

KOMENTARZ TYGODNIOWY

26 sierpnia 2024

Prezes Powell zapowiedział wrześniową obniżkę stóp, dane z rynku pracy przesądzą o jej skali.

- Najważniejszym wydarzeniem minionego tygodnia było piątkowe wystąpienie prezesa Fed Jerome Powella podczas corocznego sympozjum w Jackson Hole. Zgodnie z oczekiwaniami prezes *de facto* zapowiedział obniżkę stóp na najbliższym, wrześniowym posiedzeniu FOMC wskazując, że „nadszedł czas na dostosowania w polityce pieniężnej”.
- Choć podczas lipcowej konferencji prasowej prezes Fed jednoznacznie wskazywał, że komitet FOMC nie zapowiada żadnych działań, gdyż będą one zależne od napływających danych, to już zdecydowanie bardziej „gołębi” wydźwięk miała publikacja stenogramu z tego posiedzenia. Wskazała ona na generalne nastawienie komitetu na poluzowanie polityki monetarnej, co ostatecznie zostało przypieczętowane przez prezesa Fed w Jackson Hole.
- Na podstawie wypowiedzi Powella nie mamy podstaw do zmiany naszego scenariusza wrześniowej redukcji stóp o 25 pkt. baz. Prezes Fed powiedział, że osłabienie koniunktury na rynku pracy jest wyraźne, to jednak nie przebiega przez kanał zwolnień pracowników, a raczej poprzez silniejszy wzrost podaży pracy przy osłabieniu wzrostu dostępnych miejsc pracy. Uważamy, że intencją prezesa Fed nie było wsparcie oczekiwań na większą skalę obniżek stóp, aczkolwiek też jej nie wykluczył, a na ostateczną decyzję FOMC najistotniejszy wpływ będzie miała przyszłotygodniowa publikacja danych z rynku pracy za sierpień. Wystąpienie prezesa Fed potwierdziło też, że obecnie FOMC bardziej będzie skupiać się na danych z rynku pracy niż na danych inflacyjnych. Ocenę bieżących trendów na rynku pracy utrudnia także nieco ubiegłotygodniowa informacja o silnej korekcie w dół szacunku liczby nowych miejsc pracy 12 – miesięcznym okresie kończącym się w marcu br. (ponad 800 tys.).
- Także stenogram z lipcowego posiedzenia EBC można uznać za „gołębi”, z wyraźnym wzrostem obaw członków rady o koniunkturę gospodarczą. Tych obaw raczej nie uspokoi ubiegłotygodniowa publikacja wskaźników PMI. Indeks koniunktury w przemyśle w sierpniu obniżył się do 45,6 pkt. Wskaźnik dla usług co prawda wzrósł o 1 pkt. do 51,2 pkt., jednak ten wzrost praktycznie w całości wynikał z silnego odbicia wskaźnika we Francji, co najpewniej wynikało z lipcowych igrzysk olimpijskich i miało charakter okresowy. Bardzo negatywny wydźwięk ma publikacja wskaźników dla Niemiec, gdzie indeks dla przemysłu obniżył się do zaledwie 42,1 pkt., a dla usług do 51,4 pkt.
- Sądzymy, że słabsze dane z gospodarki strefy euro przesądzą o redukcji stóp na posiedzeniu EBC we wrześniu (o kolejne 25 pkt. baz.), pomimo ograniczenia dotychczasowego tempa dezinflacji oraz wolniejszego spadku dynamiki wynagrodzeń. Choć zgodnie z opublikowanymi w minionym tygodniu danymi w II kw. wskaźnik dynamiki negocjowanych wynagrodzeń wyraźnie obniżył się do 3,6% z 4,7% w I kw., to ten spadek wynikał wyłącznie z jednostkowych silnych spadków wyników negocjacji w Niemczech, co nie daje pewności co do dalszego spadku.

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

- Choć prezes Powell nie „zapowiedział” redukcji stóp we wrześniu o 50 pkt. baz., a publikacje danych raczej można uznać za neutralne (np. dane tygodniowe z rynku pracy), to rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w USA obniżyły się o blisko 10 pkt. baz. do lokalnego minimum. Rentowności papierów niemieckich obniżyły się nieznacznie.
- Oczekiwania na poluzowanie polityki pieniężnej Fed przy jednocześnie stabilnych danych makroekonomicznych wsparło rynki akcji (wzrost globalnego indeksu MSCI o 1,5%) oraz osłabiło dolara – deprecjacja w relacji do koszyka walut o 0,7% i piątkowy wzrost kursu względem euro do 1,12 USD/EUR.
- Na poprawie globalnych nastrojów korzystał kurs złotego, który utrzymywał się poniżej 4,30 PLN/EUR, choć z drugiej strony już się nie umacniał. Także w przypadku rynku akcji pozytywne nastroje w mniejszym stopniu wspierały WIG, który w skali tygodnia nawet lekko stracił na wartości. W ograniczonym stopniu zmieniały się rentowności krajowych obligacji oraz stawki IRS.
- Obniżyły się natomiast stawki FRA, na co mogły wpłynąć ubiegłotygodniowe wypowiedzi prezesa NBP oraz opublikowane dane z polskiej gospodarki. W wywiadzie dla PAP prezes Głapiński powiedział, że być może zasadne będzie rozważenie redukcji stóp przed 2026 r., z kolei L. Kotecki powiedział, że redukcje stóp będą możliwe na początku 2025 r. Na rozważania wcześniejszych obniżek stóp wpłynęły większe obawy dot. rozwoju krajowej sytuacji gospodarczej.
- Perspektyw przyspieszenia wzrostu gospodarczego nie wspierają opublikowane dane ze sfery realnej polskiej gospodarki. Większość wskaźników (produkcja w przemyśle i budownictwie) poprawiły się, ale wynikało to wyłącznie z czynników sezonowych. Wykluczając wpływ tych czynników można wskazać na: – wciąż stagnacyjne trendy w [przemyśle](#), – jedynie ograniczenie spadków [produkcji w budownictwie](#), – wyhamowanie wzrostów [sprzedaży detalicznej](#) (potwierdzające ograniczony potencjał dalszego wzrostu konsumpcji prywatnej). Te dane w połączeniu z słabszymi danymi dot. niemieckiego przemysłu wpisują się w prognozę ograniczonego potencjału dla dalszych wzrostów dynamiki PKB. Choć jest szansa na stopniową poprawę inwestycji publicznych, to już nierosnąca konsumpcja prywatna, bardzo słabe nastroje inwestycyjne firm prywatnych i słaby popyt zewnętrzny, będą hamować przyspieszenie aktywności w nadchodzących miesiącach.
- W warunkach ograniczonego popytu i wciąż wysokich kosztów pracy (lipcowy spadek dynamiki płac w decydującym stopniu pod wpływem zmian terminów wypłat premii w górnictwie) utrzymuje się [niskie tempo zatrudnienia](#). Dodatkowo w połowie roku przestała obniżać się (zmiany m/m SA) liczba bezrobotnych. Choć nie oczekujemy (biorąc pod uwagę wątki demograficzne i bazowy scenariusz sytuacji cyklicznej) silnego wzrostu bezrobocia w kolejnych kwartałach, to niższy wzrost dochodów i mniej optymistyczna sytuacja na rynku pracy osłabi tempo wzrostu konsumpcji prywatnej w dłuższym okresie.
- W tym tygodniu ważne będą dane nt. lipcowej inflacji PCE w USA oraz wydatków konsumentów. Z drugiej strony rynki zapewne będą już czekały na przyszłotygodniową publikację sierpniowych danych z rynku pracy. Pod koniec bieżącego tygodnia opublikowane zostaną ponadto wskaźniki PMI w Chinach, ważne z punktu widzenia tendencji w globalnym przemyśle.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- Wstępny szacunek *flash* wskaźnika inflacji CPI w sierpniu (30 siernia)

Wstępnie szacujemy, że wskaźnik CPI w sierpniu lekko obniżył się do 4,0–4,1% r/r wobec w 4,2% w lipcu. Powodem lekkiego obniżenia inflacji jest miesięczny spadek cen paliw (–1,0% m/m) wobec wyraźnego, blisko 2-procentowego wzrostu w sierpniu ub.r. (tzw. wysoka statystyczna baza odniesienia). O ostatecznej skali obniżenia inflacji zdecyduje zachowanie cen żywności. Jeśli spadną, podobnie jak przed rokiem, o 1% m/m, to sierpniowy wskaźnik CPI wyniesie ok. 4,0% r/r, jeśli w mniejszej skali, to CPI ukształtuje się w okolicach 4,1% r/r.

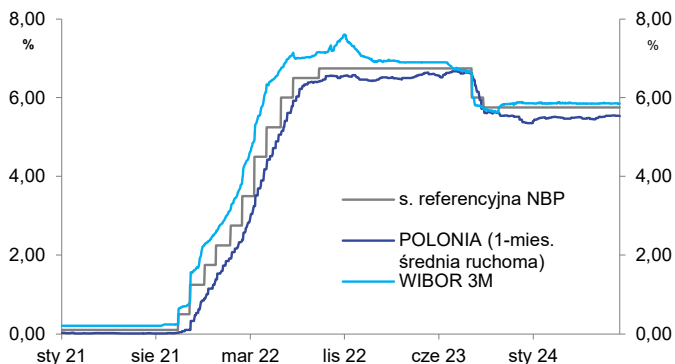
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 26 sierpnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Stopa bezrobocia	lip	4,9%	4,9%	4,9%
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo	sie	87,0 pkt.	86,0 pkt.	-
wtorek 27 sierpnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Dynamika PKB (ost.)	II kw.	-0,1% kw/kw (wst.)	-	-
14:00	HU	Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych	sie	6,75%	6,75%	-
czwartek 29 sierpnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Dynamika PKB (ost.)	II kw.	3,2% r/r (wst.)	-	3,2% r/r
14:30	US	Dynamika PKB (II szac.)	II kw.	2,8% kw/kw (wst.)	-	-
piątek 30 sierpnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Inflacja CPI	sie	4,2% r/r	-	4,0% - 4,1% r/r
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	sie	2,6% r/r	2,2% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	sie	2,9% r/r	2,8% r/r	-
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych	lip	0,2% m/m	0,2% m/m	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych	lip	0,3% m/m	0,5% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE	lip	2,5% r/r	2,6% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	lip	2,6% r/r	2,7% r/r	-
sobota 31 sierpnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	sie	50,2 pkt.	50,0 pkt.	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	sie	49,4 pkt.	49,5 pkt.	-
poniedziałek 2 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	sie	49,8 pkt.	-	-
09:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł	sie	47,3 pkt.	-	46,5 pkt.

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

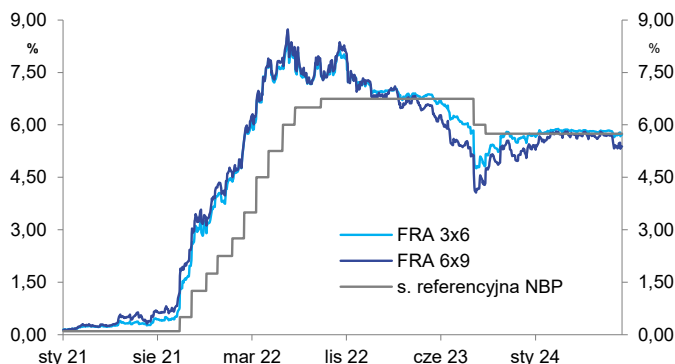
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



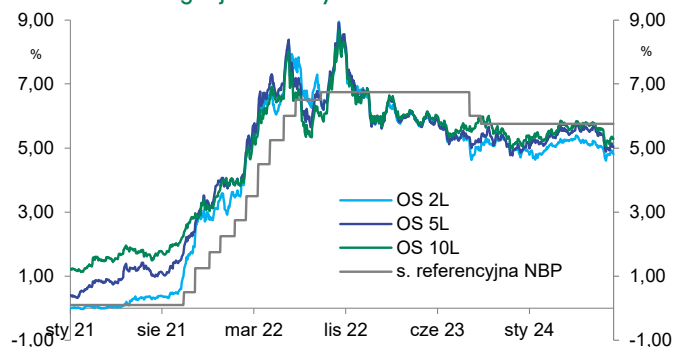
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



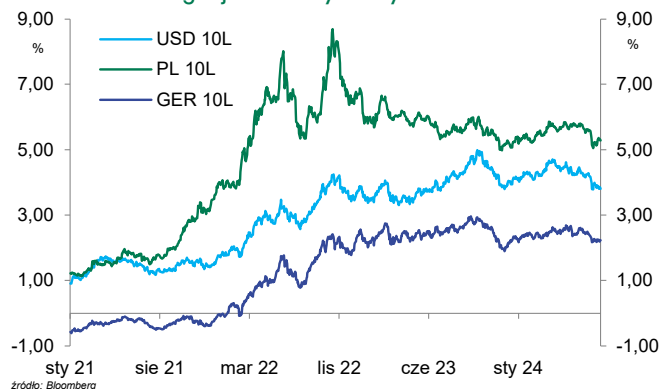
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



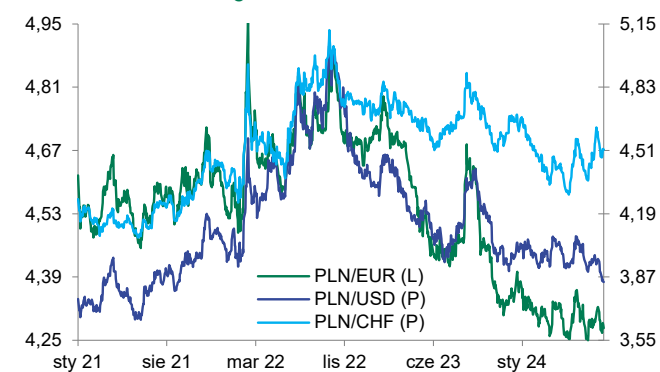
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



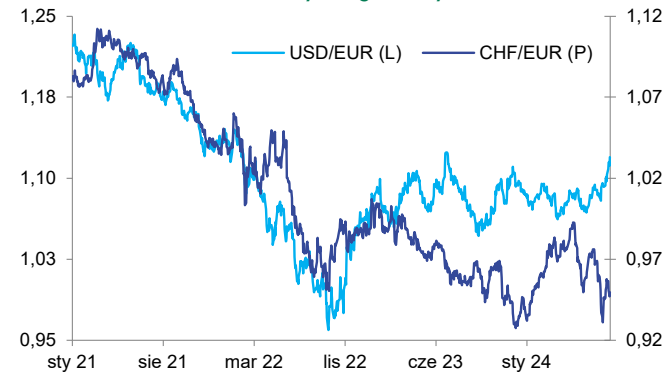
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



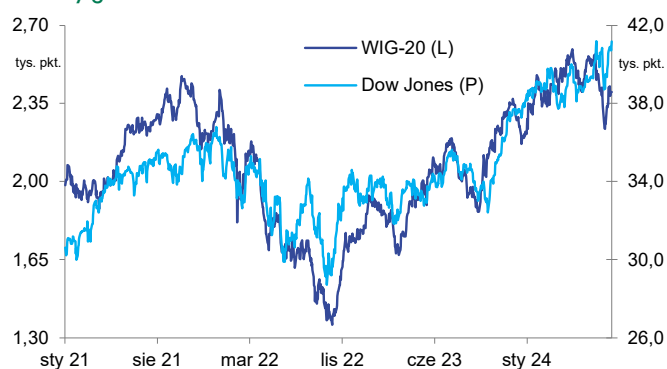
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



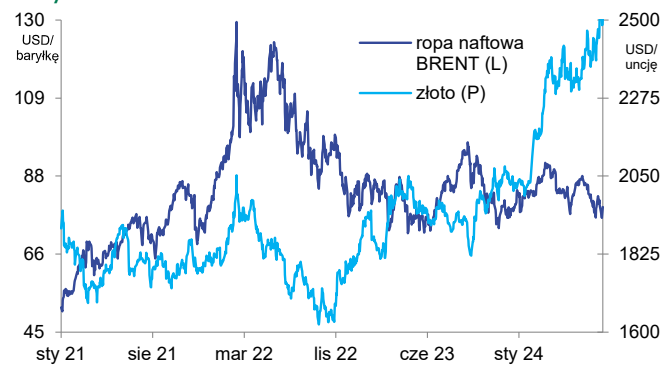
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



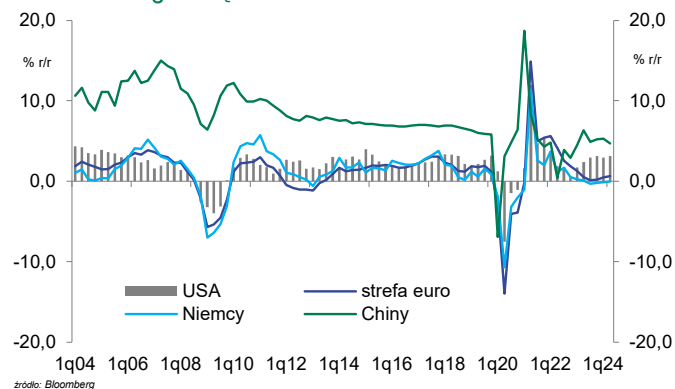
źródło: Bloomberg

2024-08-26

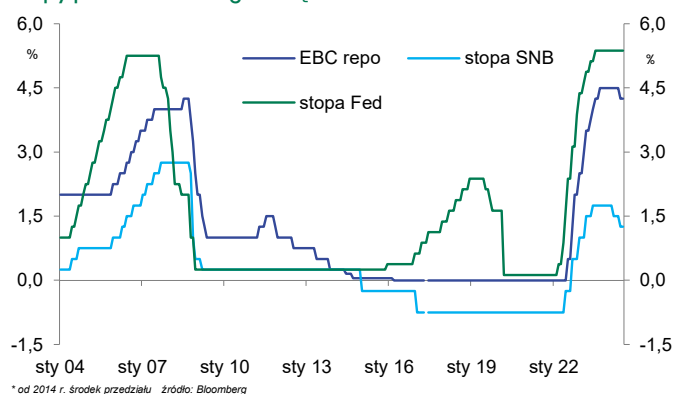
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

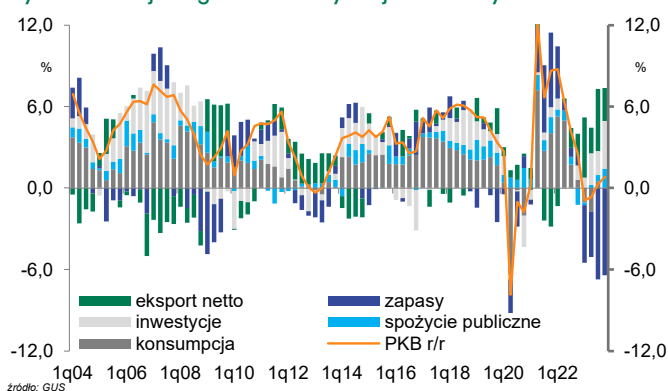
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



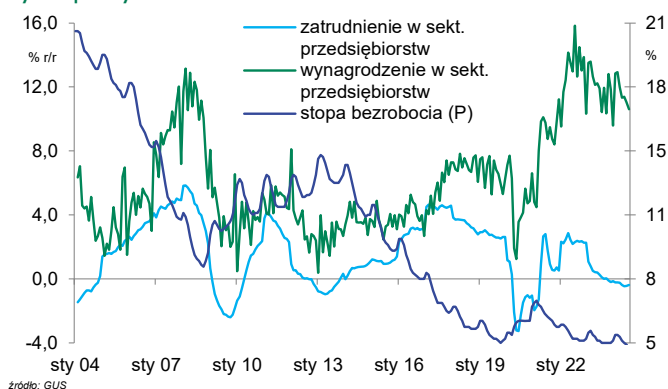
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



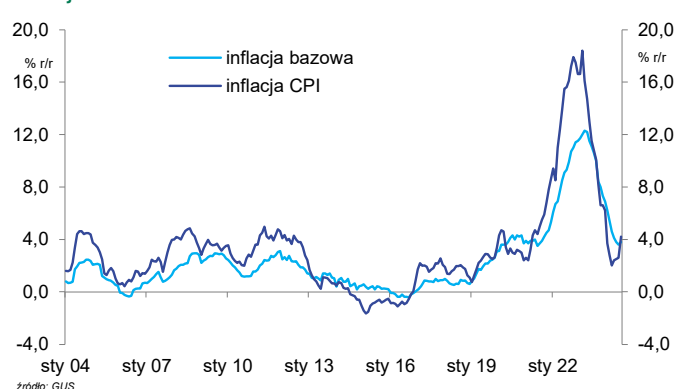
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



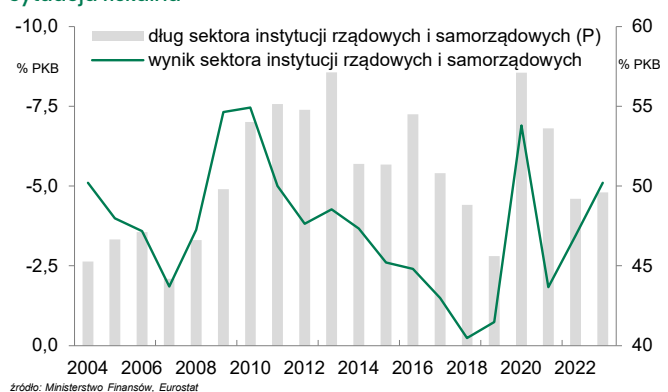
Rynek pracy



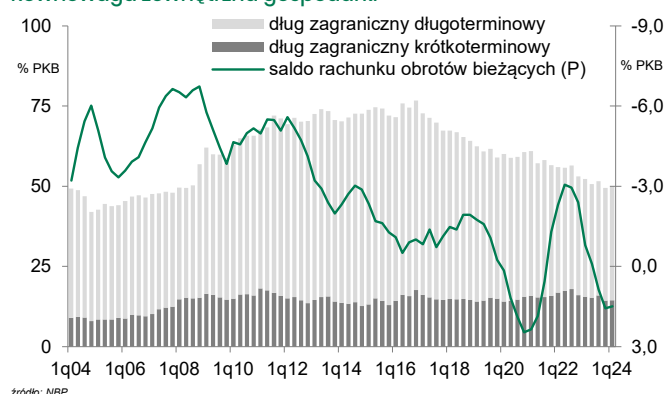
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.07.2024	16.08.2024	23.08.2024	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	5,86	5,85	5,90	5,90	5,90
FRA 3x6	%	5,81	5,77	5,72	-	-	-
FRA 6x9	%	5,67	5,47	5,38	-	-	-
FRA 9x12	%	5,27	5,05	4,91	-	-	-
IRS 2L	%	5,28	5,07	5,00	-	-	-
IRS 5L	%	4,74	4,50	4,47	-	-	-
IRS 10L	%	4,81	4,58	4,54	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,91	4,87	4,81	4,85	4,90	4,90
Obligacje skarbowe 5L	%	5,22	5,09	5,03	5,15	5,10	5,00
Obligacje skarbowe 10L	%	5,40	5,30	5,29	5,25	5,20	5,15
PLN/EUR	PLN	4,30	4,27	4,28	4,30	4,32	4,35
PLN/USD	PLN	3,97	3,89	3,85	3,93	3,96	4,03
PLN/CHF	PLN	4,50	4,48	4,51	4,50	4,50	4,53
USD/EUR	USD	1,08	1,10	1,12	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	3,88	3,80	3,90	3,85	3,75
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,30	2,24	2,22	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.