

KOMENTARZ TYGODNIOWY

1 sierpnia 2022

Gospodarki słabną, inflacja wciąż wysoka. FOMC kontynuuje cykl podwyżek stóp.

- W minionym tygodniu utrzymały się pozytywne nastroje na rynkach akcji obserwowane we wcześniejszym tygodniu. Światowy indeks akcji MSCI zwiększył tygodniową skalę wzrostu do 3,4%, głównie za sprawą optymizmu na rynkach w USA, gdzie lipiec okazał się najlepszym miesiącem od początku roku.
- Trudno wskazać na przestanki dla tego optymizmu rynkowego, gdyż napływające w minionym tygodniu dane generalnie potwierdziły perspektywę postępującego spowolnienia aktywności gospodarczej, przy póki co utrzymującej się wysokiej inflacji, co w najbliższych miesiącach będzie zmuszało banki centralne do zacieśnienia polityki monetarnej.
- Taki scenariusz potwierdziło ubiegłotygodniowe [posiedzenie FOMC z kolejną podwyżką stóp o 75 pkt. baz. do 2,25%-2,50%](#), zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi. Choć w komunikacie FOMC i podczas konferencji prasowej prezesa Fed ograniczenie inflacji do celu Fed pozostało na pierwszym planie, niemniej prezes Powell nieco więcej poświęcił kwestii ryzyka dla sfery realnej gospodarki i oczekiwaniom na spowolnienie aktywności. W kontekście przyszłych decyzji FOMC prezes Powell powiedział, że będą one podejmowane z posiedzenia na posiedzenie i będą brały pod uwagę szereg napływających danych. Jednocześnie FOMC zrezygnował ze określania perspektyw polityki pieniężnej, czyli zrezygnował z tzw. *forward guidance*.
- Możliwe, że to brak niespodzianki w decyzji Fed (przed posiedzeniem spekulowano o możliwej podwyżce rzędu 100 pkt. baz.), lub wypowiedzi prezesa Fed przypisujące nieco więcej wagi sytuacji w sferze realnej gospodarki dały w minionym tygodniu pozytywny impuls do wzrostów indeksów na rynkach akcji.
- Opublikowane w minionym tygodniu wstępne dane nt. PKB w II kw. w przypadku USA zaskoczyły negatywnie, z kolei w przypadku strefy euro pozytywnie. W USA PKB spadł o 0,9% kw/kw anual., notując drugi z rzędu kwartalny spadek PKB. Za tym spadkiem stoi przede wszystkim skokowe obniżenie zapasów, z kolei silniejsze od oczekiwań okazały się konsumpcja (wspierana głównie przez wydatki na usługi) oraz eksport netto.
- Z kolei w przypadku strefy euro wynik PKB zaskoczył pozytywnie rosnąc o 0,7% kw/kw, dzięki silnemu odbiciu aktywności w Hiszpani, Włoszech i Francji, głównie dzięki postcovidowemu skokowemu odbiciu aktywności w turystyce. Wyniki te mogłyby zaprzeczać oczekiwaną gorszą sytuację gospodarczą w strefie euro na tle innych regionów świata, niemniej naszym zdaniem jest to tylko przejściowe zjawisko. Uważamy, że strefa euro jest nadal obciążona zdecydowanie większym ryzykiem wyraźnego osłabienia aktywności w II poł. roku. Wynika to z zdecydowanie silniejszego negatywnego wpływu na gospodarkę europejską szoku surowcowego w następstwie wojny na Ukrainie (ograniczenie dostaw z Rosji i wzrost cen gazu). Z kolei, pomimo słabszych białących danych, w przypadku USA, ryzyko z tytułu szoku surowcowego jest zdecydowanie mniejsze (m.in. dzięki własnym źródłom gazu), a amerykański

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

rynek pracy jest zdecydowanie silniejszy, co powinno wspierać konsumpcję prywatną, stabilizując koniunkturę gospodarczą w USA.

- Opublikowane w minionym tygodniu dane inflacyjne z USA i strefy euro ponownie zaskoczyły wyższymi wynikami, wyznaczając nowe lokalne szczyty inflacji. W strefie euro sierpniowy wskaźnik inflacji HICP wzrósł do 8,9% r/r, z kolei w USA deflator konsumpcji PCE wzrósł w czerwcu do 6,8%. Wysokie wyniki bieżącej inflacji wspierają oczekiwania, że w najbliższych miesiącach banki centralne będą kontynuowały zacieśnienie polityki monetarnej pomimo perspektywy osłabienia aktywności gospodarczej w średnim okresie.
- Pomimo tych perspektyw, na bazowych rynkach obligacji papiery długoterminowe coraz silniej dyskontują ostateczne osłabienie aktywności gospodarczej, co przejawia się w kontynuacji spadku rentowności obligacji 10-letnich. W USA spadły one o 10 pkt. baz. do poziomu 2,65%, zaś w Niemczech – o 20 pkt. baz. do 0,81%. Na rynku walutowym ubiegły tydzień nie przyniósł istotnych zmian z relacją euro do dolara utrzymującą się powyżej 1,02 USD/EUR.
- Na polskim rynku finansowym zmiany na rynku akcji podążały za globalnym rynkiem. WIG wzrósł w skali tygodnia o 1,2%, po silnym blisko 5-procentowym wzroście w poprzednim tygodniu. Lepsze nastroje globalne lekko wsparły złotego, który umocnił się wobec dolara i euro, ale stracił w relacji do franka szwajcarskiego. Złotowe obligacje kontynuowały spadek rentowności w ślad za rynkami bazowymi, a pod koniec trend ten wzmocniła publikacja krajowego wskaźnika inflacji w lipcu, wskazująca na [stabilizację CPI na poziomie czerwcowym 15,5% r/r](#). W skali tygodnia rentowności obligacji 10-letnich spadły o kolejne 35 pkt. baz. poniżej 5,5% – poziomu ostatnio notowanego w kwietniu br.
- W naszej ocenie, jeśli w nadchodzących miesiącach nie zaskoczą tendencje na globalnym rynku surowców (ropy naftowej lub żywności) lub decyzje administracyjne w obszarze detalicznych cen gazu i energii elektrycznej, w najbliższych miesiącach wskaźnik inflacji w Polsce powinien oscylować w okolicach 15,5%. To, w połączeniu ze słabszymi danymi nt. sfery realnej polskiej gospodarki, zwiększa prawdopodobieństwo zakończenia cyklu podwyżek stóp NBP na bieżącym poziomie. W minionym tygodniu premier Morawiecki ogłosił, że do końca bieżącego roku obowiązywać będą obecne rozwiązania w zakresie tarczy antyinflacyjnej, zgodnie z naszymi założeniami. Z kolei prezes NBP w wywiadzie dla tygodnika „Sieci” wskazał, że po wakacjach krajowa inflacja obniży się, a w 2024 r. osiągnie cel inflacyjny NBP.
- W bieżącym tygodniu najważniejsze dla sytuacji rynkowej będą publikacje danych z rynku pracy oraz wskaźników koniunktury gospodarczej ISM w USA. W tych publikacjach rynki będą poszukiwać potwierdzenia oczekiwań co do siły konsumpcji prywatnej i sektora usług w USA, wspierających koniunkturę. W strefie euro oczekiwane będą wyniki zamówień i produkcji przemysłowej w Niemczech. Podtrzymujemy ocenę, że choć wysoka zmienność napływających danych i oczekiwań rynkowych zapewne utrzyma się, to generalnie nadal nasilać się będą oczekiwania rynkowe na spowolnienie aktywności gospodarczej coraz silniej dominując nad obawami przed inflacją.
- W przypadku Europy niezmiennie kluczowym czynnikiem dla nastrojów rynkowych będzie kształtowanie się sytuacji w obszarze dostaw gazu z Rosji, wpływające na ocenę ryzyka recesji w strefie euro.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 1 sierpnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł, lipiec	53,0 pkt.	52,0 pkt.	-
środa 3 sierpnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
09:55	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi lipiec (ost.)	49,2 pkt. (wst.)	49,2 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi, lipiec (ost.)	49,6 pkt. (wst.)	49,6 pkt.	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi, lipiec	55,3 pkt.	53,7 pkt.	-
16:00	US	Zamówienia w przemyśle, czerwiec	1,6% m/m	0,8% m/m	-
czwartek 4 sierpnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle, czerwiec	0,1% m/m	-	-1,21% m/m
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii dot. stóp procentowych	1,25%	1,75%	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 30.07	256 tys.	260 tys.	-
piątek 5 sierpnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa, czerwiec	0,2% m/m	-0,4% m/m	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia, lipiec	372 tys.	250 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia, lipiec	3,6%	3,6%	-
14:30	US	Zmiana godzinowych wynagrodzeń, lipiec	5,1% r/r	4,9% r/r	-
15:45	US	Indeks koniunktury w okręgu Chicago, lipiec	56,0 pkt.	56,2 pkt.	-
niedziela 7 sierpnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
04:30	CHN	Eksport, lipiec	17,0% r/r	-	-
04:30	CHN	import, lipiec	1,0% r/r	-	-

* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

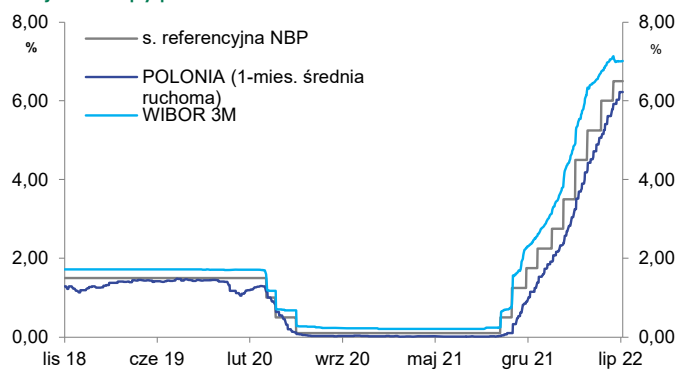
Miesięczny kalendarz publikacji danych

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Inflacja CPI (wst.)	PL	lipiec	29.07	15,5% r/r	15,5% r/r	
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	lipiec	1.08	44,4 pkt.	42,1 pkt.	
Saldo na rachunku obrotów bieżących	PL	maj	12.08	-1909 mln EUR		-2224 mln EUR
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	lipiec	12.08	15,5% r/r (wst.)		15,5% r/r
Wskaźnik inflacji bazowej CPI	PL	lipiec	15.08	9,1% r/r		9,1% r/r
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	lipiec	19.08	2,2% r/r		2,1% r/r
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	lipiec	19.08	13,0% r/r		13,6% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	lipiec	19.08	10,4% r/r		7,8% r/r
Wskaźnik PPI	PL	lipiec	19.08	25,6% r/r		25,7% r/r
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	PL	lipiec	22.08	3,2% r/r		3,0% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	lipiec	22.08	5,9% r/r		9,0% r/r
Stopa bezrobocia	PL	lipiec	24.08	4,9%		4,9%
PKB (wst.)	PL	II kw.	31.08	8,5% r/r		6,0% 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.		52,1 pkt.
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	lipiec	3.08	55,3 pkt.		53,9 pkt.
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	lipiec	5.08	372 tys.		250 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		-

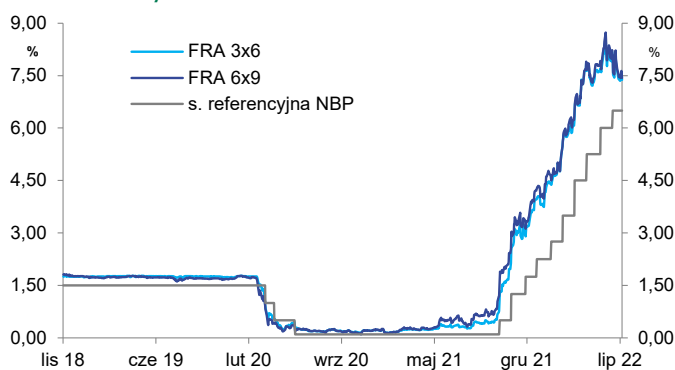
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



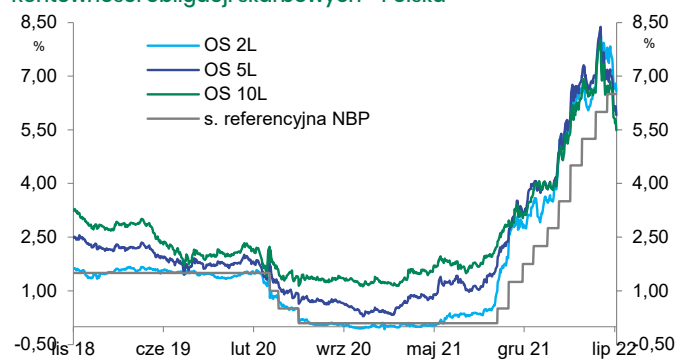
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



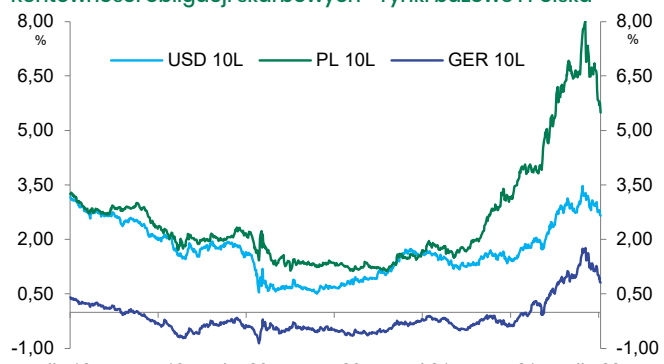
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



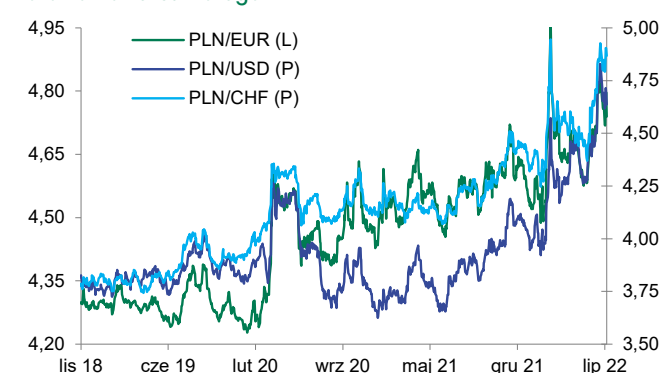
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



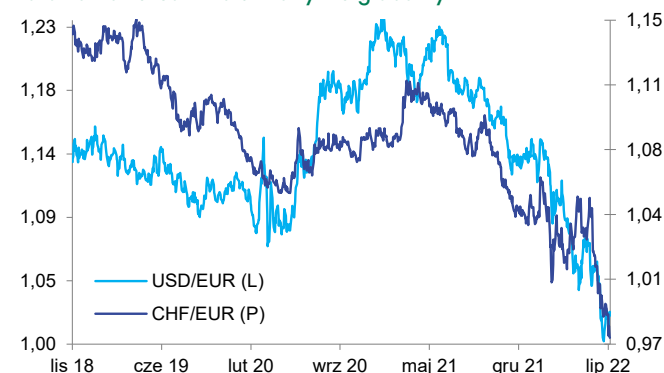
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



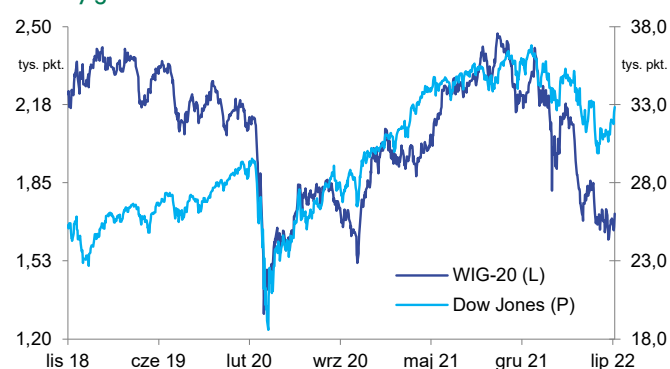
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



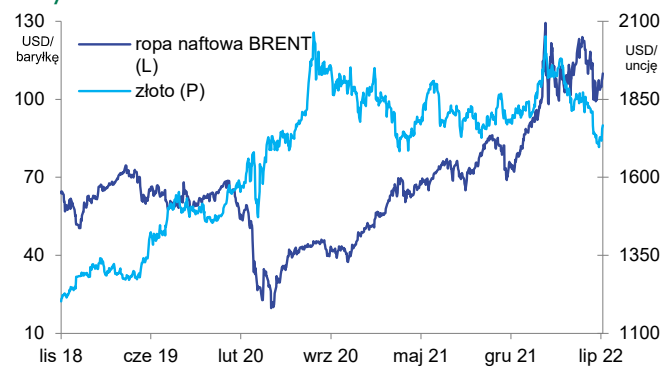
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

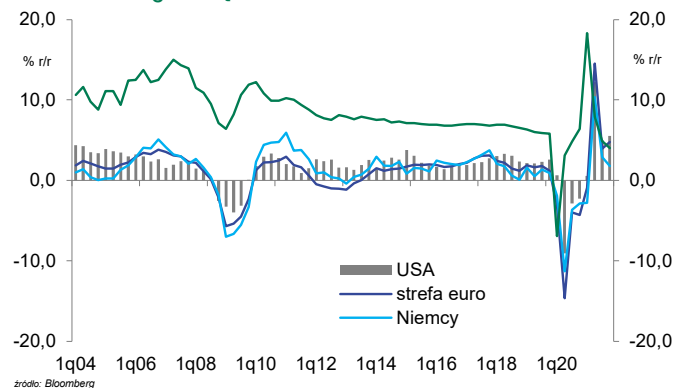
Ceny surowców



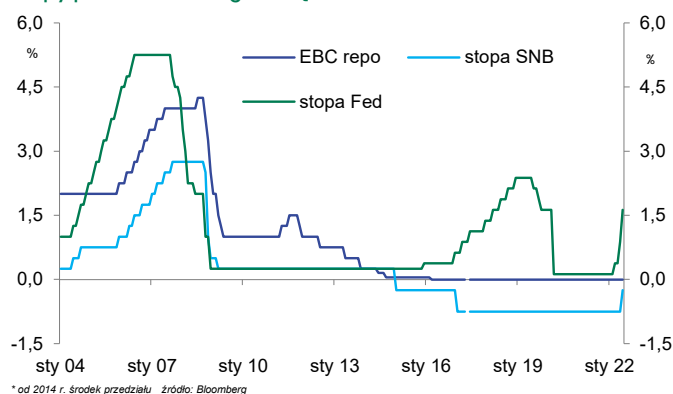
źródło: Bloomberg

Sfera realna

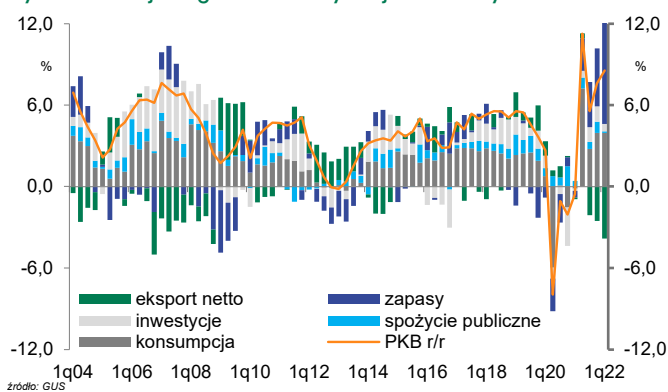
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



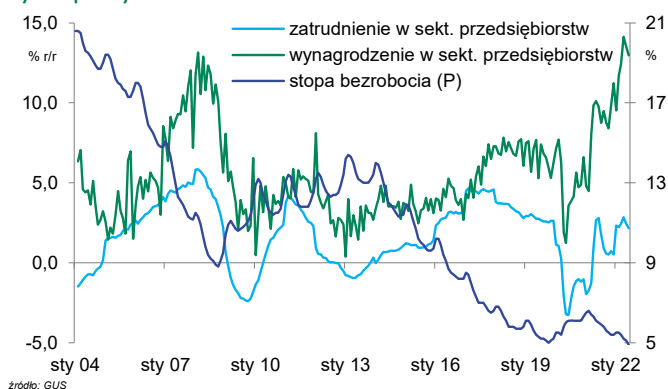
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



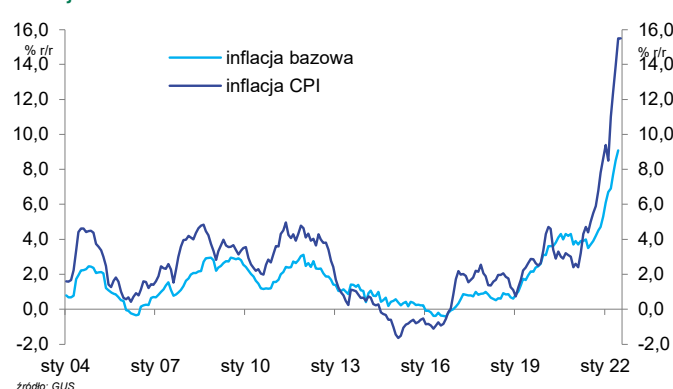
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



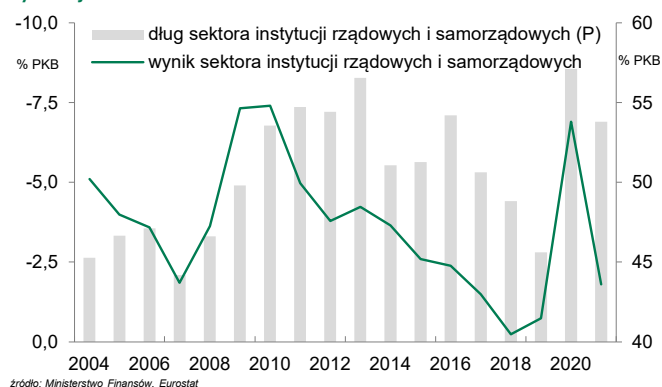
Rynek pracy



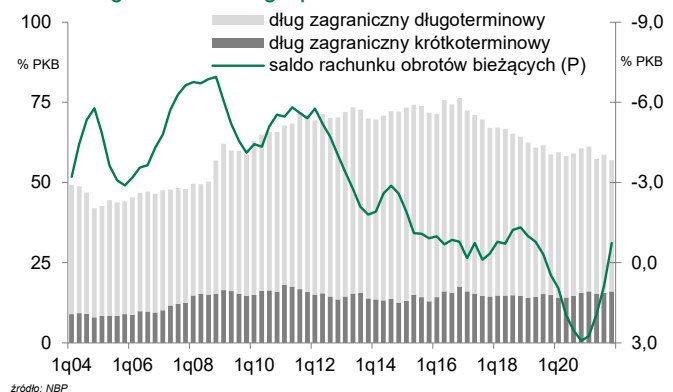
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.06.2022	22.07.2022	29.07.2022	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	7,01	6,95	6,80	6,70
Obligacje skarbowe 2L	%	7,76	6,77	6,57	6,90	6,70	6,60
Obligacje skarbowe 5L	%	7,30	6,15	5,91	6,20	6,15	6,00
Obligacje skarbowe 10L	%	6,87	5,85	5,49	6,00	6,00	5,80
PLN/EUR	PLN	4,68	4,76	4,74	4,70	4,70	4,60
PLN/USD	PLN	4,48	4,69	4,64	4,61	4,59	4,42
PLN/CHF	PLN	4,69	4,85	4,87	4,78	4,77	4,63
USD/EUR	USD	1,05	1,02	1,02	1,02	1,03	1,04
Stopa Fed	%	1,75	1,75	2,50	2,50	3,00	3,25
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	2,65	3,10	3,35
Stopa repo EBC	%	0,00	0,50	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	2,75	2,65	2,90	2,80	2,50
Obligacje skarbowe GER 10L	%	1,33	1,02	0,81	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.