Analizy makroekonomiczne

KOMENTARZ TYGODNIOWY

29 lipca 2024

Oczekiwanie na złagodzenie retoryki FOMC.

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

- Przez większą część minionego tygodnia utrzymywały się słabsze nastroje rynkowe i wyprzedaż aktywów o wyższym profilu ryzyka, choć skala tych zmian była już mniejsza niż tydzień wcześniej. Jednocześnie piątkowa poprawa nastrojów ograniczyła skalę spadków / pozwoliła na wzrosty cen poszczególnych aktywów w skali tygodnia.

- Spadki cen akcji w pierwszych dniach tygodnia koncentrowały się w grupie spółek technologicznych, kontynuując korektę (po kilku miesiącach wzrostów). Trudno natomiast wskazać powód odwrócenia tego trendu na koniec tygodnia, trudno wskazywać na zależność od publikowanych danych makroekonomicznych. Ostatecznie globalny indeks giełdowy MSCI obniżył się w całym tygodniu o 0,9%, spadając o 0,9% w USA oraz o 1,4% w grupie rynków wschodzących, z kolei rosnąc o 0,2% w strefie euro.

- Wydaje się, że ograniczony wpływ na sytuację rynkową miała w minionym tygodniu i na początku tygodnia bieżącego sytuacja polityczna w USA (poparcie partii Demokratycznej dla Kamali Harris jako kandydatki w wyborach prezydenckich w USA) oraz geopolitycznej (m.in. sobotni atak rakietowy na północy Wzgórz Golan).

- Tak jak w tygodniu minionym, pomimo wyprzedaży na rynkach akcji, ceny obligacji skarbowych na rynkach bazowych obniżały się tylko na krótkim końcu krzywej dochodowości. Spadki rentowności 2-latek (ok. 15 pkt. baz.) wspierały publikacje danych i wzmocnienie oczekiwań na luzowanie polityki pieniężnej Fed i EBC. W okresie podwyższonej awersji do ryzyka na stabilnym poziomie utrzymywały się natomiast rentowności obligacji 10-letnich, a ich spadki pojawiły się dopiero pod koniec tygodnia, paradoksalnie wraz z poprawą nastrojów. Trudno także zmiany cen obligacji o dłuższym terminie zapadalności tłumaczyć publikacjami danych, gdyż akurat dane z USA publikowane w czwartek i piątek raczej zaskakiwały pozytywnie. Skala tych spadków była jednak wciąż wyraźnie niższa (ok. 5 pkt. baz.), co powodowało dalsze wystromienie krzywej dochodowości.

- Publikowane w minionym tygodniu dane ze sfery realnej wskazały na ponowne nasilenie różnic geograficznych koniunktury gospodarczej. Po wyraźnym spadku w czerwcu, lipcowe indeksy koniunktury w strefie euro jeszcze silniej obniżyły się, głównie w sektorze usługowym (do 51,9 pkt. z 52,8 pkt.), ale także przemysłowym (o 0,3 pkt. do 45,6 pkt.). Szczególnie niepokojący jest dalszy silny spadek (o 0,9 pkt. do jedynie 42,6 pkt.) indeksu koniunktury w przemyśle niemieckim. Wskaźniki koniunktury wskazują na ryzyko wyraźnego osłabienia wzrostu / stagnacji gospodarki europejskiej w połowie br.

- Choć generalnie utrzymuje się trend lekkiego osłabienia aktywności w USA (szczególnie wobec bardzo silnej aktywności w II poł. ub.r.), to dane publikowane w minionym tygodniu zaskoczyły pozytywnie. Wstępny szacunek PKB w II kw. na poziomie 2,8% kw/kw SAAR przekroczył prognozy rynkowe oraz wyniki za I kw. (1,4%), przy nieco mocniejszej konsumpcji prywatnej oraz wyraźnie mocniejszych

inwestycjach przedsiębiorstw. Stabilną sytuację konsumentów potwierdziły także czerwcowe dane dot. wydatków i dochodów gospodarstw domowych. Bazowy wskaźnik PCE zgodnie z oczekiwaniami utrzymał się na majowym poziomie 2,6% r/r.

- Sytuacja na krajowym rynku finansowym podążała w minionym tygodniu za nastrojami globalnymi, tj. w pierwszej części tygodnia obniżał się indeks WIG, a złoty utrzymywał się na słabszym poziomie, po czym pod koniec tygodnia aktywa zyskiwały na wartości. W skali tygodnia indeks WIG obniżył się o 2,2%, a kurs złotego w relacji do koszyka walut wzmocnił się o 0,2%. Rentowności krajowych obligacji skarbowych obniżyły się minimalnie, podobnie jak stawki IRS oraz dłuższych FRA.

- Bez wpływu na sytuację rynkową pozostało oficjalne ogłoszenie przez Radę UE objęcia Polski (oraz 6 innych krajów) procedurą nadmiernego deficytu. Taka decyzja była od wielu miesięcy oczekiwana, a bardziej istotne będą ostateczne wytyczne / decyzje dot. ścieżki wyników fiskalnych, w tym na ile wystarczające dla redukcji deficytu będzie wygaszanie części wydatków (jak np. wydatków związanych z ograniczeniem wzrostu cen energii), a na ile konieczne będą głębsze redukcje wydatków / podwyżki podatków w dłuższym okresie.

- Początek bieżącego tygodnia wskazuje na bardziej neutralne nastroje na globalnym rynku, stąd trudno wskazywać na jednoznacznie zakończenie korekty na rynkach akcji. Z drugiej strony być może większe znaczenie dla rynków w bieżącym tygodniu będą miały czynniki makroekonomiczne, w tym przede wszystkim posiedzenie FOMC. Oczekujemy, że komitet FOMC utrzyma niezmienione stopy procentowe, w tym stopę funduszy federalnych na poziomie 5,25% - 5,50%, jednocześnie złagodzi przekaz i otworzy opcję dla wrześniowej obniżki stóp, pod warunkiem utrzymania niższych odczytów inflacji w kolejnych dwóch miesiącach.

- Pod koniec tygodnia opublikowane zostaną także lipcowe dane z amerykańskiego rynku pracy oraz indeksy koniunktury w USA oraz w Chinach. Istotna z punktu widzenia prognozy wrześniowej decyzji EBC będzie natomiast publikacja wstępnego szacunku lipcowej inflacji HICP w strefie euro.

- W środę opublikowany zostanie szacunek *flash* inflacji CPI w Polsce za lipiec. Oczekujemy skokowego wzrostu inflacji do 4,4% r/r z 2,6% w czerwcu wyłącznie pod wpływem podwyżek cen nośników energii (w związku ze zmianami ustawowymi dot. maksymalnych poziomów cen). Taki wynik, zgodny z powszechnymi oczekiwaniami już od wielu miesięcy, w tym uwzględniany w prognozach NBP, nie będzie miał jednak wpływu na retorykę RPP, stąd nie powinien wpływać na sytuację rynkową.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Wstępny szacunek *flash* wskaźnika inflacji CPI w lipcu (31 lipca)**

Wstępnie szacujemy, że wskaźnik CPI w lipcu wzrośnie do 4,4% r/r wobec 2,6% r/r w czerwcu. Powodem skokowego wzrostu inflacji jest lipcowa podwyżka cen nośników energii. Zgodnie z ustawą, od lipca podwyższona została maksymalna cena za energię elektryczną, podwyższone zostały ustawowe limity cen za ciepło a ceny gazu zostały całkowicie odmrożone. Na podstawie dostępnych informacji regulacyjnych założyliśmy blisko 25-procentowy wzrost cen energii, 20-procentowy wzrost cen gazu oraz 5-procentowy wzrost cen za energię cieplną. Szacujemy, że te podwyżki spowodują wzrost inflacji CPI o 1,7 pkt. proc. W lipcu niewielkich zmian oczekujemy w pozostałych kategoriach, tj. lekkiego wzrostu (do 2,8% r/r z 2,5% r/r) inflacji cen żywności (wpływ na CPI +0,1 pkt. proc.) oraz lekkiego spadku wskaźnika inflacji bazowej (do 3,5% r/r z 3,6%, wpływ na CPI -0,1 pkt. proc.).

- **Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (30-31 lipca)**

Oczekujemy, że komitet FOMC utrzyma stopy procentowe na niezmienionym poziomie, w tym stopę funduszy federalnych w przedziale 5,25% - 5,50%. Stabilizacja stóp procentowych jest powszechnie oczekiwanym scenariuszem, stąd bardziej wyczekiwanym wydarzeniem będzie konferencja prasowa prezesa Powella.

W ostatnich tygodniach istotnie wzrosły oczekiwania rynkowe na obniżkę stóp procentowych Fed na kolejnym posiedzeniu komitetu we wrześniu. Wyraźnie niższe wskaźniki inflacji za maj i czerwiec przy mniej optymistycznych danych ze sfery realnej wzmocniły oczekiwania na zmaterializowanie się scenariusza silniejszego spadku inflacji w średnim okresie.

Biorąc pod uwagę opublikowane dane inflacyjne oraz dotychczasowe wypowiedzi prezesa Fed J. Powell'a oczekujemy pewnego złagodzenia komunikatu oraz retoryki prezesa podczas konferencji i wskazania na „większą pewność członków FOMC co do perspektyw spadku inflacji". Z drugiej strony, biorąc pod uwagę dużą zmienność publikowanych w ostatnich miesiącach danych zakładamy, że te zmiany w komunikacji nie będą „zapowiadały" wrześniowej obniżki, a komitet wciąż luzowanie polityki pieniężnej będzie uzależniał od napływających danych. Sądzimy, że warunkiem wrześniowej obniżki stóp będzie utrzymanie niższego wskaźnika inflacji za lipiec i sierpień (publikacje danych przez wrześniowym posiedzeniem FOMC).

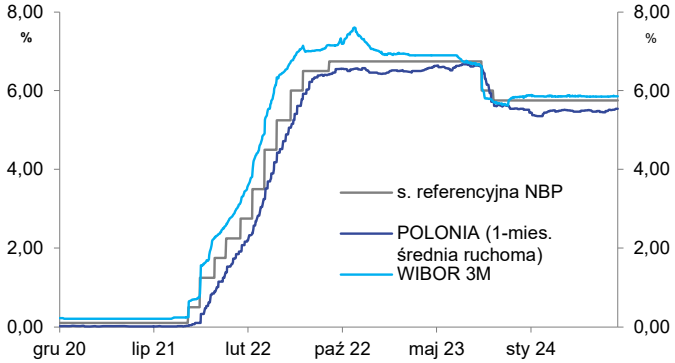
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 30 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	DE	Dynamika PKB (wst.)	II kw.	0,2% kw/kw	0,1% kw/kw	-
11:00	EMU	Dynamika PKB (wst.)	II kw.	0,3% kw/kw	0,2% kw/kw	-
środa 31 lipca			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	lip	49,5 pkt.	49,4 pkt.	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	lip	50,5 pkt.	50,2 pkt.	-
10:00	**PL**	**Inflacja CPI**	**lip**	**2,6% r/r**	**-**	**4,4% r/r**
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	lip	2,5% r/r	2,5% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	lip	2,9% r/r	2,8% r/r	-
20:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	lip	5,25% - 5,50%	5,25% - 5,50%	5,25% - 5,50%
20:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	lip	-	-	-
czwartek 1 sierpnia			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	lip	51,8 pkt.	51,5 pkt.	-
09:00	**PL**	**Indeks koniunktury PMI – przemysł**	**lip**	**45,0 pkt.**	**-**	**44,8 pkt.**
13:00	EN	Decyzja Banku Anglii (BoE) dot. stóp procentowych	lip	5,25%	5,00%	-
14:30	CZ	Decyzja Czeskiego Banku Centralnego (CNB) dot. stóp procentowych	lip	4,75%	4,50%	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	lip	48,5 pkt.	48,9 pkt.	-
piątek 2 sierpnia			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	lip	136 tys.	187,5 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	lip	4,1%	4,1%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	lip	3,9% r/r	3,7% r/r	-
poniedziałek 5 sierpnia			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	lip	51,2 pkt.	51,0 pkt.	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	lip	48,8 pkt.	51,0 pkt.	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki - mediana ankiety Parkietu

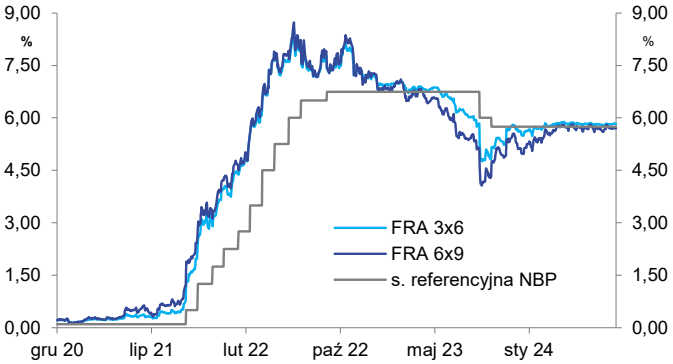
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



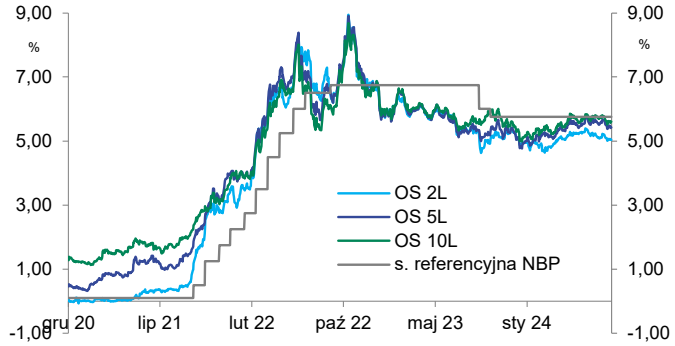
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



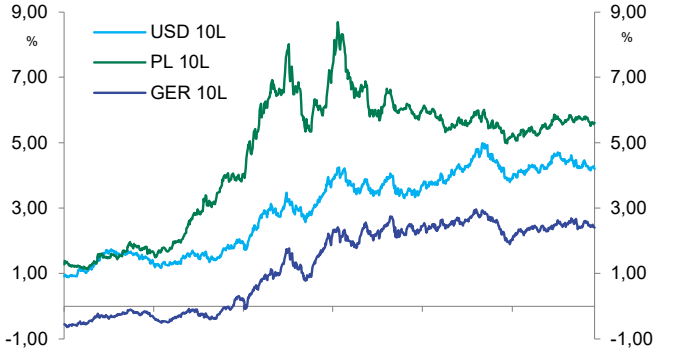
źródło:NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



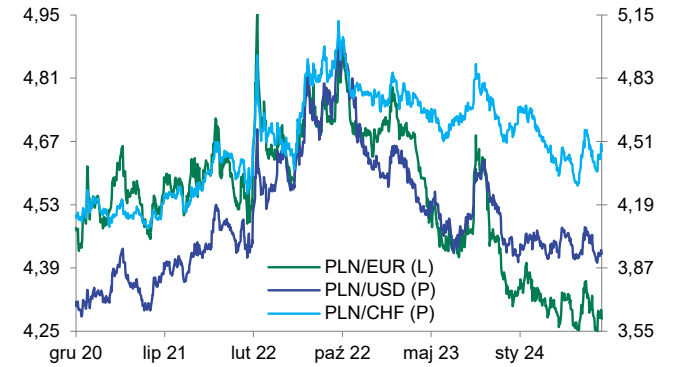
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



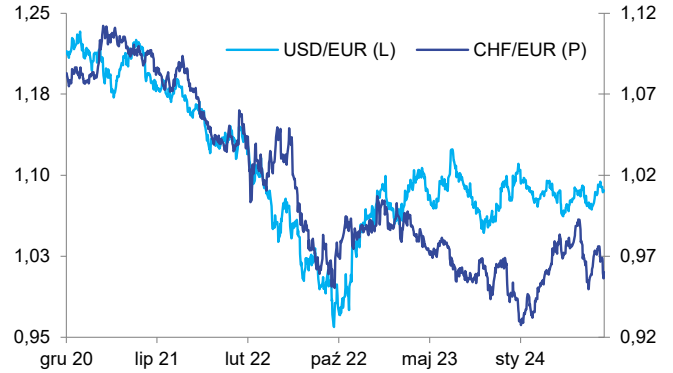
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



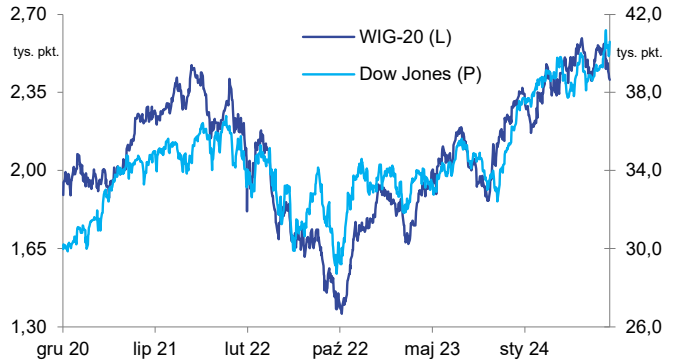
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



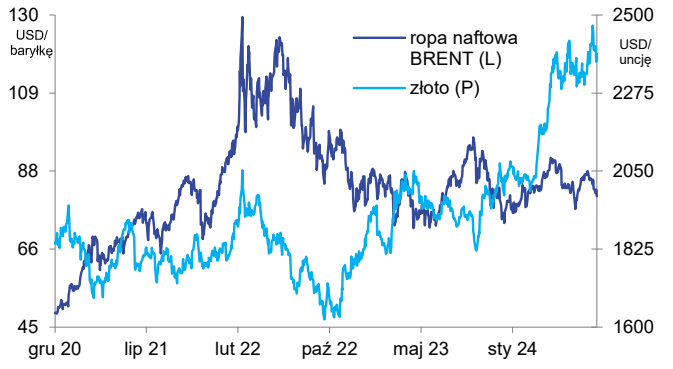
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

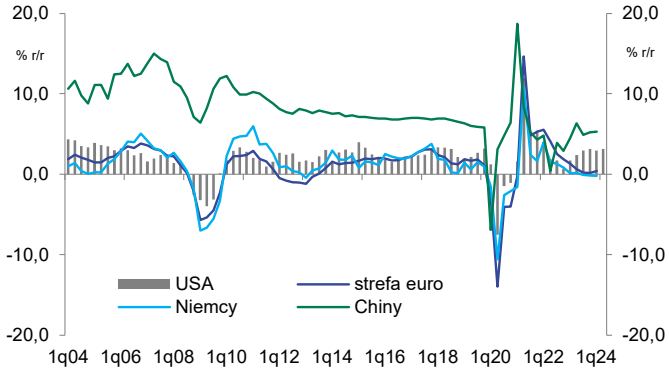
Ceny surowców



źródło: Bloomberg

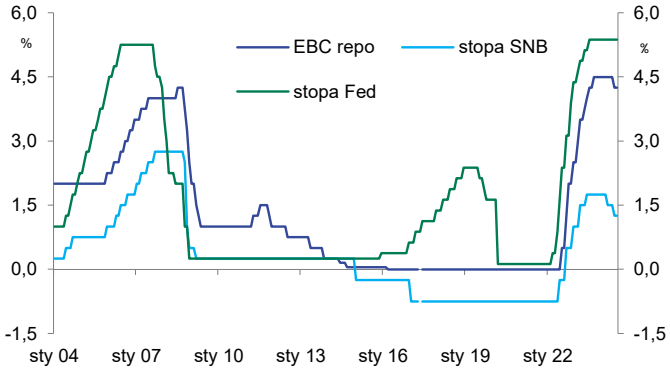
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



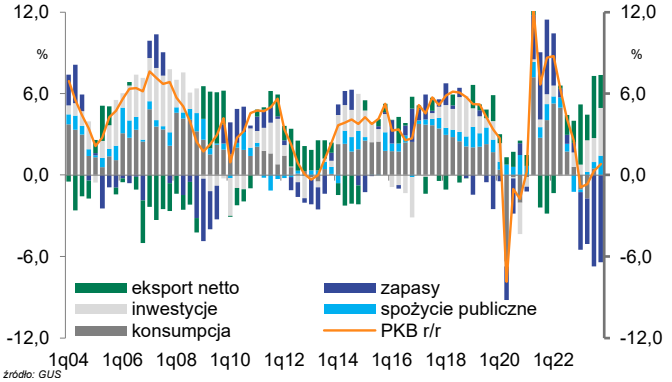
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych

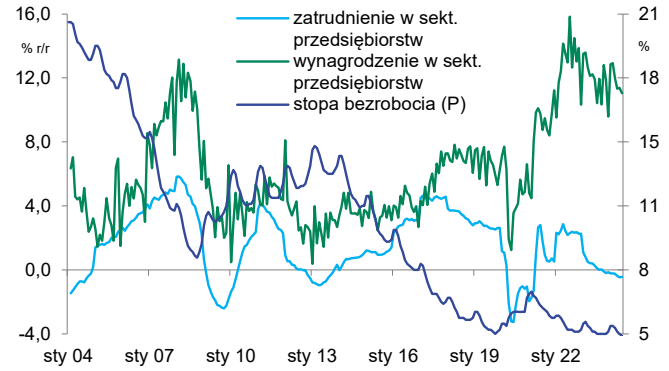


źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna

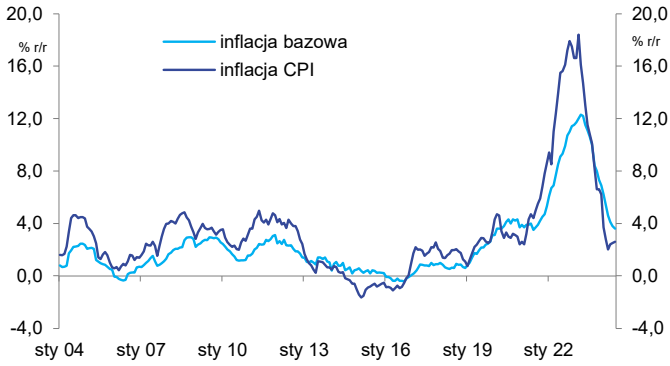
źródło: GUS

Rynek pracy



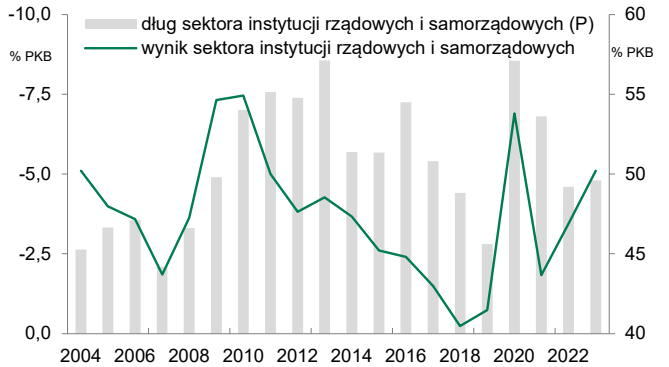
źródło: GUS

Inflacja



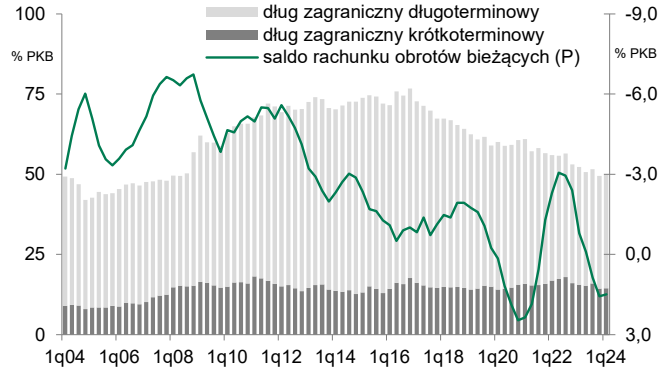
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.06.2024	19.07.2024	26.07.2024	31.08.2024	30.09.2024	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	5,86	5,90	5,90	5,90
FRA 3x6	%	5,79	5,83	5,83	-	-	-
FRA 6x9	%	5,65	5,72	5,71	-	-	-
FRA 9x12	%	5,35	5,44	5,40	-	-	-
IRS 2L	%	5,42	5,44	5,39	-	-	-
IRS 5L	%	5,03	4,98	4,94	-	-	-
IRS 10L	%	5,16	5,06	5,03	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,09	5,06	5,03	5,10	5,10	5,10
Obligacje skarbowe 5L	%	5,53	5,48	5,43	5,45	5,40	5,20
Obligacje skarbowe 10L	%	5,72	5,62	5,61	5,60	5,55	5,25
PLN/EUR	*PLN*	4,31	4,29	4,28	4,30	4,33	4,40
PLN/USD	*PLN*	4,03	3,95	3,94	3,97	4,01	4,09
PLN/CHF	*PLN*	4,48	4,44	4,46	4,44	4,49	4,58
USD/EUR	*USD*	1,07	1,09	1,09	1,08	1,08	1,08
Stopa Fed	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25	5,00
Stopa depozytowa EBC	%	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50	3,25
Stopa SNB	%	1,25	1,25	1,25	1,25	1,00	1,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,40	4,24	4,19	4,15	4,10	3,80
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,49	2,46	2,40	2,40	2,30	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.