

KOMENTARZ TYGODNIOWY

19 września 2022

Wysoka inflacja w USA zmroziła nastroje. Oczekiwana seria posiedzeń banków centralnych, w tym Fed.

Rynki finansowe rozpoczynały miniony tydzień w dobrych nastrojach, ze wzrostem indeksów giełdowych i osłabieniem dolara w warunkach rosnącego apatytu na ryzyko. Jednak sytuacja całkowicie zmieniła się po wtorkowej publikacji inflacji w USA za sierpień, która wyraźnie przekroczyła oczekiwania rynkowe. Wskaźnik CPI wyniósł 8,3% r/r wobec oczekiwanych 8,1%, zaś inflacja bazowa, czyli wskaźnik, który nie uwzględnia cen paliw i żywności, wzrosła do 6,3% r/r vs. oczekiwane 6,1% r/r.

Wyższe od oczekiwań odczyty inflacji w USA spotęgowały obawy rynkowe, że pomimo coraz widocześniejszego globalnego osłabienia aktywności gospodarczej, utrzymująca się wysoka inflacja będzie nadal wywierać presję na banki centralne, aby kontynuować restrykcyjną politykę monetarną. A to ostatecznie spowoduje głębsze ograniczenie aktywności gospodarczej, z recesją łącznie.

Wzrost ryzyka scenariusza stagflacyjnego z ostrzejszą polityką monetarną radykalnie pogorszył nastroje rynkowe skutkując silnymi spadkami na giełdach akcji, wzrostem rentowności papierów skarbowych na rynkach bazowych oraz umocnieniem dolara i franka szwajcarskiego.

W skali tygodnia indeks akcji MSCI World spadł o 4%, a w USA o blisko 5%. Rentowności 10-letnich obligacji w USA wzrosły o blisko 15 pkt. baz. do 3,45%, a w Niemczech o 6 pkt. baz. do 1,75%. Dolar ponownie umocnił się w relacji do euro (po okresowym osłabieniu z początkiem tygodnia), w okolicy 1 USD/EUR i jednocześnie zyskał 1% w relacji do koszyka walut.

W trakcie tygodnia już bez większego wpływu na notowania rynkowe pozostały kolejne dane gospodarcze z USA – korzystniejsza od oczekiwań sprzedaż detaliczna i słabsza produkcja przemysłu, jak i wskaźniki koniunktury – z Nowego Jorku (pozytywna niespodzianka) i Filadelfii (słabszy od oczekiwań).

Także korzystniejsze od oczekiwań sierpniowe dane z gospodarki chińskiej (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, inwestycje) nie wsparły nastrojów rynkowych. Sytuacja w gospodarce chińskiej postrzegana jest obecnie bowiem głównie przez pryzmat bieżącej restrykcyjnej polityki anty-covidowej.

Z kolei w przypadku Europy w minionym tygodniu napłynęły pozytywne informacje nt. spadku cen hurtowych energii elektrycznej i gazu (okresowo poniżej 200 EUR za TWh) w warunkach postępującego podwyższania zapasów gazu w magazynach (średnio ok. 90% w największych gospodarkach Europy), pomimo iż Rosja nadal nie przesyła gazu przez gazociąg Nord Stream 1. Informacje te mogły nieco łagodzić negatywny wpływ globalnej awersji do ryzyka na rynki europejskie.

W minionym tygodniu Komisja Europejska zaproponowała plan działań zmierzających do opanowania kryzysu energetycznego Europy. Wśród nich

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

znalazło się m.in. ustanowienie tymczasowego pułapu dochodów dla inframarginalnych producentów energii elektrycznej, tj. technologii o niższych kosztach, takich jak OZE, energia jądrowa i węgiel brunatny, dostarczających energię elektryczną do sieci po kosztach niższych od cen ustalonych przez droższych producentów krańcowych. KE zaproponowała ustalenie górnego limitu dochodów inframarginalnych na poziomie 180 EUR/MWh.

- Pogorszenie globalnych nastrojów rynkowych wpłynęło negatywnie na notowania aktywów na polskim rynku. W skali tygodnia WIG spadł o 4%. Rentowności 10-letnich obligacji wzrosły o blisko 10 pkt. baz., zaś złoty osłabił się, przede wszystkim w relacji do dolara (powracając powyżej 4,70 PLN/USD) i franka szwajcarskiego (powyżej 4,90 PLN/CHF).
- Ubiegłotygodniowa publikacja pełnego szacunku [sierpniowej inflacji](#) (podtrzymany wynik z odczytu *flash* 16,1% r/r) wskazała na szeroki zakres wzrostu cen dóbr i usług zaliczanych do inflacji bazowej, która wzrosła do 9,9% r/r wobec 9,3% w lipcu. Świadczy to o kontynuacji procesu „przerzucania” podwyższonych kosztów przedsiębiorstw na odbiorców detalicznych.
- Jednocześnie ogłoszony w minionym tygodniu przez premiera Morawieckiego zamiar zamrożenia ceny energii elektrycznej dla wszystkich gospodarstw domowych do rocznego zużycia 2 tys. kWh rocznie oraz wyższych cen powyżej tego poziomu (zgodnie z taryfą URE na 2023 r., która zostanie zatwierdzona pod koniec br.) oznacza obniżenie ryzyka skokowego wzrostu inflacji z początkiem 2023 r. Według naszych szacunków całkowite zamrożenie cen energii elektrycznej oznaczałoby obniżenie średniorocznego wskaźnika inflacji o 1,1 pkt. proc. wobec naszego dotychczasowego założenia nt. podwyżki o 25%. Dla precyzyjnego oszacowania ubiegłotygodniowych propozycji potrzebna będzie informacja jak GUS potraktuje progowy charakter podwyżek. Ponadto dla prognozy inflacji w 2023 r. istotne będą informacje nt. ostatecznych rozwiązań w zakresie opłat za gaz dla odbiorców indywidualnych.
- W tym tygodniu kluczowym wydarzeniem na rynku globalnym będzie wspomniane posiedzenie Fed, a także innych istotnych banków centralnych, w tym Wielkiej Brytanii (oczekiwana podwyżka stóp o 50 pkt. baz.), Szwajcarii (+75 pkt. baz.) i Japonii. Przewidujemy, że FOMC utrzyma dotychczasowe tempo podwyżek stóp i podwyższy stopy o 75 pkt. baz.. Poza samą decyzją FOMC istotne będą także wypowiedzi prezesa Fed dot. perspektyw polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach, a przede wszystkim projekcje makroekonomiczne członków FOMC. W tym kontekście kluczowe będą informacje nt. skali oczekiwanego spowolnienia aktywności vs skala zacieśnienia polityki pieniężnej. Narracja prezesa Fed i prognozy członków FOMC zdecydują o nastrojach rynkowych w tym tygodniu.
- Z publikacji danych najistotniejsze będą wstępne szacunki wrześniowych wskaźników PMI w strefie euro (istotne jak kryzys energetyczny wpływa na nastroje przedsiębiorców).
- W Polsce z kolei rozpocznie się seria miesięcznych publikacji danych ze sfery realnej gospodarki za sierpień – dynamika zatrudnienia i wynagrodzeń, produkcji przemysłowej i budowlanej, sprzedaży detalicznej.
- Ponadto w niedzielę odbędą się przedterminowe wybory parlamentarne we Włoszech, państwa istotnego z punktu widzenia stabilności strefy euro.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (21 września)**

Oczekujemy, że FOMC podwyższy stopy procentowe o 75 pkt. baz., w tym stopę funduszy federalnych do 3,00% – 3,25%.

Biorąc pod uwagę wyraźne zaostrenie retoryki członków FOMC w tym prezesa J. Powella oraz sierpniowe dane inflacyjne wskazujące na przyspieszenie wzrostu inflacji bazowej, zakładamy, że FOMC utrzyma dotychczasowe tempo podwyżek stóp. Taką decyzję wspierają także utrzymujące się, póki co korzystne dane z rynku pracy.

Poza samą decyzją FOMC istotne będą także wypowiedzi prezesa Fed dot. perspektyw polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach, a przede wszystkim projekcje makroekonomiczne oraz ścieżki stóp procentowych członków FOMC. W tym kontekście kluczowe będą informacje dot skali spowolnienia aktywności vs skali zacieśnienia polityki pieniężnej.

Zakładamy, że FOMC utrzyma restrykcyjną retorykę wskazując na kluczowe dla Fed ryzyko utrwalenia podwyższonej inflacji, jednocześnie cały czas będzie wskazywał na konieczność bieżącej analizy perspektyw polityki pieniężnej w warunkach podwyższonej niepewności sytuacji gospodarczej.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 20 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	sie	2,3% r/r	2,4% r/r	2,4% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	sie	15,8% r/r	13,9% r/r	13,2% r/r
środa 21 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	sie	7,6% r/r	9,7% r/r	9,5% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	sie	24,9% r/r	24,8% r/r	24,1% r/r
20:00	US	Decyzja rady FOMC dot. stóp procentowych	wrz	2,25%-2,50%	3,00% – 3,25%	3,00% – 3,25%
20:30	US	Konferencja prasowa prezes Fed po posiedzeniu FOMC	wrz	–	–	–
czwartek 22 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
–	JP	Decyzja Banku Japonii dot. stóp procentowych	wrz	–0,1%	–0,1%	–
9:30	SWI	Decyzja Banku Szwajcarii dot. stóp procentowych	wrz	–0,25%	0,50%	–
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii dot. stóp procentowych	wrz	1,75%	2,25%	–
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	sie	2,0% r/r	3,0% r/r	3,8% r/r
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	sie	4,2% r/r	4,3% r/r	7,7% r/r
piątek 23 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	wrz	49,1 pkt.	48,2 pkt.	–
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	wrz.	47,7 pkt.	47,2 pkt.	–
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	wrz	49,6 pkt.	48,7 pkt.	–
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	wrz	49,8 pkt.	49,0 pkt.	–
10:00	PL	Stopa bezrobocia	sie	4,9%	4,9%	4,8%
niedziela 25 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
–	ITA	Wybory parlamentarne	–	–	–	–
poniedziałek 26 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	DE	Indeks koniunktury Ifo	wrz	88,5 pkt.	–	–

* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

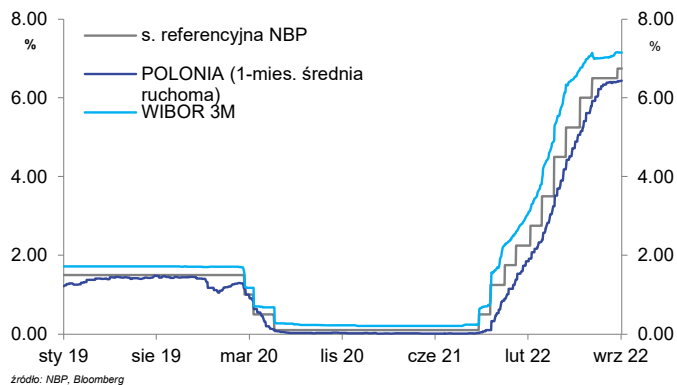
Miesięczny kalendarz publikacji danych

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	sierpień	1.09	42,1 pkt.	40,9 pkt.	
Posiedzenie RPP	PL	wrzesień	7.09	6,50%	6,75%	
Saldo na rachunku obrotów bieżących	PL	lipiec	13.09	-1468 mln EUR	-1735 mln EUR	
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	sierpień	15.09	16,1% r/r (wst.)	16,1% r/r	
Wskaźnik inflacji bazowej CPI	PL	sierpień	16.09	9,3% r/r	9,9% r/r	
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	sierpień	20.09	2,3% r/r		2,4% r/r
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	sierpień	20.09	15,8% r/r		13,2% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	sierpień	20.09	7,6% r/r		9,5% r/r
Wskaźnik PPI	PL	sierpień	20.09	24,9% r/r		24,1% r/r
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	PL	sierpień	21.09	2,0% r/r		3,8% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	sierpień	21.09	4,2% r/r		7,7% r/r
Stopa bezrobocia	PL	sierpień	23.09	4,9%		4,8%
Wskaźnik inflacji CPI (flash)	PL	wrzesień	30.09	16,1% r/r		-

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI – przemysł	CHN	sierpień	1.09	50,4 pkt.	49,5 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	sierpień	1.09	52,8 pkt.	52,8 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	sierpień	2.09	528 tys.	315 tys.	
Dynamika wynagrodzeń	US	sierpień	2.09	5,2% r/r	5,2% r/r	
Indeks koniunktury PMI – usługi	CHN	sierpień	5.09	55,5 pkt.	55,0 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	sierpień	6.09	56,7 pkt.	56,9 pkt.	
Posiedzenie EBC	EMU	wrzesień	8.09	0,00% / 0,50%	0,75% / 1,25%	
Produkcja przemysłowa	CHN	sierpień	16.09	3,8% r/r	4,2% r/r	
Posiedzenie FOMC	US	wrzesień	21.09	2,25%-2,50%		2,75% - 3,00%
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	wrzesień	23.09	49,6 pkt.		48,7 pkt.
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	wrzesień	21.09	49,8 pkt.		49,0 pkt.
Wskaźnik inflacji PCE	US	sierpień	30.09	6,3% r/r		-
Wskaźnik inflacji HICP (wst.)	EMU	wrzesień	30.09	9,1% r/r		-

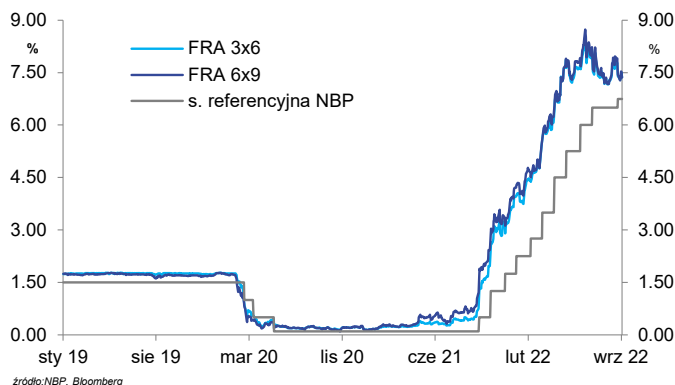
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



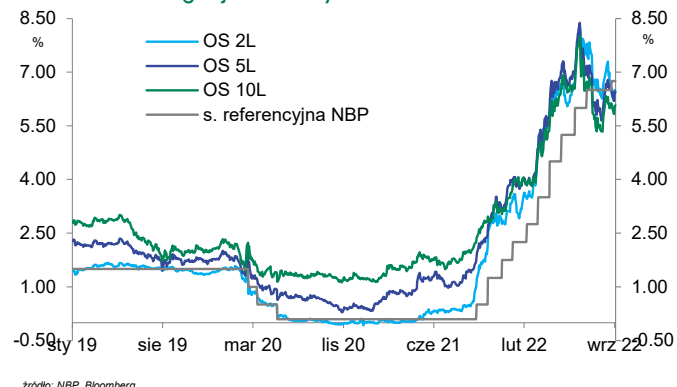
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



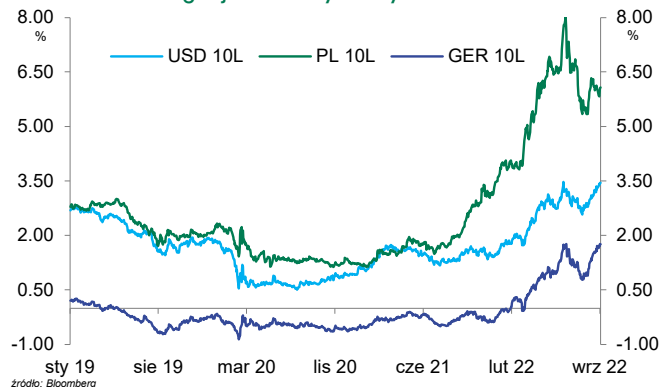
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



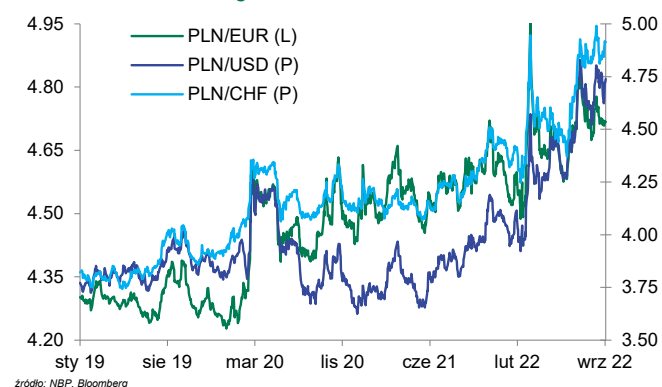
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



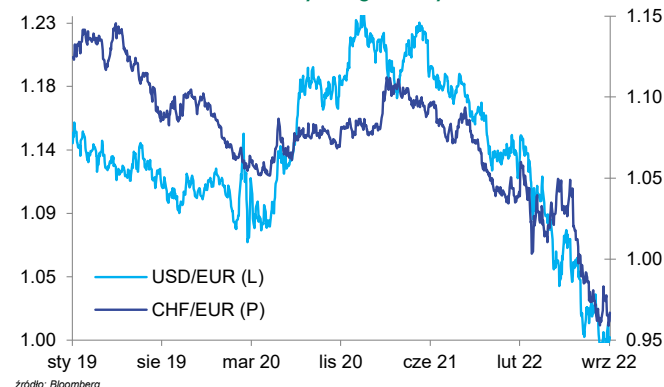
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



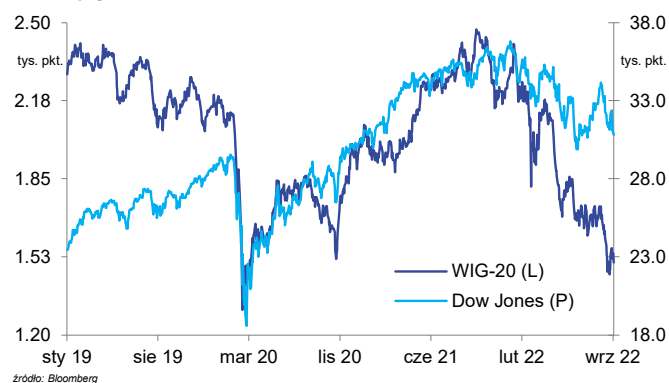
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



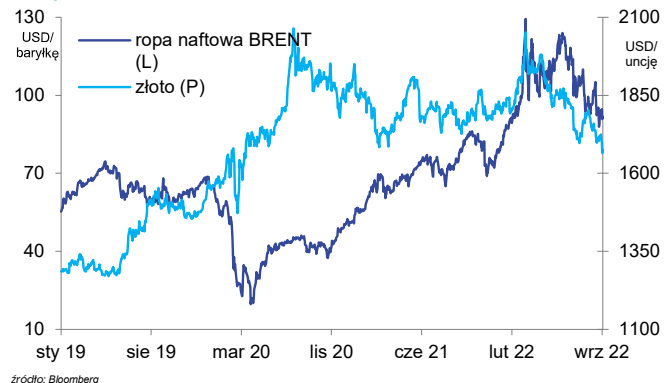
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



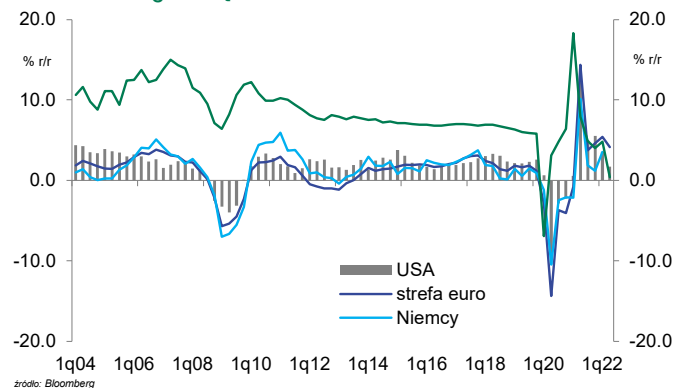
źródło: Bloomberg

2022-09-19

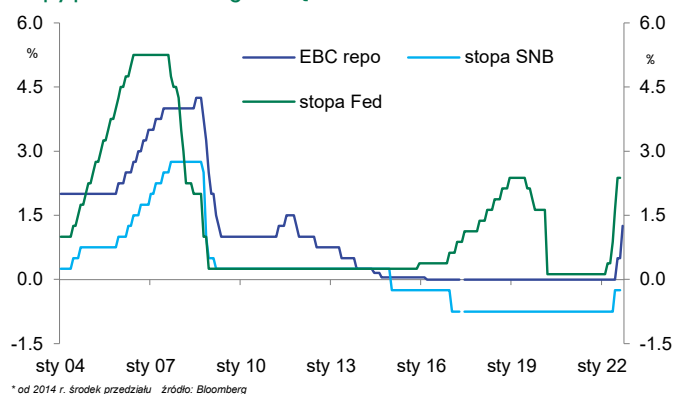
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

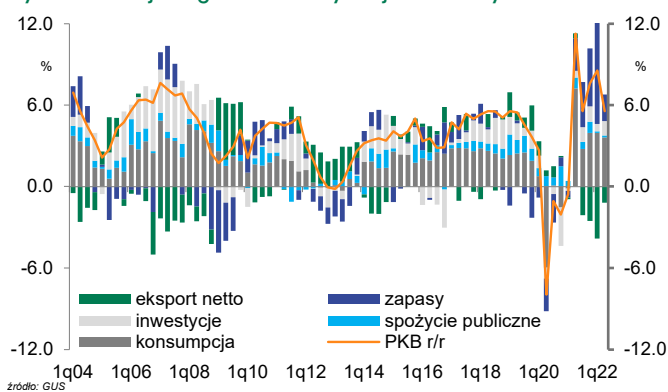
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



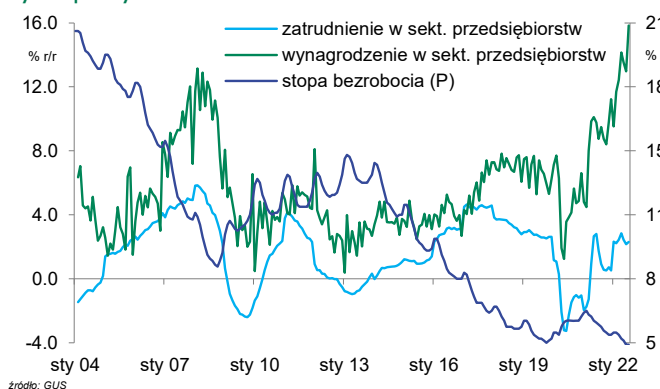
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



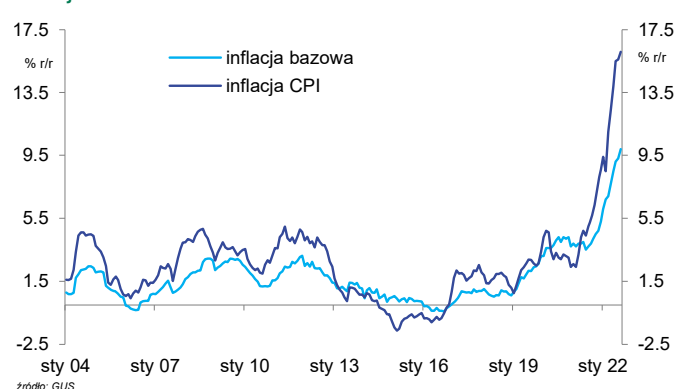
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



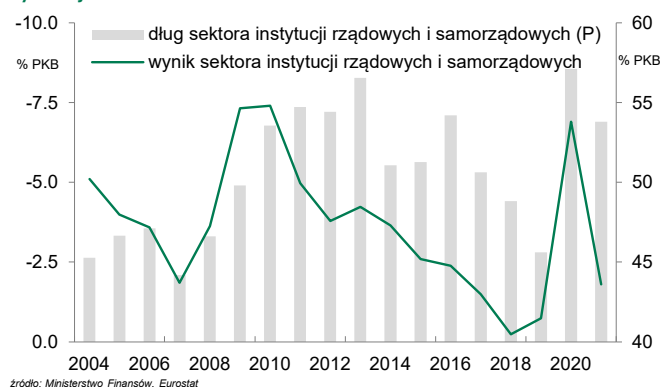
Rynek pracy



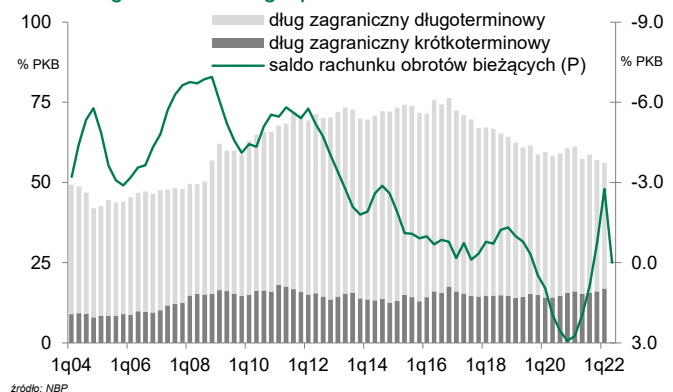
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.08.2022	09.09.2022	16.09.2022	31.10.2022	30.11.2022	31.12.2022
Stopa lombardowa NBP	%	7.00	7.25	7.25	7.50	7.50	7.50
Stopa referencyjna NBP	%	6.50	6.75	6.75	7.00	7.00	7.00
Stopa depozytowa NBP	%	6.00	6.25	6.25	6.50	6.50	6.50
WIBOR 3M	%	7.11	7.15	7.15	7.20	7.20	7.20
Obligacje skarbowe 2L	%	6.89	6.33	6.45	6.50	5.45	6.40
Obligacje skarbowe 5L	%	6.63	6.34	6.43	6.30	6.25	6.15
Obligacje skarbowe 10L	%	6.10	5.98	6.07	5.90	5.80	5.70
PLN/EUR	PLN	4.73	4.71	4.72	4.70	4.70	4.70
PLN/USD	PLN	4.74	4.66	4.74	4.63	4.63	4.63
PLN/CHF	PLN	4.85	4.87	4.91	4.85	4.85	4.82
USD/EUR	USD	1.01	1.01	1.00	1.02	1.02	1.02
Stopa Fed	%	2.50	2.50	2.50	3.25	3.75	4.00
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	3.50	3.90	4.10
Stopa repo EBC	%	0.50	1.25	1.25	1.75	1.75	2.00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	1.80	1.85	2.00
SARON	%	-	-	-	0.25	0.30	0.55
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3.19	3.31	3.45	3.10	3.00	2.85
Obligacje skarbowe GER 10L	%	1.53	1.69	1.75	1.70	1.70	1.70

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.