

KOMENTARZ TYGODNIOWY

29 sierpnia 2022

Obawy przed zaostrzeniem polityki pieniężnej podbijają wzrost globalnej awersji do ryzyka.

- W minionym tygodniu obawy przed kontynuacją restrykcyjnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych w warunkach spowolniającego wzrostu gospodarczego coraz silniej ciążyły nastrojom rynkowym. W trakcie tygodnia, w oczekiwaniu na sympozjum bankierów centralnych w Jackson Hole aktywa o wyższym profilu ryzyka kontynuowały spadki z poprzedniego tygodnia. W piątek relatywnie „jastrzębie” wystąpienie prezesa Fed oraz medialne „nieoficjalne informacje z EBC” o możliwej wyższej podwyżce stóp EBC na posiedzeniu wrześniowym nasiliły tę wyprzedzą.
- Prezes Fed J. Powell powiedział, zgodnie z wcześniejszą komunikacją FOMC, że ryzyko inflacyjne pozostaje podwyższone i może wymagać utrzymania większej skali podwyżek stóp, jak również dłuższego okresu utrzymywania restrykcyjnej polityki monetarnej. W trakcie dnia w piątek pojawiły się także nieoficjalne informacje medialne, że rada EBC na posiedzeniu wrześniowym (8.09) rozważy podwyżkę stóp rzędu 75 pkt. baz.
- Te wypowiedzi poskutkowały wzrostem oczekiwań na większą skalę podwyżki stóp przez FOMC (75 pkt. baz.), co podbiło rentowności amerykańskich obligacji skarbowych na krótkim końcu krzywej o 17 pkt. baz. Rentowności 10latek wzrosły o 7 pkt. baz. rosnąc po raz pierwszy od kilku tygodni powyżej 3,0%. Nieoficjalne informacje dot. rady EBC silnie podbiły także rentowności obligacji niemieckich o ok. 15 pkt. baz. na całej długości krzywej.
- Wskaźnik bazowy inflacji PCE obniżył się nieco głębiej wobec oczekiwań rynkowych (do 4,6% r/r), a subindeksy cenowe indeksów PMI kontynuowały spadki, jednak te dane nie miały większego wpływu na oczekiwania dot. polityki pieniężnej głównych banków centralnych. Z drugiej strony w minionym tygodniu ceny ropy naftowej wzrosły lekko w kierunku 100 USD/baryłkę (ropa typu Brent), natomiast ceny gazu na rynku europejskim kontynuowały dynamiczny wzrost okresowo nawet powyżej 300 EUR/mWh.
- Kurs euro wobec dolara wahał się w minionym tygodniu wokół parytetu reagując na oczekiwania / pojawiające się informacje dot. polityki pieniężnej obu banków centralnych. W skali tygodnia w relacji do koszyka walut kursy obu walut praktycznie nie zmieniły się.
- Oczekiwania dot. zacieśnienia polityki pieniężnej na świecie w niewielkim stopniu ograniczane były przez publikacje słabych danych ze sfery realnej gospodarki. Wstępne dane nt. sierpniowego indeksu koniunktury PMI w strefie euro obniżyły się do 49,7 pkt. dla przemysłu (z 49,8 pkt w lipcu) oraz do 50,2 pkt. dla sektora usług (z 51,2 pkt.), tym samym w obu sektorach kształtując się na granicy 50 pkt. oddzielającej wzrosty aktywności od jej spadków. W lipcu z kolei silniej od oczekiwań rynkowych spowolniła dynamika wydatków gospodarstw domowych w USA (0,1% m/m) oraz dochodów (0,2% m/m).

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

- Słabsze dane ze sfery realnej pogłębiały natomiast spadki cen aktywów o wyższym profilu ryzyka. W skali tygodnia globalny indeks giełdowy stracił 3,3%, przy spadku indeksu w USA o ok. 4,0% i w strefie euro o 3,4%. Lepsze nastroje panowały na rynkach wschodzących (wzrost indeksu MSCI o 0,5%), choć spadki notowały tylko rynki azjatyckie oraz Ameryki Południowej.
- Sytuacja globalna silnie wpływała także na rynek krajowy. Indeks WIG obniżył się w minionym tygodniu o 3,9%, a wzrosty rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych oraz wzrost globalnej awersji do ryzyka skutkowały silnym wzrostem rentowności krajowych SPW. Rentowności 10-latek wzrosły o 27 pkt. baz. do ponad 6,20%, z kolei rentowności papierów 2-letnich aż o 32 pkt. rosnąc powyżej 7,15%.
- O ponad 50 pkt. baz. w minionym tygodniu wzrosły stawki kontraktów FRA. W wywiadzie dla Business Insider (z 29.08) prezes NBP Adam Glapiński powiedział, że RPP podwyższy stopy jeden raz o 25 pkt. baz. lub dwa razy po 25 pkt. baz. choć zastrzegł jednak, że nie można wykluczyć, że RPP skończy na obecnym poziomie cykl podwyżek. W ocenie prezesa NBP oczekiwania dot. przyszłych decyzji rady komplikuje niepewność co do kształtowania się cen nośników energii i ryzyko wzrostu inflacji w początkiem 2023 r.
- Przed wrześniowym posiedzeniem RPP zapozna się jeszcze z publikowanym w tygodniu bieżącym szacunkiem sierpniowej inflacji *flash*. Oceniamy, że stabilizacja inflacji CPI w okolicach lipcowego poziomu (nasza prognoza 15,5%) w połączeniu z negatywnymi informacjami ze sfery realnej (publikacje danych, informacje spółek Azoty i Anwil o okresowym wstrzymaniu produkcji ze względu na wysokie ceny gazu ziemnego) ostatecznie przeważą szalę argumentów za wstrzymaniem się z dalszymi podwyżkami. Jednocześnie w świetle słów prezesa NBP nie można całkowicie wykluczyć jeszcze jednej podwyżki stóp we wrześniu o 25 pkt. baz. W przypadku publikowanych w bieżącym tygodniu danych nt. PKB w II kw., to sama informacja dot. silnego spowolnienia aktywności w II kw. jest już znana (na podstawie wcześniejszego szacunku *flash*). Jednocześnie jednak struktura PKB, głównie nt. skali obniżenia dynamiki konsumpcji gospodarstw domowych może być też dla Rady istotna.
- Póki co podtrzymujemy nasze oczekiwania co do mniejszej skali podwyżek stóp we wrześniu przez FOMC i radę EBC (tj. po 50 pkt. baz.). W przypadku Fed zakładamy, że niższe odczyty inflacji, stabilne dane dot. oczekiwań inflacyjnych, umiarkowany wzrost wynagrodzeń oraz sygnały spowolnienia aktywności powstrzymają FOMC przed kolejną podwyżką stóp o 75 pkt baz. Dla tej decyzji bardzo istotne będą publikowane w tygodniu bieżącym dane z amerykańskiego rynku pracy (w tym dynamika płac) oraz wskaźnik koniunktury ISM w przemyśle.
- Większe ryzyko widzimy dla prognozy EBC, który będąc na początku cyklu i w warunkach jednoznacznie pogarszających się perspektywach inflacji może preferować przyspieszenie cyklu. Wciąż jednak takiemu scenariuszowi przypisujemy mniej niż 50% prawdopodobieństwa ze względu na silnie rosnące równocześnie ryzyka dla aktywności gospodarczej (wysokie ceny / dostępność gazu w Europie).

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Wskaźnik inflacji w sierpniu – szacunek *flash* (31 sierpnia)

Prognozujemy, że w sierpniu wskaźnik inflacji CPI obniżył się do 15,5% r/r wobec 15,6% r/r w lipcu. Do obniżenia sierpniowej inflacji przyczynił się przede wszystkim skokowy spadek cen paliw (o blisko 10% w skali miesiąca) w ślad za spadkiem cen ropy naftowej. Według naszych szacunków skalę spadku inflacji ograniczały: – kontynuacja wzrostu cen żywności – przede wszystkim cukru (skokowy wzrost), produktów zbożowych, tłuszczów i nabiału, – dalszy wzrost cen nośników energii głównie za sprawą kontynuacji wzrostu cen opatu (węgiel). Zakładamy ponadto, że w sierpniu kontynuowany był wzrost inflacji bazowej w okolice 9,5% r/r wobec 9,3% r/r w czerwcu.

• PKB w II kw. – szacunek wraz ze strukturą (31 sierpnia)

Zgodnie z tzw. szybkim szacunkiem (publikacja 17.08) PKB w II kw. wzrósł o 5,3% r/r. Biorąc pod uwagę, że dane zazwyczaj nie różniły się od szacunku *flash* o więcej niż 0,1 pkt. proc., skorygowaliśmy w dół naszą prognozę, zgodnie z szacunkiem *flash*.

Założyliśmy, że niższy wynik PKB wobec prognozy sprzed publikacji *flash* (tj. 6,0% r/r) wynikał z silniejszego ograniczenia kontrybucji zapasów we wzrost PKB, po tym jak na przełomie roku ta kontrybucja znacząco wzrosła. Po publikacji danych GUS dot. nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw niższe prawdopodobieństwo przypisujemy ewentualnym słabszym wynikom inwestycji, nie można z kolei wykluczyć, że w II kw. silniej osłabła dynamika spożycia gospodarstw domowych, kiedy gwałtowny wzrost inflacji CPI mocniej ograniczał siłę nabywczą dochodów gospodarstw domowych. Szacujemy, że wraz ze spowolnieniem dynamiki popytu krajowego, w II kw. poprawi się kontrybucja handlu zagranicznego. Choć dane NBP wskazują na ograniczoną skalę tej poprawy, to uważamy, że silniej w II kw. wyniki importu podbiły efekty cenowe, które nie są uwzględniane w danych dot. rachunków narodowych.

		4q21	1q22	2q22	2q22P
PKB		7,6	8,5	5,3	5,3
popyt krajowy		10,9	13,2	-	7,0
konsumpcja prywatna	% r/r	8,0	6,6	-	5,5
spożycie publiczne		4,0	0,6	-	2,5
inwestycje		5,2	4,3	-	3,8
konsumpcja prywatna		3,9	3,9	-	3,1
spożycie publiczne		0,8	0,1	-	0,5
inwestycje	kontrybucja pkt. proc.	1,1	0,6	-	0,6
zapasy		4,3	7,8	-	2,4
eksport netto		-2,5	-3,8	-	-1,3
wartość dodana		7,5	8,3	-	5,9
przemysł		14,0	15,1	-	11,3
budownictwo	% r/r	5,6	17,4	-	6,5
handel i naprawy		7,7	6,0	-	6,0

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 30 sierpnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
16:00	USA	Indeks nastrojów konsumentów Conference Board, sierpień	95,7 pkt.	97,4 pkt.	-
środa 31 sierpnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł, sierpień	49,0 pkt.	49,3 pkt.	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS– usługi, sierpień	53,8 pkt.	52,2 pkt.	-
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI, lipiec (wst.)	15,5% r/r	-	15,5% r/r
10:00	PL	Wzrost PKB – struktura, II kw.	5,3% (wst.)	-	5,3% r/r
11:00	EMU	Inflacja HICP, sierpień (wst.)	8,9% r/r (wst.)	9,0% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy, sierpień (wst.)	4,0% r/r (wst.)	4,0% r/r	-
czwartek 1 września			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin– przemysł, sierpień	50,4 pkt.	50,1 pkt.	-
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna, lipiec	-1,6% m/m	-0,4% m/m	-
09:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł, sierpień	44,4 pkt.	-	42,1 pkt.
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł, sierpień	52,8 pkt.	52,1 pkt.	-
piątek 2 września			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:30	US	Zmiana zatrudnienia, sierpień	528 tys.	300 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia, sierpień	3,5%	3,5%	-
14:30	US	Zmiana godzinowych wynagrodzeń, sierpień	5,2% r/r	5,3% r/r	-
poniedziałek 5 września			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin– usługi, sierpień	55,5 pkt.	54,0 pkt.	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna, lipiec	-1,2% m/m	-	-

* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

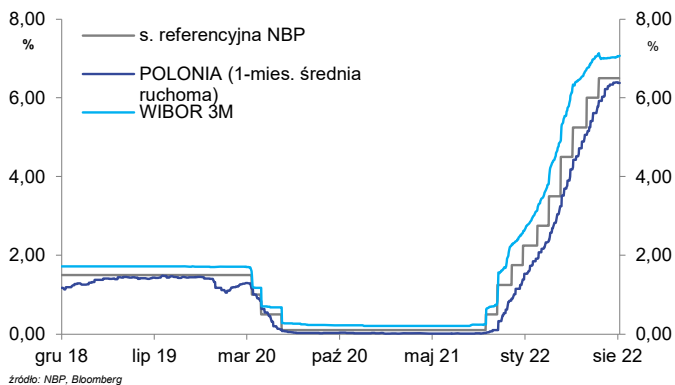
Miesięczny kalendarz publikacji danych

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 inflacji CPI (<i>flash</i>)	PL	sierpień	31.08	15,6% r/r		15,5% r/r
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	sierpień	1.09	42,1 pkt.		42,5 pkt.

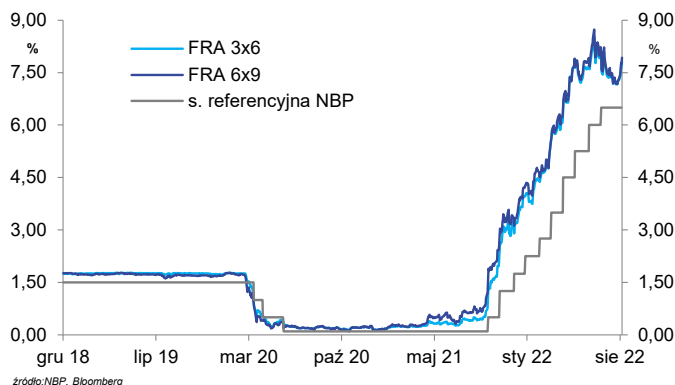
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI – przemysł	CHN	lipiec	1.08	51,7 pkt.	50,4 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	lipiec	1.08	53,0 pkt.	52,8 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	lipiec	3.08	55,3 pkt.	56,7 pkt.	
Indeks koniunktury 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.	49,7 pkt.	
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	sierpień	23.08	51,2 pkt.	50,2 pkt.	
Wskaźnik inflacji PCE	US	lipiec	26.08	6,8% r/r	6,3% r/r	
Wskaźnik inflacji HICP	EMU	sierpień	31.08	8,9% r/r		9,0% r/r

Rynki finansowe

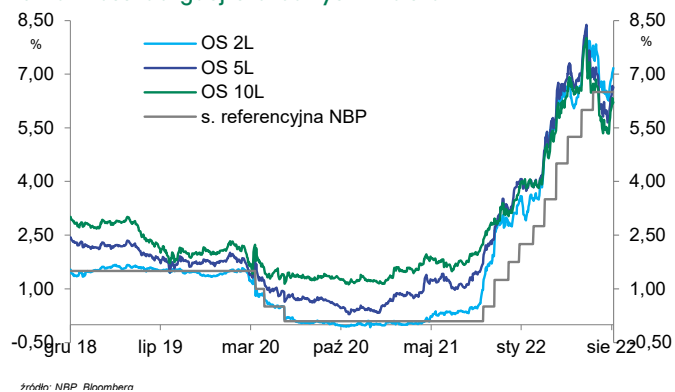
Krajowe stopy procentowe



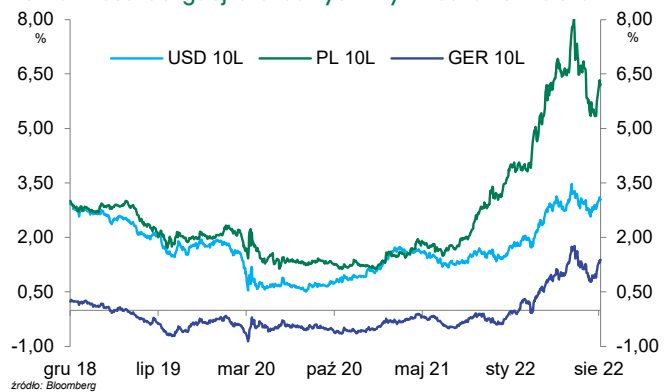
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



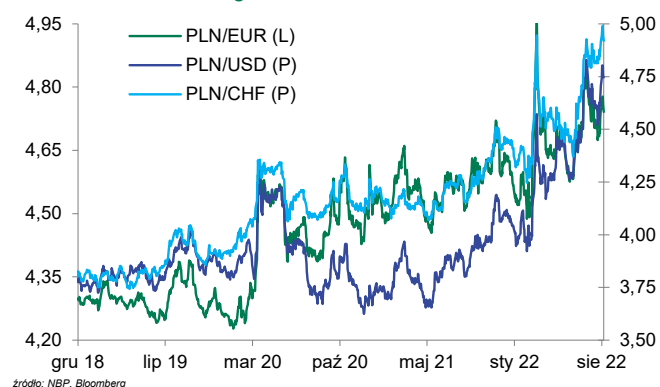
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



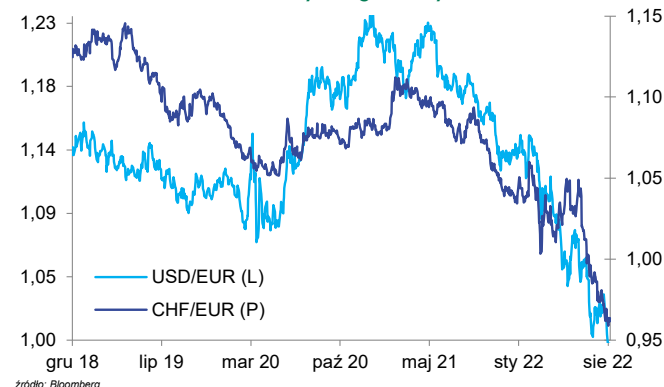
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



Notowania kursu złotego



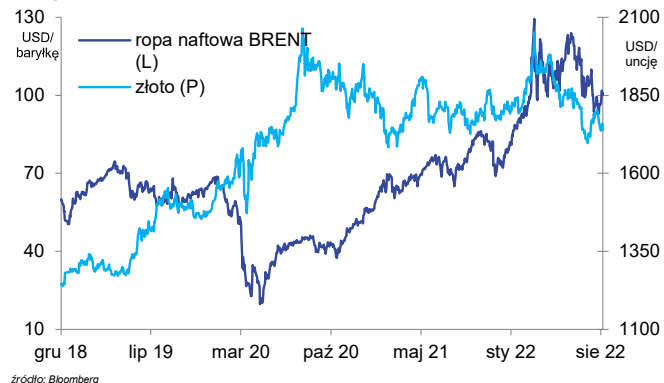
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

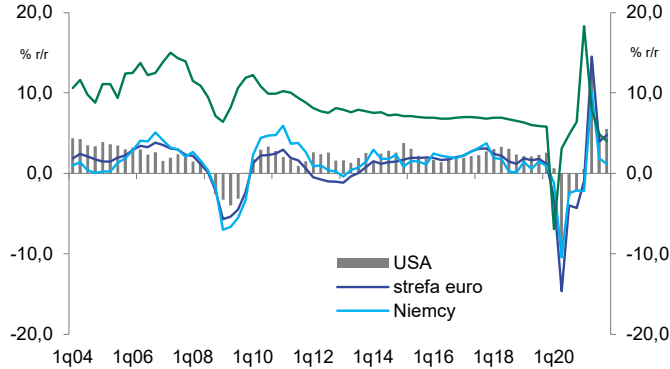


Ceny surowców

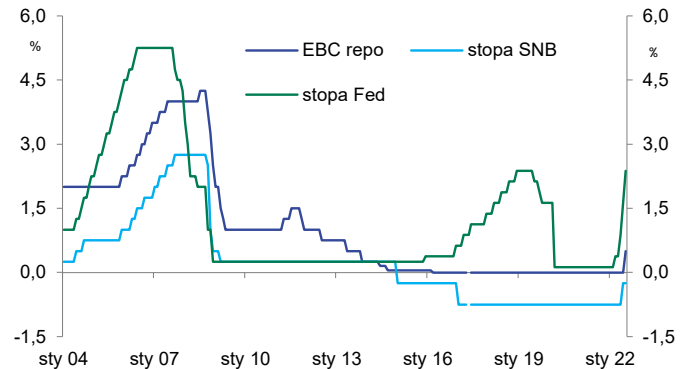


Sfera realna

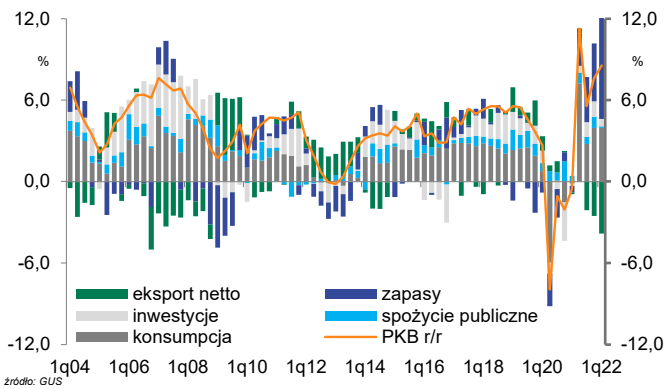
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



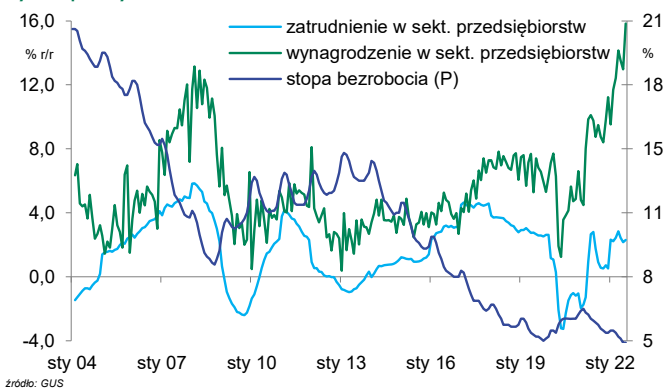
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



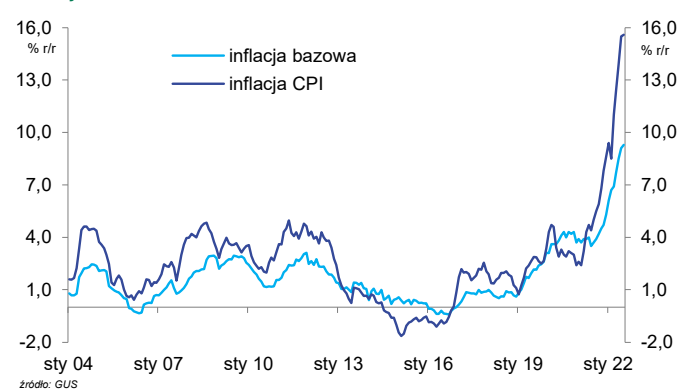
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



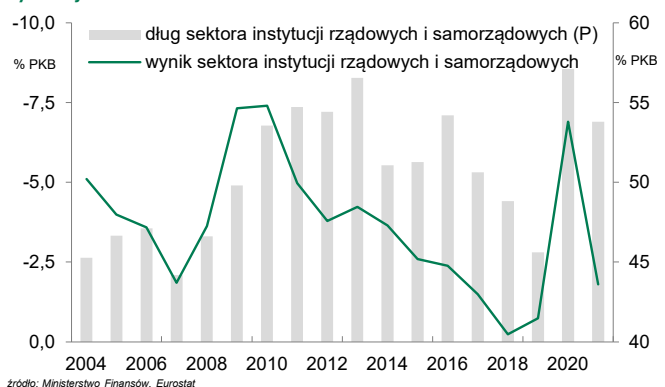
Rynek pracy



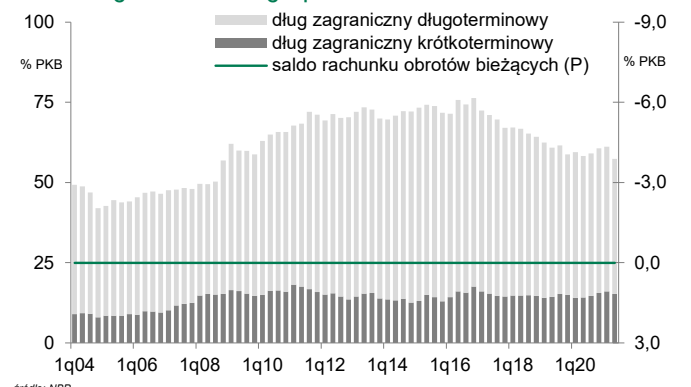
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.07.2022	19.08.2022	26.08.2022	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	7,04	7,07	6,80	6,75	6,70
Obligacje skarbowe 2L	%	6,57	6,78	7,17	6,50	6,40	6,25
Obligacje skarbowe 5L	%	5,91	6,29	6,64	6,00	5,90	5,80
Obligacje skarbowe 10L	%	5,49	5,95	6,22	5,65	5,60	5,50
PLN/EUR	PLN	4,74	4,75	4,74	4,70	4,70	4,70
PLN/USD	PLN	4,64	4,71	4,75	4,65	4,63	4,61
PLN/CHF	PLN	4,87	4,92	4,92	4,87	4,85	4,82
USD/EUR	USD	1,02	1,00	1,00	1,01	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	2,97	3,04	2,80	2,70	2,50
Obligacje skarbowe GER 10L	%	0,81	1,22	1,38	0,95	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.