

KOMENTARZ TYGODNIOWY

12 sierpnia 2024

Uspokojenie nastrojów rynkowych po „recesyjnej” panice. Teraz oczekiwana inflacja w USA.

- Miniony tydzień przyniósł uspokojenie globalnych nastrojów rynkowych po wcześniejszym skokowym wzroście awersji do ryzyka. W pierwszych dniach sierpnia nastroje rynkowe gwałtownie pogorszyły się w reakcji na publikację słabych lipcowych danych z rynku pracy w USA. To wyzwoliło obawy rynkowe przed recesją w USA, której towarzyszyć będą szybkie i głębokie obniżki stóp Fed. Ochłonięciu rynkowych emocji pomogła najpierw ubiegłotygodniowa publikacja lepszego od oczekiwań wskaźnika koniunktury ISM w usługach w USA (51,4 pkt vs. 48,8 pkt. w czerwcu). Następnie jeszcze silniej nastroje rynkowe wsparła piątkowa publikacja niższej od oczekiwań tygodniowej liczby nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych (233 tys. vs. 250 tys. tydzień wcześniej).
- W rezultacie po kilkudniowej silnej korekcie rynkowej druga połowa minionego tygodnia przyniosła pozytywne odreagowanie na rynkach akcji. Wyraźnie wzrosły też rentowności obligacji po wcześniejszym silnym spadku.
- Na rynkach bazowych obligacji krzywe dochodowości przesunęły się praktycznie równolegle w górę. Rynek lekko skorygował skalę oczekiwanych obniżek stóp Fed w tym roku z ponad 110 pkt. baz. do 96 pkt. baz. W skali całego minionego tygodnia rentowności 10-letnich obligacji w USA wzrosły o 15 pkt. baz. do 3,94%, zaś w Niemczech, gdzie skala wcześniejszego spadku rentowności była znacznie mniejsza niż w USA – o 5 pkt. baz. do 2,22%. Jednocześnie rentowności obligacji na rynkach bazowych, w szczególności w USA, pozostają poniżej poziomów notowanych w lipcu, a skala oczekiwanych obniżek stóp Fed pozostaje wyraźnie większa od oczekiwań z pierwszej połowy lipca, kiedy to rynek dyskontował, że do końca roku stopy Fed zostaną obniżone łącznie o 50 pkt. baz.
- Po tąpnięciu indeksów pod koniec wcześniejszego i z początkiem minionego tygodnia w drugiej części minionego tygodnia rynki akcji odrobiły w całości wcześniejsze spadki. W rezultacie w skali całego tygodnia większość najważniejszych indeksów MSCI nie zmieniła się (rynek globalny, USA). Lekki wzrost odnotował indeks dla strefy euro, a niewielki tygodniowy spadek – indeks dla rynków wschodzących.
- Pomimo spadku oczekiwań co do skali obniżek stóp Fed kurs dolara kontynuował stopniowy trend deprecjacyjny, z dalszym lekkim osłabieniem dolara w relacji do koszyka walut (-0,4% w skali tygodnia). Jednocześnie w relacji do euro kurs dolara pozostał względnie stabilny w okolicach słabszego poziomu nieco powyżej 1,09 dolara za euro.
- Pozytywne odreagowanie nastrojów na globalnym rynku selektywnie wpłynęło na sytuację na krajowym rynku finansowym. W ślad za rynkami bazowymi wzrosły rentowności obligacji złotych. Z kolei na globalnym spadku awersji do ryzyka nie skorzystały rodzima giełda i kurs złotego.
- Na krajowym rynku obligacji krzywa dochodowości wypląszczyła się w wyniku silniejszego wzrostu rentowności obligacji 2-letnich (o 10 pkt. baz.), przy 6

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

pkt. wzrostu rentowności obligacji 10-letnich (powyżej 5,20%) i braku zmian rentowności obligacji 5-letnich. Kontynuowany był z kolei spadek notowań FRA odzwierciedlających oczekiwania co do przyszłych stóp procentowych NBP. Rynek obecnie w pełni wycenia obniżkę stóp procentowych NBP o 25 pkt. baz. w I kw. przyszłego roku.

- W minionym tygodniu złoty kontynuował lekki trend deprecjacyjny. W skali tygodnia kurs złotego osłabił się o 0,6% w relacji do koszyka walut. Na koniec tygodnia złoty ukształtował się na słabszym poziomie wobec euro (4,32 PLN/EUR) i wobec franka szwajcarskiego (4,57 PLN/CHF).
- Z kolei krajowy rynek akcji choć w drugiej połowie odbił się z wtorkowego dołka, to skala odbicia była bardzo słaba i w skali całego tygodnia WIG zanotował spadek o 2,5%, czyli powtórzył spadek z wcześniejszego tygodnia.
- Bieżące zachowanie rynków jest spójne z naszymi oczekiwaniami sformułowanymi przed tygodniem, że reakcja rynkowa na dane z amerykańskiego rynku pracy była zbyt gwałtowna. Ubiegłotygodniowe publikacje danych z USA przypominały jak zmienne od dłuższego czasu potrafią być dan nt. gospodarki USA, zatem formułowanie scenariuszy powinno odbywać się w oparciu o szeroki wachlarz informacji, o czym m.in. przypomniał prezes Powell po ostatnim posiedzeniu FOMC.
- W tych warunkach publikacje danych nt. gospodarki USA pozostaną obecnie w centrum uwagi rynkowej. W bieżącym tygodniu pierwszoplanowa będzie środowa publikacja wskaźnika lipcowej inflacji CPI (rynek oczekuje lekkiego obniżenia obu miar inflacji), a w dalszej kolejności czwartkowe publikacje sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej w USA w lipcu.
- Nieco mniej ważne z punktu widzenia bieżących zmian rynkowych, ale istotne z punktu widzenia szerszego obrazu gospodarki globalnej będą lipcowe dane ze sfery realnej gospodarki Chin (produkcja, sprzedaż detaliczna, inwestycje). Koniunktura w gospodarce chińskiej ma bowiem bardzo istotne znaczenie dla sytuacji w ogarniętym stagnacją światowym sektorze przemysłowym, istotnym z punktu widzenia trwałego powrotu aktywności gospodarczej na ścieżkę wzrostu, w szczególności w przypadku gospodarek europejskich.
- Na krajowym finansowym w bieżącym tygodniu poznamy w środę wstępny szacunek PKB za II kw. oraz ostateczny szacunek lipcowej inflacji CPI, z kolei na piątek zaplanowana jest publikacja lipcowego wskaźnika inflacji bazowej.
- Prognozujemy, że w II kw. PKB wzrósł o 2,8% r/r wobec wzrostu o 2,0% r/r w I kw. Szacujemy, że konsumpcja solidnie wzrosła (o 4,5% r/r) dzięki poprawie realnych dochodów do dyspozycji, ale już nie przyspieszyła. Niewielkich zmian oczekujemy także w zakresie inwestycji (spadek o 0,5% r/r), którym wciąż ciąży ograniczenie skali projektów współfinansowanych ze środków UE. W naszej ocenie za wzrost dynamiki PKB w II kw. odpowiadała będzie mniejsza niż we wcześniejszych kwartałach skala spadku zapasów. W przypadku publikacji inflacji CPI nie oczekujemy istotnych nowych informacji, szacujemy, że inflacja bazowa lekko wzrosła w lipcu do 3,7% r/r wobec 3,6% r/r w czerwcu.
- Jednocześnie mało prawdopodobne jest by publikacje z polskiej gospodarki znacząco wpłynęły na krajowy rynek. Zapewne pozostanie on pod wpływem tendencji globalnych, które, przy niskiej płynności krajowego rynku w „krótszym” świątecznym tygodniu, mogą poskutkować jego większą zmiennością.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• PKB w II kw. – szacunek wstępny (14 sierpnia)

Prognozujemy, że w II kw. PKB wzrósł o 2,8% r/r wobec wzrostu o 2,0% r/r w I kw. W zakresie najważniejszych składowych PKB nie oczekujemy istotnych zmian. Szacujemy, że dynamika spożycia gospodarstw domowych wciąż rośnie solidnie (o 4,5% r/r) dzięki poprawie realnych dochodów do dyspozycji. Jednocześnie dane dot. sprzedaży detalicznej, sygnały odbudowywania oszczędności gospodarstw domowych sugerują, że pomimo wzrostów dochodów bliskich rekordowym poziomom, dynamika wydatków w II poł. roku już nie przyspieszała. Niewielkich zmian oczekujemy także w zakresie nakładów brutto na środki trwałe (spadek o 0,5% r/r), którym wciąż ciąży ograniczenie skali projektów inwestycyjnych współfinansowanych ze środków UE oraz słabe nastroje inwestycyjne przedsiębiorstw prywatnych (mniej zależnych od kalendarza wydatkowania środków unijnych).

Poprawa wyników PKB w głównej mierze powinna wynikać z ograniczenia ujemnej kontrybucji zapasów, przy sygnałach zmniejszającej się skali ich dopasowania. Szacujemy, że pozytywny wpływ tej kategorii będzie silniejszy niż pogorszenie kontrybucji eksportu netto (w dominującej części samo pogorszenie efektem ograniczenia likwidacji zapasów, co mniej ciąży wynikom importu).

		2q23	3q23	4q23	1q24	2q24P
PKB		-0,6	0,5	1,0	2,0	2,8
popyt krajowy		-2,6	-4,1	-1,5	1,7	3,3
konsumpcja prywatna	% r/r	-2,9	0,8	0,0	4,6	4,5
spożycie publiczne		1,1	2,5	7,5	10,9	7,0
inwestycje		16,5	11,3	15,8	-1,8	-0,5
konsumpcja prywatna		-1,7	0,5	0,0	2,8	2,6
spożycie publiczne		0,2	0,5	1,4	1,9	1,3
inwestycje	kontrybucja pkt. proc.	2,4	1,8	3,5	-0,2	-0,1
zapasy		-3,4	-6,7	-6,4	-2,8	-0,7
eksport netto		1,9	4,6	2,4	0,4	-0,3
wartość dodana		1,0	1,1	1,7	1,7	2,4
przemysł	% r/r	-1,0	-1,9	2,1	0,2	1,2
budownictwo		3,2	2,6	5,7	-10,9	-7,1
handel i naprawy		-6,4	1,7	0,2	4,4	4,2

Źródło: GUS, BOŚ Bank

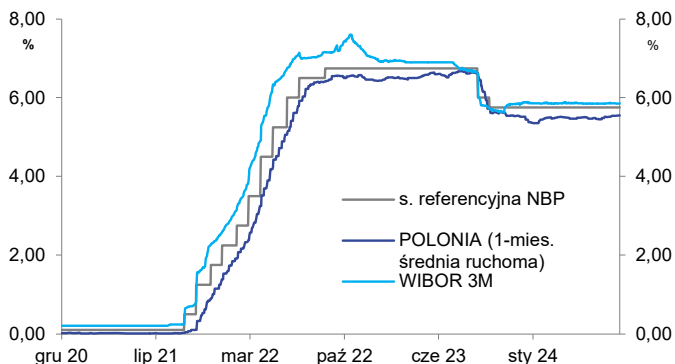
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 13 sierpnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących		cze	-0,613 mld EUR	0,363 mld EUR	1,035 mld EUR
środa 14 sierpnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Inflacja CPI (ost.)		lip	4,2% r/r (wst.)	4,2% r/r	4,2% r/r
10:00	PL	Dynamika PKB (wst.)		II kw.	2,0% r/r	2,8% r/r	2,8% r/r
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa		cze	-0,6% m/m	0,7% m/m	-
11:00	EMU	Dynamika PKB (ost.)		II kw.	0,3% kw/kw (wst.)	-	-
14:30	US	Inflacja CPI		lip	3,0% r/r	2,9% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy		lip	3,3% r/r	3,2% r/r	-
czwartek 15 sierpnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
01:30	CHN	Decyzja Ludowego Banku Chin dot. stóp procentowych (MLF)		sie	2,30%	2,30%	-
04:00	CHN	Produkcja przemysłowa		lip	5,3% r/r	5,4% r/r	-
04:00	CHN	Sprzedaż detaliczna		lip	2,0% r/r	2,6% r/r	-
04:00	CHN	Inwestycje		sty-lip	3,9% r/r	3,9% r/r	-
14:30	US	Sprzedaż detaliczna		lip	0,0% m/m	0,3% m/m	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa		lip	0,6% m/m	0,0% m/m	-
piątek 16 sierpnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy		lip	3,6% r/r	3,7% r/r	3,7% r/r

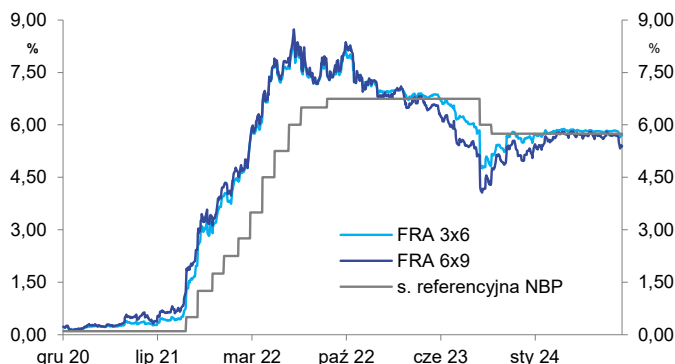
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

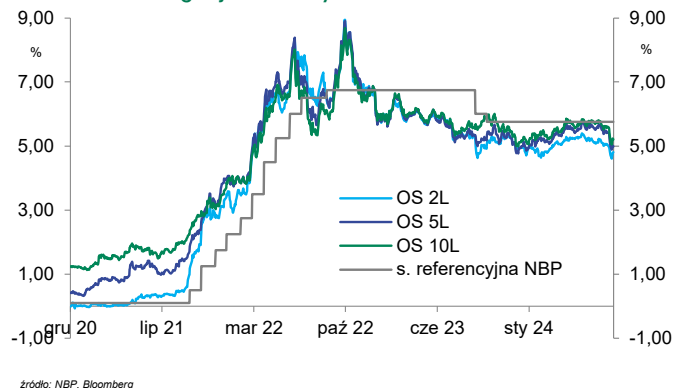
Krajowe stopy procentowe



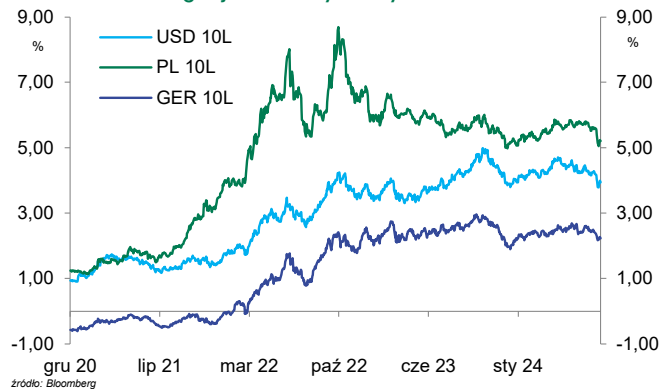
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



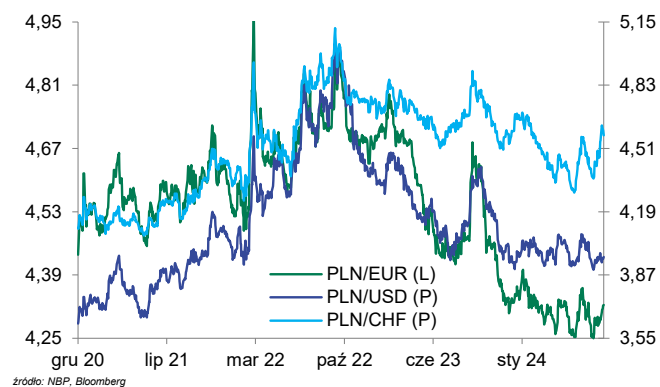
Rentowności obligacji skarbowych – Polska



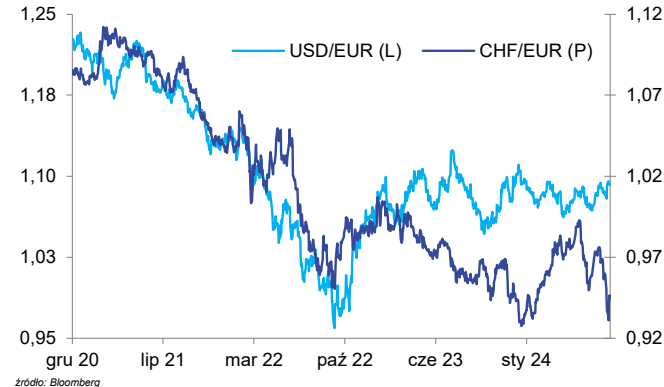
Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



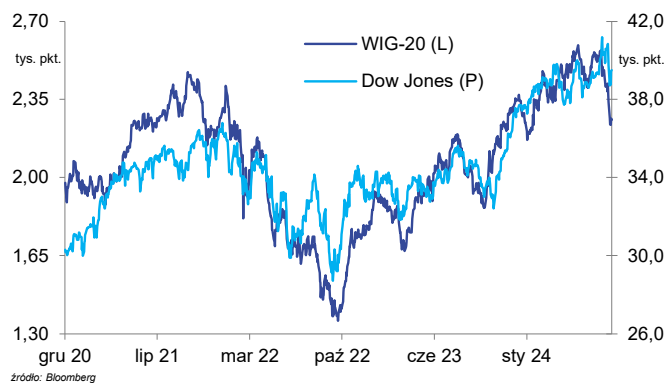
Notowania kursu złotego



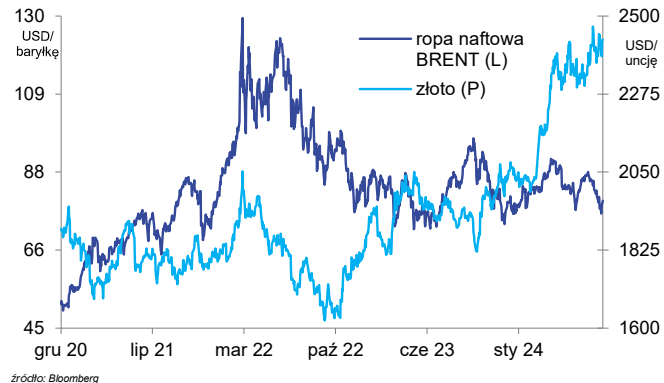
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

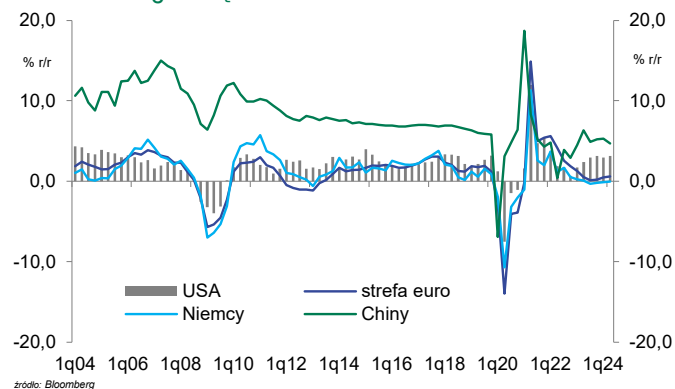


Ceny surowców

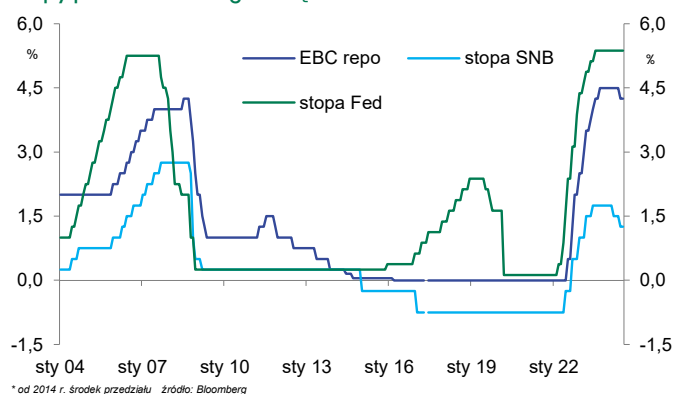


Sfera realna

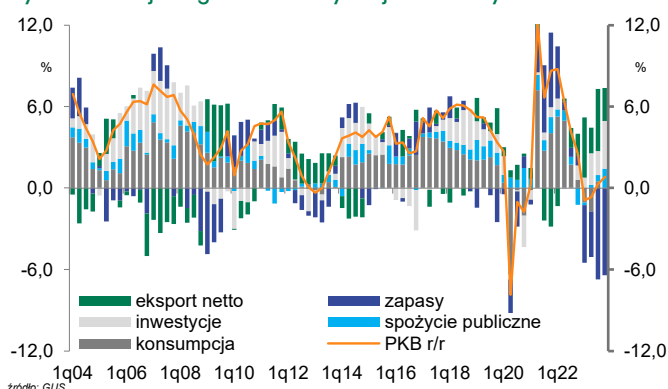
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



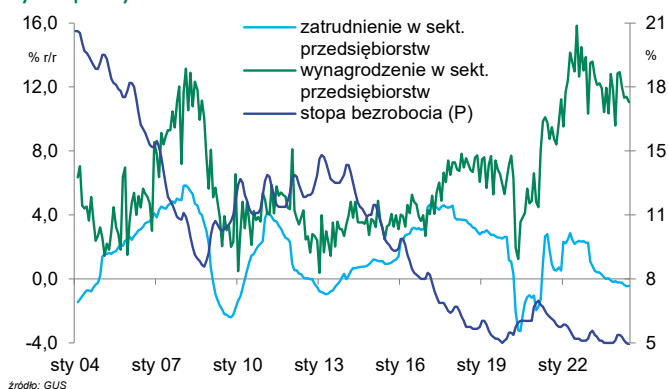
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



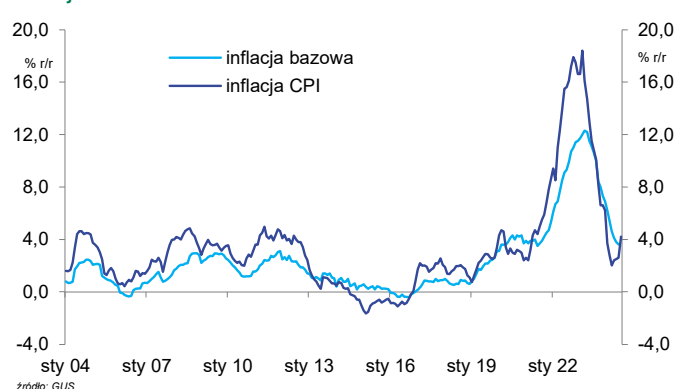
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



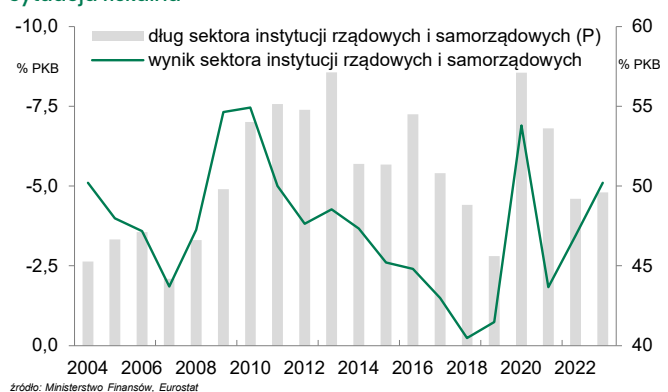
Rynek pracy



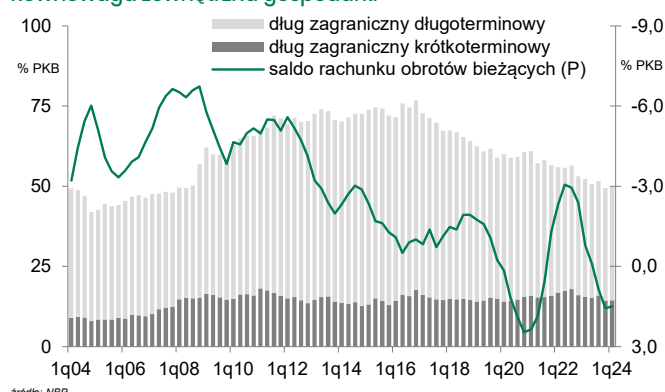
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.07.2024	02.08.2024	09.08.2024	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	%	5,86	5,85	5,86	5,90	5,90	5,90
FRA 3x6	%	5,81	5,76	5,70	-	-	-
FRA 6x9	%	5,67	5,51	5,38	-	-	-
FRA 9x12	%	5,27	5,03	4,93	-	-	-
IRS 2L	%	5,28	5,04	5,01	-	-	-
IRS 5L	%	4,74	4,43	4,49	-	-	-
IRS 10L	%	4,81	4,49	4,56	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,91	4,72	4,81	4,70	4,85	4,90
Obligacje skarbowe 5L	%	5,22	4,99	4,99	5,00	5,15	5,00
Obligacje skarbowe 10L	%	5,40	5,14	5,21	5,25	5,25	5,15
PLN/EUR	PLN	4,30	4,29	4,32	4,30	4,33	4,40
PLN/USD	PLN	3,97	3,97	3,96	3,93	3,99	4,09
PLN/CHF	PLN	4,50	4,55	4,58	4,44	4,49	4,58
USD/EUR	USD	1,08	1,09	1,09	1,10	1,09	1,08
Stopa Fed	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25	4,75
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	%	4,03	3,79	3,94	3,90	3,90	3,75
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,30	2,17	2,22	2,20	2,25	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.