

KOMENTARZ TYGODNIOWY

18 lipca 2022

Słabsze nastroje na rynkach. Wysoka inflacja w USA wzmocniła oczekiwania na większą podwyżkę stóp Fed, wysoka niepewność wobec strefy euro.

- W minionym tygodniu nastroje rynkowe pogorszyły się i tym samym nie utrzymały się pozytywne tendencje rynkowe z tygodnia wcześniejszego. Publikacja danych nt. czerwcowej inflacji CPI w USA podsyłała oczekiwania na większą skalę zacieśnienia polityki pieniężnej przez Fed.
- W czerwcu inflacja CPI w USA wzrosła do 9,1% r/r, przekraczając prognozy rynkowe, w mniejszym od oczekiwań stopniu obniżył się wskaźnik inflacji bazowej (do 5,9% r/r). W skali miesiąca wzrost inflacji bazowej przyspieszył, co oznacza, że póki co Fed nie może być pewien wyraźnego trendu spadkowego inflacji. Pozostałe dane z USA były niejednoznaczne, z mocniejszym odbiciem sprzedaży detalicznej (+1,0% r/r) i sporo słabszą produkcją przemysłową (-0,5%). Nieco obniżyły się co prawda oczekiwania inflacyjne konsumentów (Uniwersytetu Michigan), a ceny ropy naftowej spadły w kierunku 100 USD/baryłkę, niemniej jednak wypowiedzi przedstawicieli FOMC wskazują, że kluczowe dla decyzji będą dane inflacyjne. W efekcie silnie wzrosły oczekiwania rynkowe na lipcową podwyżkę stóp Fed nawet o blisko 100 pkt. baz.
- Te zmiany poskutkowały lekkim wzrostem rentowności obligacji skarbowych w USA na krótszym końcu, z kolei rentowności papierów 10-letnich obniżyły się o 16 pkt. (2,92%) przekładając się silniejsze odwrócenie krzywej dochodowości. Wzrostowi oczekiwań na podwyżki stóp Fed bynajmniej nie towarzyszył bowiem wzrost optymizmu dot. perspektyw wzrostu gospodarczego, raczej obawy, że wysoka inflacja i wysokie stopy procentowe pogorszą te perspektywy.
- Choć pod koniec tygodnia nastroje uległy poprawie, nie zdołały nadrobić wcześniejszych spadków, w efekcie w skali tygodnia globalny indeks rynków akcji MSCI obniżył się o 1,1% przy spadku indeksu dla USA o 1,0% i w strefie euro o 1,1%. Indeks dla rynków wschodzących silniej obniżył się - o ponad 3%, przy bardzo silnym spadku indeksu w Chinach.
- Negatywne nastroje utrzymywały się wokół rynków europejskich, gdzie pesymizm podsyca niepewność związana z dostawami gazu z Rosji, co silnie wpływa na niepewność dot. skali spowolnienia europejskich gospodarek (w tym szczególnie Niemiec). Dodatkowo w minionym tygodniu do dymisji podał się premier Włoch M. Draghi. Dymisji nie przyjął prezydent, co oznacza rosnącą niepewność polityczną i wzrost ryzyka scenariusza przedterminowych wyborów. Te informacje dodatkowo komplikują i tak już niezwykle trudną sytuację EBC. Sądzymy, że w tygodniu bieżącym rada EBC zdecyduje się na zapowiedzianą już podwyżkę stóp o 25 pkt. baz., niemniej wrześniowa podwyżka rzędu 50 pkt. baz. staje się coraz bardziej niepewna.
- W tych warunkach (zmiany oczekiwań dot. polityki Fed i EBC, ryzyka dla strefy euro) ponownie w zeszłym tygodniu silniej wzmocnił się kurs dolara (0,9% wg koszyka walut) i osłabił kurs euro (0,1%). Okresowo w trakcie tygodnia kurs

Departament Rynków
Finansowych i Analiz
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

przebił parytetowy poziom 1,00 USD/EUR, kończąc tydzień na poziomie ok. 1,01 USD/EUR. Jakkolwiek uważamy za przesadzone oczekiwania rynkowe dot. skali wzrostu stóp procentowych w USA, to przy takiej kumulacji ryzyka dla strefy euro, wyraźniejsze wzmocnienie wspólnej waluty będzie możliwe jedynie, jeżeli ryzyko związane z kryzysem surowcowym w Europie spadnie.

- Według opublikowanych w minionym tygodniu danych z Chin, wzrost PKB w II kw. osłabił się silniej wobec oczekiwań głównie przy słabych wynikach konsumpcji prywatnej (handel i usług). W samym czerwcu dane poprawiły się nieco silniej wobec oczekiwań, niemniej struktura danych wskazuje na spory wpływ interwencji publicznych (m.in. inwestycje infrastrukturalne) oraz post-restrykcyjne ożywienie eksportu. Wciąż utrzymuje się z kolei słaba sytuacja na rynku pracy nie dając podstaw do oczekiwań przyspieszenia wydatków konsumentów, co przy wyzwaniach dla wzrostu gospodarki globalnej oraz ponownych sygnałach pogorszenia sytuacji epidemicznej, nie uspokaja.
- Na rynku krajowym w minionym tygodniu ponownie wzrosły oczekiwania rynkowe dot. skali zacieśnienia krajowej polityki pieniężnej (wzrost stawek FRA o 30-40 pkt. baz.). Rentowności krajowych papierów skarbowych wzrosły o ponad 20 pkt. baz. dla obligacji 2-letnich przy wzroście 10-latek o 4 pkt. baz. Wydaje się, że głównym powodem tej zmiany były tendencje globalne. Spory wzrost rentowności już z początku minionego tygodnia mogą sugerować także odreagowanie po konferencji prezesa NBP z 8 lipca lub efekt publikacji projekcji inflacyjnej banku centralnego z wysoką prognozowaną ścieżką inflacji.
- W tym kontekście warto zwrócić uwagę, że na prognozę wysokiego wskaźnika inflacji CPI w 2023 r. (ponad 12% r/r) w istotnym stopniu wpływa założenie NBP, że tarcza antyinflacyjna zostanie wycofana z końcem 2022 r. (założenie *no policy change*). W naszej ocenie, w warunkach trudnej sytuacji gospodarczej i inflacyjnej, przed zbliżającymi się wyborami parlamentarnymi rząd prawdopodobnie nie zdecyduje się na takie rozwiązanie, a wycofywanie poszczególnych elementów tarczy będzie przebiegać stopniowo i będzie dostosowane do tendencji inflacyjnych. W publikacji ostatecznej [GUS lekko skorygował wskaźnik czerwcowej inflacji CPI w dół do 15,5% r/r](#). Te dane w połączeniu z silnym spadkiem cen paliw w lipcu dają podstawy do oczekiwań stabilizowania się inflacji w kolejnych miesiącach blisko tego poziomu, co będzie osłabiać bieżącą presję na RPP na podwyżki stóp.
- Niekorzystne globalne nastroje w minionym tygodniu osłabiły także krajową giełdę. Indeks WIG obniżył się o 5,5%. Słabe notowania euro ciążyły także krajowej walucie. Złoty w relacji do koszyka walut osłabił się o 0,1%. Na koniec tygodnia kurs powrócił poniżej 4,80 PLN/EUR, w trakcie tygodnia osłabił się okresowo nawet w kierunku 4,85 PLN/EUR. W relacji do dolara złoty osłabił się do 4,80 PLN/USD i wobec franka do 4,90 PLN/CHF. Pozytywnie na notowania złotego wpłynął niższy majowy deficyt na rachunku obrotów bieżących.
- W bieżącym tygodniu oczekiwana będzie seria danych z polskiej gospodarki, które stają się coraz ważniejsze z punktu widzenia decyzji RPP.
- Na rynku globalnym inwestorzy będą oczekiwać na lipcową decyzję EBC oraz wstępne lipcowe dane dot. wskaźników koniunktury PMI, które mogą już uwzględniać wzrost obaw przed ograniczeniem dostaw gazu z Rosji.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego (21 lipca)**

Oczekujemy, że rada EBC podwyższy stopy procentowe o 25 pkt. baz. (do poziomu 0,25% dla stopy repo oraz -0,25% dla stopy depozytowej), zgodnie z „zapowiedzią” po czerwcowym posiedzeniu.

Choć od czerwcowego posiedzenia silniej wzrosło ryzyko dla prognoz sytuacji gospodarczej w strefie euro w związku wraz z wyższą niepewnością dot. sytuacji energetycznej (obawy przed całkowitym wstrzymaniem dostaw gazu z Rosji), sądzimy, że rada zdecyduje się na podwyżkę stóp z uwagi na silny bieżący wzrost inflacji oraz oczekiwań inflacyjnych. Bieżący spadek cen ropy naftowej będzie co prawda ograniczał presję na wzrost cen paliw, to jednak silna deprecjacja euro może wzmocnić presję na ceny dóbr importowanych.

W naszej ocenie czynniki ryzyka związane z dostępnością gazu mogą silniej wpłynąć na decyzję rady EBC podczas wrześniowego posiedzenia rady i ograniczyć skalę dalszego zaostrzania polityki pieniężnej.

Podczas lipcowego posiedzenia rada EBC powinna także przedstawić założenia programu mającego na celu ograniczenie fragmentacji rynku finansowego strefy euro w warunkach rosnących stóp procentowych, co obok perspektyw stóp procentowych będzie zapewne kluczowym tematem podczas konferencji prasowej prezes Lagarde.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

| poniedziałek 18 lipca | | | poprzednie dane | prognoza rynkowa* | prognoza BOŚ |
|-----------------------|-----|---|-----------------|-------------------|----------------|
| 14:00 | PL | Wskaźnik inflacji bazowej CPI, czerwiec | 8,5% r/r | - | 9,3% r/r |
| wtorek 19 lipca | | | poprzednie dane | prognoza rynkowa* | prognoza BOŚ |
| 11:00 | EMU | Inflacja HICP, czerwiec (ost.) | 8,1% r/r (wst.) | 8,1% r/r | - |
| 11:00 | EMU | Inflacja CPI – wskaźnik bazowy, czerwiec (ost.) | 3,7% r/r (wst.) | 3,7% r/r | - |
| 14:30 | US | Rozpoczęte inwestycje mieszkaniowe, kwiecień anual. | 1549 tys. | 1605 tys. | - |
| środa 20 lipca | | | poprzednie dane | prognoza rynkowa* | prognoza BOŚ |
| 10:00 | PL | Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, czerwiec | 2,4% r/r | 2,2% r/r | 2,4% r/r |
| 10:00 | PL | Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw, czerwiec | 13,5% r/r | 13,3% r/r | 13,5% r/r |
| 10:00 | PL | Produkcja przemysłowa, czerwiec | 15,0% r/r | 12,0% r/r | 12,4% r/r |
| 10:00 | PL | Wskaźnik cen w przemyśle PPI, czerwiec | 24,7% r/r | 24,9% r/r | 25,8% r/r |
| 16:00 | US | Sprzedaż domów na rynku wtórnym, czerwiec | 5,41 mln anual. | 5,40 mln anual. | - |
| czwartek 21 lipca | | | poprzednie dane | prognoza rynkowa* | prognoza BOŚ |
| 10:00 | PL | Sprzedaż detaliczna, czerwiec | 8,2% r/r | 5,9% r/r | 5,8% r/r |
| 10:00 | PL | Produkcja budowlano-montażowa, czerwiec | 13,0% r/r | 10,9% r/r | 10,8% r/r |
| 13:45 | EMU | Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych, lipiec | -0,50% / 0,00% | -0,25% / 0,25% | -0,25% / 0,25% |
| 14:30 | EMU | Konferencja prasowa prezes EBC po posiedzeniu rady EBC | - | - | - |
| 14:30 | US | Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 16.07 | 244 tys. | 240 tys. | - |
| piątek 22 lipca | | | poprzednie dane | prognoza rynkowa* | prognoza BOŚ |
| 09:30 | DE | Indeks koniunktury PMI – przemysł, lipiec (wst.) | 52,0 pkt. | 50,7 pkt. | - |
| 09:30 | DE | Indeks koniunktury PMI – usługi, lipiec (wst.) | 52,4 pkt. | 51,4 pkt. | - |
| 10:00 | EMU | Indeks koniunktury PMI – przemysł, lipiec (wst.) | 52,1 pkt. | 51,0 pkt. | - |
| 10:00 | EMU | Indeks koniunktury PMI – usługi, lipiec (wst.) | 53,0 pkt. | 52,0 pkt. | - |
| poniedziałek 25 lipca | | | poprzednie dane | prognoza rynkowa* | prognoza BOŚ |
| 10:00 | PL | Stopa bezrobocia, czerwiec | 5,1% | 5,0% r/r | 5,0% r/r |

* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

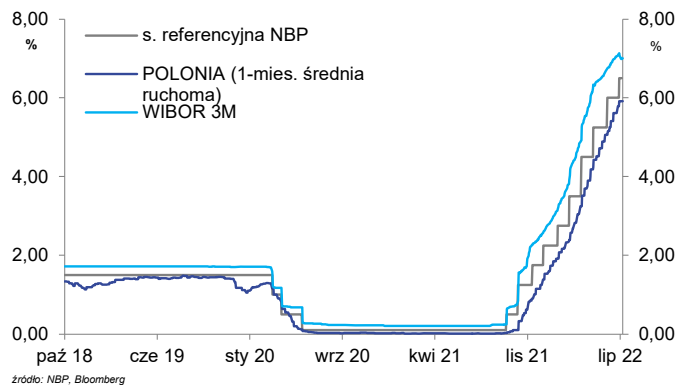
Miesięczny kalendarz publikacji danych

| wskaźnik / wydarzenie | | za okres | data | poprzednie dane | realizacja | prognoza BOŚ |
|-------------------------------------|----|----------|-------|-----------------|---------------|--------------|
| Indeks koniunktury PMI – przemysł | PL | czerwiec | 1.07 | 52,4 pkt. | 44,4 pkt. | |
| Posiedzenie RPP | PL | lipiec | 7.07 | 6,00% | 6,50% | |
| Saldo na rachunku obrotów bieżących | PL | maj | 14.07 | -3476 mln EUR | -1909 mln EUR | |
| Wskaźnik inflacji CPI (ost.) | PL | czerwiec | 15.07 | 13,9% r/r | 15,5% r/r | |
| Wskaźnik inflacji bazowej CPI | PL | czerwiec | 18.07 | 8,5% r/r | | 9,3% r/r |
| Zatrudnienie w przedsiębiorstwach | PL | czerwiec | 20.07 | 2,4% r/r | | 2,4% r/r |
| Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach | PL | czerwiec | 20.07 | 13,5% r/r | | 13,5% r/r |
| Produkcja przemysłowa | PL | czerwiec | 20.07 | 15,0% r/r | | 12,4% r/r |
| Wskaźnik PPI | PL | czerwiec | 20.07 | 24,7% r/r | | 25,8% r/r |
| Sprzedaż detaliczna (ceny stałe) | PL | czerwiec | 21.07 | 8,2% r/r | | 5,8% r/r |
| Produkcja budowlano-montażowa | PL | czerwiec | 21.07 | 13,0% r/r | | 10,8% r/r |
| Stopa bezrobocia | PL | czerwiec | 25.07 | 5,1% | | 5,0% |
| Inflacja CPI (wst.) | PL | lipiec | 29.07 | 15,5% r/r | | - |

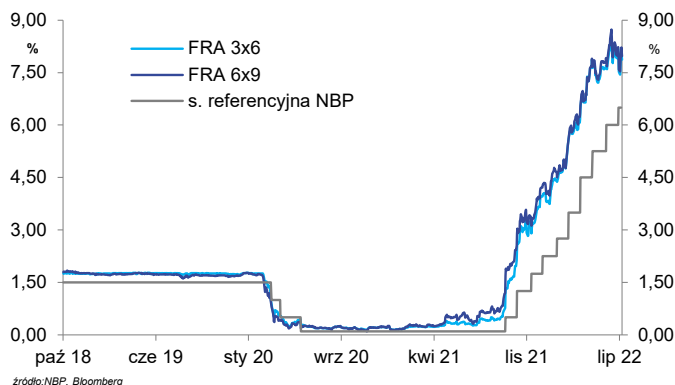
| wskaźnik / wydarzenie | | za okres | data | poprzednie dane | realizacja | prognoza rynkowa |
|--|-----|----------|-------|-------------------------|------------|------------------|
| Indeks koniunktury PMI – przemysł | CHN | czerwiec | 1.07 | 48,1 pkt. | 48,1 pkt. | |
| Wskaźnik inflacji HICP | EMU | czerwiec | 1.07 | 8,1% r/r | 8,6% r/r | |
| Indeks koniunktury ISM – przemysł | US | czerwiec | 1.07 | 56,1 pkt. | 53,0 pkt. | |
| Indeks koniunktury PMI – usługi | CHN | czerwiec | 6.07 | 41,4 pkt. | 54,5 pkt. | |
| Indeks koniunktury ISM – usługi | US | czerwiec | 6.07 | 55,9 pkt. | 55,3 pkt. | |
| Zmiana zatrudnienia w gospodarce | US | czerwiec | 8.07 | 390 tys. | 372 tys. | |
| Wskaźnik inflacji CPI | US | czerwiec | 13.07 | 8,6% r/r | 9,1% r/r | |
| Wzrost PKB | CHN | II kw. | 15.07 | 4,8% r/r | 0,4% r/r | |
| Posiedzenie EBC | EMU | lipiec | 21.07 | -0,50% / 0,0% | | -0,25% / 0,25 |
| Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.) | EMU | lipiec | 22.07 | 52,1 pkt. | | 51,0 pkt. |
| Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.) | EMU | lipiec | 22.07 | 53,0 pkt. | | 52,0 pkt. |
| Posiedzenie FOMC | US | lipiec | 27.07 | 1,50-1,75% | | 2,00%-2,25% |
| Wzrost PKB | US | II kw. | 28.07 | -1,6% kw/kw (anual.) | | - |
| Wskaźnik inflacji PCE | US | czerwiec | 29.07 | 6,3% r/r | | - |
| Wzrost PKB | EMU | II kw. | 29.07 | 0,6% kw/kw | | - |
| Wskaźnik inflacji HICP | EMU | lipiec | 29.07 | 8,6% r/r | | - |

Rynki finansowe

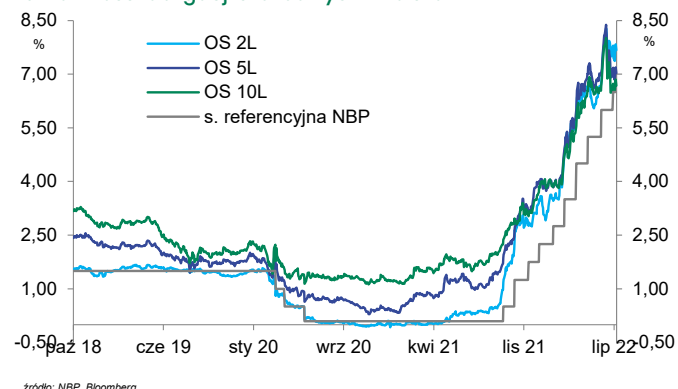
Krajowe stopy procentowe



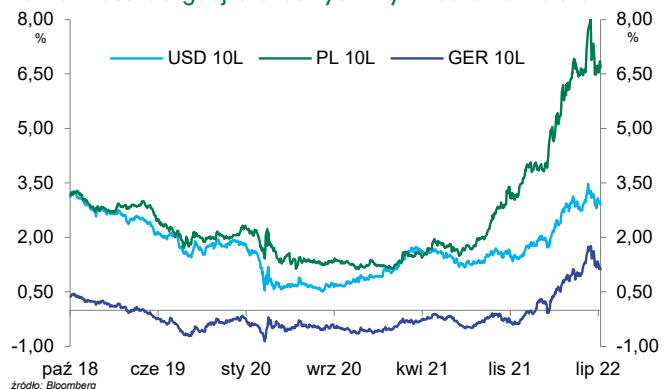
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



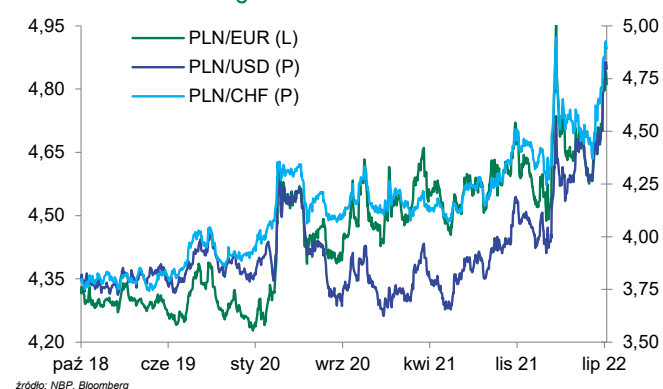
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



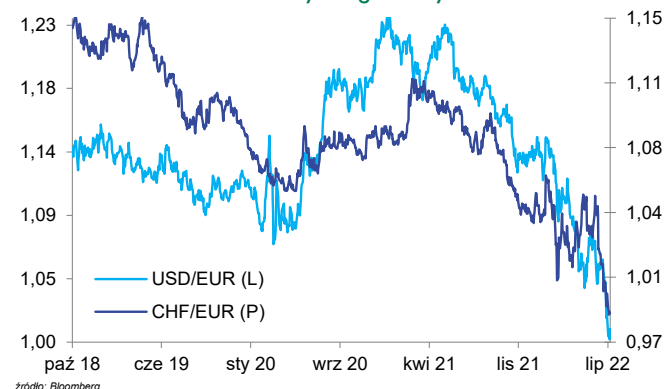
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



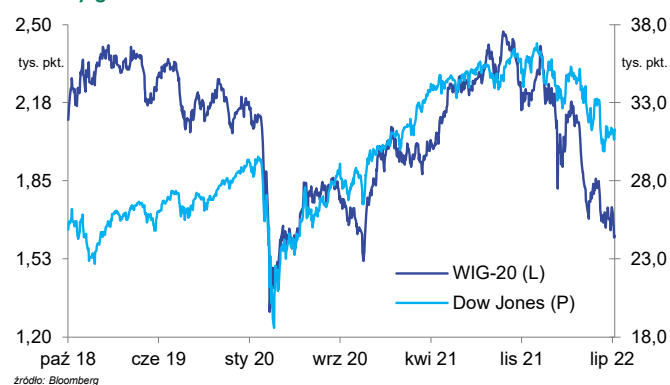
Notowania kursu złotego



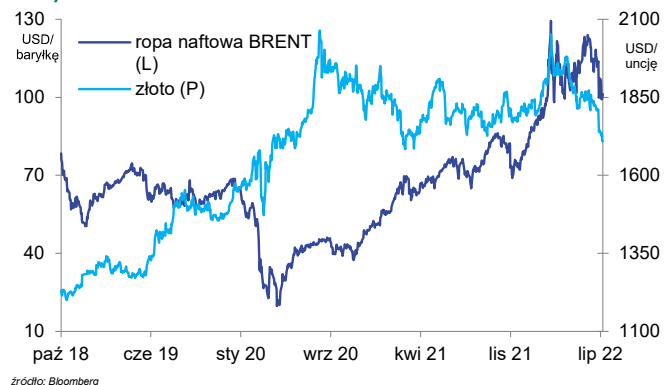
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

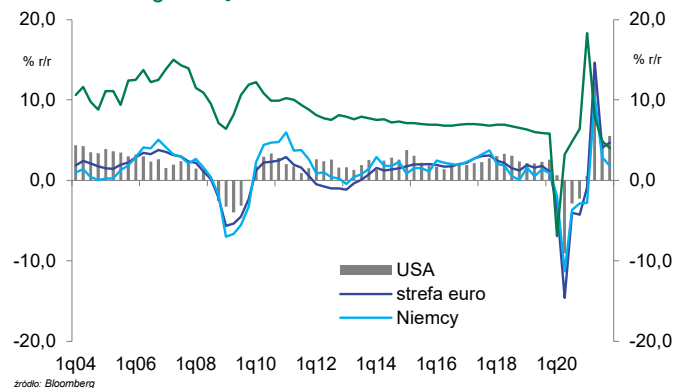


Ceny surowców

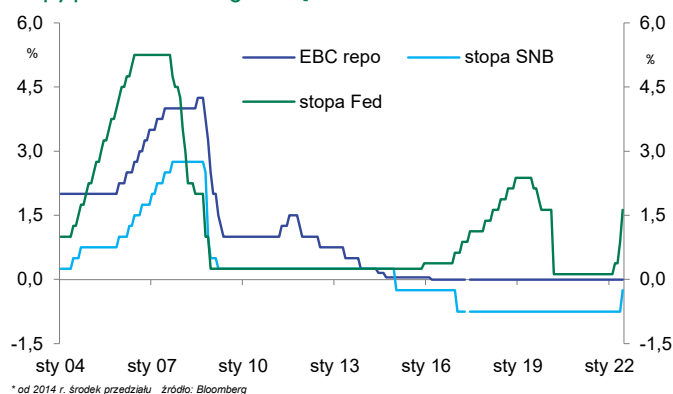


Sfera realna

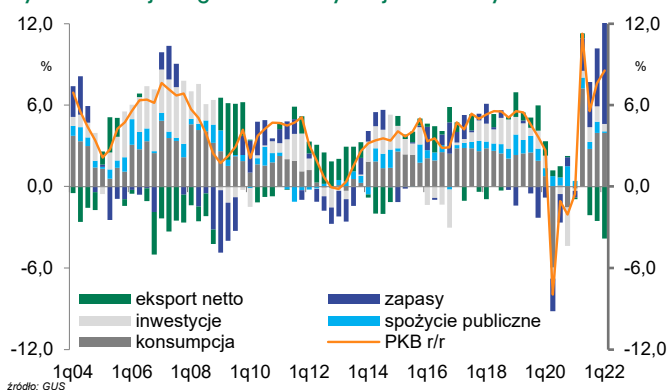
Wzrost PKB za granicą



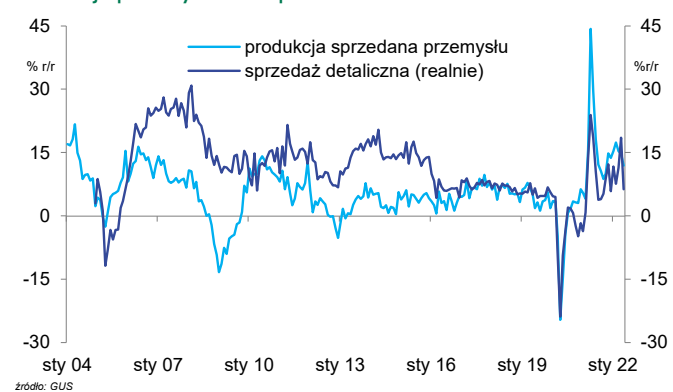
Stopy procentowe za granicą



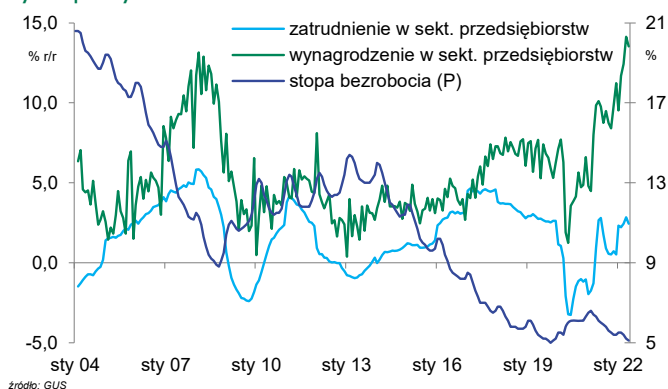
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



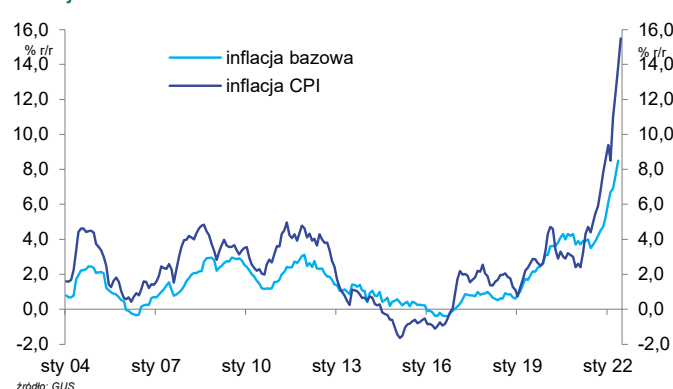
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



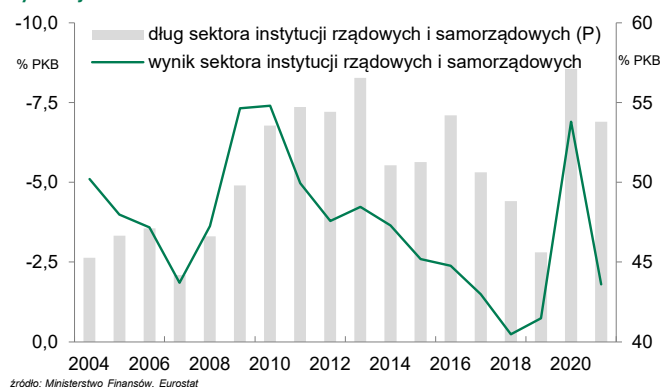
Rynek pracy



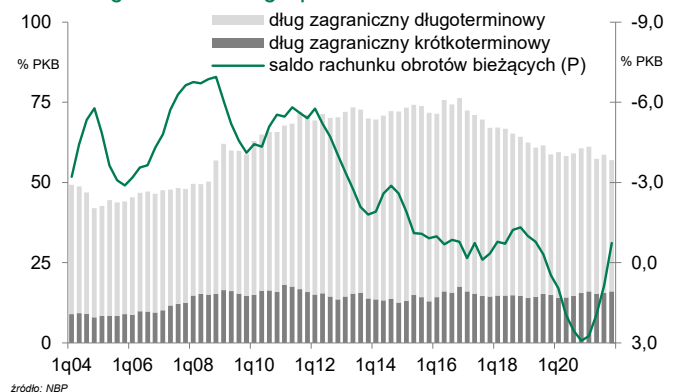
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

| wskaźnik | | 30.06.2022 | 08.07.2022 | 15.07.2022 | 31.08.2022 | 30.09.2022 | 31.12.2022 |
|----------------------------|-----|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Stopa lombardowa NBP | % | 6,50 | 7,00 | 7,00 | 7,00 | 7,00 | 7,00 |
| Stopa referencyjna NBP | % | 6,00 | 6,50 | 6,50 | 6,50 | 6,50 | 6,50 |
| Stopa depozytowa NBP | % | 5,50 | 6,00 | 6,00 | 6,00 | 6,00 | 6,00 |
| WIBOR 3M | % | 7,05 | 7,08 | 7,00 | 6,95 | 6,80 | 6,70 |
| Obligacje skarbowe 2L | % | 7,76 | 7,46 | 7,67 | 7,40 | 7,20 | 6,80 |
| Obligacje skarbowe 5L | % | 7,30 | 6,95 | 7,03 | 7,00 | 6,95 | 6,40 |
| Obligacje skarbowe 10L | % | 6,87 | 6,64 | 6,68 | 6,65 | 6,50 | 5,95 |
| PLN/EUR | PLN | 4,68 | 4,80 | 4,81 | 4,75 | 4,70 | 4,60 |
| PLN/USD | PLN | 4,48 | 4,74 | 4,80 | 4,68 | 4,61 | 4,38 |
| PLN/CHF | PLN | 4,69 | 4,85 | 4,89 | 4,82 | 4,75 | 4,60 |
| USD/EUR | USD | 1,05 | 1,02 | 1,01 | 1,02 | 1,02 | 1,05 |
| Stopa Fed | % | 1,75 | 1,75 | 1,75 | 2,50 | 3,00 | 3,25 |
| LIBOR USD 3M | % | - | - | - | 2,65 | 3,10 | 3,35 |
| Stopa repo EBC | % | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,25 | 0,75 | 1,00 |
| EURIBOR 3M | % | - | - | - | 0,25 | 0,80 | 1,05 |
| SARON | % | - | - | - | -0,15 | 0,05 | 0,30 |
| Obligacje skarbowe USD 10L | % | 3,01 | 3,08 | 2,92 | 2,90 | 2,80 | 2,50 |
| Obligacje skarbowe GER 10L | % | 1,33 | 1,34 | 1,12 | 1,35 | 1,30 | 1,20 |

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 wpacony w całości.