

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

12 września 2022

## RPP podwyższyła stopy o 25 pkt. baz., ale ogranicza oczekiwania na dalsze zaostrzenie. EBC i Fed je wzmacnia.

- Zgodnie z dominującymi oczekiwaniami, w minionym tygodniu [RPP podwyższyła stopy procentowe o 25 pkt. baz.](#) do 6,75% w przypadku stopy referencyjnej NBP. Tak jak oczekiwaliśmy, podczas konferencji prasowej prezes NBP Adam Glapiński utrzymywał łagodniejszą retorykę, wskazując na możliwość utrzymania niezmienionych stóp na posiedzeniu w październiku, ale jednocześnie dopuścić jeszcze jedną podwyżkę stóp na kolejnych posiedzeniach RPP. W ostatnich dniach niektórzy członkowie rady opowiedzieli się za stabilizacją stóp w październiku.
- Narracja większości członków Rady wskazuje na wyraźną preferencję bliskiego zakończenia cyklu podwyżek stóp. Biorąc jednak pod uwagę najnowsze informacje (m.in. ogłoszoną w ubiegłym tygodniu kolejną znaczącą podwyżkę cen węgla przez PGG, kontynuację wzrostu cen żywności na rynku hurtowym) jako wysokie oceniamy prawdopodobieństwo wzrostu inflacji CPI we wrześniu do 17% r/r. Wzrost wskaźnika CPI do kolejnego psychologicznego poziomu oznacza naszym zdaniem wzrost powyżej 50% prawdopodobieństwa podwyżki stóp w październiku o 25 pkt. baz. i wzrostu stopy referencyjnej do 7,0%.
- Niezależnie od ryzyka kolejnej lekkiej podwyżki stóp, sama zmiana tempa tych podwyżek oraz wyraźne sygnały intencji zakończenia cyklu, jak również wolniejszy wzrost inflacji i słabsze dane ze sfery realnej, poskutkowały dalszym ograniczeniem oczekiwań rynkowych na zacieśnienie krajowej polityki pieniężnej. W rezultacie w minionym tygodniu stawki FRA obniżyły się o 40 – 50 pkt. baz., o blisko 50 pkt. baz. obniżyły się rentowności obligacji 2-letnich. Rentowności 10-latek utrzymywały się w okolicach 6,0%, przy utrzymującym się wzroście rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, gdzie decyzje oraz retoryka banków ostatnio zaskakiwały w kierunku restrykcyjności.
- W minionym tygodniu [rada EBC podwyższyła stopy procentowe o 75 pkt. baz.](#) do poziomu 1,25% dla stopy repo i 0,75% dla stopy depozytowej. Skala podwyżki nie była zaskoczeniem (pomimo prognozy bazowej niższej podwyżki, wskazywaliśmy na bardzo wysokie ryzyko wyższej skali zacieśnienia). Większym natomiast zaskoczeniem było wyraźne zaostrzenie retoryki EBC i jednoznaczne wskazanie w komunikacie, że na kolejnych kilku posiedzeniach (co wg prezes EBC oznacza jeszcze 2 lub 3 posiedzenia) rada zamierza kontynuować podwyższanie stopy procentowej. Jednocześnie podczas konferencji prasowej prezes Lagarde nie sprecyzowała potencjalnej skali podwyżek stóp, poziomu tzw. neutralnej stopy procentowej, wskazując tylko, że bieżący poziom z pewnością jest od niej daleki.
- Restrykcyjna retoryka EBC była reakcją na skalę bieżącego wzrostu inflacji, prognozy utrzymania wysokiego wskaźnika inflacji także w 2023 r. (5,5% średniorocznie) i obaw przed utrwaleniem oczekiwań podwyższonej inflacji.

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

Z drugiej strony EBC dość optymistycznie - w scenariuszu bazowym - ocenia perspektywy gospodarcze strefy euro oczekując w 2023 r. wzrostu PKB o 0,9% r/r.

- Biorąc to pod uwagę, oczekujemy, że rada EBC podwyższy jeszcze stopy do końca br. o 75 pkt. baz. do 2,0% dla stopy referencyjnej EBC. Retoryka EBC wskazuje na możliwość większej skali zacieśnienia, niemniej przy naszych prognozach silniejszego spowolnienia aktywności na przełomie 2022 i 2023 r. i podwyższonym ryzyku recesji w 2023 r., oczekujemy mniejszej skali podwyżek.
- Przed posiedzeniem Fed 20-21 września wypowiedzi członków FOMC w tym prezesa Powella utrzymywane były w bardzo restrykcyjnym tonie, co podtrzymuje wysokie ryzyko podwyżki stóp rządu 75 pkt. baz. Te oczekiwania wspierał także bardzo dobry wynik sierpniowego indeksu koniunktury ISM w usługach, choć rosnąca różnica indeksu ISM wobec PMI (56,9 pkt. vs 44,1 pkt.) dla USA pozostawia wątpliwości co do faktycznej koniunktury.
- W rezultacie w minionym tygodniu rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych nadal rosły, tym razem silniej na krótszym końcu krzywej. Rentowności 10-latek w USA wzrosły o 12 pkt. baz. powyżej 3,30%, a papierów niemieckich o 18 pkt. baz. do 1,70%.
- Wyraźna zmiana retoryki EBC i wzrost oczekiwań rynkowych dot. skali zaostrzenia polityki pieniężnej wsparły w minionym tygodniu notowania euro, co pchnęło kurs euro wobec dolara powyżej 1,00 USD/EUR.
- Z drugiej strony wspólną walutę mogły także wspierać spadki hurtowych cen gazu (pod koniec tygodnia poniżej 200 EUR/mWh) oraz energii elektrycznej. Pomimo braku ostatecznych decyzji po szczycie UE nt. kryzysu energetycznego, informacje dot. skali wypełnienia magazynów gazu, propozycje ustalenia ceny maksymalnej importu gazu z Rosji oraz dyskusja dot. cen w handlu emisjami ETS poskutkowały wyraźnym spadkiem cen surowców na rynku europejskim.
- Te tendencje mogły także sprzyjać złotemu, która także zyskała w minionym tygodniu lekko na wartości (0,1% w ujęciu do koszyka walut). Pod koniec tygodnia kurs złotego wobec euro wahał się wokół 4,70 PLN/EUR.
- W warunkach wyraźnego zaostrzenia retoryki głównych banków centralnych zaskakuje poprawa globalnych nastrojów i wzrosty indeksów giełdowych. Globalny indeks MSCI wzrósł w minionym tygodniu o 3,0%, stymulowany głównie wzrostami indeksu w USA (3,8%). W mniejszej skali rósł syntetyczny indeks dla strefy euro (0,8%) oraz rynków wschodzących (0,1%). Indeks WIG wzrósł o ponad 2%.
- W tym tygodniu kluczowym wydarzeniem na rynku globalnym będzie publikacja sierpniowego wskaźnika CPI w USA, która będzie miała istotne znaczenie dla wrześniowej decyzji Fed. Po wyraźnym spowolnieniu wzrostu inflacji bazowej w czerwcu i lipcu istotne jest, czy ten trend utrzyma się także w sierpniu. Ponadto opublikowane zostaną wstępne dane nt. oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych w USA. Z punktu widzenia polityki pieniężnej, póki co mniejsze znaczenie należy przypisywać publikacjom danych ze sfery realnej, w tym produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej.
- W Polsce w tym tygodniu opublikowane zostaną szczegółowe dane dot. sierpniowej inflacji. Struktura danych będzie jednym z czynników wpływającym na dokładną prognozę inflacji wrześniowej.

## Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 13 września			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących, lipiec	-1468mln EUR	-1850 mln EUR	-2663 mln EUR
14:30	US	Inflacja CPI, sierpień	8,5% r/r	8,1% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy, sierpień	5,9% r/r	6,1% r/r	-
środa 14 września			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
08:00	EMU	Produkcja przemysłowa, lipiec	0,7% m/m	-0,5% m/m	-
czwartek 15 września			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	Inflacja CPI, sierpień (ost.)	16,1% r/r (wst.)	-	16,1% r/r
14:30	US	Sprzedaż detaliczna, sierpień	0,0% m/m	0,0% m/m	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa, sierpień	0,6% m/m	0,2% m/m	-
piątek 16 września			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
02:00	CHN	Produkcja przemysłowa, sierpień	3,8% r/r	3,9% r/r	-
02:00	CHN	Sprzedaż detaliczna, sierpień	2,7% r/r	3,2% r/r	-
02:00	CHN	Inwestycje, styczeń-sierpień	5,7% r/r	5,5 r/r	-
14:00	PL	Wskaźnik inflacji bazowej CPI, sierpień	9,3% r/r	-	9,8% r/r
16:00	US	Indeks oczekiwania inflacyjnych konsumentów Uniwersytetu Michigan, wrzesień (wst.)	2,9%	-	-

\* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

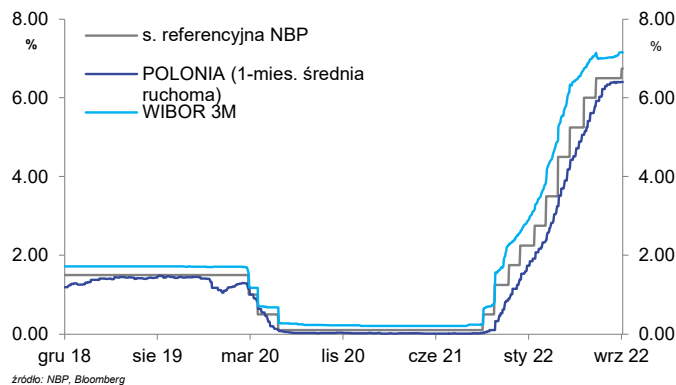
## Miesięczny kalendarz publikacji danych

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		-2663 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		9,8% 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
Sprzedż 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	-		-

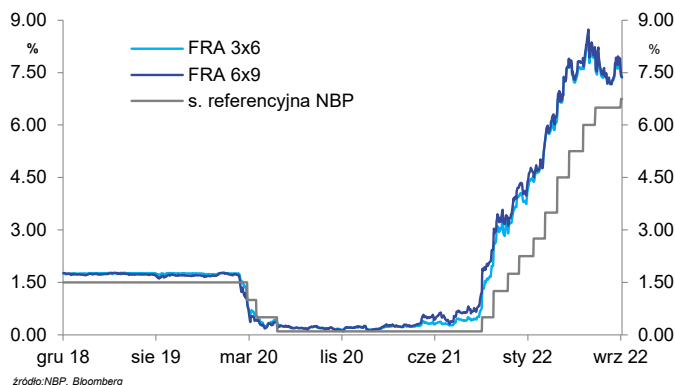
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI – przemysł	CHN	sierpień	1.09	50,4 pkt.	49,5 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	sierpień	1.09	52,8 pkt.	52,8 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	sierpień	2.09	528 tys.	315 tys.	
Dynamika 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		3,9% 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	49,1 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	wrzesień	21.09	50,2 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

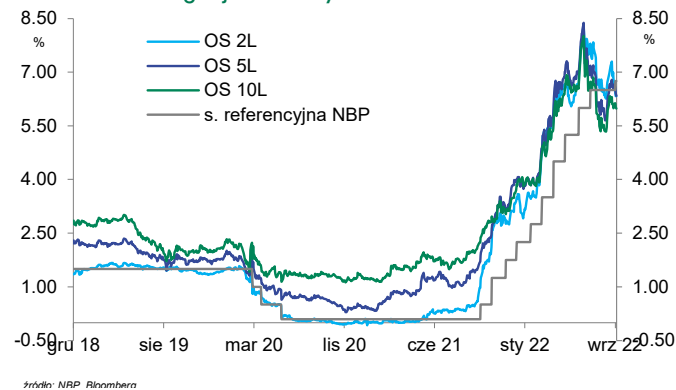
### Krajowe stopy procentowe



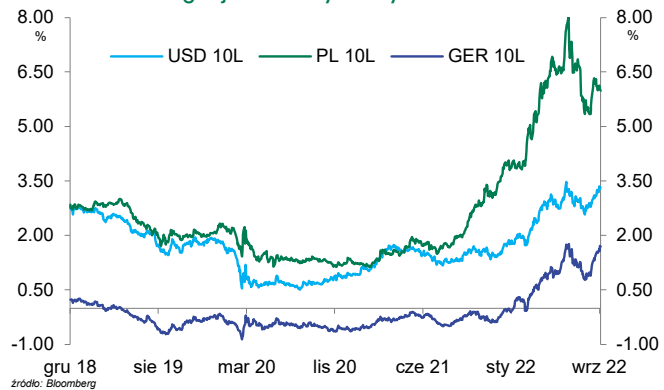
### Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



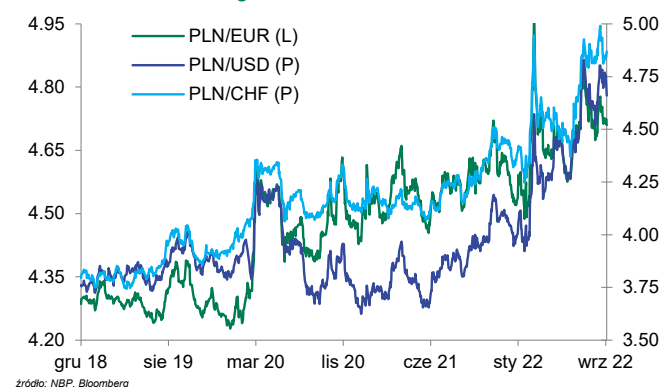
### Rentowności obligacji skarbowych - Polska



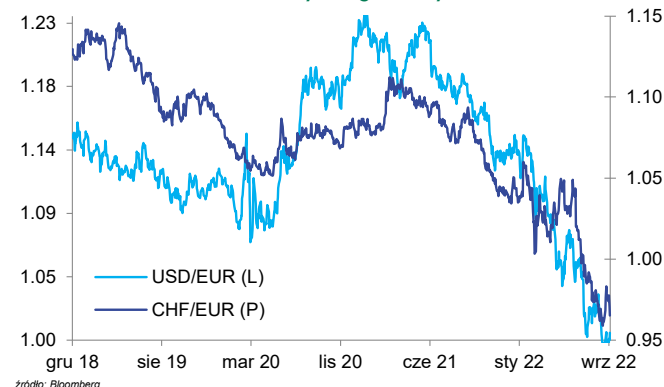
### Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



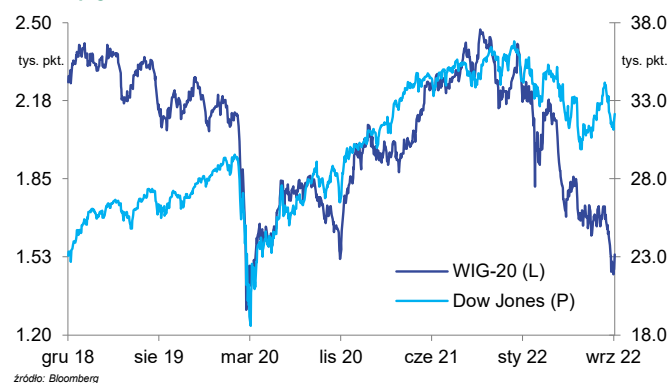
### Notowania kursu złotego



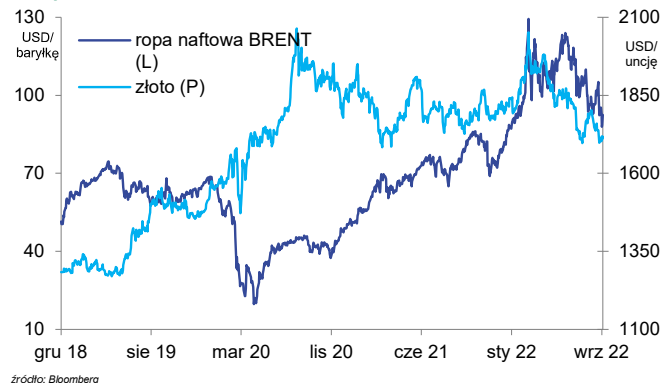
### Notowania kursów walut na rynku globalnym



### Indeksy giełdowe

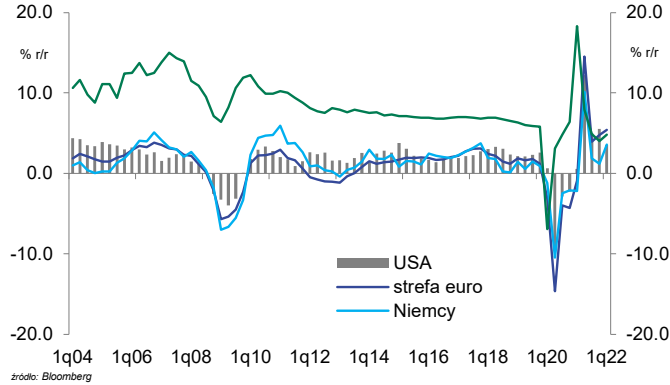


### Ceny surowców

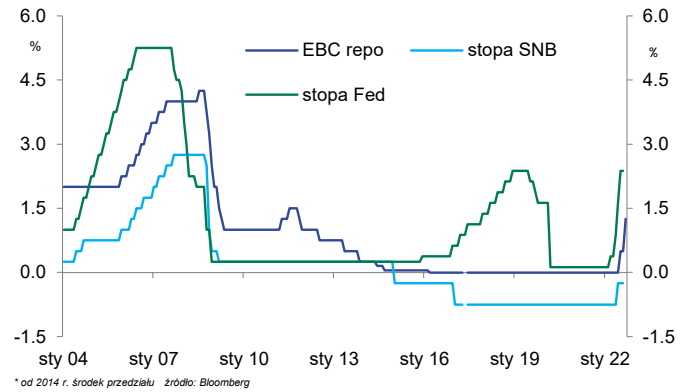


## Sfera realna

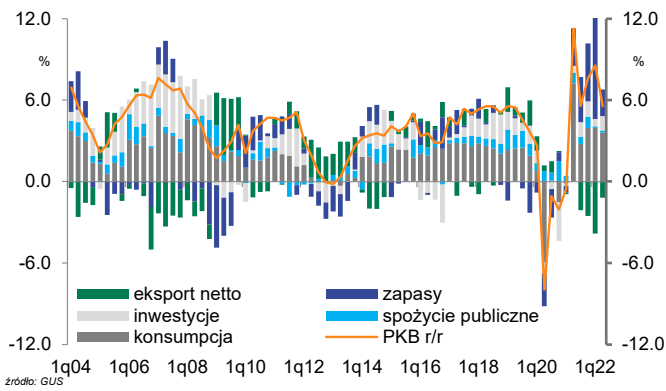
### Wzrost PKB za granicą



### Stopy procentowe za granicą



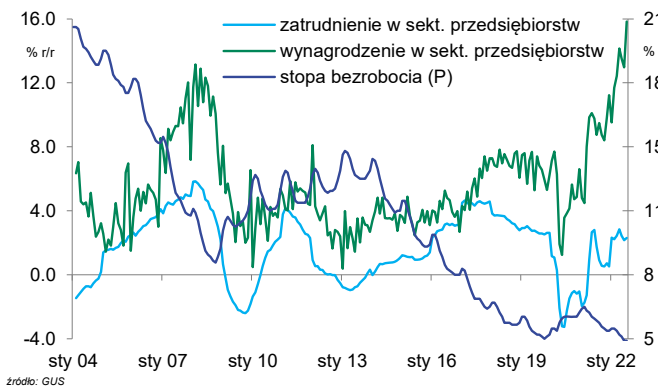
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



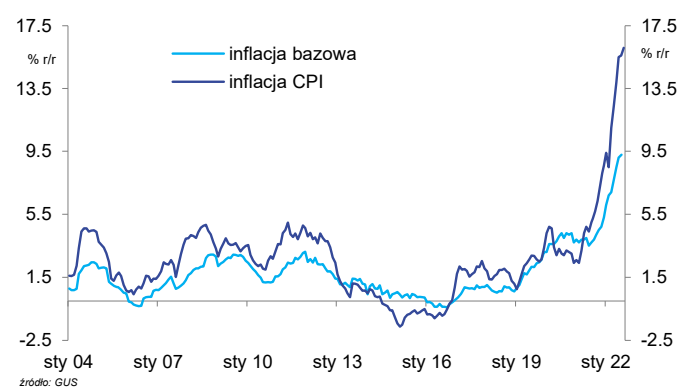
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



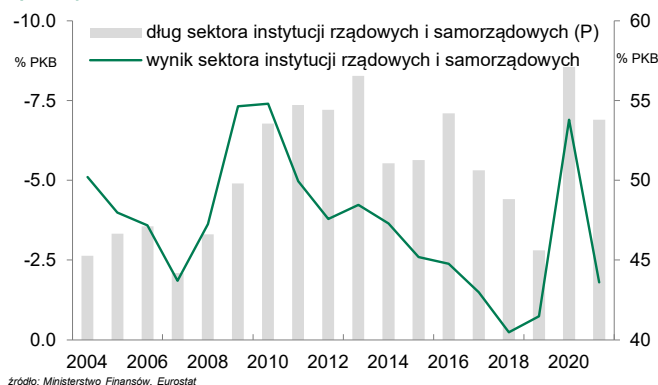
### Rynek pracy



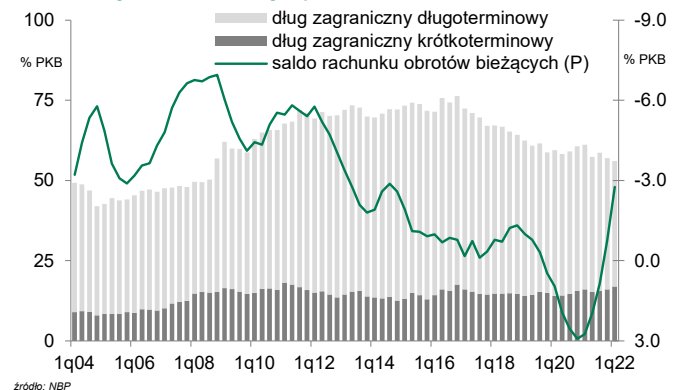
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.08.2022	02.09.2022	09.09.2022	30.09.2022	31.10.2022	31.12.2022
Stopa lombardowa NBP	%	7.00	7.00	7.25	7.25	7.50	7.50
Stopa referencyjna NBP	%	6.50	6.50	6.75	6.75	7.00	7.00
Stopa depozytowa NBP	%	6.00	6.00	6.25	6.25	6.50	6.50
WIBOR 3M	%	7.11	7.15	7.15	7.20	7.20	7.20
Obligacje skarbowe 2L	%	6.89	6.61	6.33	6.50	6.40	6.25
Obligacje skarbowe 5L	%	6.63	6.52	6.34	6.40	6.30	6.10
Obligacje skarbowe 10L	%	6.10	5.99	5.98	6.00	5.90	5.70
PLN/EUR	PLN	4.73	4.71	4.71	4.70	4.70	4.70
PLN/USD	PLN	4.74	4.73	4.66	4.63	4.63	4.63
PLN/CHF	PLN	4.85	4.82	4.87	4.85	4.85	4.82
USD/EUR	USD	1.01	1.00	1.01	1.02	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	1.25	1.25	1.75	2.00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	1.30	1.80	2.00
SARON	%	-	-	-	0.25	0.25	0.55
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3.19	3.19	3.31	3.20	3.10	2.85
Obligacje skarbowe GER 10L	%	1.53	1.52	1.69	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 wpacony w całości.