

KOMENTARZ TYGODNIOWY

12 lipca 2021

Sytuacja epidemiczna ciąży rynekom finansowym. Stopy NBP bez zmian, RPP utrzymuje łagodną retorykę, choć podwyżka zapewne jest analizowana

W kolejnym tygodniu z rzędu wyższa niepewność dot. rozwoju sytuacji epidemicznej na świecie w kontekście mutacji Delta przekładała się na wzrost niepewności dot. rozwoju sytuacji gospodarczej i tym samym na wyższą zmienność nastrojów rynkowych. Obawy przed podwyższoną inflacją ustępują miejsca obawom dotyczącym ożywienia aktywności, co obniża rentowności obligacji skarbowych i zwiększa presję na ceny aktywów o wyższym profilu ryzyka.

W minionym tygodniu w kolejnych krajach odnotowano wzrost liczby nowych przypadków COVID-19, choć w większości skala zachorowań jest bardzo niska, a w przypadku krajów o najwyższym wzroście tych zachorowań (Wielka Brytania, Hiszpania) brak jest informacji o silniejszym wzroście liczby hospitalizacji. W Polsce w minionym tygodniu wskaźniki sytuacji epidemicznej nadal poprawiały się.

Opublikowane w minionym tygodniu dane z gospodarki globalnej zaskoczyły negatywnie, przy słabszych wynikach indeksu koniunktury ISM dla amerykańskiego sektora usług oraz bardzo słabych danych z niemieckiego przemysłu.

W minionym tygodniu chiński bank centralny obniżył stopę rezerwy obowiązkowej dla banków o 50 pkt. baz. Z kolei EBC zmienił cel inflacyjny na symetryczny cel wokół poziomu 2,0% (dotychczas „blisko, ale poniżej 2,0%”), co jednak nie zmienia oczekiwań dot. polityki pieniężnej EBC w nadchodzących kwartałach.

W ubiegłym tygodniu RPP nie zmieniła stóp procentowych, utrzymała także zapowiedź prowadzenia programu skupu obligacji. Podczas piątkowej konferencji prasowej prezes NBP utrzymał łagodną retorykę dot. perspektyw polityki pieniężnej, choć mniej jednoznaczne deklaracje utrzymania stabilnych stóp oraz wyniki najnowszej projekcji NBP (korekta w górę prognozy inflacji CPI i PKB) przekładają się na wzrost ryzyka wcześniejszej podwyżki stóp NBP wobec naszej prognozy bazowej (podwyżka na przełomie I i II kw. 2022 r.).

W bieżącym tygodniu opublikowane zostaną ważne dane z USA (czerwcowy inflacja oraz produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna) oraz z Chin (PKB w II kw. i czerwcowe dane ze sfery realnej). W Polsce opublikowany zostanie ostateczny wskaźnik czerwcowej inflacji CPI oraz wskaźnik inflacji bazowej.

W najbliższych tygodniach jednak informacje dot. rozwoju sytuacji epidemicznej ponownie będą dla inwestorów równie ważne co publikacje danych.

Wzrost liczby nowych przypadków COVID-19 w kolejnych krajach...

- W minionym tygodniu wzrost dziennej liczby nowych przypadków COVID-19 notowało już więcej europejskich krajów, wyższe statystyki notowano także w USA. Choć w większości tych krajów liczby nowych przypadków są wciąż bardzo niskie, to wzrosły obawy o ich silniejszy wzrost w kolejnych miesiącach, tak jak ma to miejsce w Wielkiej Brytanii czy Hiszpanii, gdzie obecnie dzienne statystyki pozytywnych wyników testów pozostają bardzo wysokie.

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

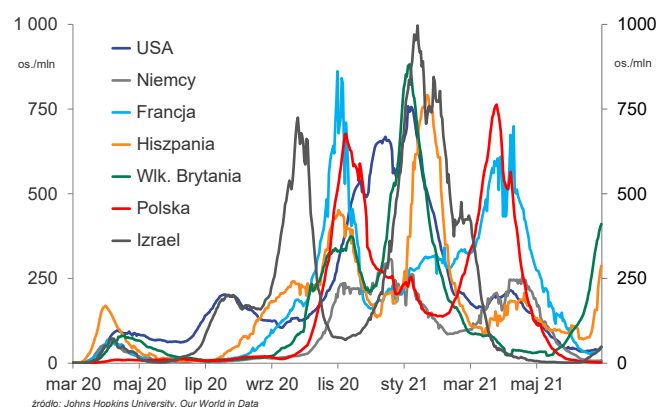
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

- W minionym tygodniu Pfizer poinformował, że planuje złożyć wniosek o zatwierdzenie trzeciej dawki przeciwko COVID-19, co zgodnie z informacjami koncernu, ma dodatkowo zwiększyć odporność zaszczepionych przed kolejnymi mutacjami wirusa.
- W przypadku krajów, w których wzrost liczby przypadków COVID-19 jest najwyższy (Wielka Brytania) cały czas nie wskazuje się na niebezpieczny wzrost liczby osób hospitalizowanych, w szczególności tylko nieznacznie rośnie liczba osób przebywających na oddziałach intensywnej terapii. W tych warunkach brytyjski rząd podtrzymał (pomimo podwyższonych statystyk zachorowań), że 19 lipca dojdzie do zniesienia większości obostrzeń epidemicznych, co potwierdza póki co mniejszy wpływ ewentualnej kolejnej fali pandemii na aktywność gospodarczą.
- W Polsce w minionym tygodniu średnia liczba nowych przypadków COVID-19 obniżyła się do ok. 85. W dalszym ciągu obniżała się także liczba osób hospitalizowanych, trudno także wskazać na jednoznaczny trend w przypadku liczby zleceń na wykonanie testu wystawianych przez lekarzy POZ. W trakcie tygodnia przestała się natomiast zwiększać liczba osób kierowanych na kwarantannę, która silnie wzrosła w tygodniu wcześniejszym oraz na początku tygodnia minionego). Na koniec tygodnia liczba osób zaszczepionych przynajmniej jedną dawką szczepionki wzrosła do ok. 17,4 mln (46% populacji), z czego ok. 15,0 mln to osoby w pełni zaszczepione.

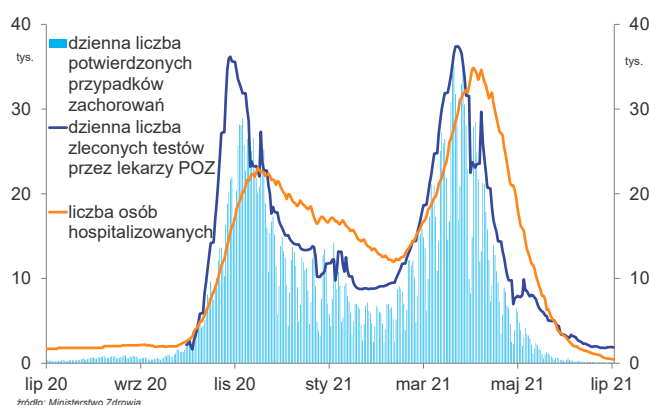
...podtrzymuje niepewność rynkową dot. perspektyw ożywienia gospodarczego

- Wzrost liczby nowych przypadków COVID-19 w coraz większej liczbie krajów poskutkowały w minionym tygodniu dalszym wzrostem zmienności notowań na globalnym rynku finansowym. Obawy rynkowe przed inflacją ustąpiły miejsca obawom dotyczącym ożywienia aktywności, co przełożyło się na spadek notowań aktywów o wyższym profilu ryzyka i spadek rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. W drugiej połowie tygodnia doszło do bardzo silnego wzrostu globalnej awersji do ryzyka. Pod sam koniec tygodnia większość aktywów odrobiła wcześniejsze straty, na co mogły wpłynąć oceny potencjalnie mniejszych skutków gospodarczych kolejnej fali zachorowań w krajach o wysokim odsetku zaszczepionych osób.

Dalszy wzrost nowych przypadków COVID-19 w Europie i w USA



W Polsce w minionym tygodniu kontynuacja poprawy statystyk epidemicznych

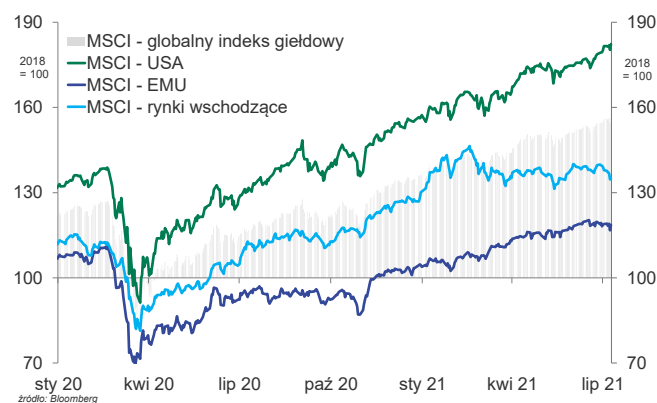


- Dzięki piątkowym wzrostom, globalny indeks MSCI zakończył tydzień niewielkim wzrostem (0,1%), przy wzrostach indeksów w USA o 0,4% oraz niewielkim spadku w strefie euro o 0,2%. Silniejsze spadki utrzymały się w grupie rynków wschodzących (spadek o 2,2%), na co zapewne cały czas wpływał efekt słabiej zaawansowanego procesu szczepień (i większej wrażliwości tych gospodarek na kolejne fale zachorowań) oraz wyraźnie słabnąca aktywność chińskiej gospodarki.
- Choć pod koniec tygodnia rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych rosły, to i tak w całym tygodniu odnotowano ich spadek o ok. 6 pkt. baz. zarówno w przypadku papierów amerykańskich jak i niemieckich (dla papierów 10-letnich). Presję na wzrost rentowności obligacji, mógł także ograniczać pierwszy od wielu tygodni, aczkolwiek nieznaczny, spadek cen ropy naftowej.
- W skali tygodnia notowania euro oraz dolara (w ujęciu kursu efektywnego) wzrosły w podobnej skali, co poskutkowało utrzymaniem kursu euro wobec dolara w granicach 1,185 – 1,190 USD/EUR. W okresach wzrostu awersji do ryzyka dolar silniej zyskiwał na wartości kosztem walut rynków wschodzących, gdzie drugi tydzień z rzędu dominował odpływ kapitału zagranicznego.

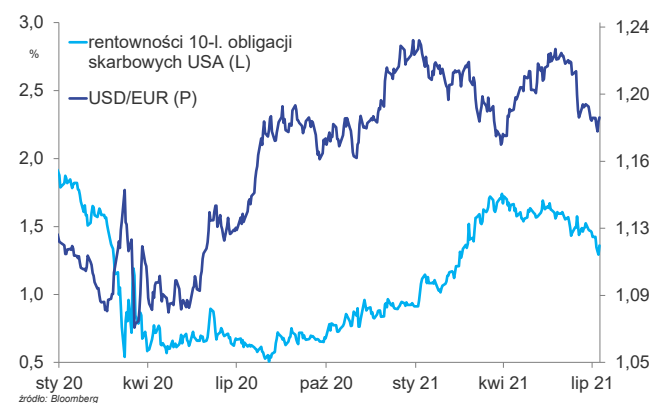
Publikacje danych makroekonomicznych nie wsparły nastrojów w tygodniu bieżącym

- Publikacje danych makroekonomicznych też nie pomogły stabilizować nastrojów rynkowych. Opublikowany w minionym tygodniu wskaźnik ISM nastrojów w usługach USA obniżył się dużo silniej od prognoz do 60,1 pkt. z 66,2 pkt. w maju, przy spadku subindeksów aktywności oraz nowych zamówień.
- Ponadto w maju na poziomie dużo niższym od prognoz ukształtowały się wskaźniki zamówień w niemieckim przemyśle oraz produkcji przemysłowej. Bardzo silnie obniżyły się w maju zamówienia zagraniczne spoza strefy euro, co może wskazywać na negatywne efekty wcześniejszego nasilenia fali zachorowań na COVID-19 w Azji, może także być powodem już wyraźnego trendu spowolnienia aktywności w chińskiej gospodarce. Tym samym, o ile dotychczas niskie wyniki produkcji przemysłowej Niemiec przy silnych zamówieniach mogły sugerować negatywny wpływ efektów podażowych (który w kolejnych miesiącach zapewne wygasnął), to ewentualne utrzymanie niższego tempa zamówień może osłabiać skalę ożywienia niemieckiej gospodarki.

Wygasa optymizm na światowych giełdach...



...co wzmacnia obligacje skarbowe na rynkach bazowych

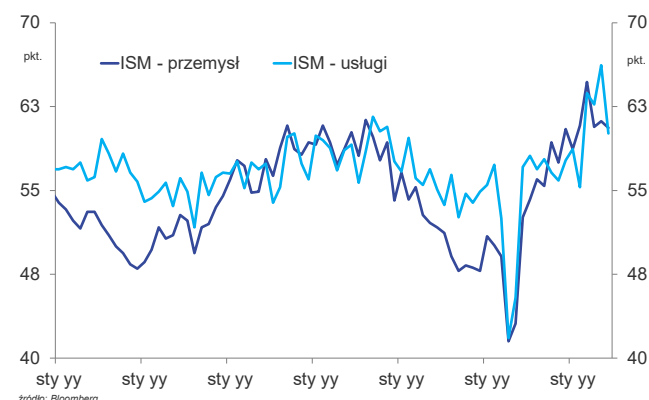


- Z danych inflacyjnych, w minionym tygodniu opublikowane zostały dane dot. inflacji CPI w Chinach, które wskazują na utrzymanie niskiego wzrostu cen, z kolei indeks PPI, choć utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie obniżył się, co jeżeli utrzyma się trend spadkowy na rynku surowców, może sugerować zmianę trendu indeksu w miesiącach kolejnych.

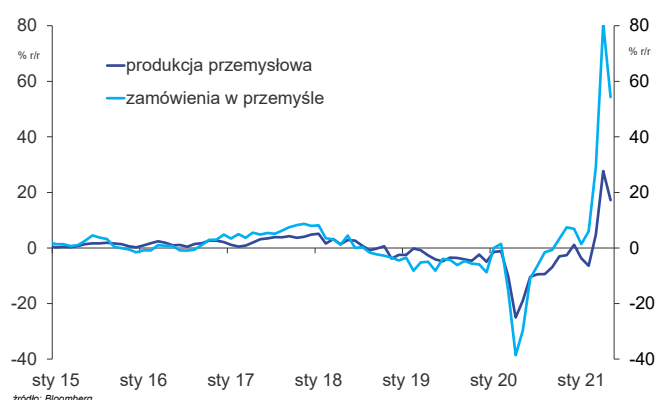
PBoC łagodzi politykę pieniężną, EBC zmienia cel inflacyjny

- Wątki epidemiczne oraz związane z nią perspektywy wzrostu gospodarczego zdominowały w minionym tygodniu sytuację rynkową, stąd informacje płynące z głównych banków centralnych nie miały wpływu na sytuację rynkową, lub wpływ ten był jedynie krótkookresowy.
- W minionym tygodniu bank centralny Chin (PBoC) obniżył o 50 pkt. baz. stopę rezerw obowiązkowych dla wszystkich banków. Choć prognozy rynkowe wskazywały na możliwość poluzowania polityki monetarnej w warunkach słabnącego wzrostu gospodarczego oraz statystyk monetarnych (m.in. aktywność na rynku kredytowym) i niskiej inflacji, to dominowały oczekiwania późniejszego terminu tej obniżki oraz bardziej punktowego działania (np. redukcja stopy rezerw dla małych i średnich instytucji).
- Opublikowane w minionym tygodniu stenogramy z czerwcowego posiedzenia FOMC potwierdziły informacje z komunikatu oraz konferencji prezesa, że komitet rozważa rozpoczęcie rozmów dot. terminu rozpoczęcia ograniczania programu skupu aktywów z uwagi na silniejszą poprawę sytuacji w sferze realnej gospodarki oraz wyższą niepewność w zakresie tendencji inflacyjnej. Choć publikacja stenogramów miała dla inwestorów nieco „jastrzębi” wydzźwięk, to ten efekt okazał się jedynie okresowy, ustępując w II poł. tygodnia miejsca wątkom epidemicznym.
- W minionym tygodniu Europejski Bank Centralny opublikował nową strategię polityki pieniężnej banku centralnego. Najważniejszą informacją jest zmiana celu inflacyjnego EBC na symetryczny cel dla inflacji 2,0% w średnim okresie (dotychczasowy cel blisko, ale poniżej 2,0%), co oznacza, że odchylenie inflacji w górę od celu jest równie niepożądane co odchylenie w dół. Ponadto, zgodnie z informacją banku centralnego „kiedy gospodarka działa blisko dolnej granicy efektywności nominalnych stóp procentowych, wtedy niedopuszczenie do tego, żeby odchylenie w dół stopy inflacji od celu inflacyjnego się utrzymało, wymaga szczególnie mocnych lub długotrwałych działań ze strony polityki pieniężnej. Może to również oznaczać, że przez pewien przejściowy okres inflacja będzie umiarkowanie przekraczać cel”.

Nieoczekiwany, silny spadek wskaźnika koniunktury w sektorze usług USA



W maju negatywna niespodzianka z niemieckiego sektora przemysłu



- Rada Prezesów utrzymała wskaźnik inflacji HICP jako miarę oceny stabilności cen, jednocześnie jednak wskazała na potrzebę dodatkowego uwzględniania kosztów wynajmu mieszkania. Zaimplementowanie tej kategorii we wskaźniku inflacji jest procesem wieloletnim, z tego względu w najbliższym czasie Rada będzie te dane uwzględniała jako uzupełnienie zestawu dodatkowych wskaźników uwzględnianych w decyzjach polityki pieniężnej. W ramach przeglądu strategicznego EBC poinformował, że będzie brał pod uwagę zmiany klimatu przy ustalaniu decyzji w zakresie polityki monetarnej.
- Dokonane zmiany w strategii banku nie zmieniają istotnie perspektyw polityki pieniężnej EBC w nadchodzących kwartałach. Choć zmiana celu inflacyjnego w warunkach prognoz banku centralnego (inflacja w okolicach 1,5% r/r w perspektywie 2023 r.) ma generalnie gołębi wydźwięk, to fakt, że inflacja w perspektywie prognoz EBC nie osiągnęła nawet wcześniejszego celu, nie wpływa istotnie na prognozy. Wydaje się jedynie, że ta zmiana ułatwi radzie EBC utrzymanie ultra łagodnej polityki pieniężnej w II poł. 2020 r., kiedy inflacja okresowo przewyższy poziom 2,0% r/r. Jako wysokie należy uznać także ryzyko zwiększenia / wydłużenia programu skupu aktywów w ramach APP, choć te oczekiwania w większym stopniu zależą od rozwoju sytuacji gospodarczej, a nie są wynikiem zmian w strategii banku.
- Według ocen zewnętrznych ośrodków analitycznych uwzględnienie we wskaźniku inflacji kosztów wynajmu mieszkańców zwiększyłoby ten wskaźnik o 0,2 – 0,3 pkt. proc., co wciąż, przy prognozach niskiego indeksu w perspektywie I. 2022–2023 nie będzie miało istotnego wpływu na działania EBC. Wątki dot. polityki klimatycznej mogą silniej wpływać na strukturę skupu aktywów (preferencje dla skupu obligacji skarbowych przedsiębiorstw działających zgodnie z celami klimatycznymi), w tej kwestii jednak w większym stopniu może to wpływać właśnie na strukturę rynku obligacji, a nie na generalne warunki monetarne.

Krajowy rynek finansowy pod wpływem nastrojów globalnych...

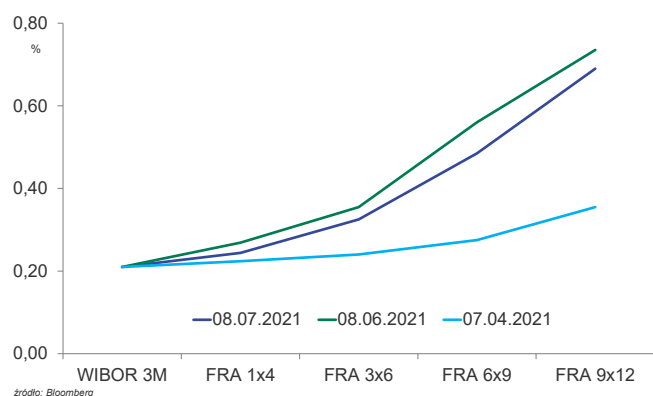
- Okresowe pogorszenie nastrojów rynkowych na świecie ciążyło także krajowej giełdzie, jednocześnie piątkowe zwwyżki indeksów pozwoliły na zamknięcie tygodnia delikatnym plusem (+0,1% dla indeksu WIG). Trwalsze efekty osłabienia notował kurs złotego, który w relacji do euro osłabił się w kierunku 4,55mPLN/EUR, a w ujęciu kursu efektywnego stracił na wartości 0,5%.
- Większą zmienność notował rynek obligacji skarbowych, na który poza wątkami globalnych nastrojów silniej wpływały oczekiwania dot. krajowej polityki pieniężnej, która także w minionym tygodniu dostarczała zmiennych informacji (odebrany jako „jastrzębi” wywiad prezesa NBP z Financial Times, z drugiej strony brak wyraźniejszego zaostrzenia komunikatu RPP przy relatywnie „jastrzębim” wydźwięku prognoz projekcji inflacyjnej banku centralnego). Ostatecznie w skali tygodnia rentowności 10 letnich obligacji obniżyły się nieznacznie o 2 pkt. baz. do 1,67%, z kolei rentowności krótszych 2-letnich papierów wzrosły o 3 pkt. baz. do 0,36%.

...oraz oczekiwań dot. polityki RPP. Stopy NBP bez zmian, w projekcji NBP korekta w górę prognozy inflacji CPI w I. 2021–2022.

- Podczas ubiegłotygodniowego posiedzenia RPP utrzymała, zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 0,1%. Zgodnie z komunikatem NBP nadal będzie prowadził operacje skupu obligacji skarbowych oraz gwarantowanych przez Skarb Państwa. NBP będzie też oferował kredyt wekslowy.

- W komunikacie po posiedzeniu nie dokonano żadnych istotnych zmian dotyczących perspektyw polityki pieniężnej. Sądzymy natomiast, że w trakcie posiedzenia doszło zapewne do dalszej polaryzacji poglądów członków Rady Polityki Pieniężnej. Na taki scenariusz może wskazywać nie tylko późna godzina ogłoszenia decyzji (18.15 – kolejny rekord), ale także wyniki najnowszej projekcji inflacji CPI i PKB przygotowanej przez NBP.
- Podczas posiedzenia Rada zapoznała się z wynikami projekcji, w której nastąpiło przesunięcie w górę prognozowanej ścieżki inflacji oraz PKB. Według projekcji Departamentu Analiz Ekonomicznych NBP punktowe prognozy wskazują na wzrost PKB o 5,0% r/r w 2021r. oraz 5,4% i 5,3% w I. 2022 – 2023, co oznacza korektę dla prognozy PKB w 2021 r. z 4,1% r/r w marcowej projekcji. W górę podwyższono także prognozę inflacji do 4,2% r/r w 2021 r. (z 3,1% r/r w marcu) oraz do 3,3% i 3,4% w I. 2022 i 2023 (wobec 2,8% i 3,2% oczekiwanych w marcu).
- Prognozy gospodarcze NBP wskazują na dynamiczny wzrost gospodarczy w najbliższych latach, któremu ma towarzyszyć podwyższona inflacja. Oczekiwany jest spadek inflacji CPI w 2022, niemniej zgodnie z prognozami banku centralnego, ma ona utrzymywać się powyżej celu inflacyjnego RPP (choć wewnątrz przedziału dopuszczalnych odchyień od celu).
- Z pewnością, dla części członków Rady takie wyniki projekcji przy bieżących wysokich odczytach inflacji są argumentem za szybkim zacieśnieniem polityki pieniężnej. Z drugiej strony zwolennicy utrzymania dłuższego okresu stabilnych stóp będą zapewne wskazywać na utrzymujące się niestandardowe warunki gospodarcze, jak również (jako nowy argument) coraz szerzej komentowane potencjalne ryzyka pogorzenia sytuacji epidemicznej w miesiącach kolejnych..
- Podczas piątkowej konferencji prasowej prezes NBP inaczej niż dotychczas nie odnosił się w ogóle do terminów potencjalnych zmian parametrów polityki pieniężnej. Prezes Głapiński wielokrotnie powtarzał, że bieżący wzrost inflacji ma charakter zewnętrzny / podażowy, na co RPP nie ma wpływu, stąd Rada nie widzi obecnie potrzeby dokonywania zmian w polityce pieniężnej. Ponadto akcentował także czerwcowy spadek inflacji bazowej oraz wzrost ryzyka dla scenariusza wzrostu gospodarczego związany z ponownym wzrostem niepewności dot. rozwoju sytuacji epidemicznej.

Oczekiwania rynkowe na podwyżkę stóp procentowych NBP...



...ograniczają potencjał spadkowy rentowności krajowych SPW



- W kontekście projekcji inflacyjnej NBP prezes Glapiński wskazywał na utrzymanie prognozowanej inflacji CPI w przedziale dopuszczalnych wahań inflacji od celu RPP, przy jednocześnie wysoce niestandardowych warunkach gospodarczych. Po raz pierwszy prezes wymienił warunki makroekonomiczne, które byłyby dla Rady argumentem za podwyższeniem stóp tj., - wygaśnięcie ryzyka dla prognoz silnego ożywienia aktywności, - silniejsza poprawa sytuacji na rynku pracy, - popytowy charakter wzrostu bieżącej inflacji. Jednocześnie kilkakrotnie zaznaczył, że ewentualna podwyżka stóp procentowych powinna zostać poprzedzona wygaszeniem programu skupu obligacji, taką decyzję będzie podejmował zarząd NBP.
- Biorąc pod uwagę dotychczasowe wypowiedzi członków Rady wskazujące raczej na preferencję większości z nich utrzymania ostrożnej polityki pieniężnej, jak również pewien wzrost niepewności dot. rozwoju sytuacji epidemicznej oraz zakładany przez nas dalszy spadek inflacji bazowej w II poł. br., podtrzymujemy prognozę, że stopy procentowe zostaną utrzymane na bieżącym poziomie do końca br., a do podwyżki stóp dojdzie na przełomie I i II kw. 2022 r. Zakładamy, że nowa Rada (po zmianie jej składu na początku 2022 r.) będzie bardziej skłonna do normalizacji warunków monetarnych.
- Przyznajemy jednocześnie, że ryzyko dla tego scenariusza wzrosło w kierunku szybszego terminu podwyżki. Choć sam prezes NBP utrzymuje bardzo łagodną retorykę i sugeruje zdecydowane zdystansowanie się od zacieśnienia polityki pieniężnej, jego wypowiedzi w naszej ocenie wskazują na mniejszą niż dotychczas pewność, że większość Rady podziela jego opinię dot. braku konieczności takich działań w najbliższych miesiącach.
- Standardowo na sierpień nie zaplanowano posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej. Zakładamy, że od września, na kolejnych posiedzeniach będzie prowadzona ożywiona dyskusja dot. zacieśnienia polityki pieniężnej (zakładając, że nie dojdzie do silnego wzrostu niepewności perspektyw dot. sfery realnej gospodarki).

Informacje dot. sytuacji epidemicznej ponownie równie ważne co publikacje danych makroekonomicznych

- Na bieżący tydzień zaplanowana jest publikacja istotnych danych z gospodarki globalnej, w tym dane dot. czerwcowej inflacji CPI w USA oraz seria danych z USA ze sfery realnej (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna). Ponadto bardzo istotne dla inwestorów będą także dane z Chin, tj. szacunek wzrostu PKB w II kw. oraz miesięczne dane ze sfery realnej za czerwiec. W Polsce opublikowany zostanie ostateczny szacunek czerwcowej inflacji CPI oraz wskaźnik inflacji bazowej. Publikacja czerwcowych danych ze sfery realnej rozpocznie się w kolejny poniedziałek.
- Ubiegłotygodniowy wzrost zmienności rynkowej potwierdza, że dane dot. sytuacji epidemicznej powrócą jako główny wątek zainteresowania inwestorów. Kolejne informacje dot. skali wzrostu nowych przypadków COVID-19 w krajach rozwiniętych o wyższym odsetku szczepień, ale także liczby hospitalizacji będą kluczowe dla oceny perspektyw rozwoju sytuacji gospodarczej.
- Biorąc pod uwagę dotychczasowe informacje z Wielkiej Brytanii wskazujące na niski wzrost liczby pacjentów na oddziałach intensywnej terapii, póki co nie widzimy potrzeby korekty prognoz wyraźnego ożywienia aktywności gospodarczej, szczególnie biorąc pod uwagę nasz ostrożny scenariusz co do skali tego ożywienia. Sam wzrost zachorowań poprzez wzrost obaw przed zarażeniem może osłabiać

popyt na usługi, wzrosnie także ryzyko dla ożywienia aktywności w sektorach działających w dużych skupiskach osób (np. koncerty), może także osłabnąć tempo ożywienia podróży zagranicznych. Te efekty jednak nie zmieniają generalnego kierunku solidnego wzrostu aktywności gospodarczej, dla utrzymania tej prognozy kluczowa będzie weryfikacja tezy o ograniczonej skali wzrostu liczby hospitalizacji z powodu COVID-19.

- Biorąc pod uwagę powyższe (kontynuacja ożywienia ale mniejszym potencjale dla podbijania oczekiwań dot. jego skali) oczekujemy ograniczonego potencjału dla wzrostu rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych oraz wzrostu cen aktywów o wyższym profilu ryzyka, jednocześnie nie zakładamy silnej wyprzedaży tych aktywów.
- Choć różnice geograficzne dot. skali ożywienia oraz rozwoju sytuacji epidemicznej mogą komplikować bankom centralnym prowadzenie polityki pieniężnej, zakładamy, że generalnie pozostaną one ostrożne co do tempa zacieśnienia polityki pieniężnej i ewentualne utrzymanie niepewności dot. rozwoju sytuacji epidemicznej będzie odsuwać te decyzje.
- W przypadku krajowej polityki pieniężnej, jeżeli zgodnie z naszą prognozą, w II połowie tego roku RPP nie podwyższy stóp NBP, możliwy jest lekki spadek rentowności obligacji skarbowych na krótszym końcu krzywej.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Saldo rachunku obrotów bieżących (14 lipca)

Oczekujemy, że w maju nadwyżka na rachunku obrotów bieżących obniżyła się do 1,456 mln EUR z 1,74 mld EUR w kwietniu. W maju oczekujemy niewielkiego, sezonowego pogorszenia wyniku w handlu towarami oraz usług, przy minimalnych zmianach wyniku w kategoriach dochodów. Wraz ze stopniowym wzrostem baz odniesienia oczekujemy spadku rocznych dynamik składowych handlu zagranicznego, choć w dalszym ciągu będą się one jeszcze utrzymywać blisko historycznie wysokich poziomów (40,6% r/r dla eksportu oraz 47,1% r/r dla importu).

• Wskaźnik inflacji CPI w czerwcu – ostateczny szacunek (15 lipca)

Oczekujemy, że ostateczny wynik rocznego wskaźnika CPI w czerwcu wyniósł 4,4%, tj. zgodnie ze wstępnym szacunkiem flash GUS. W czerwcu do obniżenia wskaźnika rocznego CPI o 0,3 pkt. proc. przyczyniły się przede wszystkim paliwa i inflacja bazowa. Paliwa przyczyniły się do obniżenia czerwcowego wskaźnika inflacji o 0,3 pkt. proc. Ceny żywności w skali miesiąca nie zmieniły się – sądzimy, że w tym wypadku przeciwstawnie oddziaływały z jednej strony sezonowe spadki cen warzyw i owoców, a z drugiej – dalszy wyraźny wzrost cen mięsa. Przy niższej statystycznej bazie odniesienia sprzed roku (lekki spadek cen w ujęciu m/m), dynamika roczna cen żywności wzrosła do 2% r/r i „dodała” do wskaźnika CPI blisko 0,1 pkt. proc. Z kolei ceny nośników energii były neutralne dla czerwcowego wskaźnika CPI. **Według naszych szacunków czerwcową inflacją bazową obniżyła się do 3,7% r/r wobec wyniku z maja na poziomie 4,0% r/r.** Szacujemy, że inflacja bazowa „odjęta” od wskaźnika inflacji CPI ok 0,1 pkt. proc. W przypadku inflacji bazowej oddziaływał zapewne efekt wyższej bazy odniesienia sprzed roku (wyraźny wzrost inflacji bazowej w czerwcu 2020 r., m.in. w następstwie wzrostu cen tęczowości, turystyki zorganizowanej oraz opłat za przedszkola). Publikacja miar inflacji bazowej zaplanowana jest na 16.07.

• Zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w czerwcu (19 lipca)

Prognozujemy, że w czerwcu roczna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw utrzymała się na majowym poziomie 2,7% r/r. W skali miesiąca (w ujęciu danych oczyszczonych z sezonowości) oczekujemy lekkiego wzrostu zatrudnienia, niższego niż w maju, kiedy pozytywnie na wzrost zatrudnienia wpływało otwieranie kolejnych branż gospodarki. Pomimo tego spadku, roczna dynamika wzrostu zatrudnienia powinna utrzymać się na niezmiennym poziomie, ze względu na notowane przed rokiem jeszcze lekkie jej spadki, skutkujące obecnie dalszym obniżeniem bazy odniesienia.

• Prognozujemy, że w czerwcu wzrost płac wyniósł 9,0% r/r wobec 10,1% r/r w maju.

Choć w czerwcu efekty kalendarzowe (wyższa liczba dni roboczych podwyższająca wartość tzw. ruchomej części wynagrodzenia) powinna wspierać dynamikę płac, to w przeciwnym kierunku oddziaływać będzie wzrost czerwcowej bazy odniesienia. Choć w czerwcu przed rokiem wyniki zatrudnienia jeszcze pogarszały się, to w szybciej odradzających się sektorach (gł. przemysł) dynamika wynagrodzeń silnie przyspieszyła.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 13 lipca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
-	CHN	Eksport / import, czerwiec	18,1% r/r / 39,5% r/r	15,1% r/r / 20,8% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI, czerwiec	5,0% r/r	4,9% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy, czerwiec	3,8% r/r	4,0% r/r	-
środa 14 lipca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa, maj	0,8% m/m	0,2% m/m	-
20:00	US	Publikacja Beżowej Księgi Fed	-	-	-
czwartek 15 lipca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
04:00	CHN	Wzrost PKB, II kw.	18,3% r/r	8,0% r/r	-
04:00	CHN	Produkcja przemysłowa, czerwiec	8,8% r/r	8,0% r/r	-
04:00	CHN	Sprzedaż detaliczna, czerwiec	12,4% r/r	10,9% r/r	-
04:00	CHN	Nakłady inwestycyjne, styczeń – czerwiec	15,4% r/r	12,0% r/r	-
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI, czerwiec (ost.)	4,4% r/r (wst.)	-	4,4% r/r
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 3.07	373 tys.	350 tys.	-
14:30	US	Indeks koniunktury w okręgu Nowy Jork, lipiec	17,4 pkt.	18,7 pkt.	-
14:30	US	Indeks koniunktury w okręgu Filadelfia, lipiec	30,7 pkt.	28,0 pkt.	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa, czerwiec	0,8% m/m	0,6% m/m	-
piątek 16 lipca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji HICP, czerwiec (ost.)	2,0% r/r (wst.)	1,9% r/r	-
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji bazowej HICP, czerwiec (ost.)	0,9% r/r (wst.)	0,9% r/r	-
14:00	PL	Wskaźnik inflacji bazowej, czerwiec	4,0% r/r	-	3,7% r/r
14:30	US	Sprzedaż detaliczna, czerwiec	-1,3% m/m	-0,5% m/m	-
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan, lipiec (wst.)	85,5 pkt.	86,5 pkt.	-
poniedziałek 19 lipca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw, czerwiec	10,1% r/r	9,5% r/r	9,0% r/r
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, czerwiec	2,7% r/r	2,7% r/r	2,7% r/r

* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

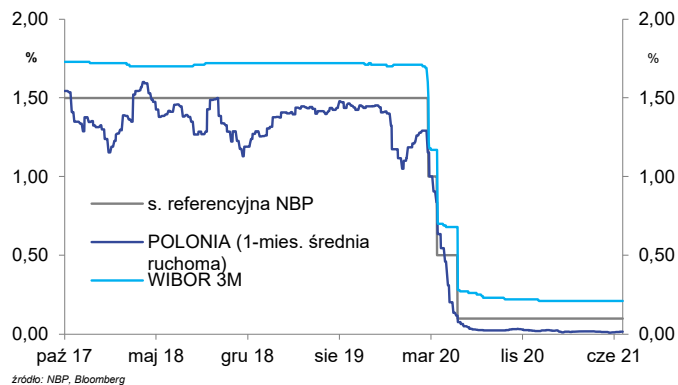
Kalendarz publikacji danych – maj

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	czerwiec	1.07	57,2 pkt.	59,4 pkt.	
Posiedzenie RPP	PL	lipiec	7.07	0,1%	0,1%	
Saldo w obrotach bieżących	PL	maj	14.07	1740 mln EUR		1456 mln EUR
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	czerwiec	15.07	4,7% r/r		4,4% r/r
Inflacja bazowa po wyłączeniu żywności i energii	PL	czerwiec	16.07	4,0% r/r		3,7% r/r
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	czerwiec	19.07	10,1% r/r		9,0% r/r
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	czerwiec	19.07	2,7% r/r		2,7% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	czerwiec	20.07	29,8% r/r		18,0% r/r
Wskaźnik PPI	PL	czerwiec	20.07	6,5% r/r		6,8% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	czerwiec	21.07	4,6% r/r		6,8% r/r
Sprzedż detaliczna (ceny stałe)	PL	czerwiec	21.07	13,9% r/r		8,6% r/r
Stopa bezrobocia	PL	czerwiec	23.07	6,1%		6,0%
Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	PL	czerwiec	30.07	4,4% r/r (wst.)		-

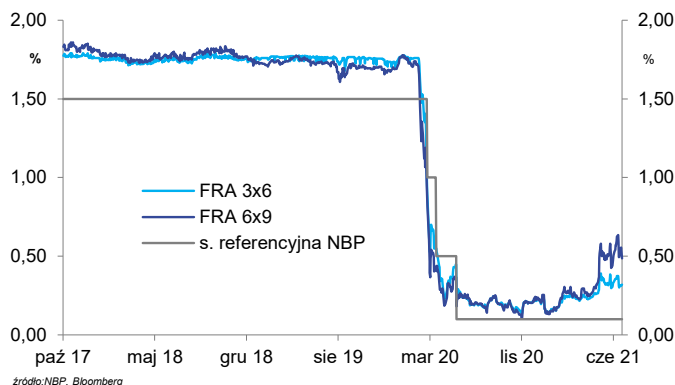
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	CHN	czerwiec	1.07	52,0 pkt.	51,3 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	czerwiec	1.07	61,2 pkt.	60,6 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	czerwiec	2.07	559 tys.	850 tys.	
Stopa bezrobocia	US	czerwiec	2.07	5,8%	5,9%	
Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	CHN	czerwiec	5.07	55,1 pkt.	50,3 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	czerwiec	6.07	66,2 pkt.	60,1 pkt.	
Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	US	maj	13.07	3,8% r/r		4,0% r/r
Wzrost PKB	CHN	II kw.	15.07	18,3% r/r		8,0% r/r
Posiedzenie rady EBC	EMU	lipiec	22.07	0,0% / -0,50%		0,0% / -0,50%
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	czerwiec	23.07	63,4 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	czerwiec	23.07	58,0 pkt.		-
Posiedzenie FOMC	US	lipiec	28.07	0,0% - 0,25%		0,0% - 0,25%
Wzrost PKB (wst.)	US	II kw.	29.07	6,4% kw/kw (anual)		-
Wskaźnik inflacji bazowej PCE	US	czerwiec	30.07	3,4% r/r		-
Wzrost PKB (wst.)	EMU	II kw.	30.07	-0,3% kw/kw		-
Wskaźnik inflacji bazowej HICP (wst.)	EMU	Lipiec	30.07	0,9% r/r		-

Rynki finansowe

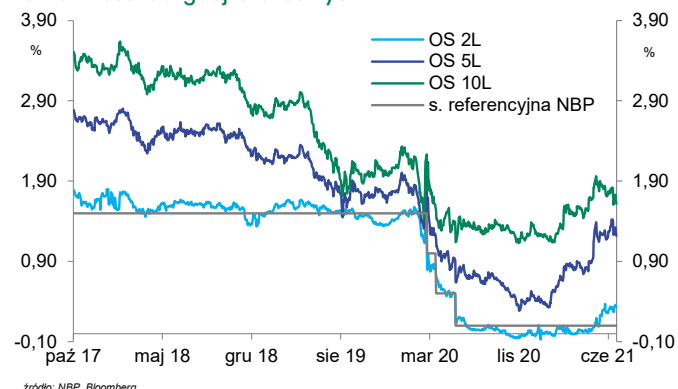
Krajowe stopy procentowe



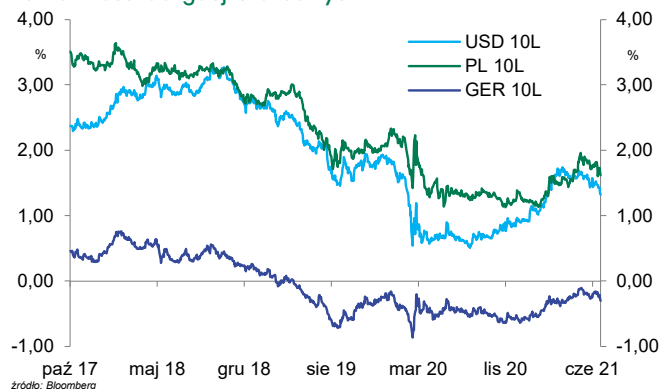
Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



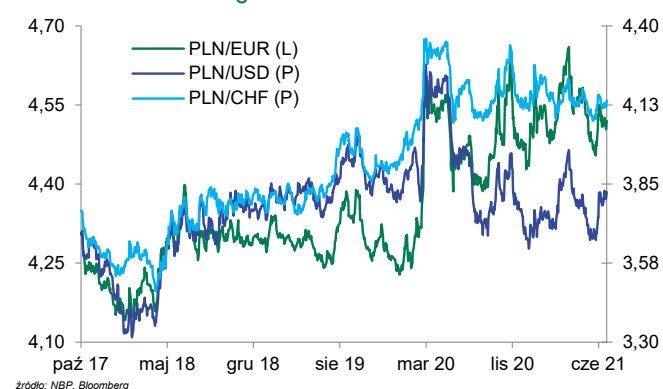
Rentowności obligacji skarbowych



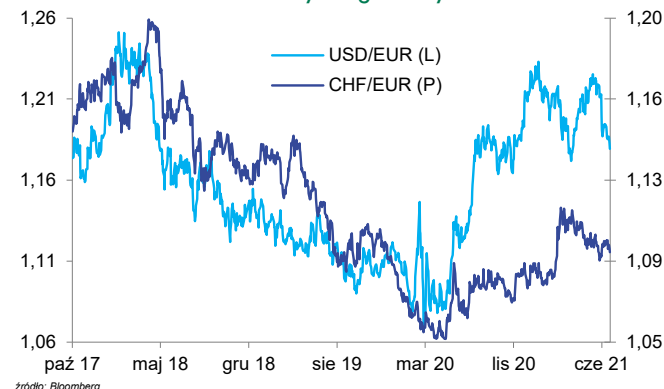
Rentowności obligacji skarbowych



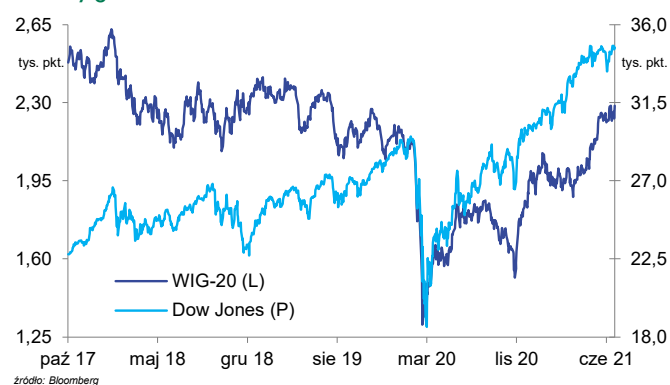
Notowania kursu złotego



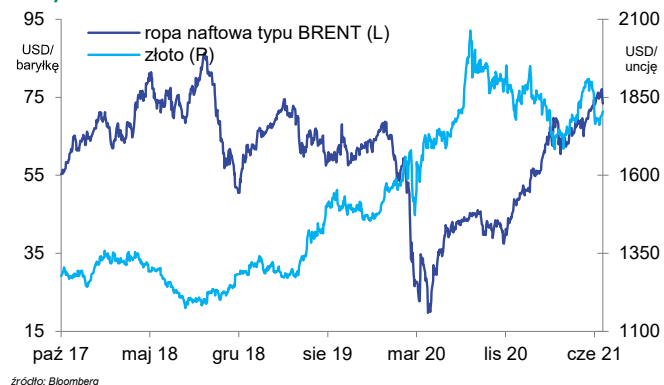
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

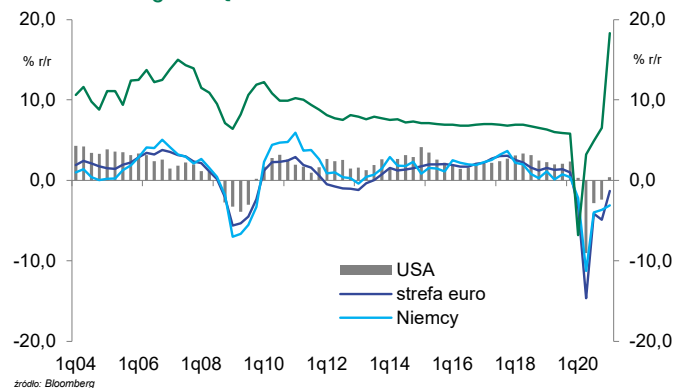


Ceny surowców

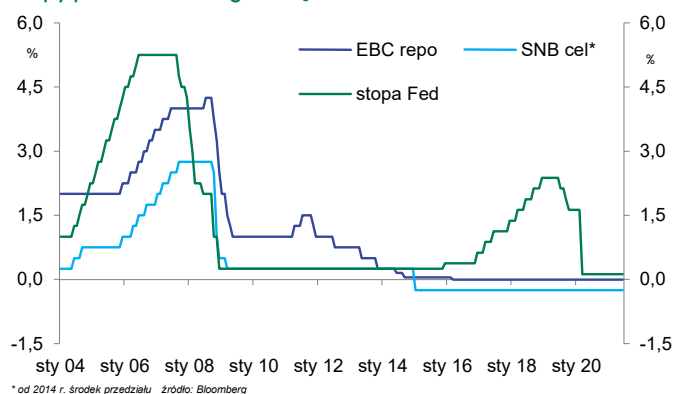


Sfera realna

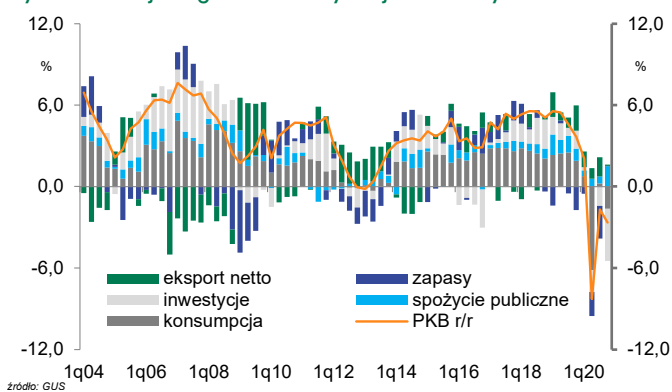
Wzrost PKB za granicą



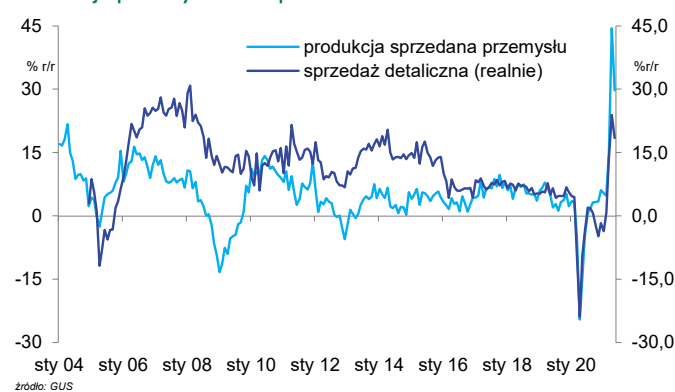
Stopy procentowe za granicą



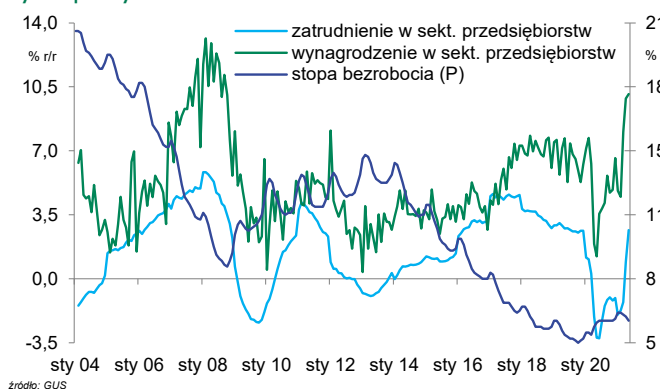
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



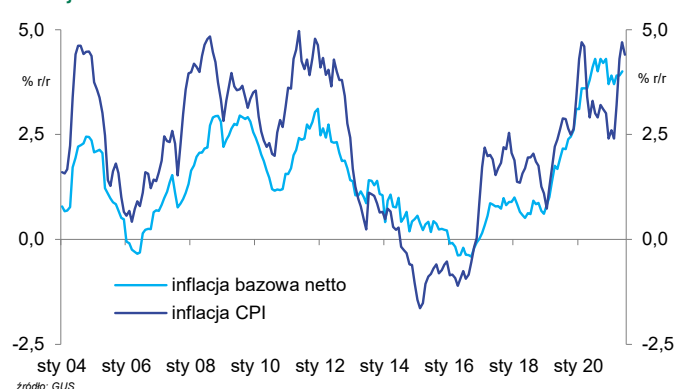
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



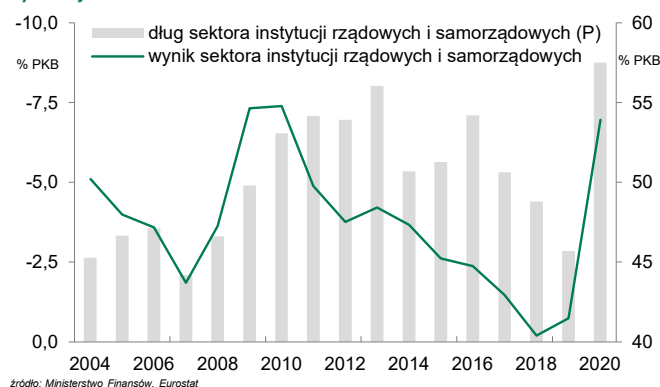
Rynek pracy



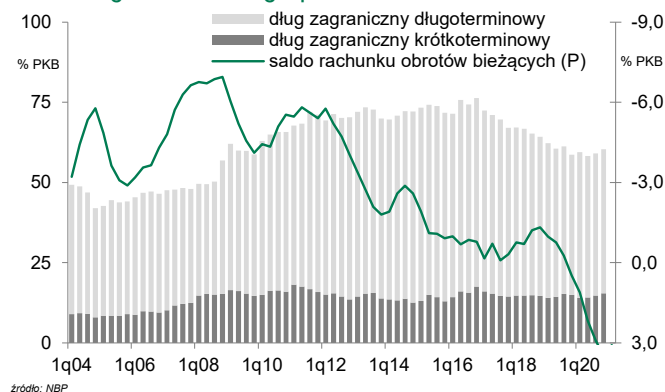
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.06.2021	02.07.2021	09.07.2021	31.07.2021	31.08.2021	30.09.2021
Stopa lombardowa NBP	%	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Stopa referencyjna NBP	%	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Stopa depozytowa NBP	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
WIBOR 3M	%	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21
Obligacje skarbowe 2L	%	0,27	0,33	0,36	0,35	0,30	0,30
Obligacje skarbowe 5L	%	1,23	1,28	1,26	1,20	1,20	1,20
Obligacje skarbowe 10L	%	1,60	1,68	1,67	1,70	1,70	1,70
PLN/EUR	PLN	4,52	4,53	4,55	4,50	4,50	4,48
PLN/USD	PLN	3,80	3,83	3,84	3,77	3,77	3,75
PLN/CHF	PLN	4,12	4,13	4,20	4,13	4,13	4,12
USD/EUR	USD	1,19	1,19	1,19	1,20	1,20	1,20
Stopa Fed	%	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	0,17	0,18	0,19
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	-0,55	-0,55	-0,55
LIBOR CHF 3M	%	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	1,47	1,42	1,36	1,45	1,45	1,45
Obligacje skarbowe GER 10L	%	-0,21	-0,24	-0,30	-0,25	-0,25	-0,25

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.