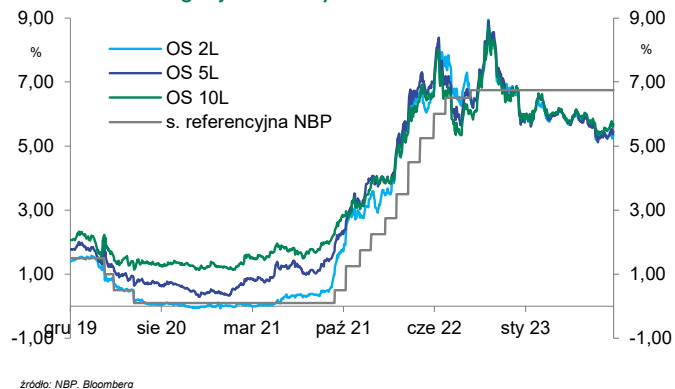
Krajowe stopy procentowe



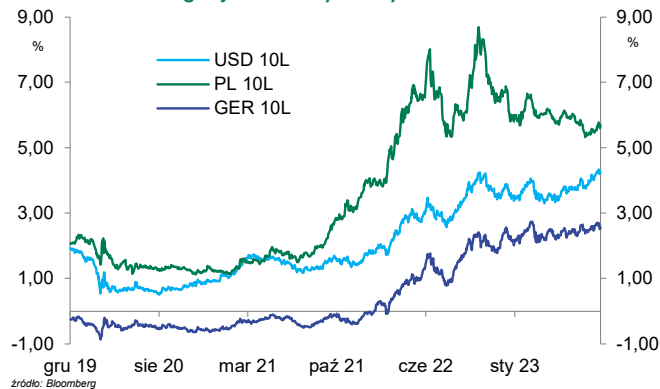
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



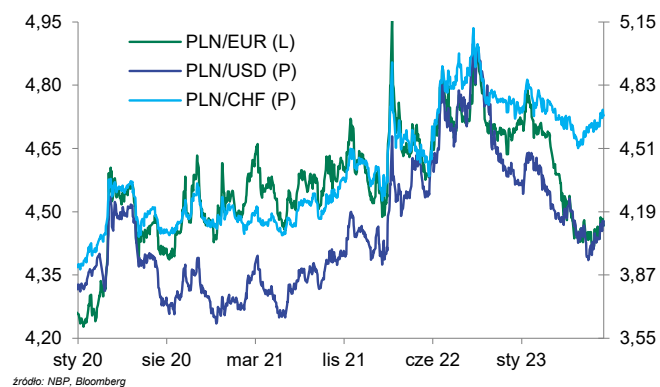
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



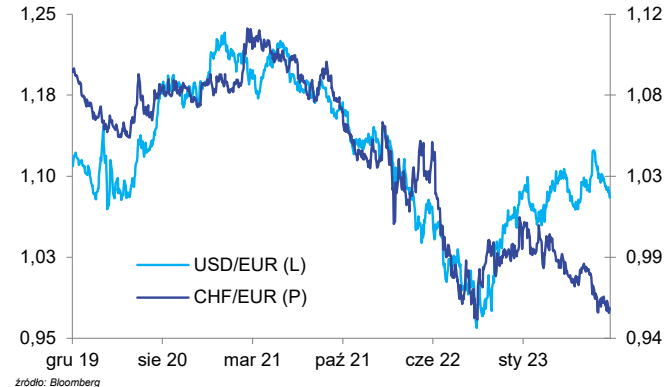
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



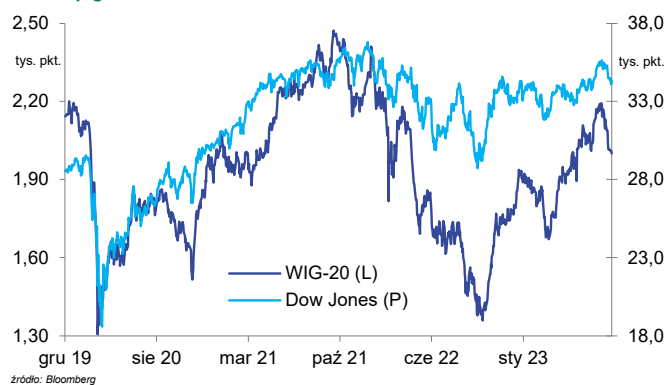
Notowania kursu złotego



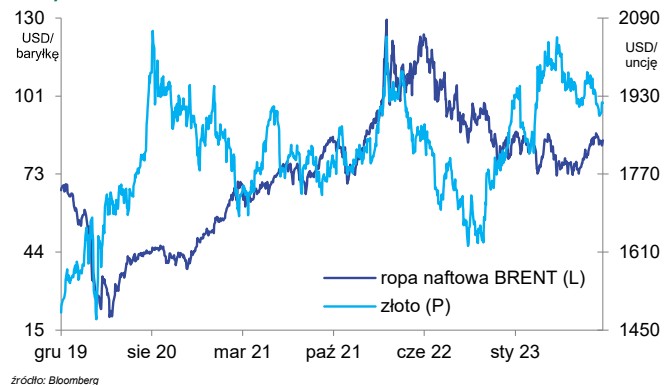
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

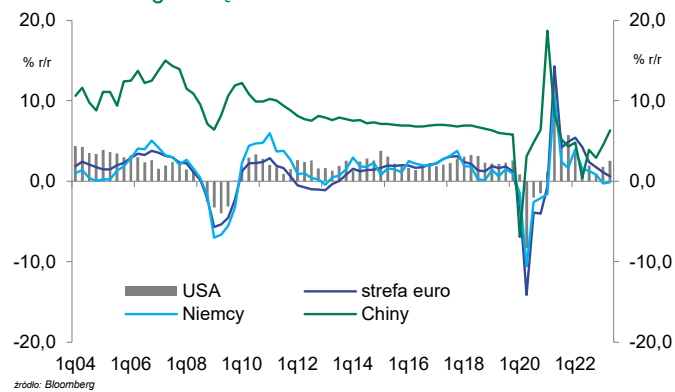


Ceny surowców

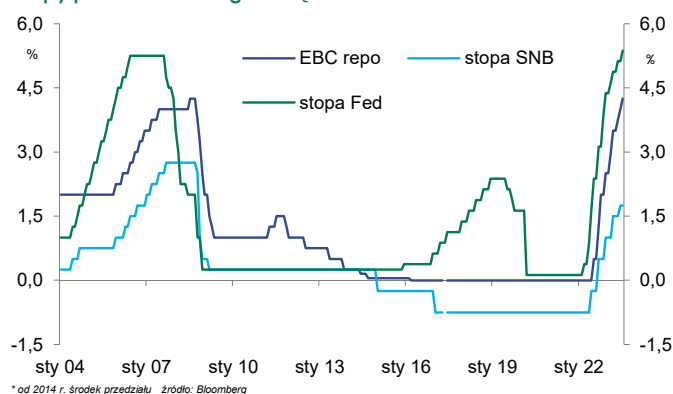


Sfera realna

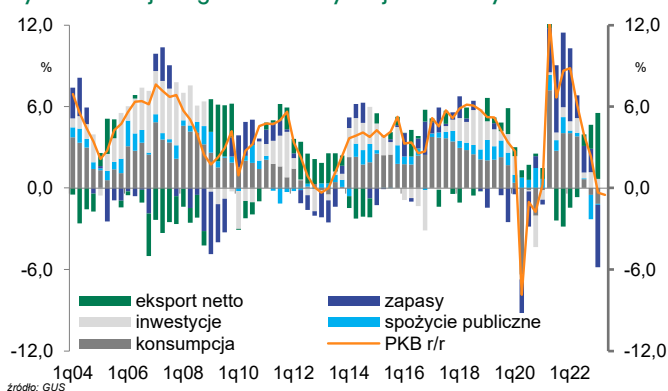
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



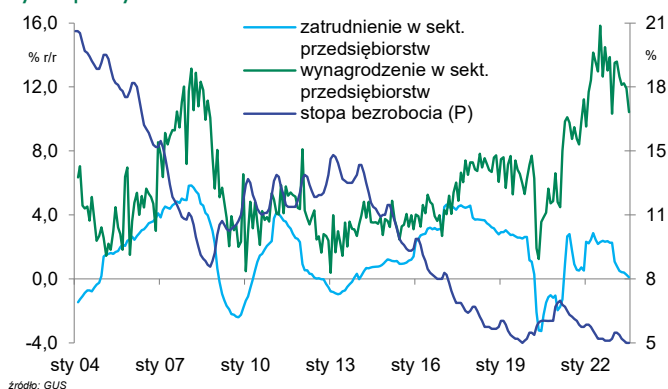
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



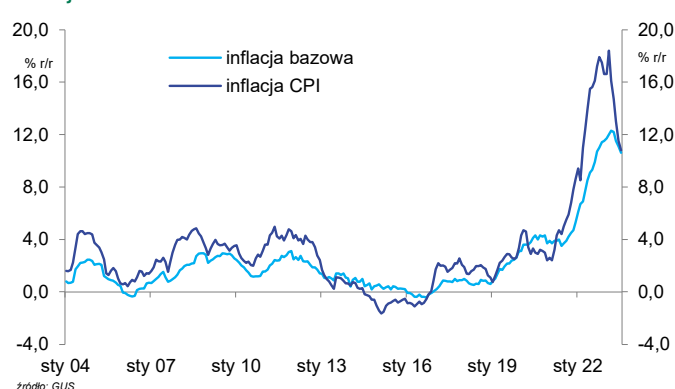
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



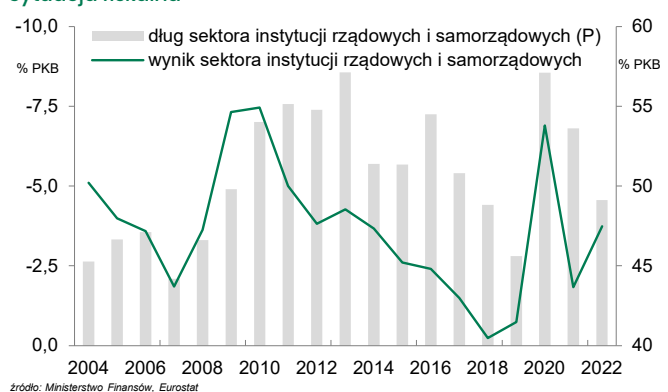
Rynek pracy



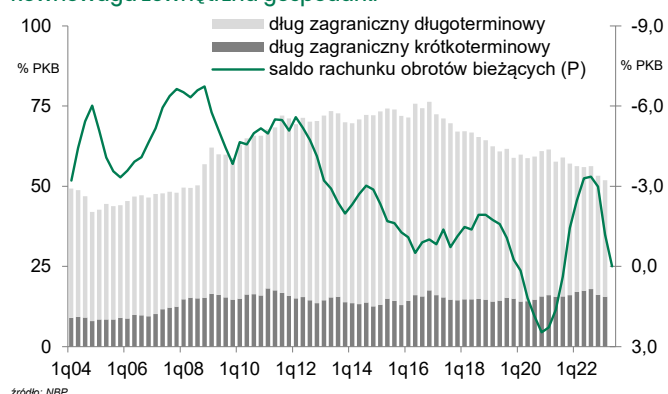
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.07.2023	18.08.2023	25.08.2023	30.09.2023	31.10.2023	31.12.2023
Stopa lombardowa NBP	%	7,25	7,25	7,25	7,25	7,00	6,75
Stopa referencyjna NBP	%	6,75	6,75	6,75	6,75	6,50	6,25
Stopa depozytowa NBP	%	6,25	6,25	6,25	6,25	6,00	5,75
WIBOR 3M	%	6,76	6,69	6,67	6,65	6,50	6,40
Obligacje skarbowe 2L	%	5,31	5,36	5,35	5,40	5,40	5,40
Obligacje skarbowe 5L	%	5,27	5,45	5,45	5,45	5,45	5,45
Obligacje skarbowe 10L	%	5,40	5,94	5,68	5,55	5,50	5,45
PLN/EUR	PLN	4,41	4,49	4,47	4,50	4,45	4,55
PLN/USD	PLN	4,00	4,13	4,14	4,14	4,10	4,21
PLN/CHF	PLN	4,59	4,69	4,68	4,62	4,56	4,67
USD/EUR	USD	1,10	1,09	1,08	1,09	1,09	1,08
Stopa Fed	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
Stopa repo EBC	%	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Stopa SNB	%	-	-	-	2,00	2,00	2,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3,96	4,26	4,24	4,05	3,90	3,65
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,49	2,62	2,56	2,50	2,45	2,35

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.