

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

15 kwietnia 2022

## EBC nie zaskoczył. W tygodniu przedświątecznym utrzymują się słabsze nastroje rynkowe.

- Mijający, przedświąteczny tydzień przyniósł dalszy spadek cen aktywów o wyższym profilu ryzyka w warunkach utrzymujących się obaw przed spowolnieniem aktywności gospodarki globalnej. W ostatnich dniach nie zmieniła się istotnie sytuacja militarna w Ukrainie, gdzie trwa przegrupowanie wojsk rosyjskich, która wg dominujących ocen poprzedza atak na południowo-wschodnią część kraju.
- W ostatnich dniach globalny indeks akcji obniżył się o ok. 1,5%, kolejny już tydzień przy silniejszym osłabieniu akcji amerykańskich (-2,1%) wobec strefy euro (-0,4%). W mijającym tygodniu traciły także rynki wschodzące, a indeks syntetyczny MSCI EM obniżył się o 0,9%.
- Choć opublikowane w minionym tygodniu dane makroekonomiczne z gospodarki globalnej nie wskazały na znaczące pogorszenie sytuacji, to jednak wpisują się w scenariusz hamowania aktywności w tym: drugi miesiąc z rzędu wolniejszego wzrostu sprzedaży detalicznej w USA (+0,5% m/m), lepsze wobec marca, ale wciąż słabsze niż na początku roku nastroje konsumentów w USA (wstępny odczyt kwietniowy 65,7 pkt. z 59,4 pkt. w marcu), stabilne dane dot. chińskiego eksportu (14,7% r/r), ale dużo słabsze od oczekiwań dane dot. importu (-0,1% r/r) wskazujące na wyraźne spowolnienie popytu krajowego w Chinach.
- Zgodnie z opublikowanymi danymi, inflacja CPI w marcu w USA wzrosła w marcu do najwyższego od 40 lat poziomu 8,5% r/r, przy minimalnym spadku do 6,5% r/r wskaźnika inflacji bazowej.
- Być może te dane podtrzymały wzrost rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, pomimo wciąż pogarszających się nastrojów. Jednocześnie inaczej niż przed kilkoma tygodniami wzrost rentowności koncentrował się na dłuższym końcu krzywej (kilkanaście punktów zarówno w przypadku papierów amerykańskich jak i niemieckich), przy minimalnych spadkach rentowności obligacji 2-letnich. W minionym tygodniu utrzymywały się także tendencje na rynku walutowym, z lekkim osłabieniem euro i wzmocnieniem dolara (w relacji do koszyka walut) i dalszym lekkim spadkiem kursu euro wobec dolara w kierunku 1,08 USD/EUR.
- Być może wciąż na te zmiany wpływa efekt sprzed tygodnia szybszej wobec wcześniejszych oczekiwań skali redukcji bilansu Fed. Z kolei czwartkowe [posiedzenie rady EBC](#) nie przyniosło istotnych informacji. Rada utrzymała niezmienny poziom stóp procentowych (0,0 dla stopy repo i -0,5% dla stopy depozytowej) Jedyńą zmianą w komunikacji Rady było wskazanie, że opublikowane w ostatnich tygodniach dane (gł. dane inflacyjne) wspierają oczekiwania Rady zasadności zakończenia w III kw. 2022 r. programu skupu aktywów. Podczas konferencji prasowej prezes Lagarde nie odniosła się w ogóle do kwestii potencjalnych podwyżek stóp, wskazując na sekwencyjność zmian i obecne skoncentrowanie Rady na programie skupu aktywów.

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

- Na rynku krajowym mijający tydzień można raczej określić jako odreagowanie tygodnia wcześniejszego, wyraźnie bardziej jastrzębiej decyzji i retoryki RPP. Lekko (od 10 do 20 pkt. baz.) obniżyły się kontrakty FRA, rentowności SPW obniżyły się o 9 pkt. na dłuższym końcu krzywej (powracając do poziomu poniżej 6,0%) oraz o 20 pkt. baz. w przypadku papierów 2-letnich. Po bardzo słabym dla krajowej giełdy wcześniejszym tygodniu, indeks WIG generalnie nie zmienił się, pomimo globalnych tendencji spadkowych. Kurs złotego wobec euro utrzymywał się wokół poziomu 4,65 PLN/EUR przy nieznacznej (0,2%) deprecjacji złotego w relacji do koszyka walut.
- Nie sądzimy, aby na ceny krajowych aktywów wpłynęły wypowiedzi członków RPP, w tym prezesa NBP przed Komisją Finansów Publicznych. W swoich ostatnich wypowiedziach członkowie Rady wskazywali na potrzebę kolejnych podwyżek stóp, nie dając żadnej informacji dot. skali potencjalnego dalszego zacieśnienia polityki monetarnej. Jednocześnie prezes NBP wskazał na możliwość obniżki stóp procentowych pod koniec 2023 r. Biorąc pod uwagę skalę oczekiwanych podwyżek stóp w 2022 r. (nasza prognoza to wzrost stopy referencyjnej NBP do 6,0% w połowie roku), założenie spowolnienia aktywności krajowej gospodarki w kierunku 2,0% r/r w II poł. br. oraz wyraźnego spadku inflacji CPI pod koniec 2023 r. poniżej 6,0% r/r i perspektywy jej dalszego spadku w trakcie 2024 r. zakładamy, że w II poł. 2023 r. Rada faktycznie rozpocznie cykl obniżek stóp i nie będzie czekała z tymi redukcjami do powrotu wskaźnika bieżącego inflacji do przedziału wahań celu 2,5% (+/- 1 pkt. proc.).
- W kolejnych tygodniach uwaga rynkowa może ponownie w większym stopniu skupić się na kwestii wojny w Ukrainie, jeżeli scenariusz wznowienia działań militarnych będzie się materializował. W tym kontekście kluczowe pozostaną decyzje dot. wdrażania sankcji oraz tendencji cenowych na rynku surowców. Jednocześnie, zakładając utrzymanie dotychczasowego charakteru konfliktu militarnego na Ukrainie wpływ tych informacji na globalny rynek finansowy pozostanie już zdecydowanie mniejszy niż na początku marca.
- W takich warunkach uwaga inwestorów zapewne coraz silniej będzie kierowana na publikacje danych makroekonomicznych weryfikujących skalę spowolnienia aktywności gospodarki globalnej w reakcji na: szok cenowy na rynku surowców energetycznych; - utrzymujące się problemy w globalnych łańcuchach dostaw; - oczekiwania zacieśnienia polityki pieniężnej przez główne banki centralne (głównie Fed).
- W tygodniu poświęconym najbardziej wyczekiwane będą publikacje danych Chin, w tym miesięcznych danych marcowych i szacunku PKB w I kw. br. Ponadto, pod koniec tygodnia opublikowane zostaną wstępne wskaźniki koniunktury PMI w strefie euro za kwiecień, już zapewne lepiej oddające wpływ zmian geopolitycznych na ocenę perspektyw gospodarczych.
- Po dzisiejszej publikacji ostatecznego szacunku inflacji CPI za marzec (11,0% wobec szacunku *flash* 10,9%), w kolejnym tygodniu opublikowana zostanie jeszcze seria danych ze sfery realnej (rynek pracy, produkcja przemysłowa, budowlana, sprzedaż detaliczna), gdzie oczekujemy niższych rocznych dynamik wzrostu w głównej mierze z powodu zmian baz odniesienia. Szacujemy, że kwestia napływu uchodźców najsilniej w marcu wpływała na statystyki sprzedaży detalicznej.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Zatrudnienie i wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw w marcu (21 kwietnia)**

**Prognozujemy, że w marcu zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 2,0%, wobec 2,2% r/r w lutym.** W głównej mierze spadek rocznej dynamiki zatrudnienia jest efektem zmian bazy odniesienia tj. kontynuacji efektu wygasania niższych baz z okresów obejmujących restrykcje epidemiczne. W niewielkim stopniu natomiast na naszą prognozę dynamiki zatrudnienia wpływają zmiany na rynku pracy wynikające z ruchów migracyjnych. W naszej prognozie założyliśmy, że te zmiany w przypadku dynamiki przeciętnego zatrudnienia będą oddziaływały negatywnie. Choć dostępne dane wskazują, że ponad 30 tys. uchodźców w znalazło w Polsce zatrudnienie, to zakładamy, że niewielka ich część otrzymała zatrudnienie na zasadzie umowy o pracę (a tylko taka forma zatrudnienia wliczana jest do statystyk przeciętnego zatrudnienia). W naszej ocenie więcej takich osób (tj. z umowami o pracę) mogło opuścić Polskę (gł. mężczyźni) w związku z powszechną mobilizacją wojskową Ukraińców.

- **Oczekujemy, że w marcu dynamika płac obniżyła się do 9,8% r/r z 11,7% r/r w lutym.**

Podobnie jak w przypadku zatrudnienia, w marcu oczekujemy dalszego wygasania niższych baz odniesienia. Poza tym zakładamy, że lutowe wzrosty wynagrodzeń w części sektorów (np. energetyka) wynikały z wypłat premii i nie będą już w marcu tak silnie zawyżać dynamiki wynagrodzeń. Inny kalendarz wypłat rocznych premii w sieciach dyskontowych może także zaniżyć roczną dynamikę wynagrodzeń w handlu w marcu (i podwyższyć w kwietniu).

- **Produkcja sprzedana przemysłu w marcu (21 kwietnia)**

**Szacujemy, że w marcu dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się do 15,3% r/r z 17,6% r/r w lutym.** W ujęciu zmian miesięcznych oczyszczonych z sezonowości oczekujemy niewielkiej skali wzrostu produkcji, po bardzo silnym jej wzroście w styczniu i lutym jednocześnie, przy informacjach o utrzymaniu już niższej produkcji w motoryzacji. Zakładamy także, że w marcu utrzymał się podwyższony popyt zewnętrzny na energię elektryczną (wyłączenie w części krajów europejskich elektrowni zasilanych gazem ze względu na bardzo wysokie ceny surowca) co będzie dodatkowym czynnikiem utrzymującym podwyższony poziom rocznej dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu.

- **Wskaźnik PPI w marcu (21 kwietnia)**

**Prognozujemy, że w marcu wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) wzrósł do 19,3% r/r z 15,9% r/r w lutym.** Szacujemy, że w skali miesiąca ceny wzrosły aż o 4,6% w warunkach: - gwałtownego, blisko 30-procentowego wzrostu hurtowych cen paliw, - silnej deprecjacji kursu złotego (wzrost wartości złotej eksportowanych towarów), - wzrostu cen w górnictwie rud metali oraz w górnictwie węgla kamiennego, - zakładanego utrzymania podwyżek nośników energii.

- **Sprzedaż detaliczna w marcu (22 kwietnia)**

**Szacujemy, że w marcu dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła do 9,6% r/r z 8,1% r/r w lutym.** Na marcowy wynik sprzedaży detalicznej będzie oddziaływało wiele różnokierunkowych czynników w tym: - obniżenie dynamiki sprzedaży paliw po jej gwałtownym wzroście w lutym (kumulacja popytu na paliwa w ostatnim weekendzie lutego), - wyższe wydatki związane z pomocą dla uchodźców (m.in. żywność, produkty pierwszej potrzeby ale także coraz bardziej wyposażenie mieszkań), - efekty sezonowe związane z terminem Świąt Wielkanocnych (późniejszym niż przed rokiem) obniżającym w marcu dynamikę sprzedaży żywności, - generalne ograniczenie popytu konsumpcyjnego związane z silnym pogorszeniem nastrojów w pierwszej połowie miesiąca (tj. krótko po wybuchu wojny), ale także w związku z ograniczeniem siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych w związku z notowanym od kilku miesięcy dynamiczny wzrostem inflacji. .

- **Produkcja budowlano-montażowa w marcu (22 kwietnia)**

**Szacujemy, że w marcu dynamika produkcji budowlano-montażowej obniżyła się do 12,7% r/r z 21,2% r/r notowanych w lutym.** Głównym powodem spadku rocznej dynamiki produkcji jest wygaśnięcie styczniowo – lutowego efektu pogodowego tj. bardzo sprzyjających warunków pogodowych z początkiem 2022 r. w porównaniu z silniejszym ograniczeniem produkcji na początku 2021 r. Ponadto zakładamy bardzo stopniowego hamowanie bieżącej aktywności w produkcji za informacjami jakościowymi o pogarszającym się sentymencie w branży m.in. w warunkach silnego wzrostu cen materiałów budowlanych.

## Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

piątek 15 kwietnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:30	US	Indeks koniunktury w okręgu Nowy Jork, kwiecień	-11,0 pkt.	1,0 pkt.	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa, marzec	05% m/m	0,4% m/m	-
poniedziałek 18 kwietnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
Doroczne spotkanie MFW i Banku Światowego					
03:00	CHN	PKB, I kw.	4,0% r/r	4,2% r/r	-
03:00	CHN	Produkcja przemysłowa, marzec	4,3% r/r	4,0% r/r	-
03:00	CHN	Sprzedaż detaliczna, marzec	1,7% r/r	-3,0 r/r	-
03:00	CHN	Inwestycje, styczeń-marzec	12,2% r/r	8,5 r/r	-
wtorek 19 kwietnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:00	PL	Wskaźnik inflacji bazowej CPI, marzec	5,3% r/r	6,1% r/r	5,9% r/r
14:30	US	Mieszkania, których budowę rozpoczęto, luty	1769 tys. anual.	1745 tys. anual.	-
środa 20 kwietnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa, luty	0,0% m/m	0,5% m/m	-
16:00	US	Sprzedaż domów na rynku wtórnym, marzec	6,02 mln (anual.)	5,77 mln (anual.)	-
14:30	US	Indeks koniunktury w okręgu Filadelfia, kwiecień	27,4 pkt.	21,4 pkt.	-
czwartek 21 kwietnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, marzec	2,2% r/r	2,3% r/r	2,0% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw, marzec	11,7% r/r	9,8% r/r	10,4% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa, marzec	17,6% r/r	12,1% r/r	15,3% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI, marzec	15,9% r/r	17,6% r/r	19,3% r/r
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji HICP, marzec (ost.)	7,5% r/r (wst.)	7,5% r/r	-
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji bazowej HICP, marzec (ost.)	3,0% r/r (wst.)	3,0% r/r	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 16.04	185	-	-
piątek 22 kwietnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł, kwiecień (wst.)	56,9 pkt.	54,5 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi, kwiecień (wst.)	56,1 pkt.	55,5 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł, kwiecień (wst.)	56,5 pkt.	54,6 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi, kwiecień (wst.)	55,6 pkt.	55,0 pkt.	-
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna, marzec	8,1% r/r	9,0% r/r	9,6% r/r
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa, marzec	15,9% r/r	15,2% r/r	12,7% r/r

poniedziałek 25 kwietnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	DE	Indeks koniunktury Ifo, kwiecień	90,8 pkt.	-	-

\* mediana ankiety Bloomberg dla danych nt. polskiej gospodarki

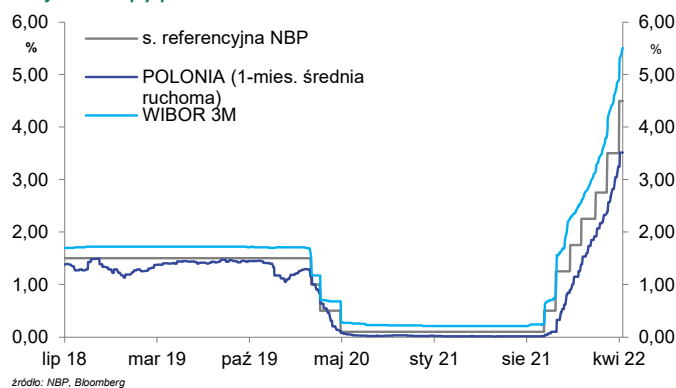
## Miesięczny kalendarz publikacji danych

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	PL	marzec	01.04	8,5% r/r	10,9% r/r	
Indeks koniunktury PMI - przemysł	PL	marzec	01.04	54,7 pkt.	52,7 pkt.	
Posiedzenie RPP	PL	kwiecień	8.04	3,50%	4,50%	
Saldo na rachunku obrotów bieżących	PL	luty	13.04	-684 mln EUR	-2871 mln EUR	
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	marzec	15.04	10,9% r/r (wst.)	11,0% r/r	
Wskaźnik inflacji bazowej CPI	PL	marzec	18.04	6,7% r/r		7,2% r/r
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	marzec	21.04	2,2% r/r		2,0% r/r
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	marzec	21.04	11,7% r/r		9,6% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	marzec	21.04	17,6% r/r		15,3% r/r
Wskaźnik PPI	PL	marzec	21.04	15,9% r/r		19,3% r/r
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	PL	marzec	22.04	8,1% r/r		9,6% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	marzec	22.04	21,2% r/r		12,7% r/r
Stopa bezrobocia	PL	marzec	26.04	5,5%		5,3%

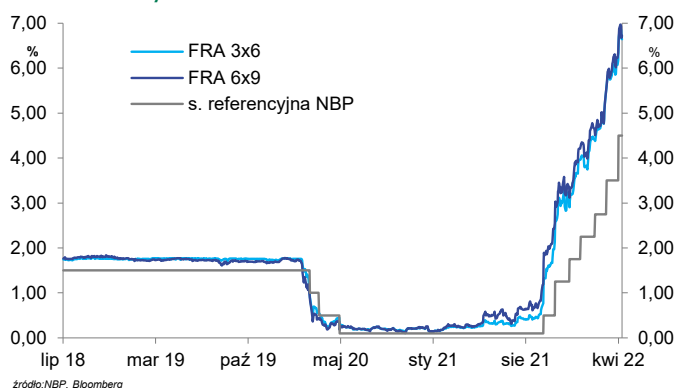
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	marzec	1.04	750 tys.	431 tys.	
Stopa bezrobocia	US	marzec	1.04	3,8%	3,6%	
Indeks koniunktury ISM - przemysł	US	marzec	1.04	58,6 pkt.	57,1 pkt.	
Indeks koniunktury ISM - usługi	US	marzec	5.04	56,5 pkt.	58,3 pkt.	
Wskaźnik inflacji CPI	US	marzec	12.04	7,9% r/r	8,5% r/r	
Posiedzenie rady EBC	EMU	kwiecień	14.04	-0,5% / 0,0%	-0,5% / 0,0%	
Indeks koniunktury PMI - przemysł (wst.)	EMU	kwiecień	22.04	57,0 pkt		-
Indeks koniunktury PMI - usługi (wst.)	EMU	kwiecień	22.04	54,8 pkt		-
Wzrost PKB (wst.)	US	I kw.	28.04	6,9% kw/kw (anual)		-
Inflacja - wskaźnik bazowy HICP (wst.)	EMU	kwiecień	29.04	3,0% r/r		-
Wzrost PKB (wst.)	EMU	I kw.	29.04	0,3% kw/kw		-
Wskaźnik inflacji bazowej PCE	US	marzec	29.04	5,5% r/r		-

## Rynki finansowe

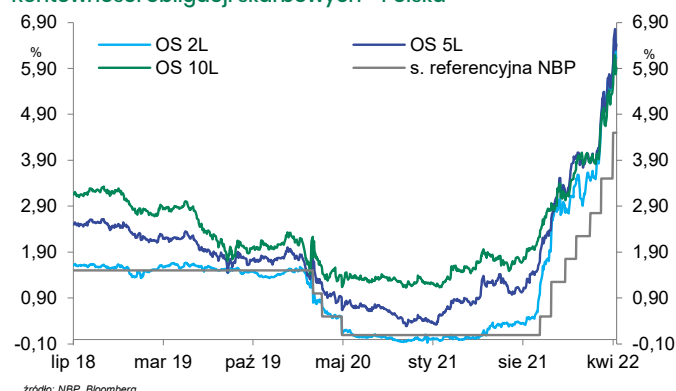
### Krajowe stopy procentowe



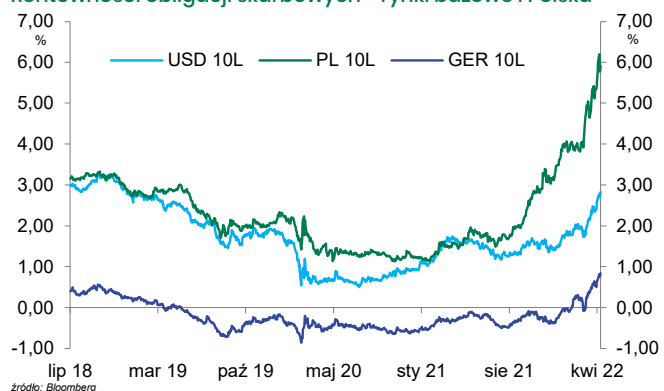
### Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



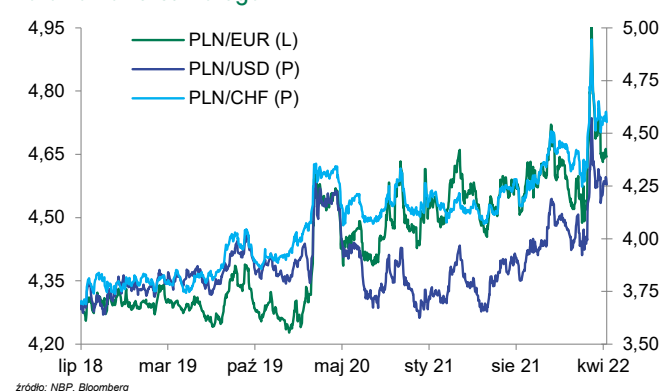
### Rentowności obligacji skarbowych - Polska



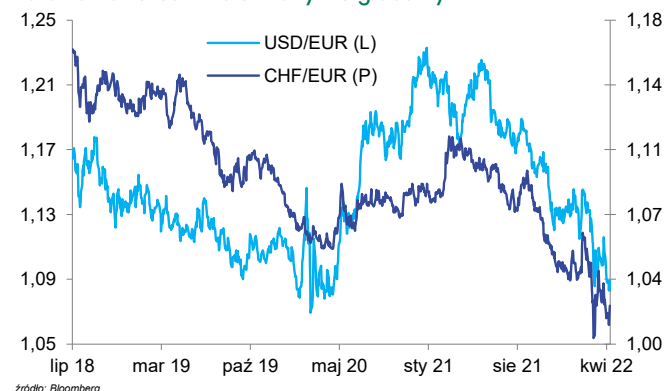
### Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



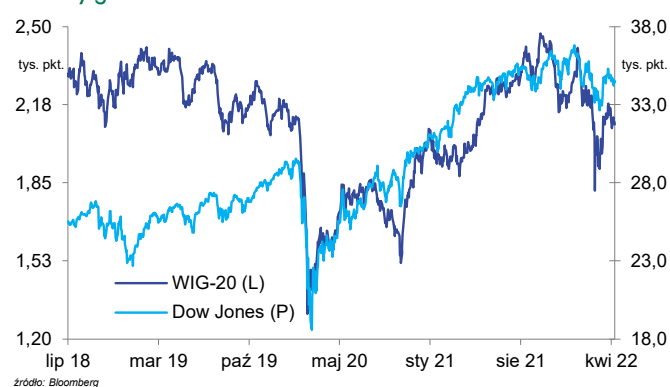
### Notowania kursu złotego



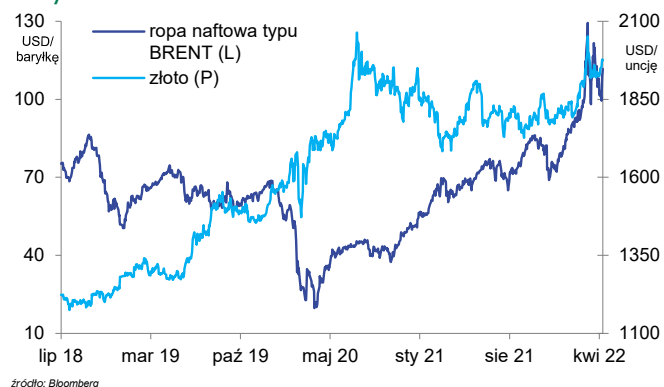
### Notowania kursów walut na rynku globalnym



### Indeksy giełtowe



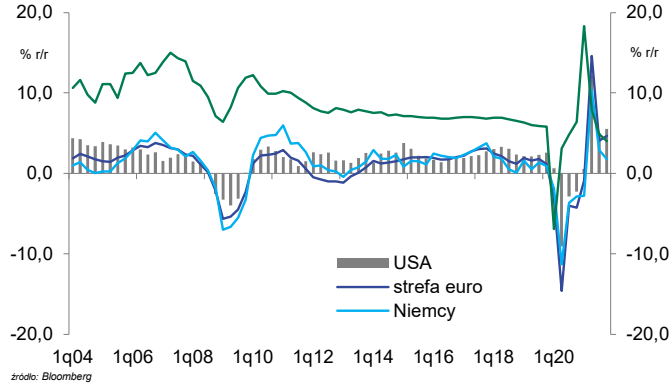
### Ceny surowców



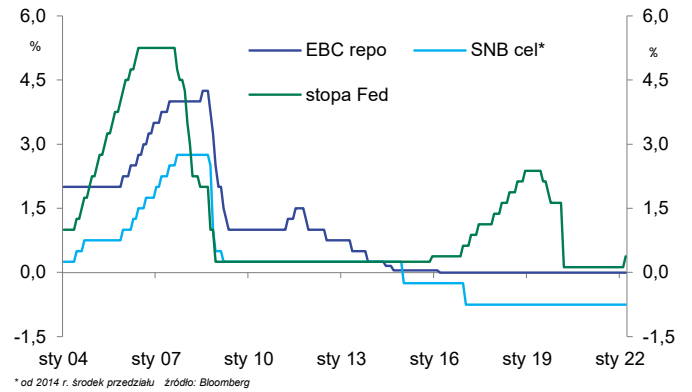


## Sfera realna

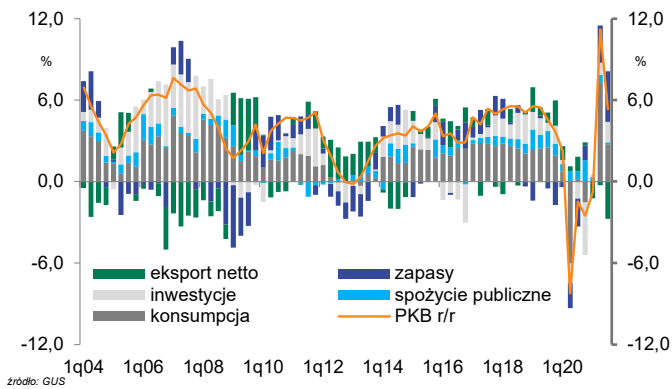
### Wzrost PKB za granicą



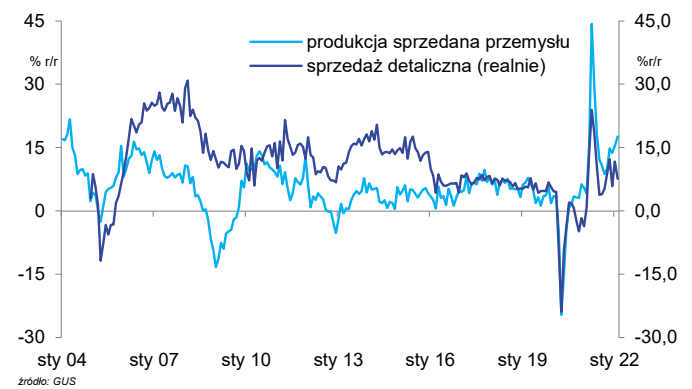
### Stopy procentowe za granicą



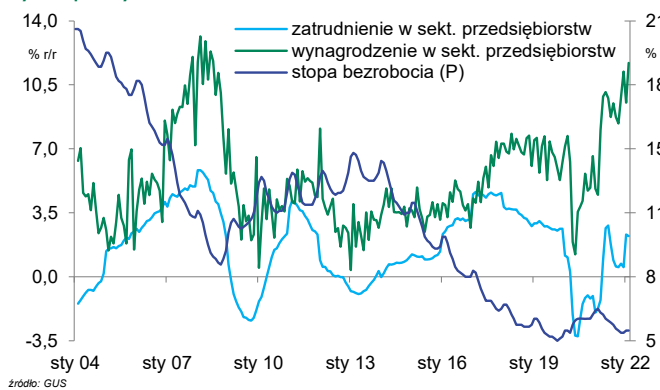
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



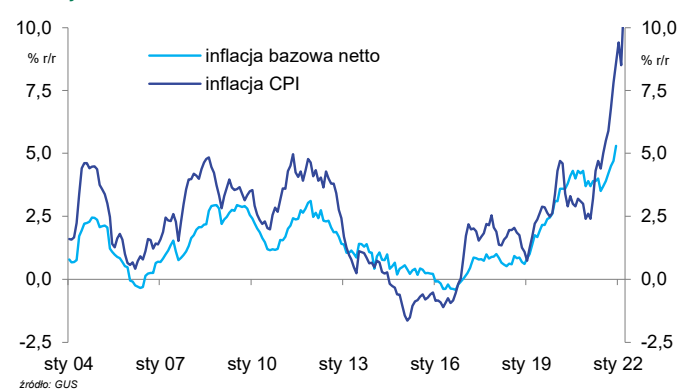
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



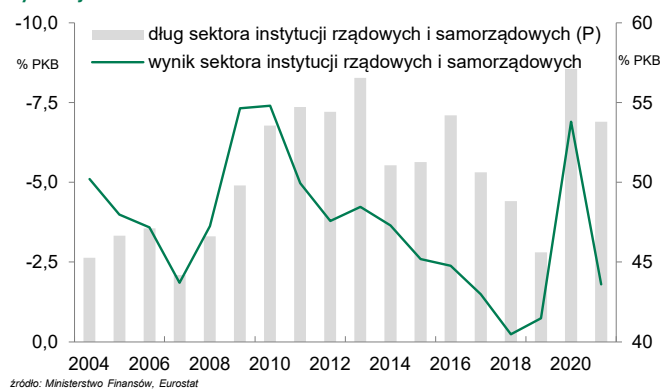
### Rynek pracy



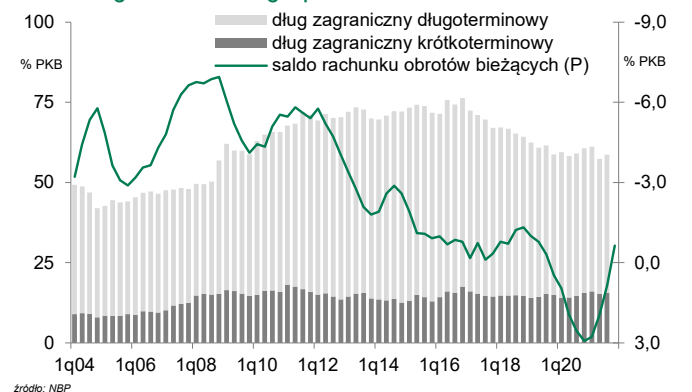
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.03.2022	05.04.2022	12.04.2022	30.04.2022	31.05.2022	30.06.2022
Stopa lombardowa NBP	%	4,00	4,00	5,00	5,00	5,50	6,00
Stopa referencyjna NBP	%	3,50	3,50	4,50	4,50	5,00	5,50
Stopa depozytowa NBP	%	3,00	3,00	4,00	4,00	4,50	5,00
WIBOR 3M	%	4,77	4,90	5,43	5,50	5,80	6,00
Obligacje skarbowe 2L	%	5,45	5,64	6,47	6,30	6,30	6,20
Obligacje skarbowe 5L	%	5,51	5,83	6,67	6,30	6,30	6,20
Obligacje skarbowe 10L	%	5,15	5,41	6,09	5,95	5,85	5,75
PLN/EUR	PLN	4,65	4,63	4,66	4,60	4,60	4,59
PLN/USD	PLN	4,18	4,22	4,29	4,18	4,18	4,17
PLN/CHF	PLN	4,52	4,56	4,60	4,54	4,53	4,51
USD/EUR	USD	1,11	1,09	1,08	1,10	1,10	1,10
Stopa Fed	%	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00	1,25
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	1,05	1,30	1,50
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	-0,45	-0,45	-0,45
SARON	%	-	-	-	-0,72	-0,72	-0,72
Obligacje skarbowe USD 10L	%	2,34	2,55	2,72	2,60	2,55	2,50
Obligacje skarbowe GER 10L	%	0,54	0,61	0,79	0,65	0,65	0,60

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.