

KOMENTARZ TYGODNIOWY

27 czerwca 2022

Rośnie ryzyko recesji na świecie, ale na rynkach lepsze nastroje. Bieżący tydzień pod znakiem inflacji.

- Napływające w minionym tygodniu informacje ze światowej gospodarki wpisały się w scenariusz osłabienia aktywności gospodarczej w USA i strefie euro. Wstępne szacunki czerwcowych wskaźników PMI w USA i EMU wyraźnie spadły zarówno w przemyśle, jak i w usługach, odzwierciedlając osłabienie bieżącej aktywności, jak i wzrost niepewności dot. perspektyw popytowych spowodowanych m.in. szokiem surowcowym.
- W USA wskaźnik PMI w przemyśle spadł o 4,6 pkt. do 52,4 pkt., zaś w usługach o 1,7 pkt. do 51,6 pkt. Z kolei w strefie euro wskaźnik w przemyśle spadł o 2,6 pkt. do 52 pkt., a w usługach o 3,3 pkt. do 52,8 pkt. Są to pierwsze silne spadki wskaźników koniunktury PMI od czasu wybuchu wojny na Ukrainie i szoku surowcowego z nią związanego. Na ryzyko recesji wskazał też szef Fed Jerome Powell występując w minionym tygodniu przed komisjami kongresowymi. Jednocześnie podtrzymał konieczność zacieśniania polityki monetarnej wobec wysokiej bieżącej inflacji. Tym samym nie zmieniła się perspektywa zacieśniania polityki monetarnej w najbliższych miesiącach. Niemniej m.in. pod wpływem opublikowanych w minionym tygodniu wyników koniunktury U. Michigan wskazujących na spadek oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych, zmniejszyły się obawy rynkowe przed powtórzeniem na kolejnym posiedzeniu Fed podwyżki stóp o 75 pkt baz.
- Informacje z minionego tygodnia wsparły spadek rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. Rentowności 10-latek obniżyły się o 10 pkt. baz. do 3,13% w USA i o ponad 20 pkt. baz. do 1,43% w Niemczech. Spadek rentowności mógł też wspierać spadek cen ropy naftowej, której cena w skali tygodnia obniżyła się o ponad 10 dolarów w kierunku 110 USD za baryłkę Brent.
- Z kolei pomimo wzrostu ryzyka dla aktywności gospodarczej miniony tydzień przyniósł solidne pozytywne odreagowanie na rynkach akcji. Globalny indeks rynku akcji MSCI wzrósł w skali tygodnia o 5,1%, przede wszystkim za sprawą spektakularnego wzrostu notowań akcji w USA. Indeks MSCI USA wzrósł aż o 6,6% i z nawiązką nadrobił tąpnięcie we wcześniejszym tygodniu. Ubiegłotygodniowe odreagowanie na pozostałych rynkach było zdecydowanie słabsze – w strefie euro indeks MSCI wzrósł o 1,9%, a na rynkach wschodzących zaledwie o 0,8% (prawdopodobnie po części efekt przesunięcia czasowego wobec rynku USA, który szczególnie silnie wzrósł w ostatni piątek). Wy tłumaczeniem dla poprawy nastrojów na rynkach akcji pomimo wzrostu ryzyka recesji gospodarczej może być odreagowanie po bardzo silnym trendzie spadkowym w ostatnich tygodniach lub lekki spadek ryzyka gwałtownego zacieśniania polityki monetarnej skutkujący niższymi rynkowymi stopami procentowymi (sprzyjającymi notowaniom ryzykownych aktywów).
- Poprawa sentymentu wobec bardziej ryzykownych aktywów cofnęła nieco wcześniejszą aprecjacje dolara i w skali tygodnia dolar stracił 0,7% wobec

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

koszyka walut, z kolei euro zyskało 0,2%. Tym samym cofnęła się też nieco aprecjacja dolara wobec euro w kierunku 1,06 USD/EUR.

- Na notowania aktywów na polskim rynku finansowym wpływały w minionym tygodniu zarówno czynniki globalne, jak i publikacje danych nt. polskiej gospodarki. Najsilniejsza zmiana notowań miała miejsce w przypadku rynkowych stóp procentowych. W skali tygodnia dynamicznie spadły rentowności papierów skarbowych na całej długości krzywej dochodowości, co przy najsilniejszym spadku (o nieco ponad 100 pkt. baz. w okolice 7%) w przypadku rentowności 10-latek poskutkowało wyraźnym odwróceniem krzywej dochodowości. O ok. 50 pkt. baz. spadły oczekiwania rynkowe na skalę podwyżek stóp dyskontowanych na rynku FRA – w okolice 8%. Do tych spadków przyczyniły się wspomniane już sygnały z gospodarki światowej skutujące spadkiem rentowności na rynkach bazowych. Wspierająco oddziaływały też nieco słabsze od oczekiwań majowe dane nt. sfery realnej polskiej gospodarki. Opublikowane w minionym tygodniu wyniki [wynagrodzeń i zatrudnienia](#) w przedsiębiorstwach, [produkcji przemysłowej](#) i [budowlanej](#), czy też [sprzedaży detalicznej](#) trudno uznać za słabe. Naszym zdaniem potwierdzają one oczekiwania na normalizację danych z gospodarki przy ustępowaniu efektów statystycznych baz odniesienia sprzed roku, ale też nie powstrzymają silnego spadku aktywności w II poł. roku biorąc pod uwagę strukturę wzrostu PKB w I kw. br. (popyt krajowy stymulowany bardzo silnie nietrwąta kategorią zapasów) oraz wyraźnie gorsze perspektywy popytu zagranicznego.
- W pozostałych segmentach krajowego rynku finansowego zmiany były stonowane ukazując słabość rynku akcji i kursu złotego. WIG zyskał zaledwie 0,8% w skali tygodnia. Kurs złotego po silnym osłabieniu w poprzednich dwóch tygodniach stabilizował się na słabych poziomach 4,70 PLN/EUR, 4,45 PLN/USD i 4,65 PLN/CHF.
- Ubiegłotygodniowe zmiany rynkowe wpisują się w nasz bazowy scenariusz. Zakładając ostateczne uniknięcie scenariusza silnie recesyjnego w średnim okresie bardziej ryzykowne aktywa powinny lekko zyskiwać, ale w ograniczonej skali, gdyż spowolnienie gospodarcze będzie wyraźne. Jednocześnie jednak powinna słabnąć presja na wzrost rentowności obligacji skarbowych. Trudno jednak już dzisiaj ostatecznie przesądzić, że ten scenariusz będzie kontynuowany bez zakłóceń w kolejnych tygodniach. Nadal oczekujemy wysokiej zmienności na rynku odzwierciedlającej niepewność w zakresie dylematu: wysoka inflacja vs. słaba gospodarka.
- W tym tygodniu na pierwszy plan ponownie może wysunąć się wątek inflacyjny z powodu publikacji wstępnych danych nt. wskaźników inflacji za czerwiec zarówno w strefie euro, jak i w Polsce oraz wskaźnika inflacji PCE za maj w USA. Dotychczas publikacje te przynosiły niespodzianki in plus i póki co trudno argumentować by to ryzyko wyraźnie spadło. W przypadku krajowej inflacji oczekujemy wyniku 15,5% za sprawą skokowego wzrostu cen paliw, ale też dalszego wyraźnego wzrostu inflacji bazowej powyżej 9%, co może jeszcze okresowo przywrócić presję na krajowe stopy rynkowe.
- Dodatkowo na rynku globalnym oczekiwane będą odczyty wskaźników koniunktury PMI w Chinach i strefie euro oraz ISM w USA oraz wystąpienia bankierów centralnych podczas corocznej konferencji w Sintrze w Portugalii (w poniedziałek – prezes EBC, w środę – prezesa Fed).

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Wskaźnik inflacji w czerwcu – szacunek *flash* (1 lipca)**

Prognozujemy, że w czerwcu wskaźnik inflacji CPI wzrósł do 15,5% r/r wobec 13,9% r/r w maju. Do wzrostu czerwcowej inflacji przyczyniły się wszystkie główne składowe koszyka inflacyjnego: – przede wszystkim paliwa do środków transportu (wkład 0,6 pkt. proc. we wzrost rocznego wskaźnika CPI o 1,6 pkt. proc.), efekt blisko 10% wzrost cen paliw w skali miesiąca; – **wzrost inflacji bazowej do 9,2% r/r** wobec 8,5% w maju (wkład 0,4 pkt. proc. we wzrost CPI w czerwcu), efekt kontynuacji wzrostu cen dóbr i usług jako efekt wzrostu kosztów surowców i wysokiej dynamiki płac; – kontynuacja wzrostu cen żywności o nieco ponad 1% w skali miesiąca (wkład do wzrostu CPI na poziomie 0,3 pkt. proc.), przede wszystkim produktów zbożowych, tłuszczów i nabiału, przy jednoczesnym dalszym spowolnieniu wzrostu cen mięsa (spadek cen wieprzowiny, dalszy wzrost cen drobiu, z opóźnieniem rosnące ceny wędlin) oraz – wzrost cen nośników energii (wkład do wzrostu CPI 0,3 pkt. proc.) za sprawą kontynuacji wzrostu cen opału (węgiel, ekogroszek) i lekkiego wzrostu cen energii elektrycznej (podwyżka cen energii w Warszawie przez eon

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 28 czerwca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:00	HU	Decyzja Banku Narodowego Węgier (NBH) ws. poziomu stóp procentowych	5,90%	6,40%	-
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów Conference Board, czerwiec	106,4 pkt.	100 pkt.	-
środa 29 czerwca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:30	US	PKB, I kw. (ost.)	8,1% kw/kw anual. (wst.)	8,1% kw/kw anual.	-
15:30	US	Wystąpienie prezesa Fed podczas corocznej konferencji naukowej EBC w Sintrze, w Portugalii	-	-	-
czwartek 30 czerwca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł, czerwiec	49,6 pkt.	50,1 pkt.	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS– usługi, czerwiec	47,8 pkt.	-	-
09:30	SE	Decyzja banku centralnego Szwecji ws. poziomu stóp procentowych	0,25%	0,75%	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 25.06	229 tys.	230 tys.	-
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych, maj	0,4% m/m	0,5% m/m	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych, maj	0,91% m/m	0,4% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE, maj	6,3% r/r	6,4% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE, maj	4,9% r/r	4,8% r/r	-
15:45	US	Indeks koniunktury w okręgu Chicago, czerwiec	60,3 pkt.	58,8 pkt.	-
piątek 1 lipca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin– przemysł, czerwiec	48,1 pkt.	-	-
09:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł, czerwiec	48,5 pkt.	-	47,5 pkt.
09:55	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł, czerwiec (ost.)	52,0 pkt. (wst.)	-	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł, czerwiec (ost.)	52,0 pkt. (wst.)	-	-
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI, czerwiec (wst.)	13,9% r/r	-	15,5% r/r
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji HICP, czerwiec (wst.)	8,1% r/r	8,3% r/r	-
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji bazowej HICP, czerwiec (wst.)	3,8% r/r	3,9% r/r	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł, czerwiec	56,1 pkt.	55,4 pkt.	-

* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

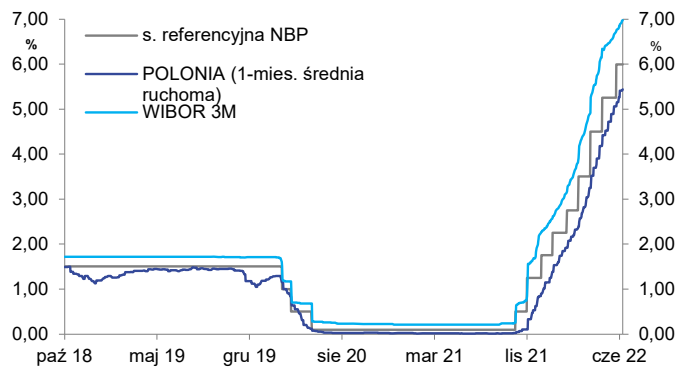
Miesięczny kalendarz publikacji danych

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	czerwiec	1.06	52,4 pkt.	48,5 pkt.	
Posiedzenie RPP	PL	czerwiec	8.06	5,25%	6,00%	
Saldo na rachunku obrotów bieżących	PL	kwiecień	13.06	-2972 mln EUR	-3924 mln EUR	
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	maj	15.05	13,9% r/r (wst.)	13,9% r/r	
Wskaźnik inflacji bazowej CPI	PL	maj	17.06	7,7% r/r	8,5% r/r	
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	maj	21.06	2,8% r/r	2,4% r/r	
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	maj	21.06	14,1% r/r	13,5% r/r	
Produkcja przemysłowa	PL	maj	21.06	13,0% r/r	15,0% r/r	
Wskaźnik PPI	PL	maj	21.06	24,1% r/r	24,7% r/r	
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	PL	maj	22.06	19,0% r/r	8,2% r/r	
Produkcja budowlano-montażowa	PL	maj	22.06	9,3% r/r	13,0% r/r	
Stopa bezrobocia	PL	maj	24.06	5,2%	5,1%	
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	czerwiec	1.07	52,4 pkt.		47,5 pkt.
Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	PL	czerwiec	1.07	13,9% r/r		15,5% r/r

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI – przemysł	CHN	maj	1.06	46,0 pkt.	48,1 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	maj	1.06	55,4 pkt.	56,1 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	maj	3.06	436 tys.	390 tys.	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	maj	3.06	57,1 pkt.	55,9 pkt.	
Indeks koniunktury PMI – usługi	CHN	maj	6.06	36,2 pkt.	41,4 pkt.	
Posiedzenie EBC	EMU	czerwiec	9.06	-0,50% / 0,0%	-0,50% / 0,0%	
Wskaźnik inflacji CPI	US	maj	10.06	8,3% r/r	8,6% r/r	
Posiedzenie FOMC	US	czerwiec	15.06	0,75-1,00%	1,50-1,75%	
Produkcja przemysłowa	CHN	maj	15.06	-2,9% r/r	0,7% r/r	
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	czerwiec	23.06	54,6 pkt.	52,0 pkt.	
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	czerwiec	23.06	56,1 pkt.	52,8 pkt.	
Wskaźnik inflacji PCE	US	maj	30.06	6,3% r/r		6,4% r/r
Wskaźnik inflacji HICP	EMU	czerwiec	1.07	8,1% r/r		8,1% r/r

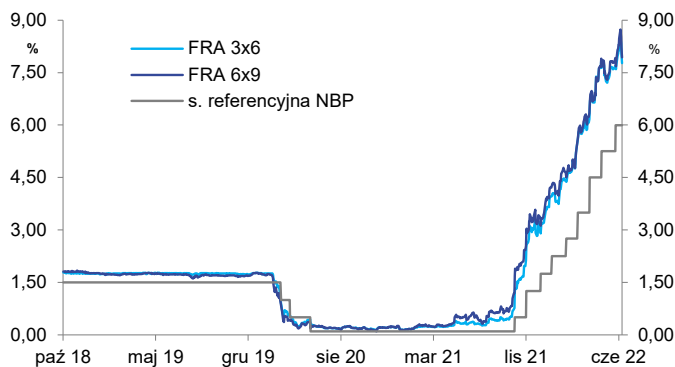
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



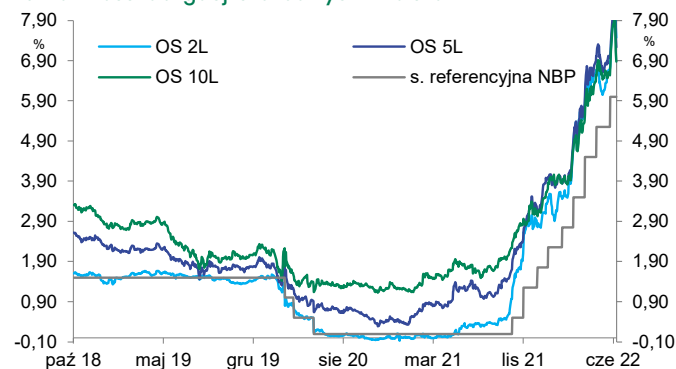
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



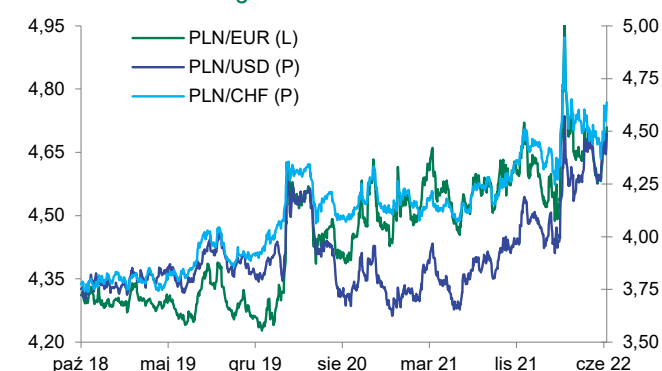
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



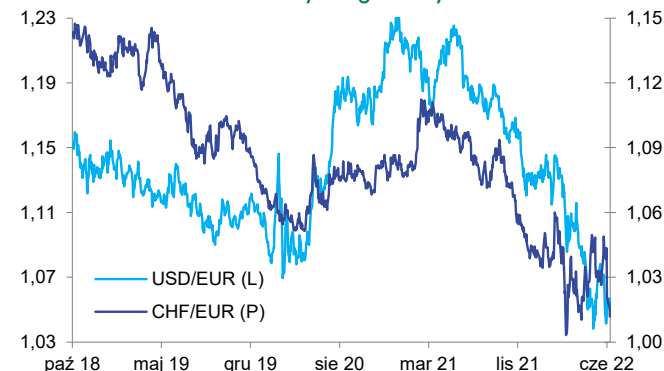
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



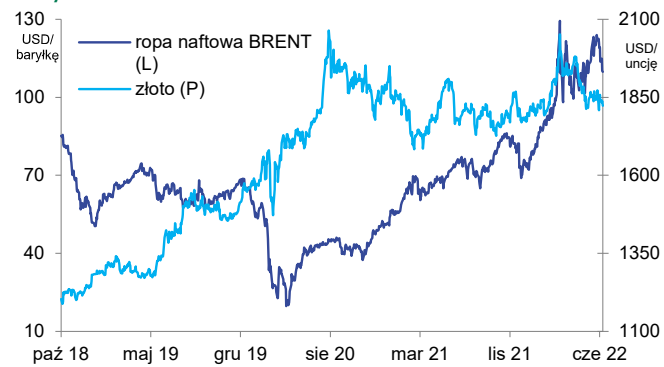
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

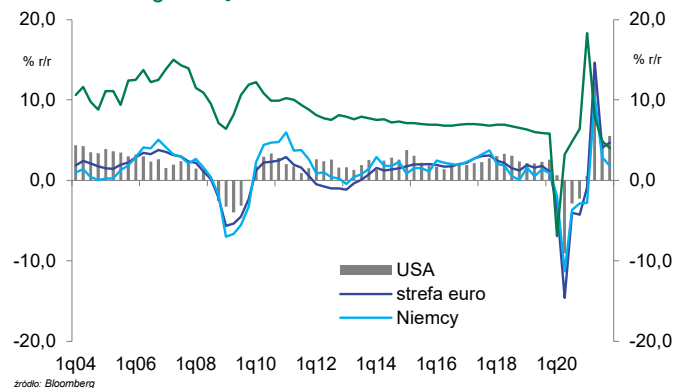
Ceny surowców



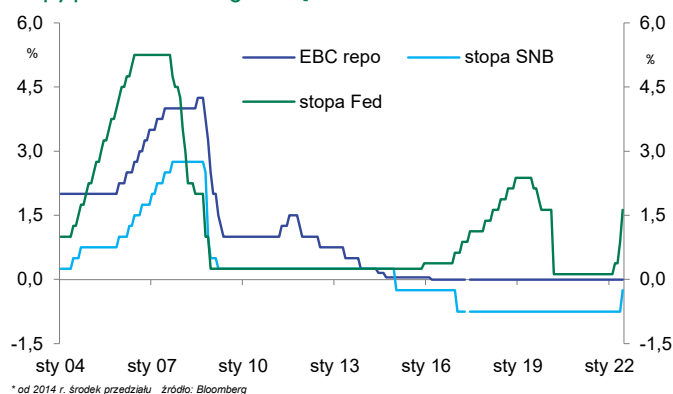
źródło: Bloomberg

Sfera realna

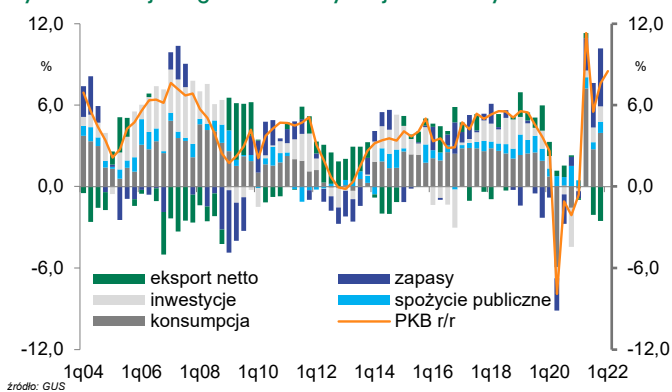
Wzrost PKB za granicą



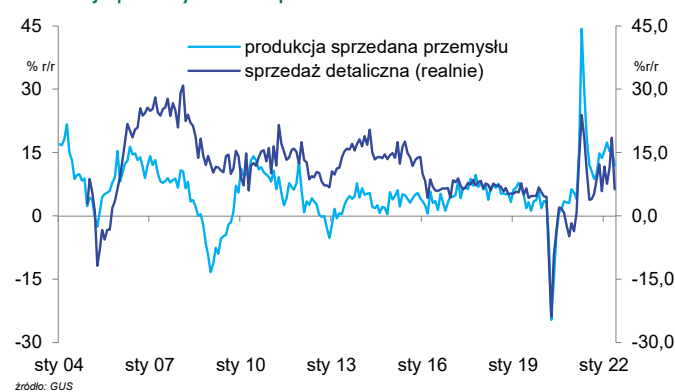
Stopy procentowe za granicą



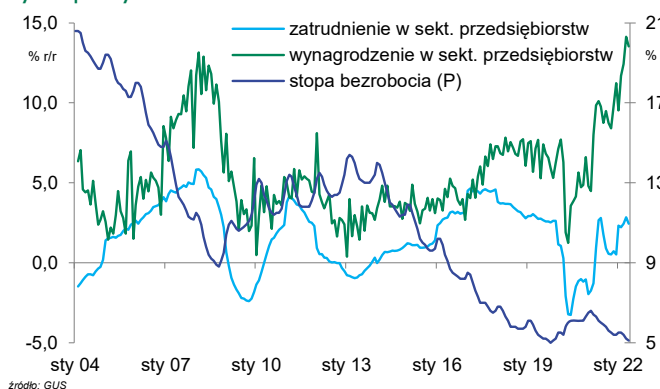
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



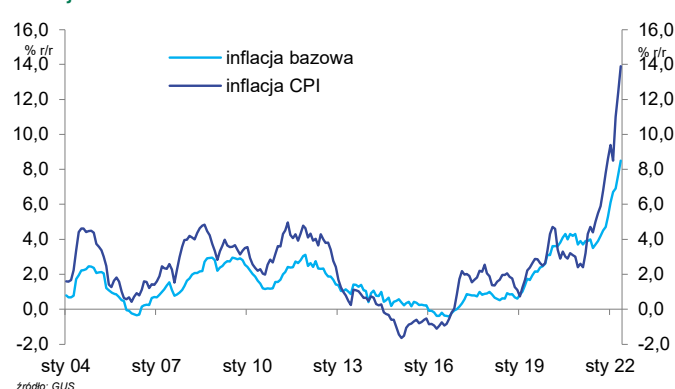
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



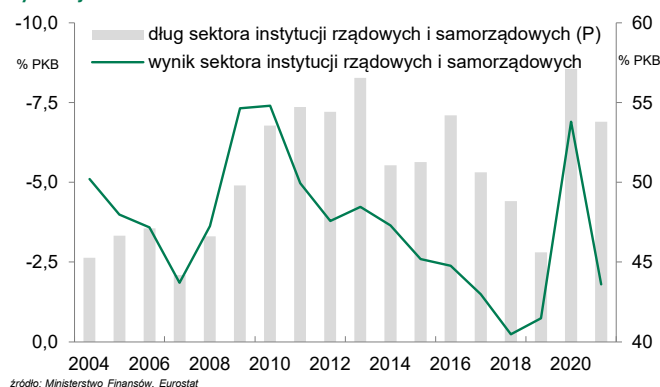
Rynek pracy



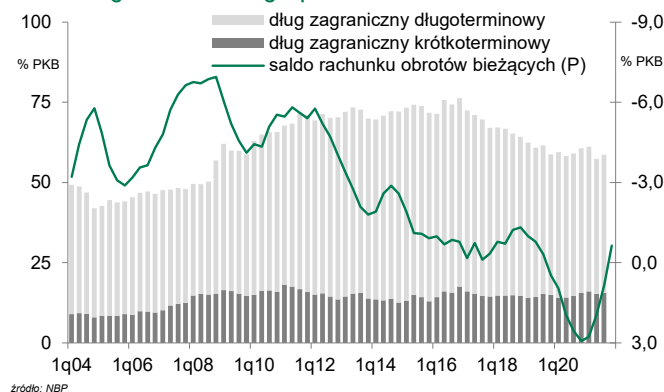
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.05.2022	17.06.2022	24.06.2022	31.07.2022	31.08.2022	30.09.2022
Stopa lombardowa NBP	%	5,75	6,50	6,50	7,00	7,00	7,00
Stopa referencyjna NBP	%	5,25	6,00	6,00	6,50	6,50	6,50
Stopa depozytowa NBP	%	4,75	5,50	5,50	6,00	6,00	6,00
WIBOR 3M	%	6,59	6,88	6,98	6,90	6,85	6,75
Obligacje skarbowe 2L	%	6,55	8,01	7,59	7,70	7,50	7,00
Obligacje skarbowe 5L	%	6,89	8,18	7,33	7,70	7,50	7,00
Obligacje skarbowe 10L	%	6,57	7,83	6,97	7,20	7,00	6,75
PLN/EUR	PLN	4,58	4,70	4,71	4,65	4,64	4,60
PLN/USD	PLN	4,27	4,46	4,47	4,39	4,37	4,32
PLN/CHF	PLN	4,44	4,62	4,65	4,58	4,56	4,52
USD/EUR	USD	1,07	1,05	1,06	1,06	1,06	1,07
Stopa Fed	%	1,00	1,75	1,75	2,25	2,25	2,75
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	2,40	2,50	2,85
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25	0,75
EURIBOR 3M	%	-	-	-	0,15	0,25	0,80
SARON	%	-	-	-	-0,20	-0,15	0,05
Obligacje skarbowe USD 10L	%	2,84	3,23	3,13	3,00	2,90	2,80
Obligacje skarbowe GER 10L	%	1,12	1,65	1,43	1,45	1,40	1,35

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.