

KOMENTARZ TYGODNIOWY

22 sierpnia 2022

Rynki finansowe w gorszych nastrojach oczekują na sygnały co do przyszłej polityki monetarnej.

- Miniony tydzień przyniósł pogorszenie nastrojów na globalnych rynkach, po wcześniejszym optymizmie, kiedy niższy wynik inflacji w USA podsyłał oczekiwania na mniej restrykcyjną politykę monetarną Fed, obniżając rynkowe stopy procentowe i stymulując popyt na bardziej ryzykowne aktywa: akcje i aktywa rynków wschodzących.
- W ubiegłym tygodniu te tendencje się odwróciły – rynki akcji zaliczyły wyraźną korektę w dół (światowy indeks MSCI o 1, przy ponad 1-proc. spadku w USA i EMU), wyraźnie wzrosły rentowności papierów skarbowych na rynkach bazowych, zaś dolar umocnił się w okolice 1 dolara za euro.
- Szczególnie widoczny był wzrost rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. W USA 10-letnie papiery wzrosły o 20 pkt. baz. do blisko 3%, zaś w Niemczech – o ponad 30 pkt. baz. do ponad 1,20%. Ostatnio rentowności papierów skarbowych na tych poziomach notowane były przed miesiącem – w połowie lipca.
- Spore wahania na rynku stopy procentowej (a także na innych rynkach) odzwierciedlają opisywany już przez nas wielokrotnie dylemat rynków na ile postępujące spowolnienie przyczyni się do ograniczenia skali dalszego zacieśnienia polityki monetarnej Fed i EBC, a na ile utrzymująca się wysoka inflacja i mocny rynek pracy (USA) nie dadzą przestrzeni bankom centralnym do hamowania procesu podwyżek stóp. Prawdopodobnie głównym czynnikiem, który wyzwolił ubiegłotygodniowy pesymizm była publikacja protokołu z lipcowego posiedzenia Fed. W protokole pojawił się co prawda zapis, że w pewnym momencie tempo podwyżek stóp zwolni, żeby można było ocenić ich skutki. Jednak z drugiej strony „wielu uczestników posiedzenia podniosło, że istnieje także ryzyko, że FOMC mógłby zacieśnić nastawienie polityki bardziej niż byłoby to konieczne dla przywrócenia stabilności cen”. Tym samym – co nie zaskakuje – wskazany dylemat banków centralnych pozostaje nierozwiązany, co jest podściółką dla zmienności na rynku stopy procentowej, a także na pozostałych rynkach.
- Czynnikiem zapewne dodatkowo potęgującym zmienność na rynku stopy procentowej pod koniec minionego tygodnia było zbliżające się coroczne sympozjum bankierów centralnych w Jackson Hole w USA. Podczas sympozjum zazwyczaj padają istotne dla perspektyw polityki monetarnej deklaracje bankierów centralnych. Także w tym roku rynki oczekują na wystąpienie prezesa Fed Jerome Powella i będą się starały odczytać z niego najbardziej prawdopodobny kierunek polityki monetarnej Fed. Bieżący dylemat rynków to czy Fed będzie kontynuował zacieśnianie polityki monetarnej w tempie 75 pkt. baz., czy we wrześniu zmniejszy tempo zacieśniania polityki monetarnej, a średnioterminowy dylemat, to na jakim poziomie stóp zakończy się cykl podwyżek (poniżej 3,5% czy jednak w okolicach 4,0%).

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

- Opublikowane w minionym tygodniu dane z gospodarki światowej wskazały na kontynuację spowolnienia aktywności w Chinach (comiesięczne dane ze sfery realnej). W reakcji na słabnącą koniunkturę bank centralny Chin obniżył na początku tego tygodnia stopy procentowe o 5 - 15 pkt. baz. W USA ubiegłotygodniowe dane wskazały na stabilną sytuację gospodarki (zaskoczenie in plus w przemyśle, lekkie in minus w sprzedaży detalicznej).
- Pogorszenie nastrojów globalnych spowodowało słabość aktywów finansowych na polskim rynku. Mocno spadł WIG (3% w skali tygodnia), wyraźnie na wartości stracił złoty (o 2% w relacji do koszyka walut). Kurs złotego wobec euro pod koniec tygodnia wzrósł do 4,75 PLN/EUR, 4,70 PLN/USD i powyżej 4,90 PLN/CHF. W ślad za rynkami bazowymi oraz w warunkach wzrostu awersji do ryzyka wyraźnie wzrosły rentowności krajowych papierów skarbowych – w przypadku 10-latek o 60 pkt. baz. do blisko 6%.
- Na sytuację rynkową w ograniczonym zakresie wpłynęły publikacje danych nt. polskiej gospodarki – [wstępny szacunek PKB za II kw.](#) oraz seria lipcowych danych nt. ze sfery realnej polskiej gospodarki.
- W II kw. PKB wzrósł o 5,3% i obniżył się o 2,3% kw/kw po korekcie o sezonowość. Wyniki te okazały się słabsze od oczekiwań, szczególnie skala spadku PKB w ujęciu kwartalnym. Lipcowe wyniki produkcji [przemysłu](#), [budownictwa](#) i [sprzedaży detalicznej](#) wskazały, że z początkiem III kw. postępowało osłabienie koniunktury w gospodarce polskiej. Jedynym zaskoczeniem *in plus* były [lipcowe dane nt. wynagrodzeń](#) (ponad 15% wzrostu r/r) i zatrudnienia w przedsiębiorstwach. Niemniej wysoki wynik wynagrodzeń jest pochodną skokowego (ponad 80% r/r) wzrostu wynagrodzeń w górnictwie (nagrody i premie), a także w energetyce, co naszym zdaniem jest zjawiskiem jednorazowym.
- Łącznie dane te potwierdzają scenariusz słabnącej aktywności gospodarki polskiej, które na przełomie 2022 i 2023 roku przyniesie wg naszych szacunków obniżenie wzrostu PKB w okolice zera (w ujęciu r/r). Biorąc pod uwagę wyraźne sygnały spowolnienia aktywności polskiej gospodarki oraz wyhamowanie wzrostu inflacji CPI i inflacji bazowej podtrzymujemy naszą prognozę zakończenia cyklu podwyżek stóp procentowych NBP na bieżącym poziomie.
- W bieżącym tygodniu uwaga rynkowa skupi się zapewne na wspomnianym sympozjum w Jackson Hole (które rozpocznie się w najbliższy czwartek i potrwa do soboty) i na piątkowym wystąpieniu prezesa Fed. W czwartek EBC opublikuje protokół z lipcowego posiedzenia, kiedy zaskoczył rynki podwyżką stóp o 50 pkt. baz.
- Istotne dla inwestorów będą także publikacje danych makroekonomicznych z największych gospodarek. W tym tygodniu zostaną opublikowane m. in. wstępne odczyty PMI dla przemysłu i usług za sierpień ze strefy euro i USA, indeks klimatu gospodarczego w Niemczech instytutu Ifo. W piątek opublikowane zostaną dane o lipcowych wydatkach i dochodach amerykańskich konsumentów oraz deflator PCE (preferowana przez FOMC miara inflacji). Niezmiennie uważamy, że nadchodzące dane generalnie wskażą na słabnącą aktywność gospodarki światowej, w szczególności strefy euro.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 23 sierpnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł, sierpień (wst.)	54,8 pkt.	-	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi, sierpień (wst.)	55,0 pkt.	-	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł, sierpień (wst.)	54,6 pkt.	-	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi, sierpień (wst.)	56,1 pkt.	-	-
środa 24 sierpnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	Stopa bezrobocia, lipiec	4,9%	4,9% r/r	4,9% r/r
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe, lipiec	0,4% m/m	-	-
czwartek 25 sierpnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
-	US	Rozpoczęcie sympozjum w Jackson Hole (do 27.08)	-	-	-
10:00	DE	Indeks koniunktury Ifo, lipiec	93,1 pkt.	-	-
13:30	EMU	Publikacja stenogramów z lipcowego posiedzenia EBC	-	-	-
14:30	US	Wzrost PKB, II kw. (2 szacunek)	-1,6% kw/kw anual.(wst.)	-	-
piątek 26 sierpnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych, lipiec	0,5% m/m	-	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych, lipiec	0,5% m/m	-	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE, lipiec	6,3% r/r	-	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE, lipiec	4,9% r/r	-	-

* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

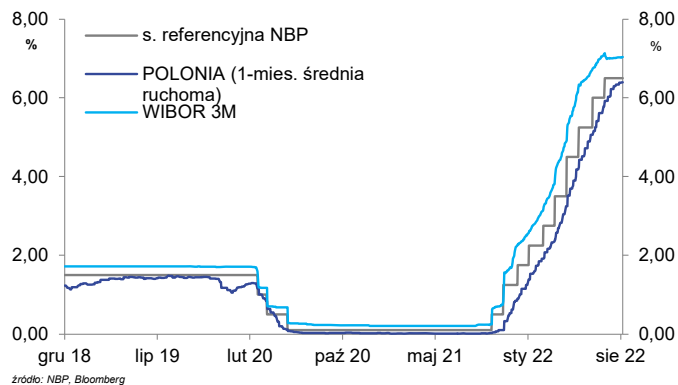
Miesięczny kalendarz publikacji danych

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	lipiec	1.08	44,4 pkt.	42,1 pkt.	
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	lipiec	12.08	15,5% r/r (wst.)	15,6% r/r	
Saldo na rachunku obrotów bieżących	PL	czerwiec	12.08	-1909 mln EUR	-1468 mln EUR	
Wskaźnik inflacji bazowej CPI	PL	lipiec	16.08	9,1% r/r	9,3% r/r	
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	lipiec	19.08	2,2% r/r	2,3% r/r	
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	lipiec	19.08	13,0% r/r	15,8% r/r	
Produkcja przemysłowa	PL	lipiec	19.08	10,4% r/r	7,6% r/r	
Wskaźnik PPI	PL	lipiec	19.08	25,6% r/r	24,9% r/r	
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	PL	lipiec	22.08	3,2% r/r	2,0% r/r	
Produkcja budowlano-montażowa	PL	lipiec	22.08	5,9% r/r	4,2% r/r	
Stopa bezrobocia	PL	lipiec	24.08	4,9%		4,9%
PKB (struktura)	PL	II kw.	31.08	5,3% r/r (wst.)		5,3% r/r

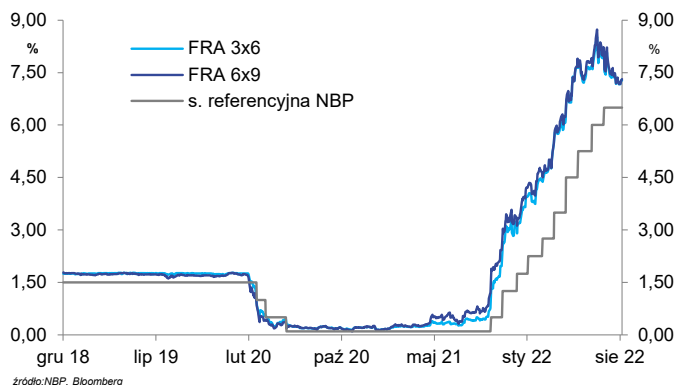
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI – przemysł	CHN	lipiec	1.08	51,7 pkt.	50,4 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	lipiec	1.08	53,0 pkt.	52,8 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	lipiec	3.08	55,3 pkt.	56,7 pkt.	
Indeks koniunktury PMI – usługi	CHN	lipiec	3.08	54,5 pkt.	55,5 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	lipiec	5.08	372 tys.	528 tys.	
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	sierpień	23.08	49,8 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	sierpień	23.08	50,6 pkt.		-
Wskaźnik inflacji PCE	US	lipiec	26.08	6,8% r/r		-
Wskaźnik inflacji HICP	EMU	sierpień	31.08	8,9% r/r		-

Rynki finansowe

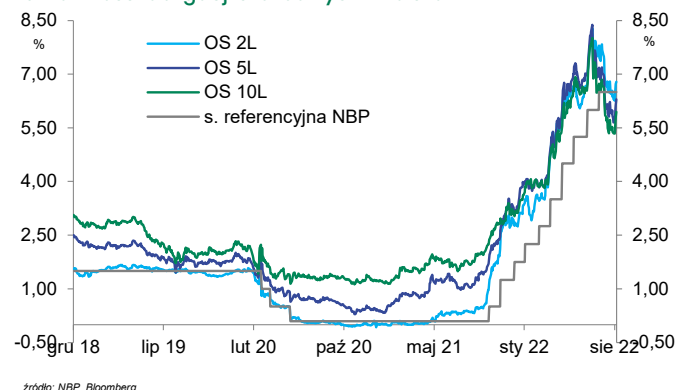
Krajowe stopy procentowe



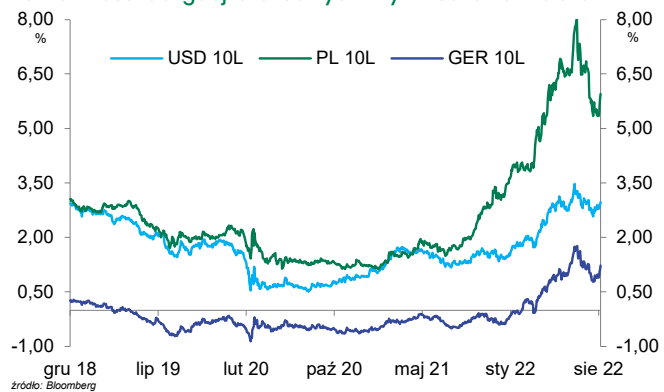
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



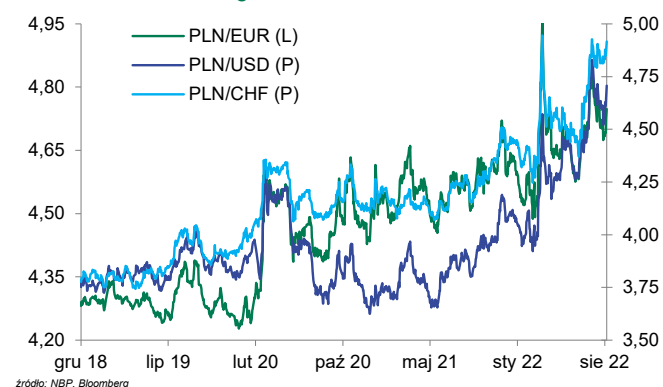
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



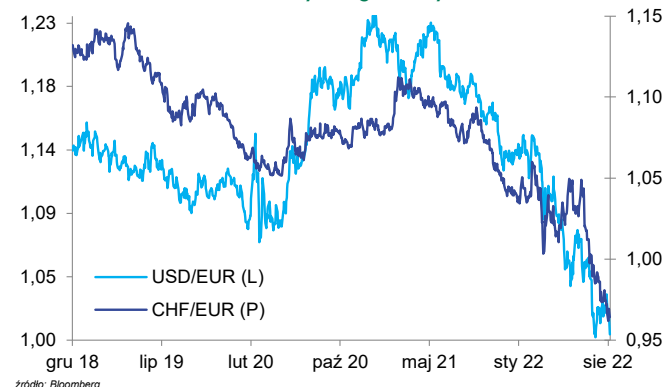
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



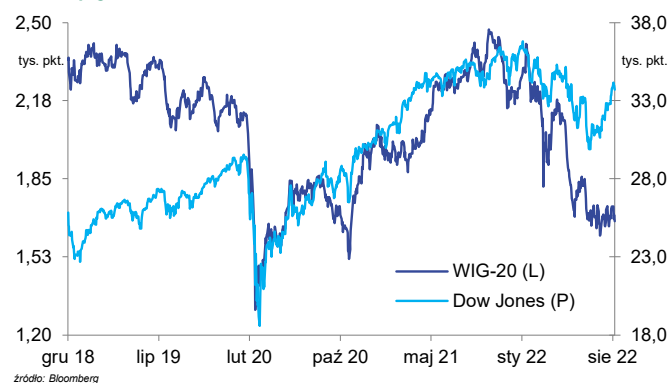
Notowania kursu złotego



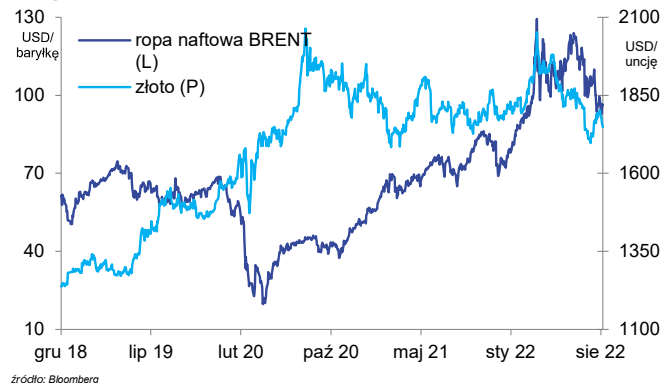
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

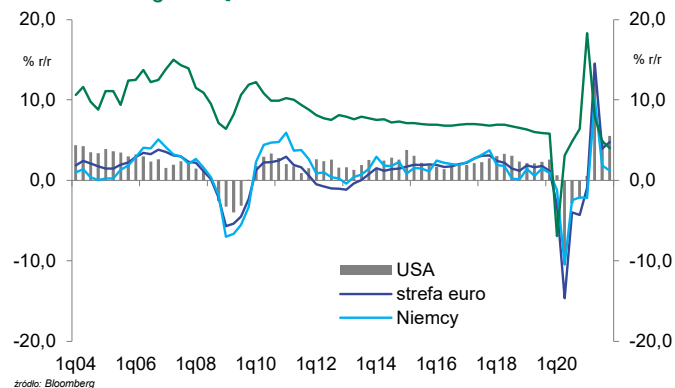


Ceny surowców

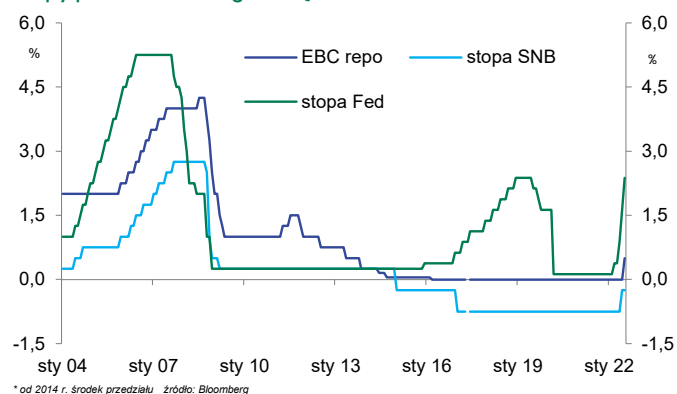


Sfera realna

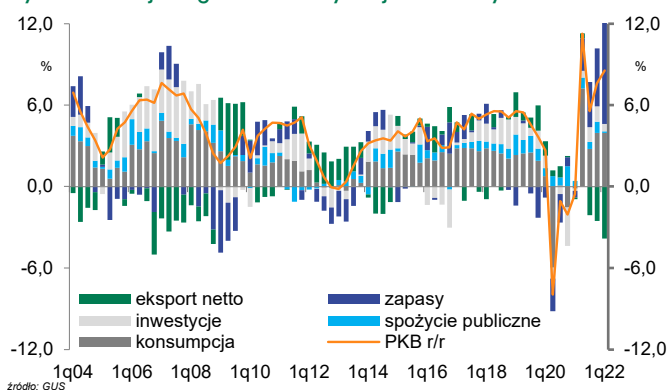
Wzrost PKB za granicą



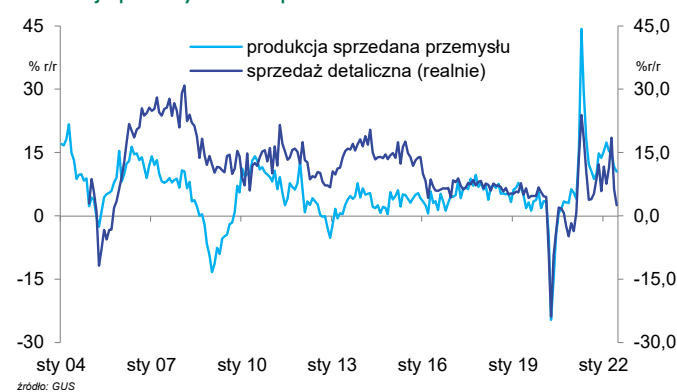
Stopy procentowe za granicą



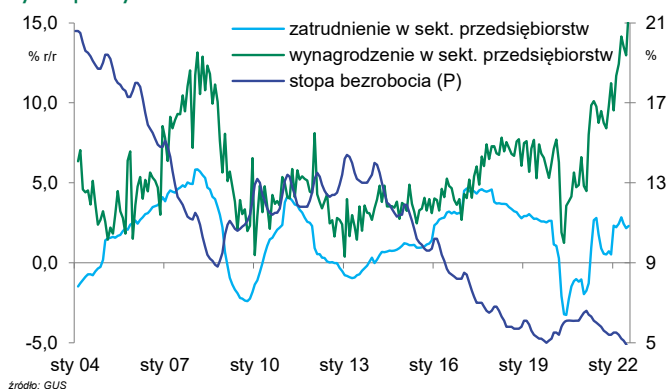
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



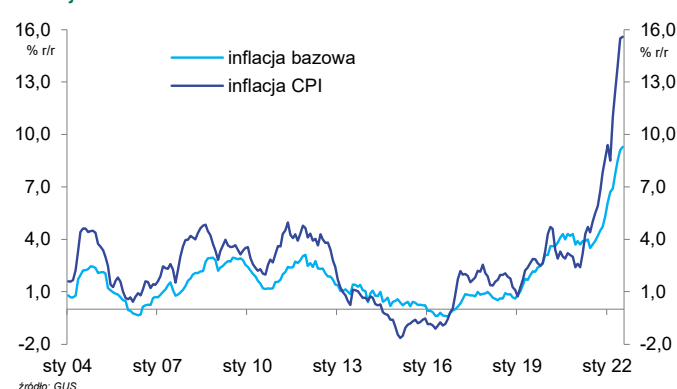
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



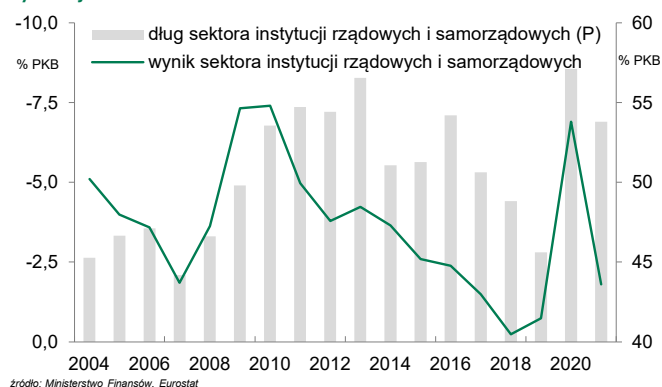
Rynek pracy



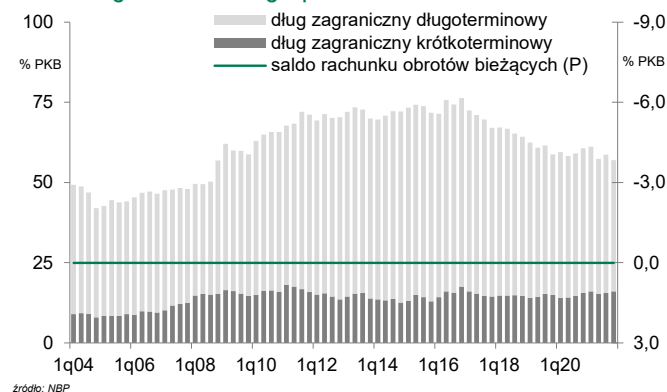
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.07.2022	12.08.2022	19.08.2022	30.09.2022	31.10.2022	31.12.2022
Stopa lombardowa NBP	%	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00
Stopa referencyjna NBP	%	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
Stopa depozytowa NBP	%	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
WIBOR 3M	%	7,01	7,03	7,04	6,80	6,75	6,70
Obligacje skarbowe 2L	%	6,57	6,30	6,78	6,40	6,35	6,25
Obligacje skarbowe 5L	%	5,91	5,65	6,29	5,90	5,85	5,75
Obligacje skarbowe 10L	%	5,49	5,34	5,95	5,60	5,55	5,45
PLN/EUR	PLN	4,74	4,68	4,75	4,70	4,70	4,70
PLN/USD	PLN	4,64	4,55	4,71	4,61	4,61	4,61
PLN/CHF	PLN	4,87	4,83	4,92	4,82	4,82	4,80
USD/EUR	USD	1,02	1,03	1,00	1,02	1,02	1,02
Stopa Fed	%	2,50	2,50	2,50	3,00	3,00	3,50
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	3,15	3,20	3,60
Stopa repo EBC	%	0,50	0,50	0,50	1,00	1,25	1,25
EURIBOR 3M	%	-	-	-	0,95	1,25	1,25
SARON	%	-	-	-	0,05	0,05	0,30
Obligacje skarbowe USD 10L	%	2,65	2,83	2,97	2,75	2,65	2,50
Obligacje skarbowe GER 10L	%	0,81	0,98	1,22	0,90	0,95	0,95

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.