

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

25 lipca 2022

## EBC podwyższył stopy o 50 pkt. baz., teraz kolej na Fed. Słabnie koniunktura w EMU i w Polsce.

- W minionym tygodniu nastroje na rynkach akcji wyraźnie się poprawiły. Indeksy giełdowe na większości rynków wyraźnie wzrosły - z tygodniowym wzrostem o 2,7% światowego indeksu akcji MSCI - odreagowując spadki z wcześniejszego tygodnia.
- Czynnikiem zdecydowanie pozytywnym dla ryzykownych aktywów było częściowe przywrócenie dostaw rosyjskiego gazu do Europy, po czasowym całkowitym wstrzymaniu dostaw. Dodatkowo wspierająco mogły oddziaływać pozytywne niespodzianki w publikacjach wyników finansowych spółek w USA lub kontynuacja spadku cen ropy naftowej. Łącznie przeważały one nad czynnikami negatywnymi - większą od oczekiwań podwyżką stóp ECB, czy też dalszym spadkiem indeksów koniunktury PMI w strefie euro.
- Najistotniejszym wydarzeniem minionego tygodnia było posiedzenie rady EBC. Rada [podwyższyła stopy o 50 pkt. baz.](#), do 0,50% dla stopy referencyjnej EBC oraz do zera dla stopy depozytowej, tj. więcej niż „zapowiedziała” na poprzednim posiedzeniu. Tym samym rada EBC zakończyła 8-letni okres ujemnych stóp w strefie euro. Jednocześnie rada EBC przyjęła nowy instrument ochrony transmisji polityki pieniężnej - Transmission Protection Instrument (TPI), którego celem jest zapobieżenie defragmentacji rynków finansowych w strefie euro. Umożliwi on skup aktywów finansowych kraju, który doświadcza nieuzasadnionej jego fundamentami presji rynkowej.
- Zgodnie z wypowiedziami prezes Lagarde podczas konferencji prasowej po posiedzeniu rada zdecydowała się na większą od zapowiedzianej podwyżkę stóp w obliczu wyższej od oczekiwań bieżącej i prognozowanej inflacji oraz osłabienia kursu euro. Jednocześnie zatwierdzenie instrumentu TPI, dało radzie komfort, że większa od oczekiwań podwyżka stóp nie wywoła defragmentacji rynków finansowych strefy euro.
- Opublikowane pod koniec minionego tygodnia (już po posiedzeniu rady) słabe wstępne odczyty koniunktury PMI w strefie euro za lipiec (które w większości przypadków spadły poniżej 50 pkt., czyli w recesyjny obszar), wskazały na wyzwanie dla polityki EBC. Z jednej strony bieżąca wysoka inflacja wymusza zaostrzenie polityki monetarnej, ale z drugiej rosnące ryzyko recesji komplikuje przewidywanie przyszłej polityki monetarnej EBC. Z powodu tego dylematu rada EBC zrezygnowała z dotychczasowej polityki informowania rynków o perspektywie polityki monetarnej EBC (*forward guidance*).
- Prognoza kolejnych decyzji EBC jest faktycznie obciążona sporym ryzykiem. Obecnie, biorąc pod uwagę materializujące się ryzyka dla inflacji oraz obawy EBC przed wystąpieniem efektów drugiej rundy, bardziej prawdopodobna wydaje się podwyżka stóp we wrześniu o 50 pkt. baz. Jeżeli jednak w kolejnych tygodniach kryzys dostaw gazu z Rosji do Europy ponownie nasiliłby się uważamy, że rada może zdecydować się na mniejszą skalę podwyżki. Póki co oczekujemy, że do października rada łącznie podwyższy stopy o 75 pkt. baz. z

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

bieżącego poziomu, do 1,25% dla stopy referencyjnej i na tym poziomie zakończy cykl podwyżek. Przystanką do końca cyklu będzie spowolnienie aktywności w EMU implikujące ograniczenie inflacji w średnim okresie.

- Ubiegły tydzień minął pod znakiem sporej zmienności rentowności obligacji na rynkach bazowych. Początkowo, spekulacje rynkowe i ostatecznie większa skala podwyżki stóp EBC, przyniosły w połowie tygodnia wyraźny wzrost rentowności 10-letnich obligacji niemieckich w okolice 1,25% (a także amerykańskich powyżej 3%), Jednak pod koniec tygodnia, w ślad za nasileniem obaw przed recesją, rentowności wyraźnie spadły, kolejno w okolice 1% i 2,75% – tj. o kilkanaście punktów bazowych poniżej poziomów z początku tygodnia.
- Na rynku walutowym poprawa nastrojów rynkowych wobec europejskich aktywów po częściowym przywróceniu dostaw gazu z Rosji do Europy oraz większa skala podwyżki stóp przez EBC przyczyniły się do korekty trendu osłabienia euro. W skali tygodnia euro zyskało blisko 1% wobec koszyka walut, z kolei dolar o tyle samo stracił na wartości. Na koniec tygodnia kurs euro wzrósł powyżej 1,02 dolara za euro.
- Na polskim rynku finansowym zmiany na rynku akcji podążały za globalnym rynkiem. WIG wzrósł w skali tygodnia o 4,8%, odreagowując większość straty z wcześniejszego tygodnia. Poprawa nastrojów na globalnym rynku (w tym w strefie euro) pomogła też w umocnieniu złotego – o blisko 1,5% w relacji do koszyka walut. Było to pierwsze tygodniowe umocnienie złotego od siedmiu tygodni. Na koniec tygodnia kurs złotego ukształtował się w okolicach 4,76 PLN/EUR, poniżej 4,70 PLN/USD oraz 4,85 PLN/CHF.
- Krajowy rynek obligacji wpisnął się w tendencje globalne, niemniej spadek rentowności krajowych obligacji był znacznie silniejszy. Spadki te zostały wzmocnione słabszymi od oczekiwanych czerwcowymi wynikami polskiej gospodarki – [płac i zatrudnienia w przedsiębiorstwach](#), [produkcji przemysłowej](#) i [budowlanej](#) oraz [sprzedaży detalicznej](#). Wskazały one, że w czerwcu postępowało hamowanie polskiej gospodarki. To zapewne będzie materiałem do analiz dla RPP. W skali tygodnia rentowności 10-letnich papierów spadły aż o 80 pkt. baz. – do poziomu 5,85%, ostatnio notowanego w kwietniu tego roku.
- Najważniejszym wydarzeniem bieżącego tygodnia będzie śródowe posiedzenie Fed. Oczekujemy, że FOMC podwyższy stopy procentowe o 75 pkt. baz., w tym stopę funduszy federalnych do 2,00% - 2,25%. Sądzymy, że podobnie jak w czerwcu kluczowym argumentem za wyższą skalą podwyżki stóp będzie wyższy od oczekiwań odczyt bieżącej inflacji, w tym inflacji bazowej.
- Ponadto oczekiwane będą wstępne odczyty PKB za II kw. w USA i w strefie euro, czerwcowy wynik inflacji PCI w USA oraz wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro. Na ich podstawie ścierać się będą oczekiwania rynków co do globalnego ryzyka inflacji vs. ryzyka recesji. Naszym zdaniem, choć wysoka zmienność utrzyma się, to generalnie nasilać się będzie oddziaływanie na rynki obaw przed spowolnieniem aktywności gospodarczej coraz silniej dominując nad obawami przed inflacją.
- W Polsce najistotniejszą publikacją będzie szacunek *flash* inflacji za lipiec. Nasza robocza prognoza wskazuje na jedynie lekki wzrost inflacji do 15,6–15,7%. Taki wynik inflacji w naszej ocenie przyniosłby dalszy spadek oczekiwań rynkowych na kolejne podwyżki stóp NBP.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (27 lipca)**

**Oczekujemy, że FOMC podwyższy stopy procentowe o 75 pkt. baz., w tym stopę funduszy federalnych do 2,00% – 2,25%.**

Podczas konferencji prasowej po czerwcowym posiedzeniu prezes Fed J. Powell zapowiedział, że komitet w lipcu będzie rozważał podwyżkę o 50 – 75 pkt. baz.

**Sądzymy, że podobnie jak w czerwcu kluczowym argumentem za wyższą skalą podwyżki stóp będzie wyższy od oczekiwań odczyt bieżącej inflacji, w tym inflacji bazowej (solidne miesięczne wzrosty cen).** Taką decyzję, pomimo coraz wyraźniejszych sygnałów spowolnienia aktywności ułatwią korzystne czerwcowe dane z amerykańskiego rynku pracy oraz odbicie czerwcowej sprzedaży detalicznej. W tych warunkach zapewne cały czas kluczowym celem dla FOMC będzie ograniczenie ryzyka utrzymywania się w dłuższym okresie wysokiej inflacji.

Na podwyżkę stóp rzędu 75 pkt. baz. wskazuje także większość pojawiających się w ostatnim czasie wypowiedzi członków FOMC. Jednocześnie choć oczekiwania rynkowe w ostatnich dniach wskazywały na nawet wyższą podwyżkę stóp rzędu 100 pkt. baz. sądzymy, że taka decyzja jest mało prawdopodobna biorąc pod uwagę notowany w lipcu (wstępny szacunek) spadek długoterminowych oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych (dane Uniwersytetu Michigan) jak również szereg danych wskazujących na prognozy spowolnienia gospodarczego w miesiącach kolejnych.

- **Wskaźnik inflacji w lipcu – szacunek *flash* (29 lipca)**

**Prognozujemy wstępnie, że w lipcu wskaźnik inflacji CPI wzrósł do 15,6 – 15,7% r/r wobec 15,5% r/r w czerwcu.** Do wzrostu lipcowej inflacji przyczyniły się: - wzrost inflacji bazowej do 9,3% r/r wobec 9,1% w czerwcu, - kontynuacja wzrostu cen żywności o ok 0,4% w skali miesiąca, przede wszystkim produktów zbożowych, tłuszczów i nabiału, przy jednoczesnym dalszym spowolnieniu wzrostu cen mięsa i spadku cen warzyw i owoców oraz - wzrost cen nośników energii za sprawą kontynuacji wzrostu cen opał. Z kolei w przeciwnym kierunku oddziaływał spadek cen paliw dla środków transportu, dzięki spadkowi cen ropy na światowych rynkach oraz promocji cenowych Orlenu i Lotosu (tutaj wyzwaniem dla prognozy jest sposób uwzględnienia tych promocji przez GUS).

## Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 26 lipca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:00	HU	Decyzja banku centralnego Węgier ws. stóp procentowych	9,75%	10,75%	-
16:00	US	Sprzedaż domów na rynku pierwotnym, czerwiec	969 tys. anual.	973 tys. anual.	-
środa 27 lipca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
16:00	US	Sprzedaż domów na rynku wtórnym, czerwiec	5,41 mln anual.	5,40 mln anual.	-
20:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	1,50-1,75%	2,25-2,50%	2,25-2,50%
20:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	-	-	-
czwartek 28 lipca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:30	US	PKB (wst.), II kw.	-1,6% kw/kw anual.-	0,5% kw/kw anual.-	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 23.07	251 tys.	250 tys.	-
piątek 29 lipca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	DE	PKB (wst.), II kw.	0,2% kw/kw	0,1% kw/kw	-
10:00	PL	<b>Wskaźnik inflacji CPI, lipiec (wst.)</b>	<b>15,5% r/r</b>	-	<b>15,6% r/r</b>
11:00	EMU	PKB (wst.), II kw.	0,6% kw/kw	0,1% kw/kw	-
11:00	EMU	Inflacja HICP, lipiec (wst.)	8,6% r/r (wst.)	8,7% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy, lipiec (wst.)	3,7% r/r (wst.)	3,9% r/r	-
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych, czerwiec	0,5% m/m	0,5% m/m	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych, czerwiec	0,21% m/m	0,8% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE, czerwiec	6,3% r/r	6,6% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE, czerwiec	4,7% r/r	4,8% r/r	-
15:45	US	Indeks koniunktury w okręgu Chicago, lipiec	56,0 pkt.	56,2 pkt.	-
poniedziałek 1 sierpnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł, lipiec	51,7 pkt.	-	-
09:00	PL	<b>Indeks koniunktury PMI – przemysł, lipiec</b>	<b>44,4 pkt.</b>	-	<b>43,5 pkt.</b>
09:55	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł, lipiec (ost.)	49,2 pkt.	-	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł, lipiec (ost.)	49,6 pkt.	-	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł, lipiec	53,0 pkt.	-	-

\* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

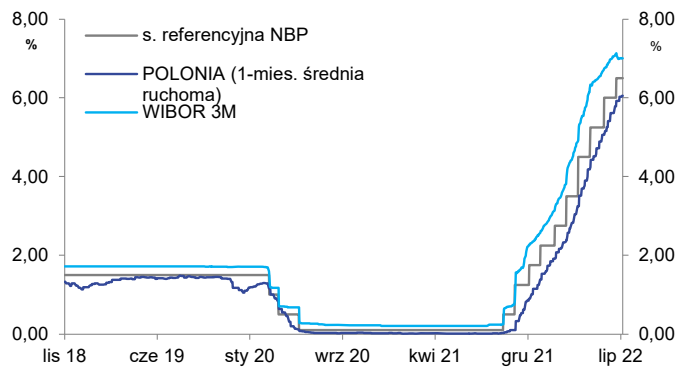
## Miesięczny kalendarz publikacji danych

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	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	-3476 mln EUR	-1909 mln EUR	
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	czerwiec	15.07	13,9% r/r	15,5% r/r	
Wskaźnik inflacji bazowej CPI	PL	czerwiec	18.07	8,5% r/r	9,1% r/r	
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	czerwiec	20.07	2,4% r/r	2,2% r/r	
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	czerwiec	20.07	13,5% r/r	13,0% r/r	
Produkcja przemysłowa	PL	czerwiec	20.07	15,0% r/r	10,4% r/r	
Wskaźnik PPI	PL	czerwiec	20.07	24,7% r/r	25,6% r/r	
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	PL	czerwiec	21.07	8,2% r/r	3,2% r/r	
Produkcja budowlano-montażowa	PL	czerwiec	21.07	13,0% r/r	5,9% r/r	
Stopa bezrobocia	PL	czerwiec	25.07	5,1%	4,9%	
Inflacja CPI (wst.)	PL	lipiec	29.07	15,5% r/r		15,6%
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	lipiec	1.08	44,4 pkt.		43,5 pkt.

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI – przemysł	CHN	czerwiec	1.07	48,1 pkt.	48,1 pkt.	
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	9,1% r/r	
Wzrost PKB	CHN	II kw.	15.07	4,8% r/r	0,4% r/r	
Posiedzenie EBC	EMU	lipiec	21.07	-0,50% / 0,0%	0,0% / 0,50	
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	lipiec	22.07	52,1 pkt.	49,6 pkt.	
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	lipiec	22.07	53,0 pkt.	50,6 pkt.	
Posiedzenie FOMC	US	lipiec	27.07	1,50-1,75%		2,25%-2,50%
Wzrost PKB	US	II kw.	28.07	-1,6% kw/kw (anual.)		0,5% kw/kw (anual.)
Wzrost PKB	EMU	II kw.	29.07	0,6% kw/kw		0,1% kw/kw
Wskaźnik inflacji HICP	EMU	lipiec	29.07	8,6% r/r		8,7% r/r
Wskaźnik inflacji PCE	US	czerwiec	29.07	6,3% r/r		6,6% r/r

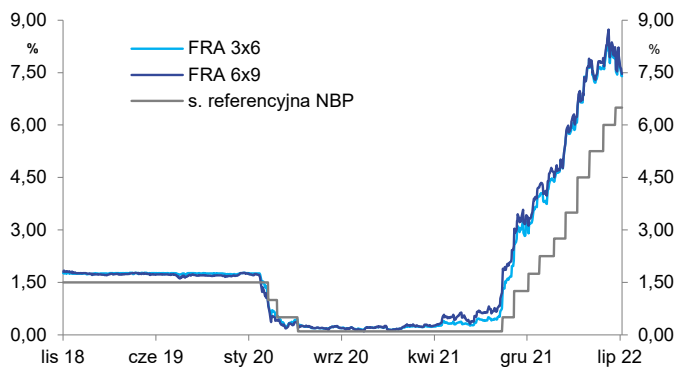
## Rynki finansowe

### Krajowe stopy procentowe



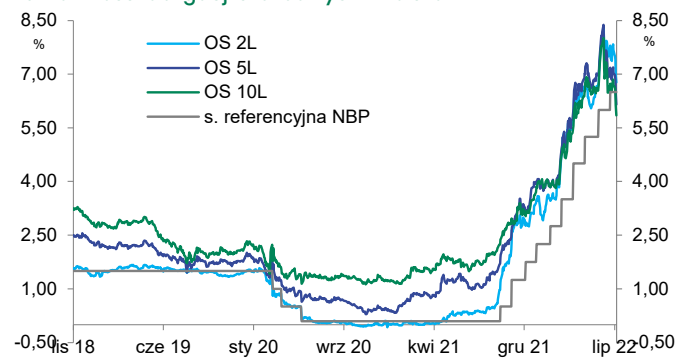
źródło: NBP, Bloomberg

### Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



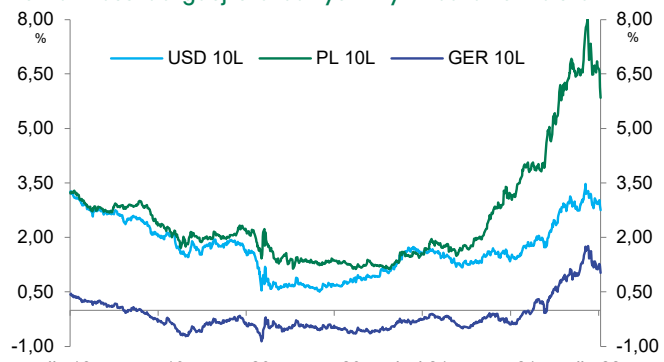
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych - Polska



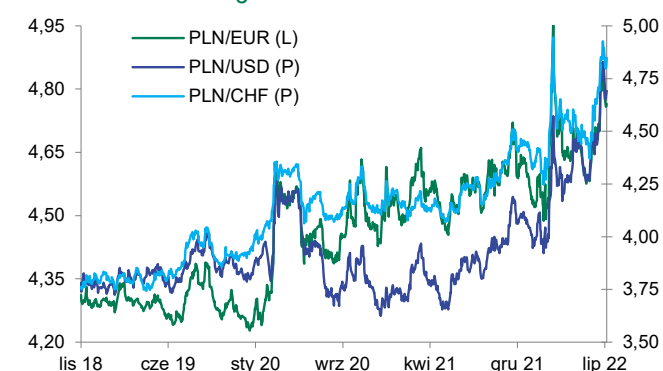
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



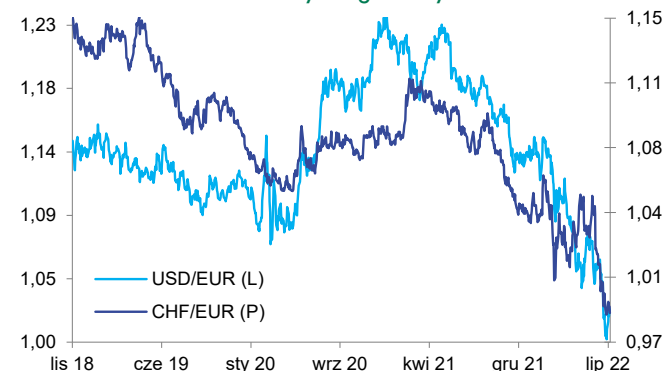
źródło: Bloomberg

### Notowania kursu złotego



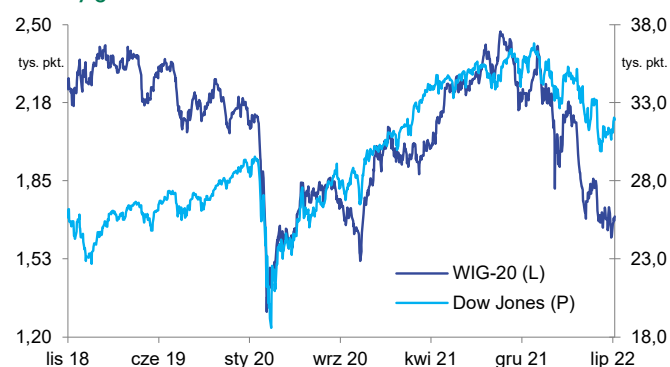
źródło: NBP, Bloomberg

### Notowania kursów walut na rynku globalnym



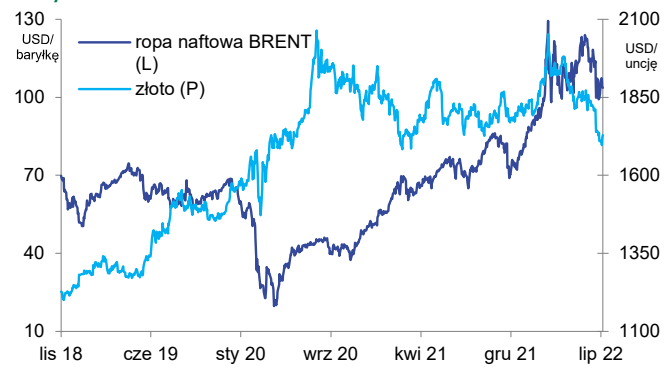
źródło: Bloomberg

### Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

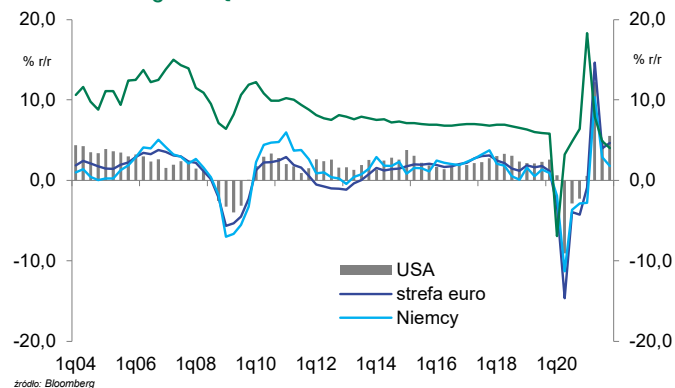
### Ceny surowców



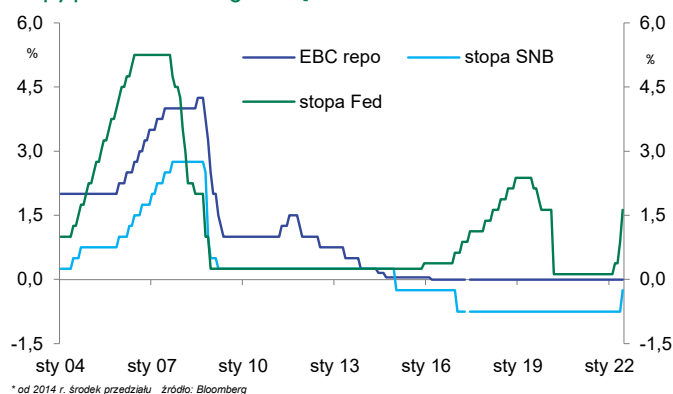
źródło: Bloomberg

## Sfera realna

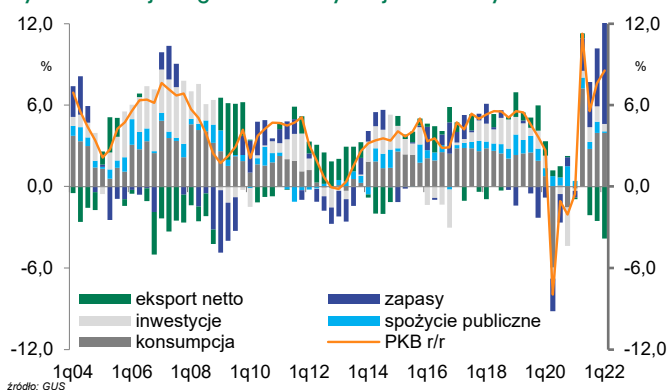
### Wzrost PKB za granicą



### Stopy procentowe za granicą



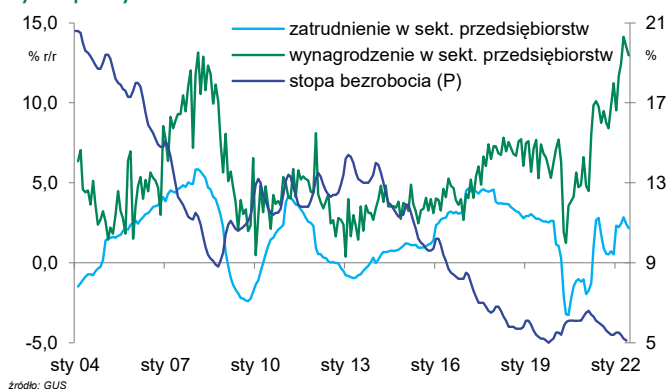
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



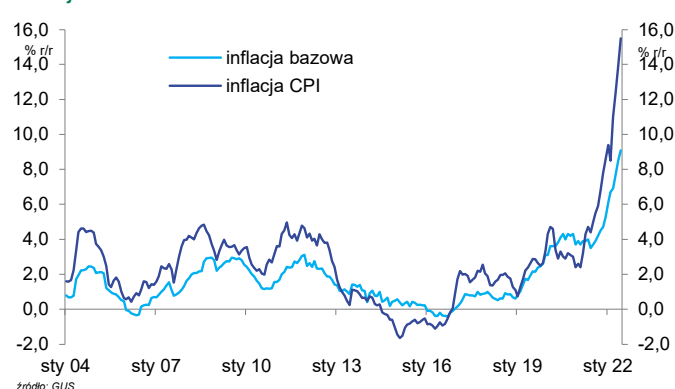
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



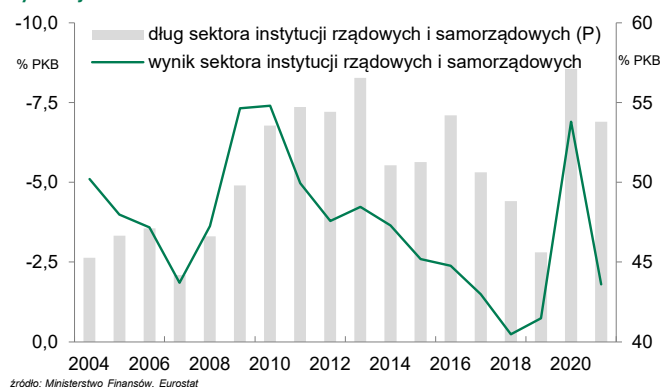
### Rynek pracy



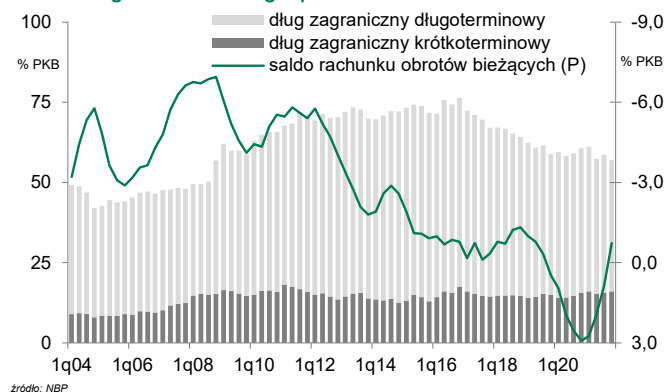
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki





## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.06.2022	15.07.2022	22.07.2022	31.08.2022	30.09.2022	31.12.2022
Stopa lombardowa NBP	%	6,50	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00
Stopa referencyjna NBP	%	6,00	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
Stopa depozytowa NBP	%	5,50	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
WIBOR 3M	%	7,05	7,00	7,00	6,95	6,80	6,70
Obligacje skarbowe 2L	%	7,76	7,67	6,77	6,90	6,70	6,60
Obligacje skarbowe 5L	%	7,30	7,03	6,15	6,50	6,30	6,00
Obligacje skarbowe 10L	%	6,87	6,68	5,85	6,30	6,15	5,80
PLN/EUR	PLN	4,68	4,81	4,76	4,75	4,70	4,60
PLN/USD	PLN	4,48	4,80	4,69	4,66	4,59	4,38
PLN/CHF	PLN	4,69	4,89	4,85	4,82	4,75	4,60
USD/EUR	USD	1,05	1,01	1,02	1,02	1,03	1,05
Stopa Fed	%	1,75	1,75	1,75	2,50	3,00	3,25
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	2,65	3,10	3,35
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,50	0,50	1,00	1,25
EURIBOR 3M	%	-	-	-	0,70	1,15	1,35
SARON	%	-	-	-	-0,15	0,05	0,30
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3,01	2,92	2,75	2,90	2,80	2,50
Obligacje skarbowe GER 10L	%	1,33	1,12	1,02	1,35	1,30	1,20

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.