

KOMENTARZ TYGODNIOWY

11 lipca 2022

RPP osłabiła skalę podwyżek stóp z powodu obaw o wzrost gospodarczy. Inflacja CPI w USA kluczowa dla prognoz lipcowej decyzji FOMC.

- Dla krajowych inwestorów najważniejszym wydarzeniem w minionym tygodniu było posiedzenie RPP i konferencja prasowa prezesa NBP. Zgodnie z naszym bazowym scenariuszem, Rada obniżyła tempo zacieśnienia polityki pieniężnej [podwyższając stopy procentowe o 50 pkt. baz. do 6,50% dla stopy referencyjnej](#). Podczas konferencji prasowej prezes Glapiński powtórzył ocenę z czerwca, że w ocenie Rady cykl zacieśnienia dobiega końca.
- Tak jak oczekiwaliśmy, prezes nie zamknął jednoznacznie drogi do dalszych podwyżek stóp z powodu niepewności kształtowania się inflacji, ale wskazał jednocześnie, że taki scenariusz jest możliwy. Jeżeli spełnią się nasze założenia stabilizacji inflacji CPI w najbliższych miesiącach blisko poziomu 15,6% r/r (poziom czerwcowy) i pogorszenia danych ze sfery realnej, Rada utrzyma już od września br. stopy procentowe na bieżącym poziomie (brak posiedzenia w sierpniu). Biorąc pod uwagę ryzyka dla prognoz inflacji, prawdopodobieństwo scenariusza kolejnej podwyżki stóp na jesieni jest podwyższone, choć bieżące spadki cen paliw, nieco je ograniczają.
- Głównym argumentem za zmniejszeniem skali lipcowej podwyżki było pogorszenie perspektyw aktywności krajowej gospodarki, w tym bieżące słabsze dane oraz wyraźnie niższa prognoza wzrostu PKB w 2023 r. wg najnowszej Projekcji Makroekonomicznej NBP. Ten czynnik, zgodnie z wypowiedziami Glapińskiego, będzie obniżał także skalę ewentualnych podwyżek stóp w przyszłości.
- Rada nie zdecydowała się na większą skalę podwyżki pomimo notowanego tuż przed posiedzeniem silnego osłabienia złotego w kierunku 4,80 PLN/EUR. Taką decyzję mogła ułatwić nieskuteczna próba wzmocnienia kursu forinta podwyżką o 200 pkt. baz. przez bank centralny Węgier. Jednocześnie, ani sama decyzja, ani późniejsza konferencja nie wpłynęły na notowania złotego, który cały czas pozostawał pod wpływem sytuacji na rynku globalnym (silne wzmocnienie dolara). W relacji do koszyka walut złoty osłabił się o ponad 2%, ostabiając się do 4,74 PLN/USD i 4,85 PLN/CHF.
- Złagodzenie stanowiska RPP wpłynęło z kolei istotnie na rynek stopy procentowej. Kontrakty FRA pod koniec tygodnia obniżyły się o ok. 50 pkt. baz. Po wzrostach w pierwszej części tygodnia, ostatnie dni przyniosły korektę spadkową krajowych SPW. Rentowności na krótszym końcu obniżyły się w skali tygodnia o 3 pkt. baz., a rentowności 10-latek wzrosły o 15 pkt. baz. (w drugiej części tygodnia obniżyły się o ok. 20 pkt. baz.).
- Oczekiwania dot. krajowej polityki pieniężnej łagodzą presję wzrostową rentowności z tytułu wzrostu rentowności obligacji na rynkach bazowych. Rentowności 10-latek amerykańskich wzrosły o 20 pkt. baz., ponownie powyżej 3,0%, z kolei rentowności obligacji niemieckich o ok. 10 pkt. baz. Te wzrosty były

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

wynikiem ponownej zmiany oceny bilansu ryzyka dla gospodarki globalnej w kierunku ryzyka inflacji i konieczności zaostrzenia polityki pieniężnej.

- Ponadto, w minionym tygodniu mniej pesymistyczne oczekiwania dot. perspektyw gospodarczych wspierały wzrosty na rynkach giełdowych. Globalny indeks MSCI wzrósł o 2%, o 2,1% wzrósł indeks dla USA, o 1,8% indeks dla strefy euro. Indeks dla rynków wschodzących wzrósł nieco mniej (0,9%), natomiast krajowy indeks WIG wzrósł o ponad 2,0%.
- Zmianę nastrojów rynkowych (w porównaniu do tygodnia wcześniejszego) mogły wspierać publikacje korzystnych danych ze sfery realnej USA. W czerwcu skala wzrostu zatrudnienia przekroczyła oczekiwania rynkowe osiągając 372 tys. etatów. Dynamika wynagrodzeń lekko obniżyła się do 5,2% r/r, wskazując z jednej strony na solidne tempo wzrostu płac wspierające dochody gospodarstw domowych, z drugiej, nie wskazując cały czas na narastanie presji płacowej. Pozytywnie inwestorów zaskoczyły także dane dot. wskaźnika ISM z sektora usług, który w czerwcu obniżył się minimalnie do 55,3 pkt. Tym samym inwestorzy uznali, że póki co, gospodarka amerykańska radzi sobie lepiej, wobec wcześniejszych obaw. Choć dane z niemieckiego przemysłu potwierdziły słabą kondycję sektora, to brak negatywnej niespodzianki także mógł wspierać powyższe oczekiwania.
- Póki co, wpływ niepewności dot. dostaw gazu z Rosji do Europy odbija się głównie na cenach surowca na europejskim rynku w ograniczonym stopniu wpływając na globalne nastroje. 11. lipca, zgodnie z wcześniejszym harmonogramem, w związku z planowanymi pracami technicznymi, dostawy gazu przez Nordstream 1 zostały wstrzymane całkowicie. Pod koniec lipca kluczowe będą informacje dot. przesyłu gazu po zakończeniu prac, gdyż powinno rozpocząć się uzupełnianie magazynów przed okresem zimowym.
- Utrzymujące się wyzwania dla rynku europejskiego mogą w najbliższym czasie utrzymywać presję na notowania kursu euro. Utrwalanie oczekiwań większej skali wzrostu stóp procentowych w USA (wobec Europy) poskutkowało w minionym tygodniu skokowym wzmocnieniem kursu dolara wobec euro do 1,02 USD/EUR z 1,04 USD/EUR przed tygodniem. Poniżej paritetowego poziomu 1,00 EUR/CHF utrzymywał się także kurs euro wobec franka szwajcarskiego.
- Publikowane w minionym tygodniu stenogramy z posiedzenia FOMC i EBC potwierdziły, że priorytetem banków centralnych stała się walka z inflacją. Zapisy dyskusji EBC wskazały, że część członków opowiadała się za większą niż 25 pkt. baz. podwyżką stóp w lipcu, co jednak wydaje nam się mało prawdopodobne biorąc pod uwagę wyzwania gospodarcze i wciąż trwające prace nad narzędziami ograniczającymi ryzyko fragmentacji rynku strefy euro.
- Zapisy dyskusji FOMC potwierdziły, że na lipcowym posiedzeniu będzie dyskutowana podwyżka rzędu 50-75 pkt. baz. Kluczowe dla ostatecznej prognozy tej decyzji będą publikowane w bieżącym tygodniu dane dot. czerwcowej inflacji CPI w USA oraz wstępne dane dot. wskaźnika oczekiwań inflacyjnych konsumentów wg danych Uniwersytetu Michigan.
- Na globalne nastroje istotny wpływ będą miały także publikacje danych ze sfery realnej USA (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna) oraz dane ze sfery realnej Chin (w tym skala ożywienia aktywności w czerwcu).

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 12 lipca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
11:00	DE	Indeks koniunktury ZEW, lipiec	-28,0 pkt.	-40,0 pkt.	-
środa 13 lipca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
-	CHN	Eksport / import, czerwiec	16,9% r/r / 4,1% r/r	13,0% r/r / 4,0% r/r	-
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa, maj	0,4% m/m	0,3% m/m	-
14:30	US	Inflacja CPI, czerwiec	8,6% r/r	8,8% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy, czerwiec	6,0% r/r	5,8% r/r	-
czwartek 14 lipca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących, maj	-3924mln EUR	-3500 mln EUR	-3652 mln EUR
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 09.07	235 tys.	235 tys.	-
piątek 15 lipca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
02:00	CHN	Wzrost PKB. I kw.	4,8% r/r	1,0% r/r	-
02:00	CHN	Produkcja przemysłowa, czerwiec	0,7% r/r	4,3% r/r	-
02:00	CHN	Sprzedaż detaliczna, czerwiec	-6,7% r/r	0,4% r/r	-
02:00	CHN	Inwestycje, styczeń-czerwiec	6,2% r/r	6,0 r/r	-
10:00	PL	Inflacja CPI, czerwiec (ost.)	15,6% r/r (wst.)	-	15,6% r/r
14:30	US	Sprzedaż detaliczna, czerwiec	-0,3% m/m	0,9% m/m	-
14:30	US	Indeks koniunktury w regionie Nowy Jork, lipiec	-1,2 pkt.	-3,8 pkt.	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa, czerwiec	0,1% m/m	0,0% m/m	-
16:00	US	Wskaźnik nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan, lipiec (wst.)	50,0 pkt.	49,0 pkt.	-
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

* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

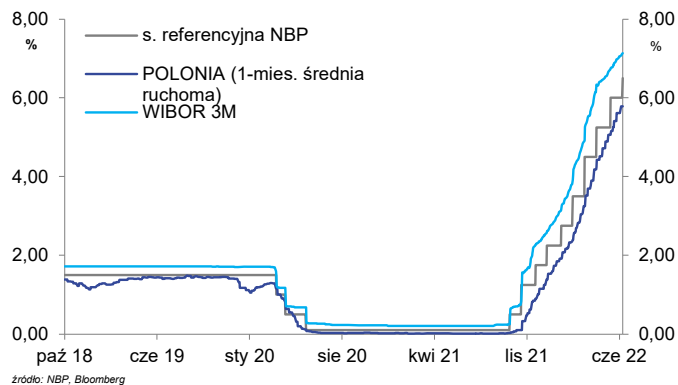
Miesięczny kalendarz publikacji danych

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	-3924 mln EUR		-3652 mln EUR
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	czerwiec	15.07	13,9% r/r		15,6% 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	15,6% r/r		-

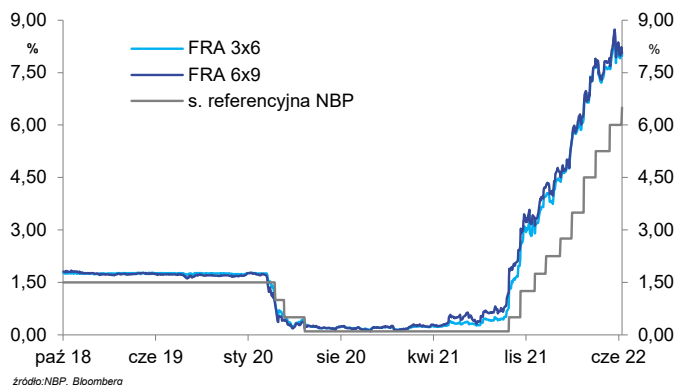
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI – przemysł	CHN	czerwiec	1.07	48,1 pkt.	48,1 pkt.	
Wskaźnik inflacji HICP	EMU	czerwiec	1.07	8,1% r/r	8,6% r/r	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	czerwiec	1.07	56,1 pkt.	53,0 pkt.	
Indeks koniunktury 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		8,8% r/r
Wzrost PKB	CHN	II kw.	15.07	4,8% r/r		1,0% 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.		-
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	lipiec	22.07	52,8 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 (SAAR)		-
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

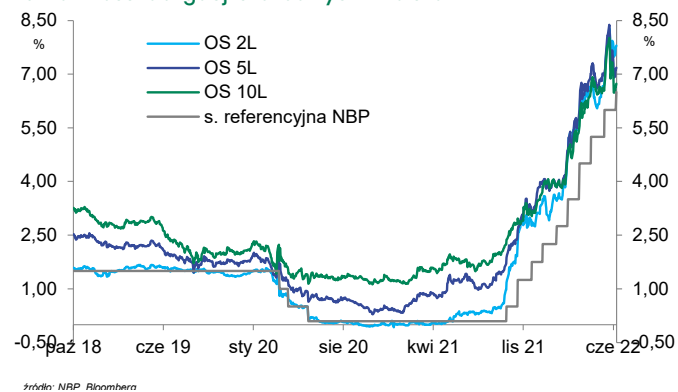
Krajowe stopy procentowe



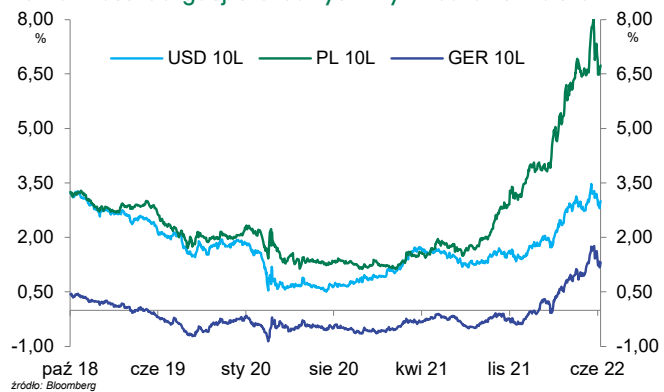
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



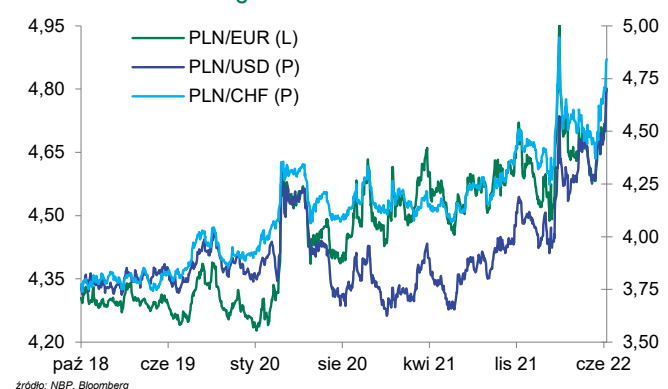
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



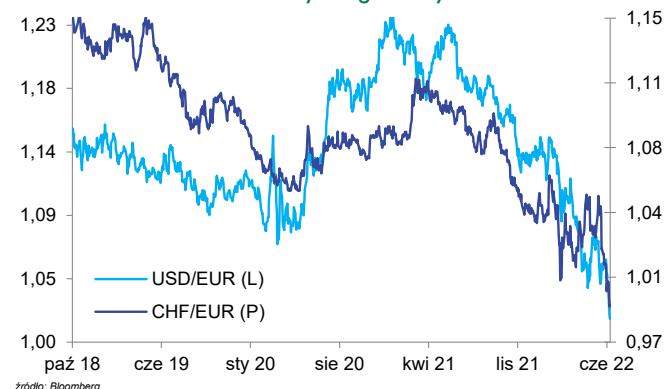
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



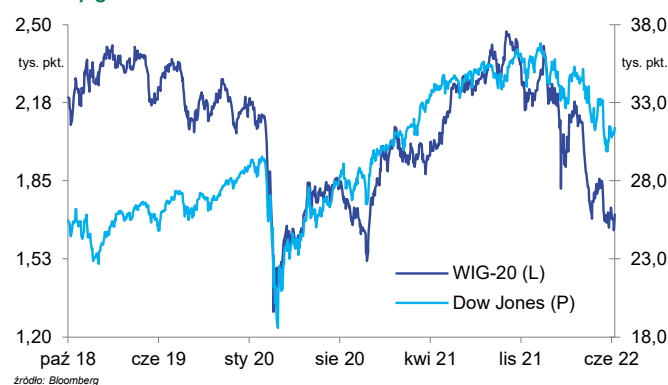
Notowania kursu złotego



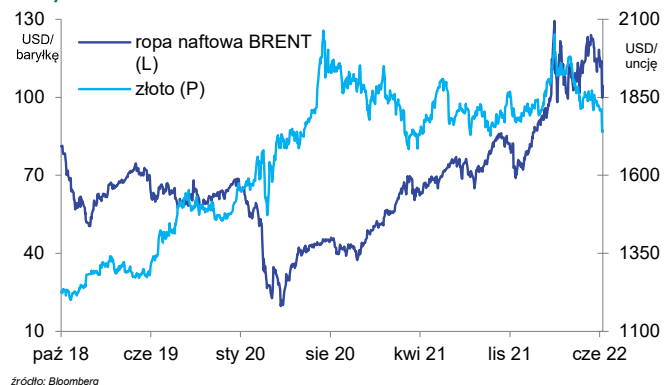
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

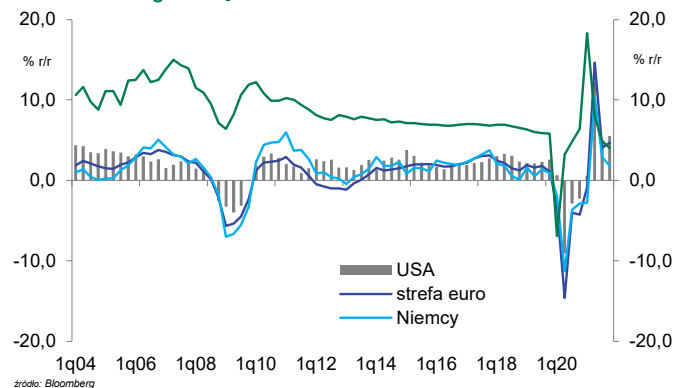


Ceny surowców

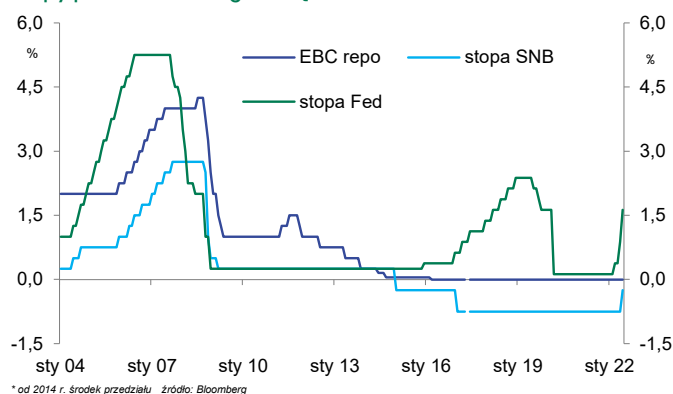


Sfera realna

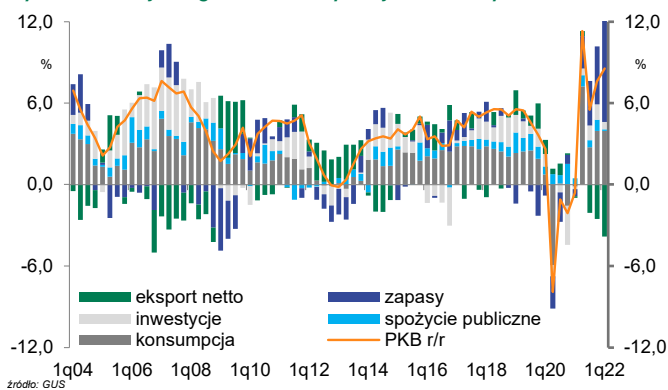
Wzrost PKB za granicą



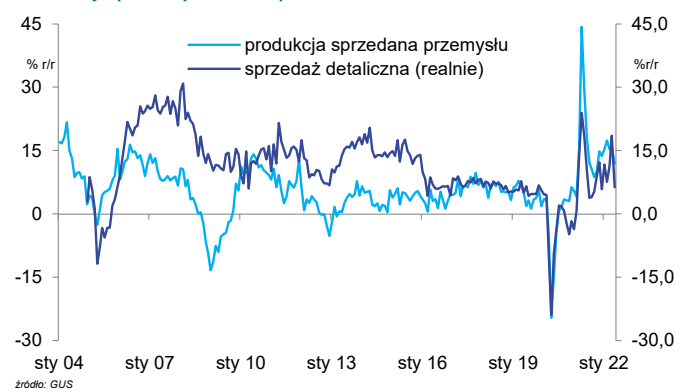
Stopy procentowe za granicą



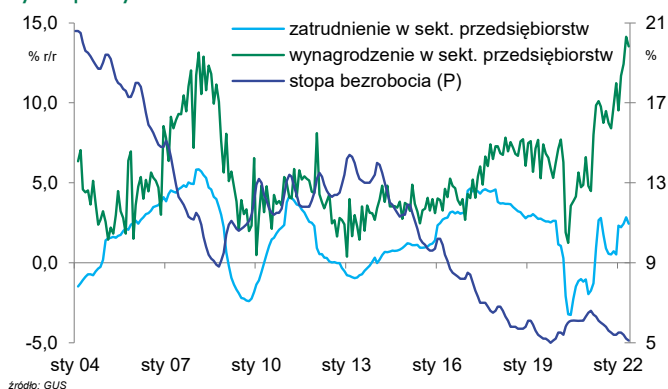
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



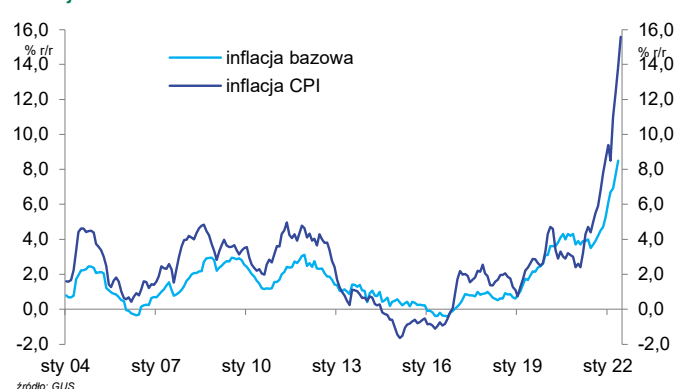
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



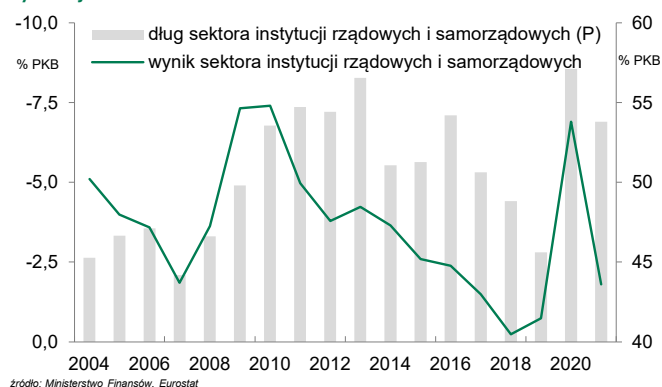
Rynek pracy



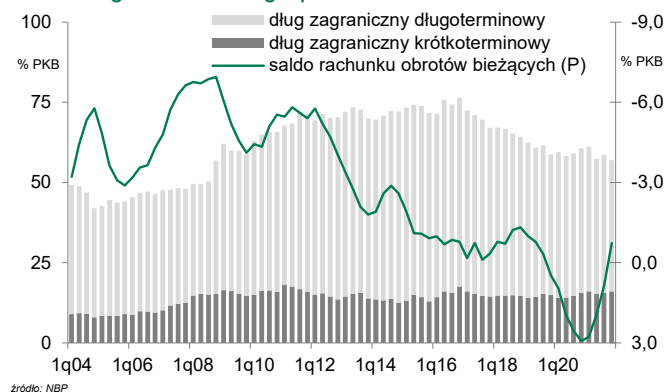
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.06.2022	01.07.2022	08.07.2022	31.07.2022	31.08.2022	30.09.2022
Stopa lombardowa NBP	%	6,50	6,50	7,00	7,00	7,00	7,00
Stopa referencyjna NBP	%	6,00	6,00	6,50	6,50	6,50	6,50
Stopa depozytowa NBP	%	5,50	5,50	6,00	6,00	6,00	6,00
WIBOR 3M	%	7,05	7,05	7,08	7,00	6,95	6,80
Obligacje skarbowe 2L	%	7,76	7,48	7,46	7,50	7,40	7,20
Obligacje skarbowe 5L	%	7,30	6,91	6,95	7,10	7,00	6,95
Obligacje skarbowe 10L	%	6,87	6,48	6,64	6,75	6,65	6,50
PLN/EUR	PLN	4,68	4,72	4,80	4,75	4,70	4,68
PLN/USD	PLN	4,48	4,51	4,74	4,66	4,56	4,52
PLN/CHF	PLN	4,69	4,71	4,85	4,85	4,77	4,73
USD/EUR	USD	1,05	1,04	1,02	1,02	1,03	1,04
Stopa Fed	%	1,75	1,75	1,75	2,25	2,25	2,75
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	2,40	2,50	2,85
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25	0,75
EURIBOR 3M	%	-	-	-	0,15	0,25	0,80
SARON	%	-	-	-	-0,20	-0,15	0,05
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3,01	2,88	3,08	2,95	2,90	2,80
Obligacje skarbowe GER 10L	%	1,33	1,23	1,34	1,40	1,35	1,30

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.