

KOMENTARZ TYGODNIOWY

16 września 2024

EBC obniżył stopy, teraz kolej na Fed, rynek nadal spekuluje o ile. W kraju seria danych z gospodarki.

- Na globalnym rynku finansowym ubiegły tydzień minął pod znakiem pozytywnego odreagowania po wzroście awersji do ryzyka we wcześniejszym tygodniu. indeksy akcji wzrosły po wcześniejszym silnym spadku, wcześniejszy silny trend spadkowy rentowności obligacji wyhamował.
- Po tym jak opublikowane 6. września dane z rynku pracy w USA wskazały na ochłodzenie, ale też nie na załamanie sytuacji i tym samym nie przesądziły o skali obniżki stóp podczas wrześniowego posiedzenia FOMC, oczy rynku zwróciły się na publikację sierpniowej inflacji CPI w USA. Inflacja bazowa okazała się wyższa od oczekiwań na poziomie 0,3% m/m wobec oczekiwanych 0,2% m/m, przy stabilizacji wskaźnika rocznego na poziomie 3,2% r/r i spadku wskaźnika podstawowego CPI do 2,5% r/r.
- Na rynku europejskim najbardziej oczekiwanym wydarzeniem było posiedzenie rady EBC. Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami rada po raz drugi w tym roku obniżyła stopy depozytowe o 25 pkt. baz. do poziomu 3,50%. Jednocześnie prezes Lagarde ostudziła potencjalne oczekiwania na kolejną obniżkę stóp podczas najbliższego październikowego posiedzenia Rady wskazując, że nie może dać żadnego zobowiązania co do decyzji rady w październiku. W wywiadzie opublikowanym po posiedzeniu jeszcze jaśniej wskazała, że pełnię informacji co do kolejnego ruchu stóp rada będzie miała w grudniu, kiedy zostanie opublikowana kolejna edycja projekcji EBC. Jednocześnie zastrzegła, że rada nie wyklucza obniżki w październiku, gdyby nastąpiła istotna zmiana w obrazie gospodarki. Oznacza to, że o ile EBC nie zostanie zaskoczony przebiegiem sytuacji gospodarczej, to podczas październikowego posiedzenia stopy EBC pozostaną bez zmian, a do kolejnej obniżki stóp o 25 pkt. baz. dojdzie w grudniu. Zgodnie z naszym bazowym scenariuszem.
- Wobec niejednoznacznych danych z rynku pracy i wyższej inflacji bazowej w USA wcześniejszy w minionym tygodniu silny trend spadkowy rentowności obligacji wyhamował w trakcie minionego tygodnia. Jednocześnie piątkowe doniesienia prasowe (WSJ, FT), że w FOMC liczba zwolenników opcji cięcia o 25 pkt. baz. i o 50 pkt. baz. jest zbliżona i ostateczne rozstrzygnięcie co do skali wrześniowej obniżki zapadnie w środowego posiedzenia, spowodowało ponowny wzrost dyskontowanego przez rynki prawdopodobieństwa (do ok. 50%), że ostatecznie obniżka wyniesie 50 pkt. baz. W tych warunkach rentowności 10-letnich obligacji amerykańskich obniżyły się w skali tygodnia o 6 pkt. baz. (po spadku o blisko 20 pkt. baz. tydzień wcześniej).
- Z kolei przekaz EBC studzący oczekiwania na szybki cykl obniżek nie dał większej przestrzeni do kontynuacji spadku rentowności obligacji niemieckich. Stąd ubiegłotygodniowy spadek rentowności Bundów okazał się symboliczny – 2 pkt. baz. na całej krzywej w skali tygodnia.

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 rynkach akcji spadek obaw przed „twardym lądowaniem” gospodarki USA w świetle sierpniowych danych z rynku pracy spowodował pozytywne odreagowanie indeksów akcji po wcześniejszym silnym spadku. Globalny indeks akcji MSCI wzrósł w skali tygodnia 3,3%, w tym w USA o 4,1%, a w strefie euro o 2,1%. Wyraźnie słabsze odreagowanie dotyczyło rynków wschodzących (+0,6%). Natomiast tradycyjnie już niewielkie zmiany odnotował rynek walutowy, z kursem USD/EUR wahającym się nieco poniżej poziomu 1,11 dolara za euro.
- Całości publikacji danych z gospodarki światowej dopełniły sierpniowe dane z gospodarki chińskiej opublikowane w sobotę. Niestety wyniki produkcji przemysłu, sprzedaży detalicznej i inwestycji okazały się słabsze od oczekiwań rynkowych. Świadczy to o utrzymującej się słabości gospodarki chińskiej i rosnącym prawdopodobieństwie, że chiński PKB nie wzrośnie w tym roku o 5% (oficjalny cel na 2024 r.). Jedynym jaśniejszym punktem z Chin były opublikowane kilka dni wcześniej silniejsze od oczekiwań wyniki eksportu.
- Krajowy rynek podążał w minionym tygodniu za nastrojami globalnymi. W skali tygodnia WIG lekko wzrósł po wcześniejszym silnym spadku, ale podobnie jak na wielu rynkach wschodzących skala odreagowania była umiarkowana (+0,7%). W kolej w warunkach spadku globalnej awersji do ryzyka, szczególnie na krótkim końcu krzywej (2 i 5 lat) rentowności złotych obligacji spadły o 8-9 pkt. baz. niejako „nadrabiając” spadki na rynkach bazowych z ostatnich tygodni. Z kolei na dłuższym końcu krzywej dostosowanie było wyraźnie mniejsze (-2 pkt. baz.). Kurs złotego nie uległ większym zmianom z relacją wobec euro w okolicach 4,29 na koniec tygodnia.
- W bieżącym tygodniu najważniejszym wydarzeniem rynkowym będzie środowe posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed. Rynek jest podzielony między obniżkę o 25 i 50 pkt. pkt. baz. My oraz większość analityków przewiduje obniżkę o 25 pkt. baz. Zakładamy, że FOMC będzie preferował stopniowe tempo obniżek stóp w świetle dostępnych obecnie danych, które nie wskazują na materializujący się scenariusz recesyjny w USA. Jednocześnie oczekujemy, że Fed wskaże na dalsze prawdopodobne obniżki stóp procentowych w warunkach oczekiwanego osłabienia aktywności gospodarczej i postępującej dezinflacji w USA. W przypadku pozostałych decyzji banków centralnych (w Wielkiej Brytanii i Japonii) nie są oczekiwane zmiany stóp procentowych.
- Oprócz publikacji produkcji przemysłu i sprzedaży detalicznej w USA, w tym tygodniu nie są planowane publikacje danych istotnych dla oceny sytuacji w gospodarce globalnej. Natomiast z początkiem przyszłego tygodnia poznamy bardzo istotne wstępne wrześniowe wskaźniki koniunktury gospodarczej PMI ze strefy euro. Ostatnie dwa miesiące przyniosły negatywne niespodzianki w przemyśle, w szczególności w Niemczech. W świetle ostatnich słabych danych z Chin tym bardziej indeksy te będą oczekiwane wobec poszukiwania odpowiedzi na pytanie w jakim kierunku zmierza sektor przemysłowy w Europie.
- Bieżący tydzień przyniesie też początek publikacji serii sierpniowych danych nt. sytuacji w sferze realnej gospodarki polskiej, z czwartkową publikacją płac i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz produkcji przemysłu. Z początkiem przyszłego tygodnia ten cykl będzie kontynuowany z publikacją produkcji budowlanej i sprzedaży detalicznej. Dane te rzucą nieco światła nt. sytuacji polskiej gospodarki w III kw. po raczej rozczarowujących danych za lipiec.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (17-18 września)**

Oczekujemy, że komitet FOMC obniży stopy procentowe o 25 pkt. baz. w tym stopę funduszy federalnych do poziomu 5,00% – 5,25%.

Biorąc pod uwagę pogorszenie danych z rynku pracy w połowie roku, dotychczasowy spadek inflacji od II kw. oraz *de facto* zapowiedź prezesa Powella w Jackson Hole o opcji poluzowania polityki pieniężnej, obniżenie stóp podczas wrześniowego posiedzenia FOMC jest niemal pewne. Dylematem jest skala – czy o 25 czy 50 pkt. baz.

Biorąc pod uwagę utrzymujący się wzrost zatrudnienia, sierpniowy spadek stopy bezrobocia, nieco wyższą od oczekiwań inflację bazową w sierpniu oraz generalnie mocne dane ze sfery realnej gospodarki z początkiem III kw. zakładamy, że komitet będzie preferował stopniowe tempo obniżek stóp, tak, aby większą obniżką nie podsyć spekulacji, że spóźnił się z decyzją o luzowaniu polityki monetarnej i tym samym nie podwyższyć zmienności na rynkach.

Nie można jednak wykluczyć, że skala obaw dot. spowolnienia aktywności, szczególnie w warunkach globalnych słabszych wskaźnikach koniunktury, przy bardzo wysokim bieżącym poziomie stóp okaże się dla komitetu istotniejsza, co może skłonić do cięcia stóp 50 pkt. baz. Doniesienia prasowe (FT, WSJ) z końca minionego tygodnia wskazały, że liczba zwolenników obu opcji w Komitecie jest zbliżona i ostateczne rozstrzygnięcie zapadnie w trakcie posiedzenia.

Zakładamy, że w komunikacie i podczas konferencji prasowej FOMC wskaże na prawdopodobne dalsze obniżki stóp procentowych w warunkach słabszych danych ze sfery realnej i postępującej dezinflacji.

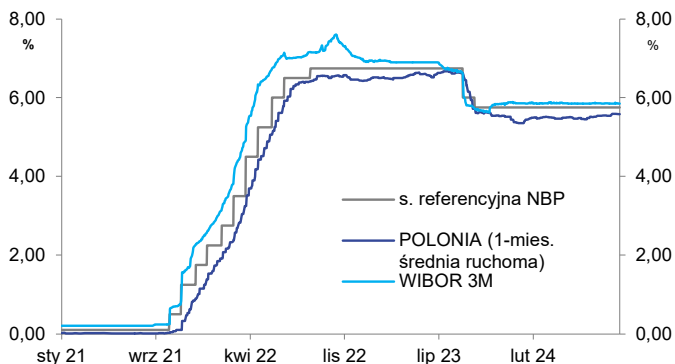
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

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
wtorek 17 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	sie	1,0% m/m	-0,2% m/m	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa	sie	-0,6% m/m	0,2% m/m	-
środa 18 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
20:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	wrz	5,25% – 5,50%	5,00% – 5,25%	5,00% – 5,25%
20:00	US	Projekcje makroekonomiczne członków FOMC	wrz	-	-	-
20:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	wrz	-	-	-
czwartek 19 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	sie	-0,4% r/r	-0,3% r/r	-0,4% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	sie	10,6% r/r	10,9% r/r	11,1% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	sie	2,2% r/r	0,0% r/r	-0,6% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	sie	-4,8% r/r	-4,8% r/r	-5,0% r/r
13:00	US	Decyzja Banku Anglii dot. stóp procentowych	wrz	5,00%	5,00%	-
poniedziałek 23 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	wrz	42,4 pkt.	-	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	wrz	51,2 pkt.	-	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	wrz	45,8 pkt.	-	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	wrz	52,9 pkt.	-	-
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	sie	-1,4% r/r	-6,5% r/r	-8,2% r/r
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	sie	4,4% r/r	3,6% r/r	4,0% r/r
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	sie	8,3% r/r	8,0% r/r	8,1% r/r

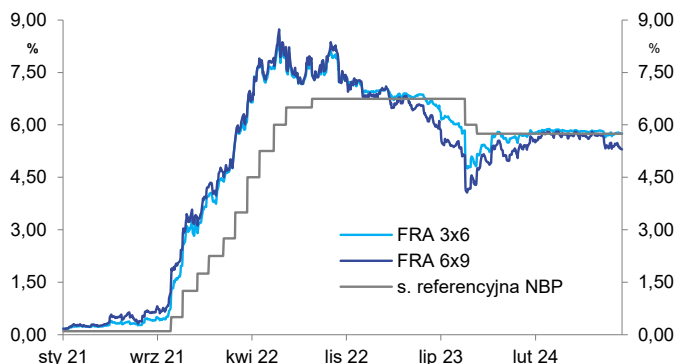
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

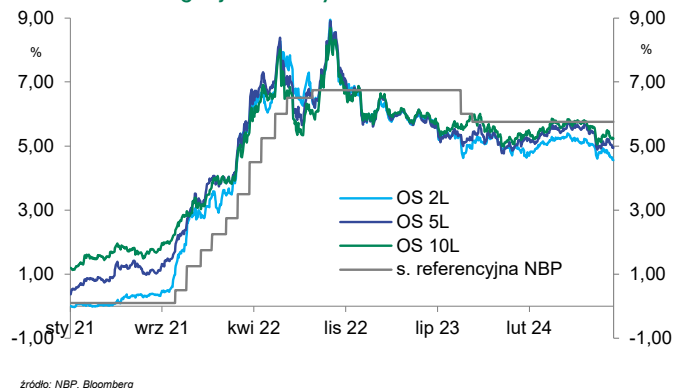
Krajowe stopy procentowe



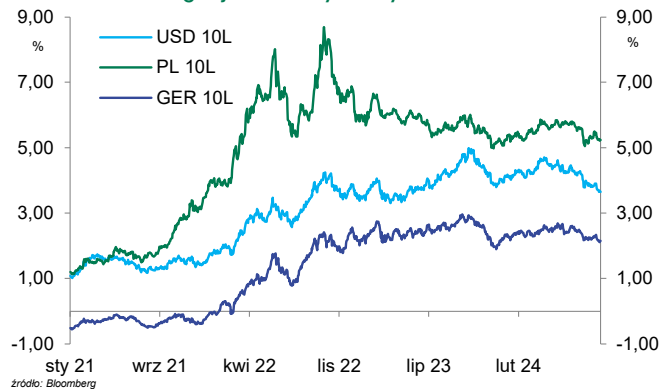
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



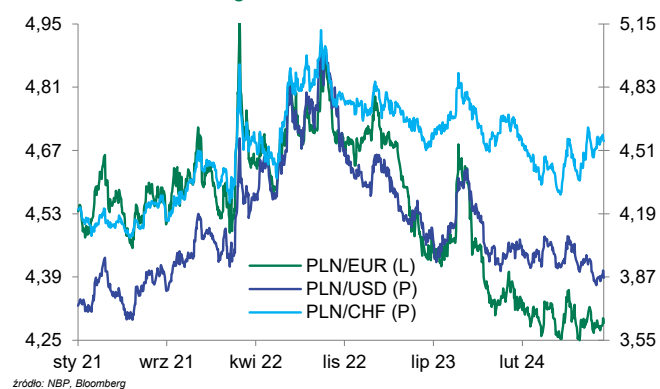
Rentowności obligacji skarbowych – Polska



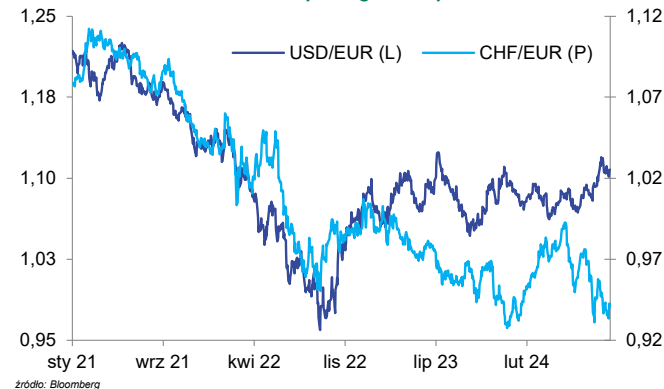
Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



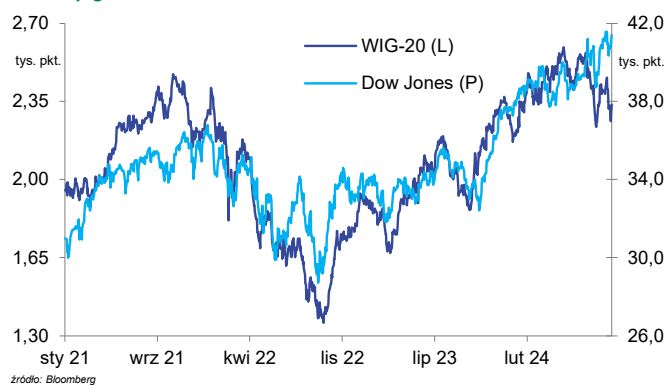
Notowania kursu złotego



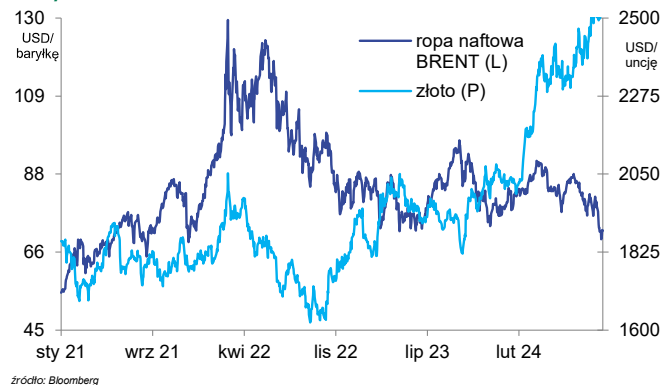
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

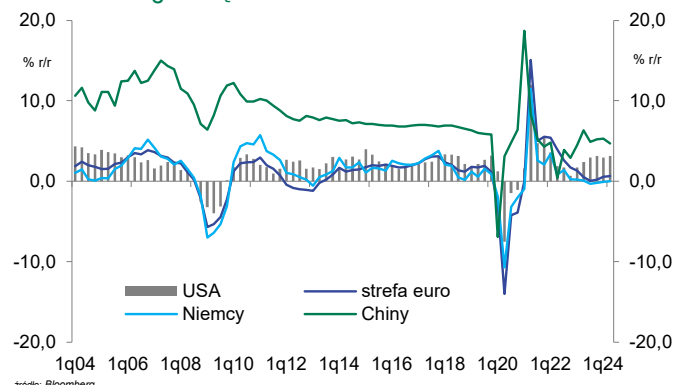


Ceny surowców

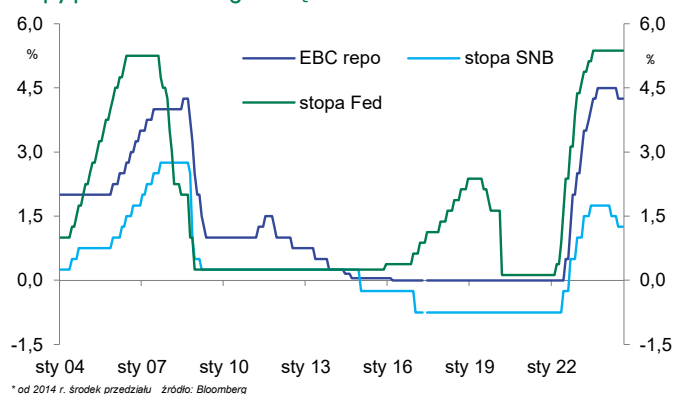


Sfera realna

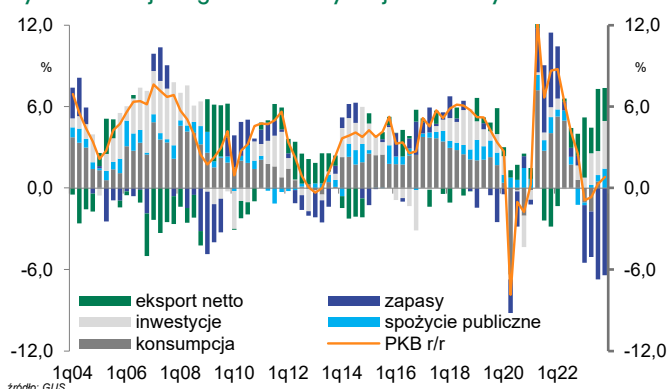
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



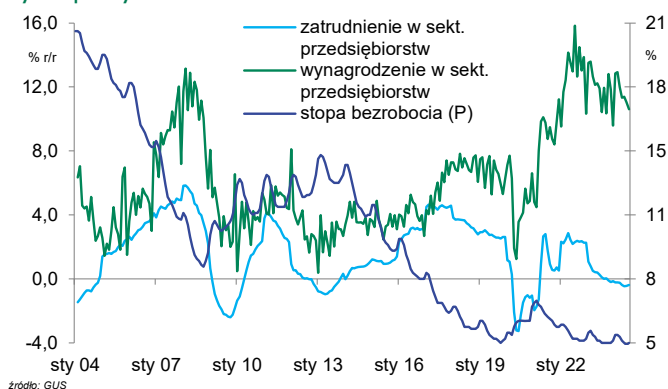
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



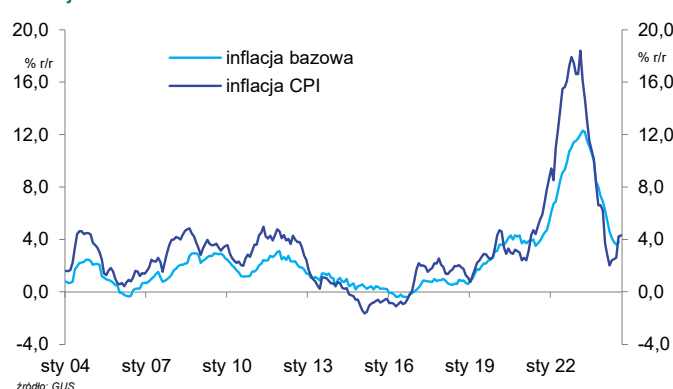
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



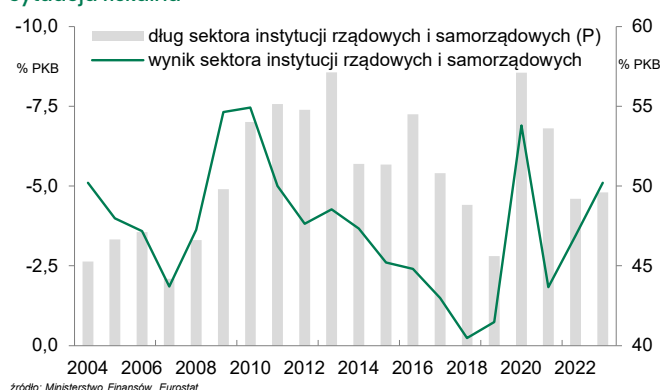
Rynek pracy



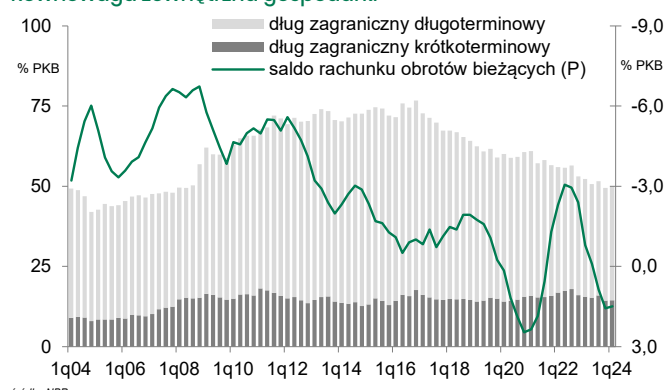
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.08.2024	06.09.2024	13.09.2024	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	5,86	5,85	5,85	5,85	5,85
FRA 3x6	%	5,77	5,76	5,75	-	-	-
FRA 6x9	%	5,43	5,36	5,30	-	-	-
FRA 9x12	%	5,00	4,87	4,73	-	-	-
IRS 2L	%	5,09	4,97	4,85	-	-	-
IRS 5L	%	4,58	4,44	4,32	-	-	-
IRS 10L	%	4,67	4,52	4,43	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,77	4,65	4,56	4,80	4,85	4,85
Obligacje skarbowe 5L	%	5,14	5,03	4,95	5,10	5,05	5,00
Obligacje skarbowe 10L	%	5,40	5,25	5,23	5,30	5,25	5,20
PLN/EUR	PLN	4,28	4,28	4,29	4,32	4,33	4,35
PLN/USD	PLN	3,86	3,85	3,87	3,96	3,99	4,03
PLN/CHF	PLN	4,55	4,58	4,56	4,50	4,51	4,53
USD/EUR	USD	1,11	1,11	1,11	1,09	1,09	1,08
Stopa Fed	%	5,50	5,50	5,50	5,25	5,00	4,75
Stopa depozytowa EBC	%	3,75	3,75	3,50	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	3,71	3,65	3,85	3,80	3,75
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,30	2,17	2,15	2,20	2,15	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.