

KOMENTARZ TYGODNIOWY

9 września 2024

Oczekiwane obniżki stóp – w tym tygodniu EBC, w kolejnym – Fed. Prezes NBP zobaczył przestrzeń dla obniżki około połowy 2025 r.

- Ubiegłotygodniową sytuację na globalnym rynku finansowym zdominowało oczekiwanie na sierpniowe dane z rynku pracy w USA – kluczowe dla oceny stanu gospodarki amerykańskiej oraz perspektyw polityki monetarnej Fed. Rosnąca niepewność rynkowa przed tą publikacją, przy raczej negatywnym wydźwięku danych publikowanych w trakcie tygodnia (w tym nt. dostępnych miejsc pracy w USA wg ankiety JOLTS) poskutkowały wyraźnym wzrostem awersji do ryzyka. Indeksy akcji skokowo spadły podobnie jak rentowności obligacji.

- W skali minionego tygodnia globalny indeks akcji MSCI spadł aż o 4,1%, analogiczny indeks w USA – o 4,2% (największy tygodniowy spadek od marca 2023 r.), w strefie euro – o 3,7%, a MSCI dla rynków wschodzących spadł o 2,4%. Rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych obniżyły się na całej długości krzywej dochodowości, w tym rentowności 10-latek – o blisko 20 pkt. baz. w USA i o 12 pkt. baz. w Niemczech, po wzroście w poprzednim tygodniu. Z kolei ograniczone zmiany obserwowano na rynku walutowym, przy niewielkich zmianach kursu euro i dolara w relacji do koszyka walut, także relacja euro dolar pozostała stabilna w okolicach 1,10 dolara za euro.

- Ostatecznie opublikowane w ostatni piątek dane z rynku pracy w USA okazały się bliskie oczekiwaniom rynkowym. W sierpniu liczba miejsc pracy wzrosła o 142 tys., wobec oczekiwanego wzrostu o 165 tys. i wzrostu miesiąc wcześniej o 89 tys., (po korekcie z 114 tys.). Stopa bezrobocia wyniosła 4,2%, zgodnie z oczekiwaniami vs. 4,3% w lipcu. Wynagrodzenia godzinowe wzrosły o 3,8% r/r vs. konsensus +3,7% r/r. W połączeniu z opublikowanymi wcześniej słabszymi od oczekiwań danymi nt. nieobsadzonych etatów w USA, według ankiety JOLTS, potwierdziły one, że koniunktura na amerykańskim rynku pracy słabnie. Natomiast nie jest to na tyle gwałtowne pogorszenie, żeby jednoznacznie przechylić szalę oczekiwań rynkowych na rzecz obniżki stóp Fed o 50 pkt. baz. podczas wrześniowego posiedzenia Fed. W rezultacie sama piątkowa publikacja danych z USA praktycznie nie zmieniła oczekiwań rynkowych co do zmian stóp Fed w krótkim okresie – rynki nadal wahają się między obniżką rzędu 25 pkt. baz. a 50 pkt. baz. (kontrakty dyskontują we wrześniu obniżkę o ok. 30 pkt. baz., my podtrzymujemy scenariusz obniżki o 25 pkt. baz.). Wzrosły natomiast oczekiwania co do łącznej skali poluzowania polityki monetarnej w średniej perspektywie. Do połowy przyszłego roku rynek oczekuje obecnie łącznie poluzowania o 225 pkt. baz. wobec mniej niż 200 pkt. baz. przed tygodniem.

- Pozostałe informacje napływające ze strefy euro nie dały wielu przesłanek do optymizmu. Wg ostatecznego szacunku PKB strefy euro za II kw. został skorygowany w dół o 0,1 pkt. proc. do +0,2% kw/kw. Niemiecka produkcja przemysłowa w lipcu rozczarowała spadając o 2,4% m/m wobec oczekiwań spadku o 0,5% m/m. Z drugiej strony zamówienia w niemieckim przemyśle wzrosły w lipcu o 2,9% m/m, sprzedaż detaliczna w strefie euro lekko wzrosła

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

w okolicach oczekiwań. Łącznie dane te wskazują na kontynuację w III kw. stagnacyjnego scenariusza gospodarczego w strefie euro i brak oznak poprawy w globalnym przemyśle.

- Krajowy rynek finansowy podążał w minionym tygodniu za tendencjami globalnymi. WIG spadł o ponad 5%. W ślad za rynkami bazowymi obniżyły się rentowności obligacji – o 15 pkt. baz. w przypadku obligacji 10-letnich, po wyraźnym wzroście tydzień wcześniej w reakcji na informację o wysokich potrzebach pożyczkowych SFP na 2025 r. Z kolei podobnie jak w przypadku globalnego rynku walutowego kurs złotego pozostał stabilny, przy braku zmian kursu w relacji do koszyka walut oraz ograniczonych zmianach w relacji do głównych walut rezerwowych, w tym euro (okolice 4,28 złotego za euro).
- Dodatkowym czynnikiem wspierającym spadek rentowności krajowych obligacji oraz stawek IRS i FRA był relatywnie łagodny wydźwięk konferencji prasowej prezesa Głapińskiego po ubiegłotygodniowym posiedzeniu RPP, na którym RPP nie zmieniła stóp procentowych.
- Podczas konferencji prasowej Adam Głapiński potwierdził przekaz z wypowiedzi medialnej sprzed dwóch tygodni, że decyzja o obniżce stóp procentowych może nastąpić wcześniej niż w 2026 r. Prezes NBP kilkakrotnie powiedział, że warunkiem dla rozpoczęcia dyskusji przez RPP o obniżce stóp jest stabilizacja bieżącej inflacji oraz prognoza NBP, że w kolejnych kwartałach inflacja będzie się obniżać. W jego ocenie moment ten prawdopodobnie nastąpi po II kw. 2025 r., choć nie wykluczył rozpoczęcia dyskusji wcześniej, np. przy okazji marcowej projekcji NBP.
- Sądzimy, że na ewolucję poglądów prezesa NBP wobec bardzo jastrzębiego przekazu w czerwcu i lipcu (pierwsze obniżki stóp nie wcześniej niż w 2026 r.) wpłynęło przesunięcie bilansu ryzyka dla gospodarki światowej w kierunku bardziej pesymistycznego scenariusza oraz powszechne zwiększenie oczekiwanej skali obniżek stóp Fed i EBC. Prawdopodobnie wpłynęła na nie wizyta na sympozjum Fed w Jackson Hole, o której prezes wspomniał podczas konferencji. Jakkolwiek w naszej ocenie nastawienie prezesa NBP pozostaje konserwatywne, to postanowił on otworzyć sobie możliwość poluzowania polityki monetarnej w trakcie przyszłego roku. Jak wskazał, najbardziej prawdopodobnym momentem może być w III kw., co jest zgodne z naszym bazowym scenariuszem. Jednocześnie podtrzymujemy ocenę, że jeśli gospodarka światowa uniknie recesji, a tym samym aktywność polskiej gospodarki nie ucierpi, obniżka stóp w I połowie 2025 r., w szczególności na marcowym posiedzeniu Rady, pozostaje odległym scenariuszem. Oczekujemy, że w tym okresie inflacja pozostanie na w okolicach lokalnego maksimum ok. 5% lub więcej (ostateczne odczyty zależne od decyzji administracyjnych z początkiem 2025 r. np. na rynku energii). To wraz z podwyższoną inflacją bazową naszym zdaniem ograniczy przestrzeń do poluzowania polityki monetarnej z początkiem 2025 r. Tym samym pierwszym potencjalnym momentem dla obniżenia stóp jest lipcowe posiedzenie RPP wraz z publikacją projekcji NBP. Jednocześnie w kontekście całokształtu informacji z gospodarki światowej oraz bieżącej narracji prezesa NBP wzrosło prawdopodobieństwo nieco większej od oczekiwanej przez nas dotychczas łącznej skali obniżek stóp NBP w 2025 r. (do 75 pkt. baz.).

- W tym tygodniu najważniejsze dla sytuacji rynkowej będą: czwartkowe posiedzenie rady EBC oraz środowa publikacja wskaźnika inflacji sierpniowej inflacji CPI w USA.
- Obniżka stóp EBC o kolejne 25 pkt. baz. jest powszechnie oczekiwana i niespodzianka jest bardzo mało prawdopodobna. Istotniejszy będzie przekaz co do kolejnych decyzji rady (choć zakładamy kontynuację luzowania w kolejnych miesiącach, nie oczekujemy „zapowiedzi” obniżki w listopadzie). Natomiast warto zwrócić uwagę, że we wrześniu bazową stopą procentową EBC stanie się stopa depozytowa, a spread między stopą operacji refinansujących (dotychczasowej stopy referencyjnej) wobec stopy depozytowej zostanie obniżony do 15 pkt. vs. obecnie 25 pkt. baz. W rezultacie przy oczekiwanym obniżeniu stopy depozytowej o 25 pkt. baz. do 3,50%, stopa operacji refinansujących zostanie obniżona o 35 pkt. baz. do poziomu 3,65%.
- Jeśli chodzi o publikację inflacji CPI w USA, to w przypadku wyniku inflacji bazowej wyraźnie odbiegającego od oczekiwań rynkowych (stabilizacja na lipcowym poziomie 3,2% r/r) może ona przechylić szalę na korzyść obniżki o 25 pkt. baz. lub o 50 pkt. baz. podczas posiedzenia FOMC w przyszłym tygodniu.
- Z pozostałych informacji rynki zapewne będą z uwagą śledziły pierwszą debatę telewizyjną kandydatów na prezydenta USA – Kamali Harris i Donalda Trumpa. Ponadto oczekiwane comiesięczne dane nt. gospodarki chińskiej za sierpień (produkcja, sprzedaż detaliczna, inwestycje). W Polsce poznamy ostateczne dane inflacyjne za sierpień.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Europejskiego Banku Centralnego (12 września)**

Oczekujemy, że rada EBC obniży stopę depozytową o 25 pkt. baz. do 3,50%.

Głównym argumentem za kolejną po czerwcowej obniżce stóp jest wyraźne pogorszenie danych ze sfery realnej gospodarki (słabsze dane dot. wzrostu PKB w II kw., obniżenie indeksów PMI w połowie roku) przy utrzymaniu słabego popytu na kredyt, stabilizowaniu się danych dot. wynagrodzeń oraz lekkich spadkach inflacji bazowej. Na istotny wzrost obaw dot. sytuacji w sferze realnej wskazała publikacja zapisu dyskusji z lipcowego posiedzenia EBC. Zakładamy, że w najnowszej projekcji inflacyjnej banku centralnego zmiany w prognozie inflacji będą niewielkie, utrzymana zostanie prognoza spadku inflacji HICP do celu inflacyjnego w II poł. 2025 r.

Jednocześnie zakładamy, że podobnie jak w czerwcu rada EBC nie „zapowie” przyszłych jej decyzji. Biorąc pod uwagę sierpniowy wzrost wskaźnika inflacji cen usług, prawdopodobnie okresowy efekt silnego spadku dynamiki negocjowanych wynagrodzeń w II kw. i utrzymujące się podwyższone ryzyko dla prognoz inflacji, a jednocześnie wzrost oczekiwań rynkowych na znaczące poluzowanie polityki monetarnej do końca roku, oczekujemy utrzymania przez radę EBC dotychczasowej ostrożnej retoryki.

We wrześniu wejdą w życie zmiany w zakresie parametrów polityki pieniężnej EBC. Bazową stopą procentową banku centralnego będzie stopa depozytowa, a spread stopy operacji refinansujących względem stopy depozytowej zostanie obniżony do 15 pkt. (obecnie 25 pkt. baz.) Tym samym, **przy założeniu redukcji stopy depozytowej na posiedzeniu we wrześniu o 25 pkt. baz. (tj. do 3,50%), stopa operacji refinansujących obniży się o 35 pkt. baz. (tj. do poziomu 3,65%).**

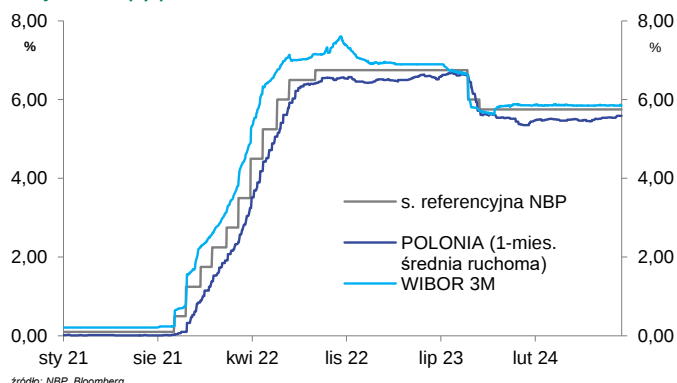
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 10 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
04:00	CHN	Eksport	sie	7,0% r/r	6,6% r/r	-
04:00	CHN	Import	sie	7,2% r/r	2,5% r/r	-
środa 11 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	US	Deбата prezydencka - Kamala Harris vs. Donald Trump	-	-	-	-
14:30	US	Inflacja CPI	sie	2,9% r/r	2,6% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	sie	3,2% r/r	3,2% r/r	-
czwartek 12 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych (st. depo / st. oper. refin.)	wrz	3,75% / 4,25%	3,50% / 3,65%	3,50% / 3,65%
14:45	EMU	Konferencja prasowa prezes EBC po posiedzeniu rady EBC	wrz	-	-	-
piątek 13 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Inflacja CPI (ost.)	sie	4,3% r/r (wst.)	-	4,3% r/r
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	lip	-0,1% m/m	-0,8% m/m	-
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	lip	-0,191 mld EUR	-0,350 mld EUR	-1,679 mld EUR
sobota 14 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
04:00	CHN	Produkcja przemysłowa	sie	5,1% r/r	4,7% r/r	-
04:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	sie	2,7% r/r	2,5% r/r	-
04:00	CHN	Inwestycje	sty-sie	3,6% r/r	3,5% r/r	-
poniedziałek 16 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	sie	3,8% r/r	3,7% r/r	3,7% r/r

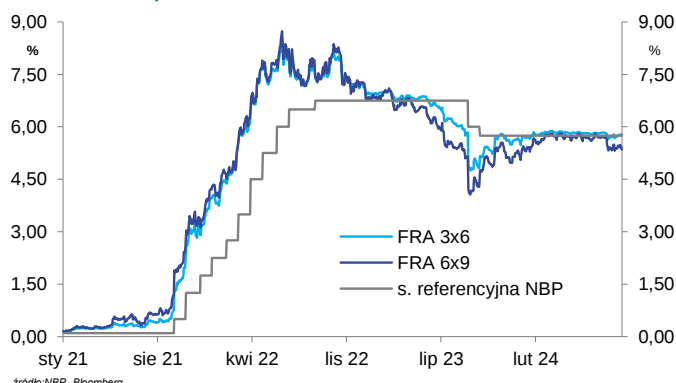
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

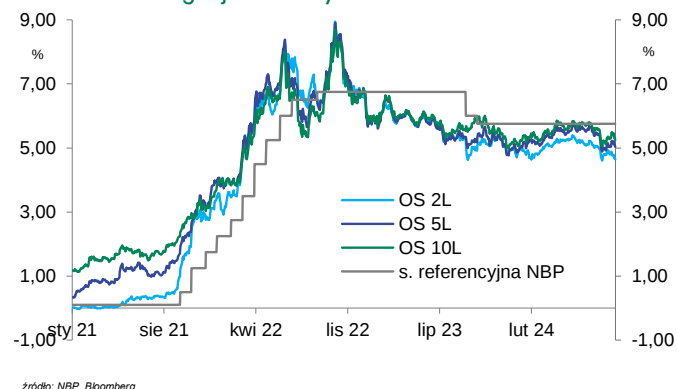
Krajowe stopy procentowe



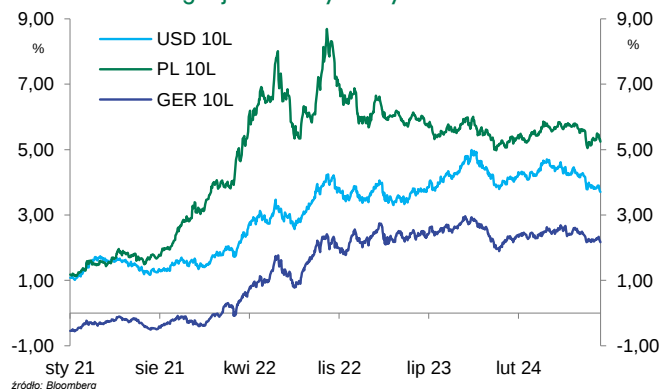
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



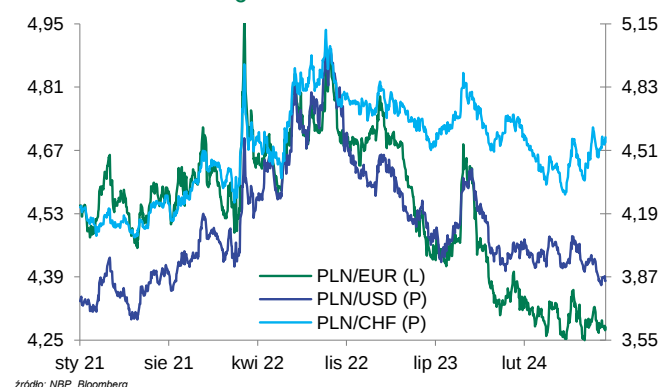
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



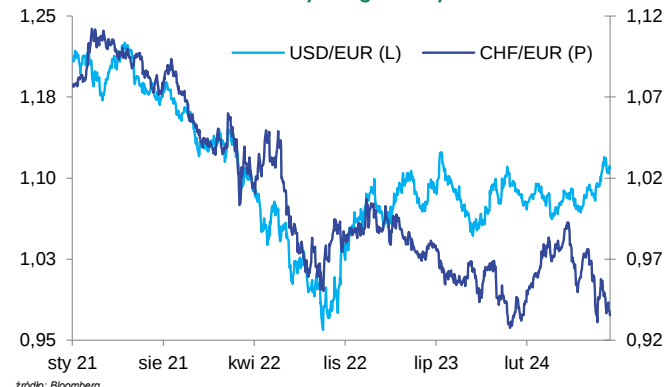
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



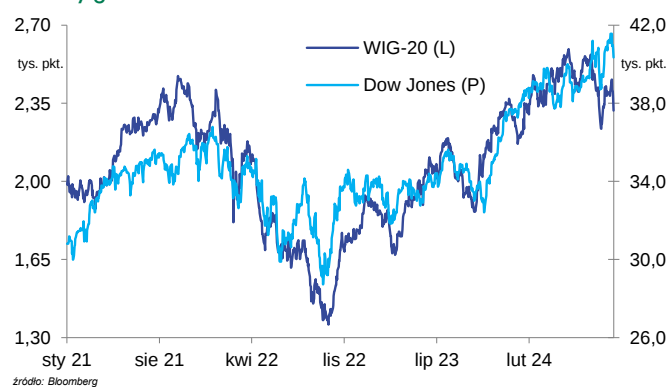
Notowania kursu złotego



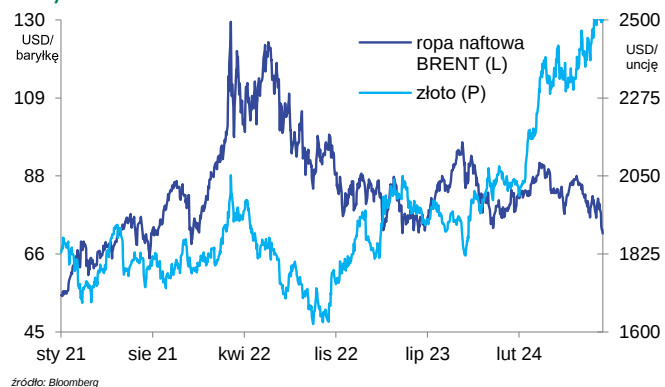
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

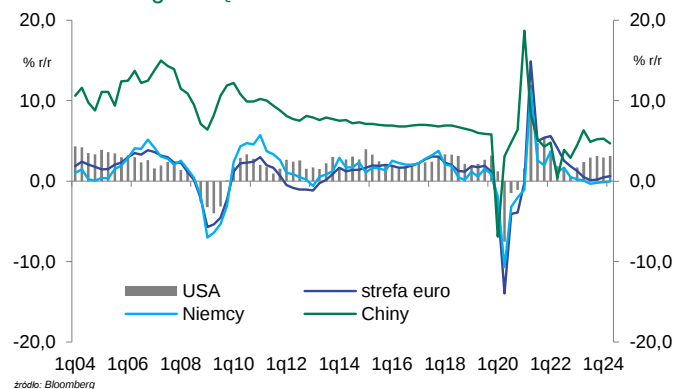


Ceny surowców

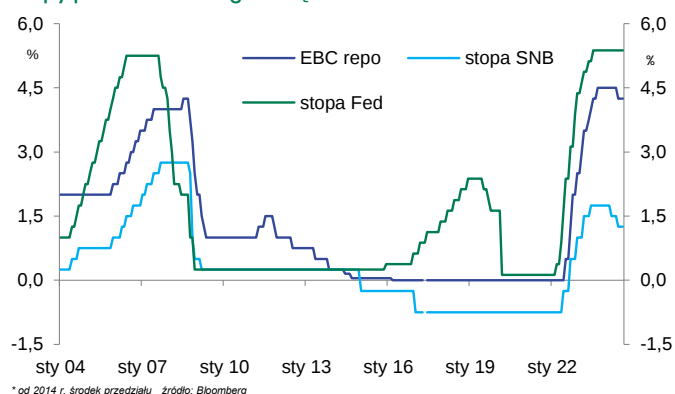


Sfera realna

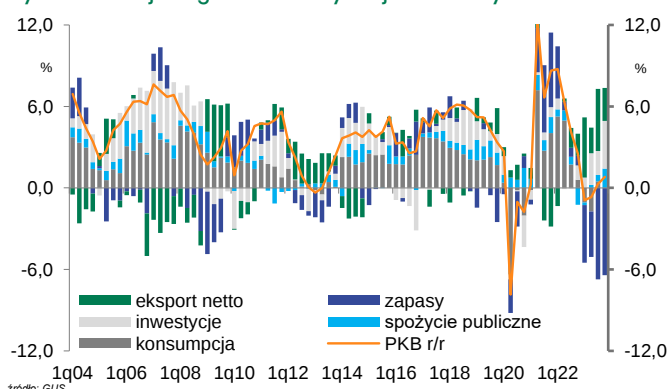
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



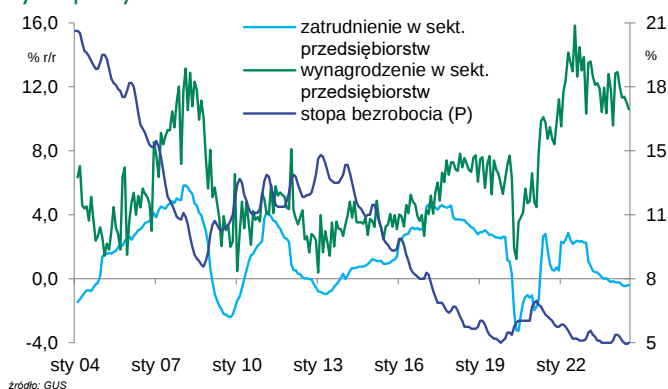
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



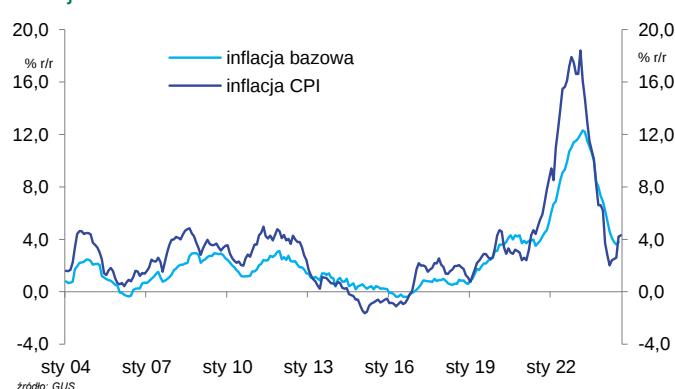
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



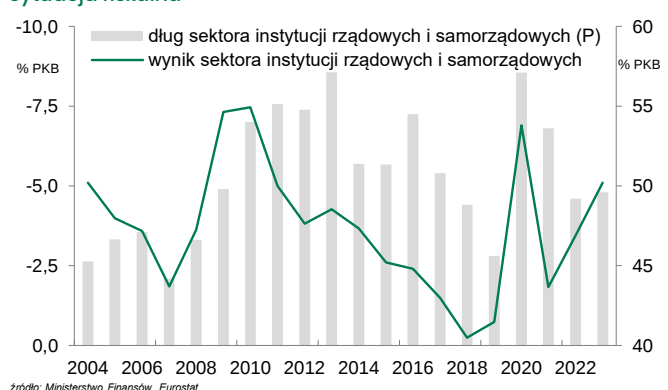
Rynek pracy



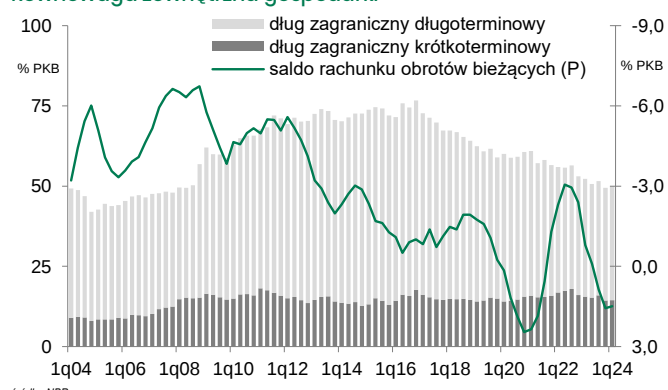
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.08.2024	30.08.2024	06.09.2024	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	%	5,85	5,85	5,86	5,85	5,85	5,85
FRA 3x6	%	5,77	5,77	5,76	-	-	-
FRA 6x9	%	5,43	5,43	5,36	-	-	-
FRA 9x12	%	5,00	5,00	4,87	-	-	-
IRS 2L	%	5,09	5,09	4,97	-	-	-
IRS 5L	%	4,58	4,58	4,44	-	-	-
IRS 10L	%	4,67	4,67	4,52	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,77	4,77	4,65	4,75	4,80	4,85
Obligacje skarbowe 5L	%	5,14	5,14	5,03	5,10	5,10	5,00
Obligacje skarbowe 10L	%	5,40	5,40	5,25	5,35	5,30	5,20
PLN/EUR	PLN	4,28	4,28	4,28	4,30	4,32	4,35
PLN/USD	PLN	3,86	3,86	3,85	3,93	3,96	4,03
PLN/CHF	PLN	4,55	4,55	4,58	4,50	4,50	4,53
USD/EUR	USD	1,11	1,11	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	%	3,90	3,90	3,71	3,85	3,85	3,75
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,30	2,30	2,17	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 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.