

KOMENTARZ TYGODNIOWY

15 lipca 2024

Niższa inflacja CPI w USA wzmocniła oczekiwania na obniżki stóp.

- Miniony tydzień przyniósł dalszą poprawę nastrojów na globalnym rynku dzięki kolejnej publikacji niższego od oczekiwań wskaźnika inflacji CPI w USA oraz dalszej poprawie w Europie po wyborach parlamentarnych we Francji.
- W czerwcu inflacja bazowa w USA obniżyła się do 3,3% r/r z 3,4% r/r w maju. W ujęciu zmian miesięcznych, oczyszczonych z sezonowości wskaźnik bazowy wzrósł o 0,065%, wobec 0,16% w maju oraz wobec średniej z prognoz rynkowych na poziomie 0,2%. Tym samym, drugi miesiąc z rzędu inflacja bazowa ukształtowała się wyraźnie poniżej oczekiwań. Co więcej, miesięczny wzrost cen usług okazał się w czerwcu najniższy od wielu miesięcy, co obniżyło dynamikę roczną cen usług, który do kwietnia br. utrzymywał się na podwyższonym poziomie. Dodatkowo dynamikę cen usług obniżyły solidne spadki cen w pojedynczych kategoriach charakteryzujących się większą zmiennością.
- Spadek inflacji w USA połączeniu z umiarkowanymi danymi z amerykańskiego rynku pracy sprzed tygodnia wsparł oczekiwania rynkowe na wrześniową obniżkę stóp procentowych Fed, co z kolei obniżyło rentowności obligacji skarbowych w USA o 10 pkt. baz. na dłuższym końcu oraz 15 pkt. baz. na krótkim końcu krzywej dochodowości. Dalszy wzrost oczekiwań na poluzowanie polityki pieniężnej w USA osłabiło dolara (o 0,8% w relacji do koszyka walu), co przy dalszym lekkim wzmocnieniu euro (o 0,2%) podwyższyło kurs euro wobec dolara do ponad 1,09 USD/EUR.
- Bardzo korzystna kombinacja danych (tj. wzrost oczekiwań na obniżki stóp USA wspierany obniżającą się inflacją a w mniejszym stopniu spowolnieniem aktywności) wsparła aktywa o wyższym profilu ryzyka. W USA ceny akcji rosły o blisko 1,0%, w strefie euro o 1,3% a w krajach rynków wschodzących o 1,5%. Nieudany sobotni zamach na Donalda Trumpa podczas wiecu wyborczego, jak również powszechne oceny dalszego wzrostu prawdopodobieństwa jego wygranej w listopadowych wyborach prezydenckich nie wpłynęły na bieżącą sytuację rynkową.
- Poprawę nastrojów w Europie wspierały wyniki wyborów parlamentarnych we Francji (brak wygranej Zjednoczenia Narodowego), niemniej skala optymizmu stopniowo gasta biorąc pod uwagę wyzwania co do stworzenia stabilnego większościowego rządu w miesiącach kolejnych. Spread rentowności obligacji Francji wobec papierów niemieckich utrzymywał się na wyższym poziomie w porównaniu do poziomu sprzed wyborów, niemniej w przypadku pozostałych tzw. peryferyjnych rynków powrócił do poziomu sprzed wyborów. Jednocześnie optymizm rynkowy ograniczał spadek rentowności niemieckich papierów (rentowności 10-latek niższe o 6 pkt. baz.), pomimo wzrostu oczekiwań rynkowych na łagodniejszą retorykę EBC w bieżącym tygodniu.
- Jakkolwiek na posiedzeniu rady EBC w tygodniu bieżącym powszechnie oczekiwana jest stabilizacja stóp, to słabsze dane ze sfery realnej EMU (głównie czerwcowe indeksy PMI), ale także informacje EBC dot. stabilizacji indeksu

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

wyprzedzającego wskaźnika wynagrodzeń na II poł. br. oraz dalszy solidny wzrost w I kw. br. oszczędności gospodarstw domowych, wsparty oczekiwania na nieco łagodniejszą retorykę prezes Lagarde wspierającą prognozę obniżki stóp na posiedzeniu wrześniowym.

- Perspektyw gospodarczych strefy euro nie wspierają także słabsze dane ze sfery realnej Chin za II kw. W tym okresie dynamika PKB obniżyła się do 4,7% r/r, poniżej prognoz rynkowych. Wyraźnie słabsze dane nt. sprzedaży detalicznej za czerwiec potwierdziły obawy dot. konsumpcji prywatnej. Wydatki inwestycyjne rosną głównie dzięki publicznym inwestycjom infrastrukturalnym, przy wciąż bardzo słabych inwestycjach prywatnych i szczególnie silnych spadkach inwestycji na rynku mieszkaniowym. Słabnące wyniki popytu krajowego potwierdził także zaskakujący spadek (w skali roku) wartości chińskiego importu w czerwcu. Stabe dane dot. aktywności gospodarczej w Chinach wzmocnią zapewne zainteresowanie wnioskami plenum komunistycznej partii Chin w dniach 15-18 lipca.
- W tym tygodniu na rynku krajowym rozpocznie się publikacja miesięcznych danych ze sfery realnej za czerwiec. Na te odczyty wpływać będą wciąż efekty kalendarzowe, z jednej strony niższa liczba dni roboczych / handlowych, ale z drugiej strony brak długiego świątecznego weekendu (w 2024 r. Święto Bożego Ciała przypadło w maju). Po wykluczeniu efektów sezonowych zakładamy, że dane pozostaną spójne z dotychczasowym obrazem solidnego wzrostu sprzedaży detalicznej w warunkach ożywienia konsumpcji, bardzo słabych wyników budownictwa w warunkach negatywnego wpływu osłabienia inwestycji współfinansowanych ze środków UE oraz stagnacji krajowego przemysłu w warunkach wciąż słabego popytu zagranicznego.
- Opublikowane dziś dane nt. czerwcowej inflacji CPI potwierdziły szacunek *flash* lekkiego wzrostu wskaźnika do 2,6% r/r. Struktura danych wskazuje, że publikowana jutro inflacja bazowa ukształtuje się w przedziale 3,6% - 3,7% (3,7% szacowane przez nas przed publikacją wskaźnika *flash*). Jednocześnie bieżące tendencje w zakresie inflacji mają ograniczone znaczenie dla prognoz inflacji w II części roku, gdyż kluczowym czynnikiem kształtującym inflację w kolejnych miesiącach będzie podwyżka cen nośników energii od lipca br. Z tego względu oczekujemy wzrostu wskaźnika CPI za lipiec do ponad 4,0% r/r oraz w kierunku 5,0% r/r w grudniu.
- Pomimo „jastrzębiej” retoryki prezesa Głapińskiego po lipcowym posiedzeniu RPP, zmiany w zakresie oczekiwań dot. polityki pieniężnej głównych banków centralnych oraz wypowiedzi członków RPP wskazujących na opcję obniżek stóp w trakcie 2025 r. pomogły instrumentom na rynku stopy procentowej. Rentowności obligacji 10-letnich obniżyły się o 14 pkt. baz. do 5,64%, z kolei 2-latek obniżyły się o 10 pkt. baz. do 5,09%. Jeszcze silniej (średnio o 20 pkt. baz) obniżyły się notowania kontraktów IRS, a notowania stawek FRA na w dłuższych terminach o 15 pkt. baz.
- Poprawa nastrojów globalnych wsparła także polską giełdę (wzrost WIG o 1,6%) oraz walutę. Złoty w minionym tygodniu wzmocnił się aż o 0,9% w relacji do koszyka walut. W relacji do euro kurs obniżył się w kierunku 4,25 PLN/EUR, z kolei przy osłabieniu dolara i franka szwajcarskiego na rynku globalnych jeszcze silniej zyskał względem tych walut do 3,91 PLN/USD i 4,36 PLN/CHF.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Europejskiego Banku Centralnego (18 lipca)**

Oczekujemy, że rada EBC utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie w tym stopę depozytową na poziomie 3,75% oraz stopę referencyjną na poziomie 4,25%. Taka decyzja jest powszechnie oczekiwana.

Dane z ostatnich tygodni, tj. wyraźne spadki indeksów koniunktury PMI za czerwiec, dalszy wzrost oszczędności gospodarstw domowych w I kw. br., a przede wszystkim uspokajające informacje dot. wskaźnika wyprzedzającego wynagrodzeń opracowywanego przez EBC powinny wspierać łagodny przekaz spójny z kontynuacją cyklu luzowania polityki pieniężnej. Jednocześnie jednak biorąc pod uwagę niekomfortową sytuację rady EBC w czerwcu (zapowiedziane wcześniej wyraźne obniżenie stóp, pomimo wyraźnego wzrostu bieżącej inflacji oraz korekty w górę prognozy inflacji średniookresowej w projekcji banku centralnego) nie sądzimy, aby na posiedzeniu lipcowym rada zdecydowała się na bardziej konkretne zapowiedzi co do obniżki stóp we wrześniu. Oczekujemy raczej mniej bezpośrednich ocen dot. perspektywy łagodzenia stóp procentowych, opcji dalszych obniżek, przy jednocześnie wciąż podkreślanej wysokiej zależności decyzji EBC od napływających danych.

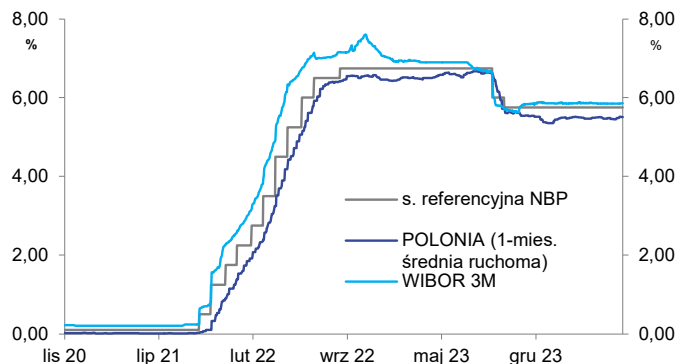
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 15 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	maj	-0,241 mld EUR	0,012 mld EUR	0,012 mld EUR
wtorek 16 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	cze	3,8% r/r	-	3,6%
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	cze	0,1% m/m	-0,2% m/m	-
środa 17 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
15:15	US	Produkcja przemysłowa	cze	0,9% m/m	0,3% m/m	-
czwartek 18 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	cze	-0,5% r/r	-0,4% r/r	-0,4% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	cze	11,4% r/r	11,3% r/r	11,5% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	cze	-1,7% r/r	-1,3% r/r	-0,3% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	cze	-7,0% r/r	-6,3% r/r	-6,0% r/r
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych (st. depo / ref.)	lip	3,75% / 4,25%	3,75% / 4,25%	3,75% / 4,25%
14:45	EMU	Konferencja prasowa prezes EBC po posiedzeniu rady EBC	lip	-	-	-
poniedziałek 22 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	cze	-6,5% r/r	-4,6% r/r	-4,0% r/r
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	cze	5,4% r/r	5,3% r/r	5,9% r/r

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

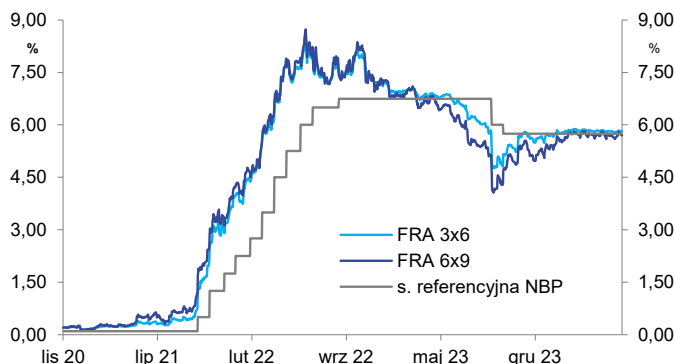
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



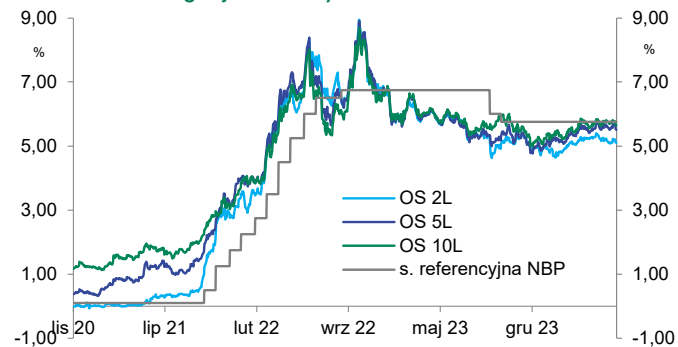
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



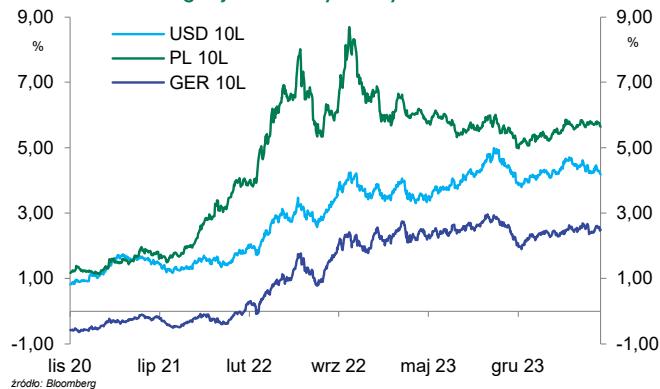
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



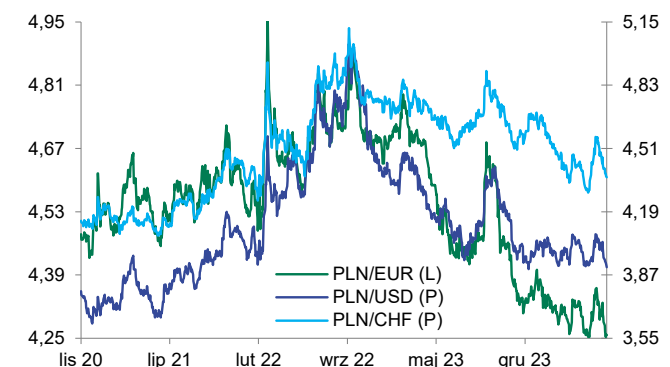
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



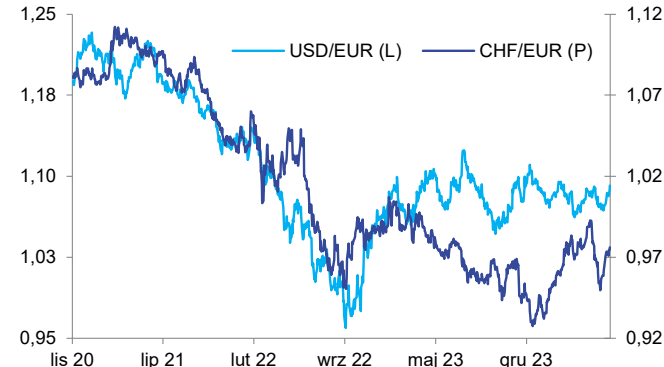
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



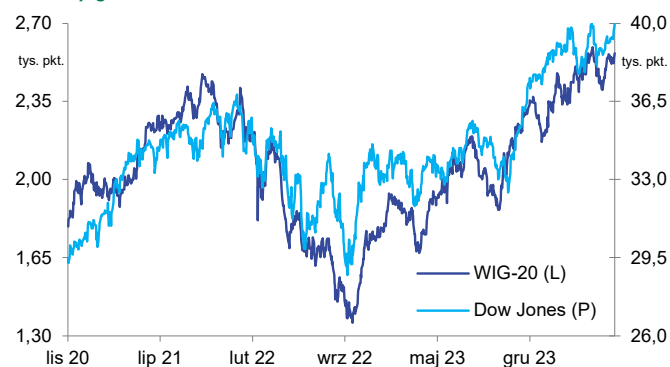
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



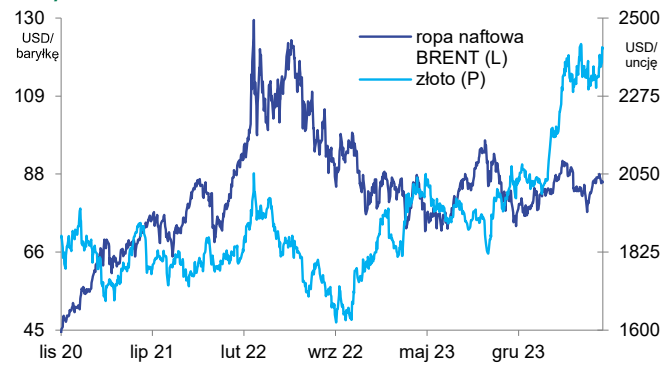
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

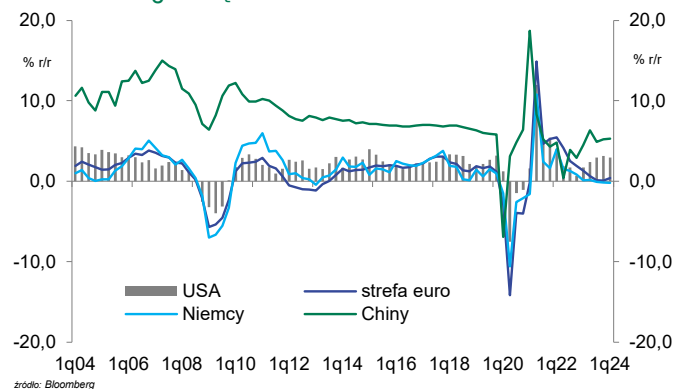
Ceny surowców



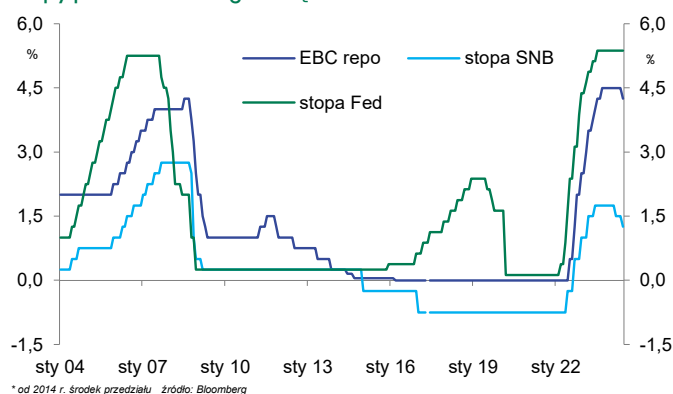
źródło: Bloomberg

Sfera realna

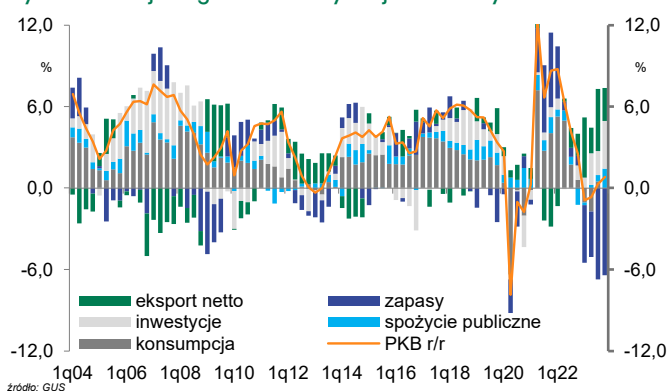
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



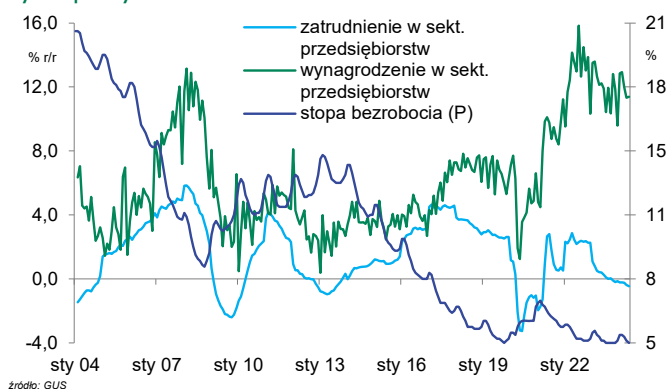
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



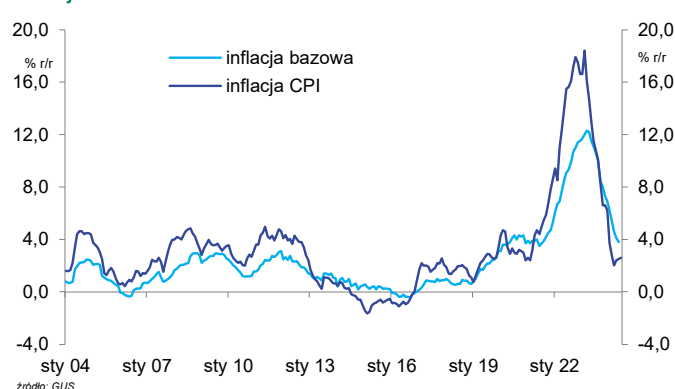
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



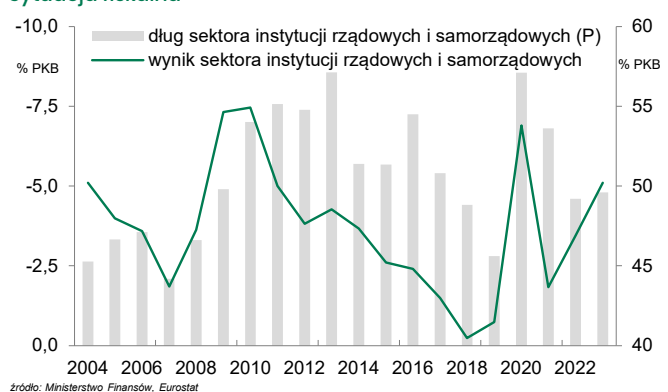
Rynek pracy



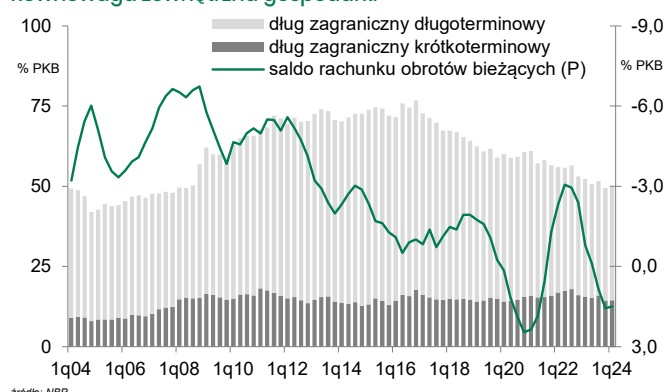
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.06.2024	05.07.2024	12.07.2024	31.07.2024	31.08.2024	30.09.2024
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	5,90	5,90	5,90
FRA 3x6	%	5,79	5,83	5,82	-	-	-
FRA 6x9	%	5,65	5,78	5,71	-	-	-
FRA 9x12	%	5,35	5,60	5,45	-	-	-
IRS 2L	%	5,42	5,65	5,46	-	-	-
IRS 5L	%	5,03	5,27	5,05	-	-	-
IRS 10L	%	5,16	5,34	5,11	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,09	5,19	5,09	5,15	5,15	5,15
Obligacje skarbowe 5L	%	5,53	5,68	5,50	5,50	5,45	5,40
Obligacje skarbowe 10L	%	5,72	5,78	5,64	5,65	5,60	5,50
PLN/EUR	PLN	4,31	4,29	4,26	4,30	4,32	4,34
PLN/USD	PLN	4,03	3,96	3,91	3,96	3,98	4,02
PLN/CHF	PLN	4,48	4,41	4,36	4,43	4,48	4,50
USD/EUR	USD	1,07	1,08	1,09	1,09	1,09	1,08
Stopa Fed	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25
Stopa depozytowa EBC	%	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50
Stopa SNB	%	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,40	4,28	4,18	4,20	4,15	4,10
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,49	2,55	2,49	2,45	2,40	2,30

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.