

KOMENTARZ TYGODNIOWY

17 maja 2021

Skokowy wzrost inflacji w USA podsyca zmienność na rynkach. W Polsce solidny PKB w I kwartale.

Ubiegłotygodniowa publikacja kwietniowych wskaźników CPI wskazała na skokowy wzrost inflacji w USA, ponownie podsycając rynkowe obawy reflacyjne, co poskutkowało pogorszeniem nastrojów rynkowych i wzrostem zmienności notowań aktywów.

W skali tygodnia wzrosły rentowności obligacji na rynkach bazowych, choć ich ostateczną tygodniową skalę ograniczyły wypowiedzi członków FOMC wskazujących na przejściowy charakter wzrostu inflacji oraz słabsze wyniki sprzedaży detalicznej w USA. Równoległe wyraźnie straciła na wartości większość indeksów akcji.

Wzrost rentowności na rynkach bazowych, obawy przed zakończeniem przez NBP skupu aktywów oraz rychłym podwyższeniem stóp przez RPP przyniosły skokowy wzrost rentowności krajowych obligacji. Pomimo gorszych nastrojów globalnych WIG zyskał trzeci tydzień z rzędu. Z kolei złoty wzmocnił się po tym jak Sąd Najwyższy odroczył orzeczenie ws. kredytów walutowych.

Według opublikowanego w miniony piątek szacunku *flash* GUS w I kw. PKB obniżył się o 1,2% r/r, wobec spadku o 2,7% r/r w IV kw. 2020 r. Z kolei w ujęciu kwartalnym PKB oczyszczony z wpływu efektów sezonowych wzrósł o 0,9% kw/kw – tym samym od samego początku bieżącego roku polska gospodarka rośnie.

W bieżącym tygodniu, głównym czynnikiem wpływającym na globalny rynek pozostaną publikacje danych makroekonomicznych. Najważniejsze będą publikacje wstępnych wyników majowych wskaźników koniunktury PMI w strefie euro. Ponadto oczekiwany będzie protokół z posiedzenia FOMC w kwietniu.

W Polsce w tym tygodniu i z początkiem przyszłego oczekiwana będzie seria kwietniowych danych nt. sfery realnej krajowej gospodarki (rynek pracy produkcja, sprzedaż detaliczna). Ze względu na bardzo niskie bazy odniesienia sprzed roku należy się przygotować na spektakularne wyniki – takie jak ponad 40-proc. wzrost produkcji przemysłu, czy ponad 20-proc. wzrost sprzedaży detalicznej.

Skokowy wzrost inflacji w USA, z kolei rozczarowała sprzedaż detaliczna w USA i Chinach

- Najważniejszą publikacją minionego tygodnia był kwietniowy wskaźnik inflacji w USA, który znacząco przekroczył oczekiwania rynkowe. Indeks CPI wzrósł w kwietniu do 4,2% r/r, wobec oczekiwanych 3,6% r/r. Z kolei inflacja bazowa po wykluczeniu cen paliw i żywności wzrosła do 3,0% r/r wobec konsensusu rynkowego na poziomie 2,3% r/r. Za skokowy wzrost wskaźnika inflacji odpowiadały znaczące wzrosty w trzech obszarach: opłaty za pobyt w hotelu, bilety lotnicze oraz używane samochody. Każdy z tych obszarów wiąże się z otwarciem gospodarki i wzmożeniem mobilności społeczeństwa po zamrożeniu w czasie pandemii. W przypadku hoteli i biletów lotniczych wzrosty cen odrabiają spadki z okresu covidowego w przypadku samochodów używanych kontynuuje trend wzrostowy z ostatnich miesięcy – nie wykluczone, że wzmocnione w ostatnim okresie problemami z dostawami półprzewodników dla przemysłu motoryzacyjnego.

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 kolei, ponownie (po gorszych od oczekiwań kwietniowych wynikach z rynku pracy) słabsze dane napłynęły ze sfery realnej gospodarki USA, w szczególności w obszarze popytu konsumentów. W kwietniu rozczarowała sprzedaż detaliczna, przy zbliżonym do oczekiwań wyniku produkcji przemysłowej. Kwieciowa sprzedaż detaliczna nie zmieniła się wobec marca, po silnym marcowym wzroście o 10,7% m/m. Wynik ten okazał się wyraźnie słabszy od oczekiwań (+1,0% m/m). Także indeks optymizmu wśród konsumentów amerykańskich, opracowywany przez Uniwersytet Michigan, w maju spadł do 82,8 pkt. z 88,3 pkt. miesiąc wcześniej. Choć patrząc w perspektywie kilku miesięcy dane te nie podważają scenariusza ożywienia w gospodarce amerykańskiej stymulowanego konsumpcją, niemniej ograniczają potencjał do dalszych korekt w górę i tak już wyśrubowanych prognoz wzrostu PKB w tym roku.
- Podobnie jak w USA w przypadku kwietniowych danych ze sfery realnej gospodarki Chin sprzedaż detaliczna rozczarowała, przy stabilnym wzroście produkcji (a także inwestycji). Kwieciowa sprzedaż w Chinach wzrosła o 17,7% r/r po wzroście poprzednio o 34,2%, wyraźnie poniżej oczekiwań rynkowych na poziomie +25,0% r/r. Produkcja przemysłowa wzrosła o 9,8% r/r, zaś inwestycje o 9,9% r/r – w obu przypadkach blisko oczekiwań rynkowych. Słabość sprzedaży potwierdza wciąż stosunkowo słabe nastroje konsumentów w Chinach (m.in. związane z rynkiem pracy). Przypomnijmy w kryzysie Chiną inaczej niż państwa europejskie i USA, nie postawiły na bardzo aktywną ochronę rynku pracy (Europa) lub wsparcie dochodów gospodarstw domowych (USA).

Wyższa inflacja w USA pogarsza nastroje i podsyca zmienność na globalnym rynku finansowym...

- Skokowy wzrost inflacji w USA, podsycający obecne na rynku od początku roku obawy recesyjne, spowodował w minionym tygodniu pogorszenie nastrojów rynkowych i wzrost zmienności notowań aktywów.
- Po publikacji danych inflacyjnych z USA wzrosły rentowności na rynkach bazowych i miała miejsce wyprzedź na rynkach akcji, jednak końcówka tygodnia, prawdopodobnie za sprawą wypowiedzi członków FOMC wskazujących na przejściowy charakter wzrostu inflacji oraz za sprawą słabszych wyników sprzedaży detalicznej przyniosły ponowny spadek rentowności obligacji, w szczególności w USA. Także rynki akcji w końcu tygodnia odbiły w górę, wspierane publikacjami dobrych wyników finansowych spółek giełdowych.
- W skali całego tygodnia wzrost rentowności 10-letnich obligacji w USA okazał się ograniczony i wyniósł 5 pkt. proc. do 1,63% na koniec tygodnia (choć okresowo sięgnął 1,69%). Paradoksalnie silniejszy tygodniowy wzrost rentowności 10-latek odnotowano w Niemczech – o 9 pkt. baz., do -0,13, najwyższego poziomu od dwóch lat. Oczywiście trudno te wzrosty wiązać z sytuacją inflacyjną w strefie euro czy perspektywą polityki EBC (tutaj w ostatnim okresie nic się nie zmieniło), raczej należy tę zmianę interpretować jako „nadrobienie” okresu, kiedy rentowności w strefie euro stabilizowały się na niskim poziomie, podczas gdy rentowności obligacji amerykańskich już wyraźnie rosły w oczekiwaniu na normalizowanie się postpandemicznej sytuacji gospodarczej.
- Pomimo wspomnianej poprawy z końca tygodnia na giełdach w skali całego poprzedniego tygodnia indeksy akcji obniżyły się. Globalny indeks MSCI spadł o 1,3%, przy spadku indeksu w USA o 1,4%, w strefie euro – o 0,4% i pokaznym, blisko 3-proc.

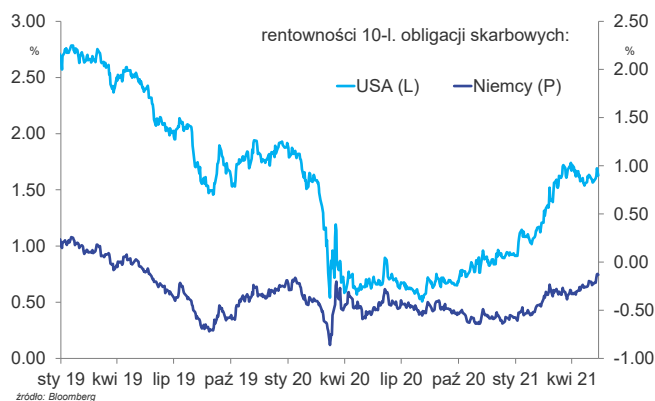
spadku indeksu dla całej grupy rynków wschodzących MSCI EM, ciągniętego w dół przez spadki notowań akcji w Chinach.

- Na rynku walutowym większość minionego tygodnia minął pod znakiem ograniczonej zmienności kursów głównych walut rezerwowych. Przez większość tygodnia kurs euro – dolar oscylował wokół poziomu 1,21 USD/EUR.

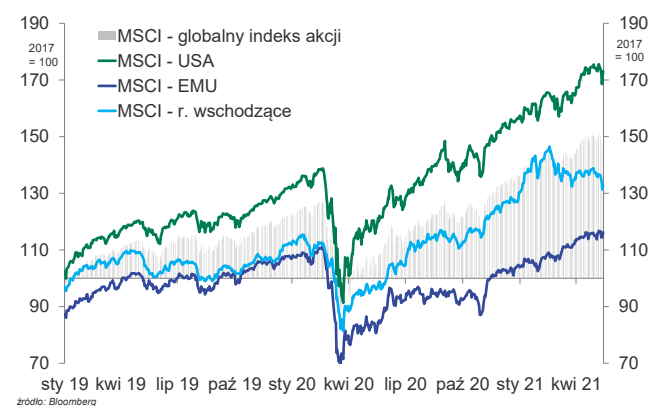
...na krajowym rynku skokowy wzrost rentowności obligacji

- Na polskim rynku w minionym tygodniu największe zmiany obserwowane były na rynku obligacji. Rentowności 10-letnich obligacji wzrosły o 22 pkt. baz. w skali tygodnia do 1,89% na koniec tygodnia. Z początkiem bieżącego tygodnia wzrost ten był kontynuowany. Za tym skokowym wzrostem rentowności stoi kombinacja czynników zewnętrznych i krajowych. Oczywiście tłem dla wzrostu były wyższe rentowności papierów na rynkach bazowych, a także regionalne niespodzianki inflacyjne (Czechy, Węgry). Z kolei czynnikiem wewnętrznym stymulującym wzrost rentowności była niejasna retoryka przedstawicieli banku centralnego wskazująca na możliwość zakończenia skupu aktywów przez NBP przed rozpoczęciem podwyżek stóp (które wg wcześniejszych wypowiedzi prezesa NBP mogą nastąpić w 2022 r.). I choć NBP był bardzo aktywny na ubiegłotygodniowej akcji skupu papierów, to przy znacznej podaży (głównie inwestorów zagranicznych) rentowności kontynuowały dynamiczny wzrost.
- Na krajowym rynku akcji, pomimo wcześniejszych dwóch tygodni z rzędu silnych wzrostów i pogorszenia nastrojów na globalnym rynku, WIG ponownie wzrósł, choć o symboliczne 0,2% w skali tygodnia. Możliwe, że polski rynek nadrabia okres sprzed miesiąca, kiedy był wyjątkowo słaby na tle innych rynków.
- W minionym tygodniu kurs złotego zyskał na wartości (+0,5% w relacji do koszyka walut). Wzmocnieniu sprzyjało przede wszystkim odroczenie orzeczenia Izby Cywilnej Sądu Najwyższego w zagadnień prawnych dotyczących tzw. kredytów frankowych, do czasu uzyskania dodatkowych informacji w sprawie od NBP, KNF i Rzecznika Finansowego. Na koniec tygodnia kurs złotego ukształtował się w okolicach 4,53 PLN/EUR, 4,14 PLN/CHF i 3,74 PLN/USD.

Skokowy wzrost inflacji w USA skutkuje wzrostem rentowności obligacji...



...oraz spadkiem indeksów akcji



Poprawia się sytuacja epidemiczna na świecie, choć w biedniejszych państwach daleko do stabilizacji. W Polsce sytuacja lepsza niż przez III falą

- W minionym tygodniu w skali globalnej liczba nowych zakażeń COVID-19 nadal obniżała się z maksimum na przełomie kwietnia i maja. W szczególności korzystna sytuacja panowała w USA i w Europie. Lepsza, choć nadal trudna sytuacja epidemiczna panowała w Indiach i w Brazylii. W państwach rozwiniętych stabilizowaniu się sytuacji epidemicznej sprzyjały postępujące szczepienia przeciw COVID-19. W państwach UE procent zaszczepionych osób jedną dawką przekroczył 30% populacji. Dużo wolniej przebiega proces szczepień w państwach uboższych. Nadal napływają informacje o rozprzestrzenianiu się nowych szczepów wirusa.
- Miniony tydzień przyniósł ponowną, wyraźną poprawę sytuacji epidemicznej w Polsce. Średni poziom nowych przypadków COVID-19 obniżył się do 3,1 tys. (poziomu ostatnio notowanego w pierwszej dekadzie października 2020 r.). Liczba osób hospitalizowanych zbliżyła się do 12 tys., tj. poniżej poziomu sprzed ostatniej fali epidemii w Polsce. Dotychczas przynajmniej jedną dawką zaszczepiono ponad 30% społeczeństwa, w tym w pełni ponad 10% populacji.
- W minionym tygodniu w większości państw europejskich kontynuowano stopniowe znoszenie obostrzeń. W Polsce od 15 maja otwarta została gastronomia zewnętrzna (na świeżym powietrzu), kina i teatry na świeżym powietrzu, uprawianie sportu w obiektach sportowych na świeżym powietrzu, w szkołach podstawowych i średnich rozpoczęła się nauka hybrydowa dla klas 4-8 szkół podstawowych oraz nauka hybrydowa dla klas 1-4 szkół średnich.

W I kw. spadek PKB o 1,2% r/r, ale w ujęciu kwartalnym gospodarka wzrosła

- Według opublikowanego w miniony piątek szacunku *flash* GUS w I kw. PKB obniżył się o 1,2% r/r, wobec spadku o 2,7% r/r w IV kw. 2020 r. Wynik ten ukształtował się powyżej naszej prognozy -1,6% r/r oraz nieco poniżej mediany prognoz rynkowych (-1,0% r/r).
- Z kolei w ujęciu kwartalnym PKB oczyszczony z wpływu efektów sezonowych wzrósł o 0,9% kw/kw wobec spadku o 0,5% w IV kw. 2020 r. oraz naszej prognozy na poziomie +1,0% kw/kw.
- Przy okazji publikacji szacunku *flash* GUS standardowo nie opublikował składowych PKB, te dane zostaną opublikowane pod koniec maja.
- Na krajową aktywność gospodarczą w I kw. wpłynęły: - utrzymane restrykcje epidemiczne w handlu i w części usług, - silniejsze spowolnienie aktywności w budownictwie, - solidne ożywienie aktywności w przemyśle (i w eksporcie), - wyraźny spadek bazy odniesienia (pandemia wpływająca na wyniki aktywności pod koniec I kw. 2020 r.).
- Niezależnie od wyników PKB za I kw. dla prognozy czterolecznej kluczowe znaczenie będzie miało jak silnie gospodarka krajowa będzie rosta wraz z wygasaniem wpływu pandemii na życie gospodarcze tj. wraz z dalszym odmrażaniem aktywności gospodarczej. Poza wątkiem popytu (zarówno w aspekcie dochodowym, jak i epidemicznym) oraz możliwości podaży (tempo odradzania aktywności w sektorach najsilniej dotkniętych pandemią tj. zakwaterowaniu, gastronomii oraz kulturze i rozrywce), w naszej ocenie bardzo ważne będą także decyzje przedsiębiorstw dot. poziomu zatrudnienia w warunkach wygasania zobowiązań

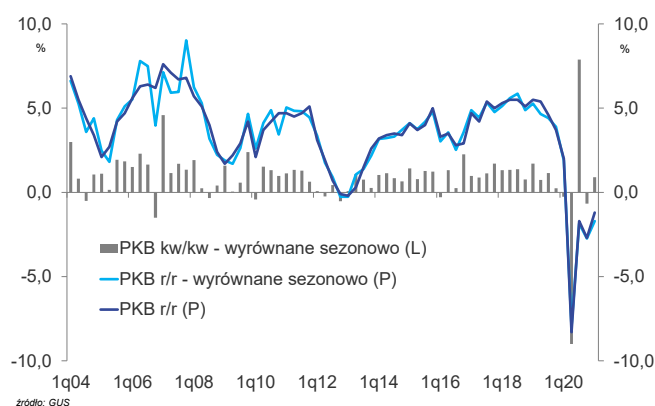
utrzymania zatrudnienia w okresach korzystania z pomocy tarcz antykrzysowych i finansowych.

- Choć obecnie nastroje przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych są stabilne, to pozostajemy ostrożni, czy ich popyt będzie dynamicznie rósł w warunkach trudnej sytuacji finansowej przedsiębiorstw z niektórych sektorów, czy też wyraźnie wolniejszego niż w latach minionych tempa wzrostu dochodów gospodarstw domowych.
- W kontekście wsparcia aktywności z tytułu Krajowego Planu Odbudowy zakładamy, że w aspekcie inwestycyjnym wpłynie on istotnie pozytywnie na wyniki gospodarcze począwszy od 2022 r.
- Nie wykluczamy natomiast silniejszego ożywienia publicznych inwestycji w trakcie bieżącego roku, po ich pewnym wyhamowaniu w 2020 r. oraz z początkiem 2021 r.
- Na podstawie dostępnych obecnie informacji szacujemy, że całoroczne tempo wzrostu gospodarczego w 2021 r. wyniesie ok. 4,0% r/r (wobec dotychczasowej prognozy na poziomie 3,6% r/r), przy wysokiej zmienności dynamiki PKB w poszczególnych kwartałach bieżącego roku.

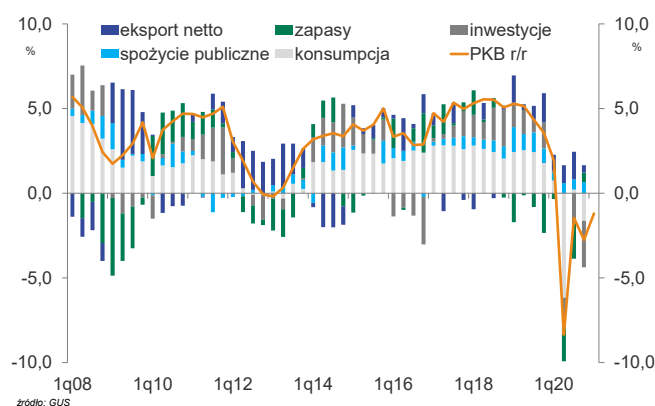
Polski Ład – potencjalny impuls prokonsumpcyjny od 2022 r.

- 15 maja zaprezentowane zostały założenia „Polskiego Ładu”, programu gospodarczego rządu. W pięciu głównych filarach zapowiedziano: - zwiększenie wydatków na zdrowie do 7% PKB w perspektywie 2027 r., - obniżkę podatków dla 18 mln. pracujących, - inwestycje, które mają wygenerować 500 tys. nowych miejsc pracy, - mieszkanie bez wkładu własnego (gwarancje bankowe na wkład własny do 100 tys. zł) oraz budowę domu do 70mkw. bez formalności (jedynie na zgłoszenie), - zwolnienie z podatku emerytur do 2500 zł. Zmiany w podatkach dla pracujących mają obejmować wzrost kwoty wolnej od podatku do 30 tys. zł, oraz podwyższenie do 120 tys. z 85 tys. zł progu dochodowego dla drugiej stawki podatku PIT. Ponadto zmiany mają objąć brak możliwości odliczenia od podatku składki zdrowotnej, jednocześnie jej podwyższenie dla osób samozatrudnionych. Wśród celów programu ma być także ograniczenie umów cywilnoprawnych na rynku pracy, choć nie podano w tym zakresie szczegółów. Zapowiedziano też wprowadzenie rodzinnego kapitału opiekuńczego - 12 tys. zł do wykorzystania między 12 a 36 miesiącem życia dziecka. Zmiany podatkowe mają wejść w życie od 2022 r.

W I kw. wzrost PKB w ujęciu kw/kw...



...mniejsza niż w IV kw. 2020 skala spadku w ujęciu r/r

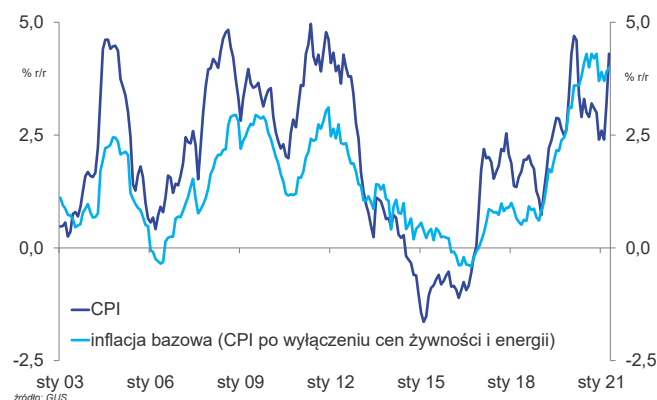


- Aby precyzyjnie ocenić makroekonomiczne skutki programu niezbędne będą bardziej szczegółowe informacje, które dotychczas nie zostały opublikowane, zatem obecnie nie mamy dostatecznych informacji, aby korygować nasze prognozy na 2022 r. Najbardziej szczegółowo omówiony wątek zmian podatkowych wskazuje, że w wyniku zapowiedzianych zmian podatkowych wzrosną dochody osób o niższych dochodach, z kolei większe podatki zapłacą osoby lepiej zarabiające (według dostępnych symulacji – powyżej 12 tys. zł brutto). Przy wyższej skłonności do konsumpcji grup o niższych dochodach proponowane zmiany – jeśli wejdą w życie z początkiem 2022 r. – wpłynęłyby *ceteris paribus* pozytywnie na konsumpcję prywatną. Z kolei zwiększenie obciążeń najlepiej zarabiających poskutkowałoby zapewne obniżeniem stopy oszczędności w gospodarce.
- Według dzisiejszej informacji Ministerstwa Finansów wpływ netto przedstawionych propozycji zmian podatkowych będzie miał negatywny wpływ na wpływy budżetowe w wysokości ok. 20 mld zł.
- W przypadku wątków inwestycyjnych na obecnym etapie zakładamy, że te zapowiedzi pokrywają się z założeniami Krajowego Planu Odbudowy, nie będą już stanowiły dodatkowego impulsu pro wzrostowego, nie będą jednocześnie także silnie obciążać finansów publicznych, jako finansowane w dużym stopniu ze środków unijnych.

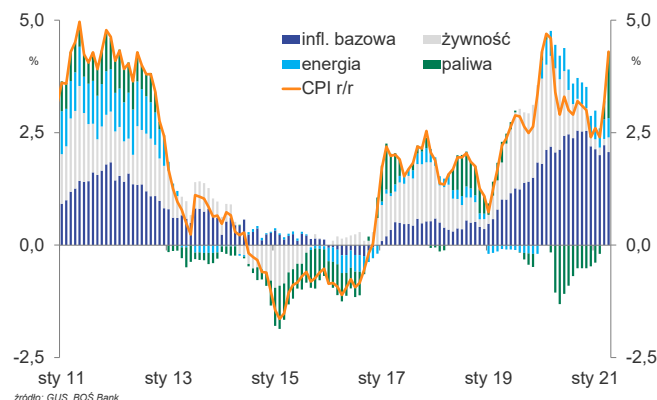
W kwietniu utrzymała się podwyższona inflacja bazowa

- Według ostatecznego szacunku GUS opublikowanego w minionym tygodniu w kwietniu wskaźnik inflacji CPI wzrósł do 4,3% r/r, tj. tyle samo co we wstępnym szacunku flash oraz wobec 3,2% r/r w marcu.
- Skokowy wzrost inflacji w kwietniu wynikał głównie z bardzo dynamicznego wzrostu cen paliw (blisko 1,0 proc.). Drugim źródłem wzrostu kwietniowej inflacji były ceny żywności (dodatkowe 0,1 pkt. proc.). Obszarem, który ponownie najbardziej zaskoczył były ceny dóbr i usług zaliczanych do inflacji bazowej (tj. koszyk inflacyjny z wyłączeniem żywności i energii). Według danych NBP inflacja bazowa ustabilizowała się w kwietniu na marcowym poziomie 3,9%.
- Obszarem, który zaskoczył w kwietniu skalą wzrostu cen były: meble (wzrost w kwietniu o 2,2% m/m), odzież i obuwanie (silniejszy niż sezonowy wzrost o 2,5% m/m), samochody (+1,2% m/m), sprzęt AGD (+0,8% m/m), sprzęt RTV (+0,7% m/m).

Skokowy wzrost inflacji w kwietniu...



...głównie za sprawą paliw



- Jak widać z tego zestawienia głównym obszarem wzrostu inflacji bazowej były towary, z kolei w kwietniu spadła dynamika cen usług (po silniejszym wzroście na przełomie roku) – m.in. za sprawą obniżenia opłat za telewizję oraz za usługi ubezpieczeniowe. W efekcie w kwietniu indeks cen usług obniżył się do 6,8% r/r wobec 7,3% r/r w marcu.
- Podejrzewamy, że podłożem tak dynamicznego wzrostu było dostosowanie cen do antycypowanego w maju otwarcia sklepów stacjonarnych w galeriach handlowych oraz wyższe koszty transportu notowane w globalnym handlu. Jakkolwiek mamy świadomość nadwyżek oszczędności i potencjalnie większej skłonności do konsumpcji w warunkach ultra niskich stóp procentowych jednak przy bardzo silnej konkurencji na rynku (także w warunkach postpandemicznego wzmocnienia sektora e-commerce), wydaje nam się mało prawdopodobne, by tak skoordynowany i wyraźny wzrost cen towarów zwiastował serię podwyżek cen towarów w kolejnych miesiącach, raczej traktujemy ten wyraźny wzrost jako czynnik okresowy.
- Pomimo niepewności podtrzymujemy dotychczasową prognozę generalnego trendu spadkowego inflacji bazowej w trakcie roku biorąc pod uwagę: - wysoką bazę odniesienia z 2020 r., - założenie umiarkowanego tempa wzrostu dochodów gospodarstw domowych hamującego dynamiczne ożywienie popytu konsumpcyjnego.
- Jednocześnie jednak skala wzrostu cen z początkiem roku utrzymująca inflację bazową w I kw. blisko poziomu 4,0% oznacza, że w wyniku wysokiego punktu startowego prognozowana ścieżka inflacji bazowej przesunęła się równoległe w górę. Oznacza, że prognozowany poziom inflacji bazowej na koniec tego roku kształtuje się obecnie bliżej 3% wobec wcześniej oczekiwanych przez nas 2,5%.
- Biorąc pod uwagę oczekiwane obniżenie inflacji bazowej, stopniowy wzrost dynamiki cen żywności oraz obniżenie dynamiki cen paliw oczekujemy, że po wzroście wskaźnika CPI w okolice 4,5% w połowie roku, w II połowie 2021 r. wskaźnik CPI będzie się stopniowo obniżał i na koniec roku zbliży się do poziomu 3,5%. Między innymi w następstwie wspomnianej wyższej od oczekiwań inflacji bazowej w I kw. oraz wyższej dynamiki cen paliw skorygowaliśmy prognozę średniorocznej inflacji do 3,6%.

W bieżącym tygodniu w centrum uwagi majowe wskaźniki PMI z Europy oraz seria danych z polskiej gospodarki

- W bieżącym tygodniu, głównym czynnikiem wpływającym na globalny rynek pozostaną publikacje danych. W bieżącym tygodniu najważniejsze będą publikacje wstępnych wyników majowych wskaźników koniunktury PMI w strefie euro. Ponadto oczekiwany będzie protokół z posiedzenia FOMC w kwietniu.
- W Polsce oczekiwana będzie z kolei seria kwietniowych danych nt. sfery realnej krajowej gospodarki (rynek pracy produkcja, sprzedaż detaliczna). Ze względu na bardzo niskie bazy odniesienia sprzed roku należy się przygotować na spektakularne wyniki – takie jak ponad 40-proc. wzrost produkcji przemysłu, czy ponad 20-proc. wzrost sprzedaży detalicznej.
- W tle pozostaną tendencje epidemiczne i proces znoszenia obostrzeń. W krótkim okresie proces szczepień i korzystna pogoda powinny sprzyjać niskiej liczbie zakażonych i dalszemu procesowi „odmrażania” gospodarki. Jednocześnie należy

pamiętać, że jak wskazują przykłady niektórych krajów o wysokim stopniu zaszczepienia społeczeństw (np. Chile), ten poziom w UE jest obecnie wciąż na tyle niski, że nie można wykluczyć ryzyka ponownego wzrostu zakażeń, przy szybkim znoszeniu obostrzeń. Ponadto w dłuższej perspektywie (jesień i zima) pozostaną wyzwania funkcjonowania gospodarek i społeczeństw w warunkach prawdopodobnego braku całkowitego wyeliminowania wirusa oraz prawdopodobnego pojawiania się kolejnych nowych szczepów wirusa, które mogą być bardziej odporne na działanie dostępnych szczepionek.

Rentowności papierów skarbowych – w naszej ocenie nadal perspektywa wyhamowania wzrostu i bardziej umiarkowane poziomy rentowności

- Pomimo ostatniego skokowego wzrostu rentowności krajowych obligacji skarbowych nadal oczekujemy, że na koniec roku rentowności krajowych obligacji ukształtują się na bardziej umiarkowanych poziomach niż obecnie (.
- W obszarze rynków bazowych podtrzymujemy ocenę przejściowości obecnych impulsów podwyższających inflację oraz odporności głównych banków centralnych na jej bieżący wzrost, w szczególności biorąc pod uwagę już nie tak pozytywne dane ze sfery realnej gospodarki światowej. To powinno sprzyjać w średniej perspektywie wyhamowaniu wzrostu rentowności i ich korekcie spadkowej, choć w krótkim okresie podwyższona zmienność jest wysoce prawdopodobna.
- W obszarze czynników krajowych dla rynku SPW kluczowe znaczenie będzie miała polityka NBP w zakresie poziomu stóp i programu skupu aktywów finansowych.
- W przypadku poziomu stóp NBP naszym bazowym scenariuszem pozostaje ich stabilizacja do końca kadencji większości członków RPP w I kw. 2022 r. W naszej ocenie prezes Glapiński będzie dysponował wystarczającą liczbą głosów „gołębich” członków Rady do utrzymania, zgodnie z deklaracjami, stóp na bieżącym poziomie do I kw. 2022 r. O ile inflacja nie przekroczy w połowie roku 5% (czego nie zakładamy), w RPP utrzyma się przynajmniej 5-osobowa grupa, która przy decydującym głosie prezesa NBP będzie gotowa do utrzymania stabilnych stóp. W naszej ocenie nawet ewentualna rezygnacja Andrzeja Sury z zasiadania w RPP, w związku z ewentualnym wyborem na sędziego Naczelnego Sądu Administracyjnego i ewentualny wybór jastrzębiego członka RPP przez Senat (gdzie większość głosów posiada opozycja), jak i ewentualna zmiana poglądów dotychczasowego „gołębia” w Radzie Jerzego Żyżyńskiego, nie zmienią tej sytuacji. Niemniej przyznajemy – uczynią ewentualne głosowania w RPP nad zaostreniem polityki monetarnej bardziej wyrównanymi.
- W przypadku perspektywy programu skupu aktywów przez NBP naszym zdaniem program ten będzie kontynuowany, pomimo ostatnich wypowiedzi prezesa NBP i niektórych członków RPP nt. możliwości zakończenia programu przed rozpoczęciem podwyżek stóp procentowych. Oczywiście będziemy oczekiwać na wyklarowanie stanowiska RPP, w tym prezesa NBP, w tej kwestii. Niemniej wydaje nam się, że NBP będzie nadal dążył do zapewnienia przez dłuższy czas korzystnych warunków dla finansowania się na rynku długu, m.in. ze względu na wyzwania w tym zakresie dla sektora finansów publicznych. Tym samym zakładamy, że przedstawiciele NBP powrócą do wcześniejszej retoryki wskazującej na perspektywę bardzo stopniowego wychodzenia NBP z programu skupu aktywów.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w kwietniu (20 maja)**

Prognozujemy, że w kwietniu zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w skali roku o 1,1%, wobec spadku o 1,2% r/r w marcu. W skali miesiąca (w ujęciu danych oczyszczonych z sezonowości) oczekujemy lekkiego wzrostu zatrudnienia (zgodnie z wynikami ankiety NBP dot. nastrojów w sektorze przedsiębiorstw). Skokowy wzrost rocznej dynamiki zatrudnienia będzie natomiast pochodną silnego spadku efektu bazy tj. znaczącego ograniczenia skali zatrudnienia w 2020 r. w okresie wiosennego lockdownu.

Powyższe efekty niskiej bazy odniesienia powinny przełożyć się także na dalszy wzrost dynamiki kwietniowych wynagrodzeń. Oczekujemy, że w kwietniu dynamika płac wyniesie 10,8% r/r rosnąc z 8,0% r/r w marcu. Czynnikiem ograniczającym skalę przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń w kwietniu względem marca będzie natomiast odwrócenie efektów sezonowych tj. brak pozytywnego marcowego efektu wyższej liczby dni roboczych.

- **Produkcja budowlano-montażowa w kwietniu (21 maja)**

Szacujemy, że w kwietniu dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła -8,3% r/r, wobec -10,8% r/r w marcu. W ujęciu zmian miesięcznych oczyszczonych z sezonowości oczekujemy wzrostu produkcji o ok. 2,5% m/m, po marcowym wzroście o 1,5%. Zakładamy, że po silnym lutowym spadku produkcji w kolejnych miesiącach produkcja będzie korekcyjnie przyspieszać. Na perspektywę odbicia aktywności w budownictwie wskazują także wyraźnie lepsze dane dot. produkcji w działach przetwórstwa przemysłowego powiązanych z produkcją w budownictwie.

- **Wskaźnik PPI w kwietniu (21 maja)**

Prognozujemy, że w kwietniu wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) wzrósł do 4,5% r/r, wobec 3,9% r/r w marcu. Szacujemy, że w skali miesiąca ceny nie zmieniły się w warunkach: - nieznacznego spadku hurtowych cen paliw, - silnych stabilizacji cen w górnictwie rud metali i lekkich wzrostów cen w górnictwie węglowym i - silnej aprecjacji notowań złotego w ujęciu średniomiesięcznym (spadek wartości złotowej eksportowanych towarów).

- **Sprzedaż detaliczna w kwietniu (24 maja)**

Szacujemy, że w kwietniu sprzedaż detaliczna silnie wzrosła o 28,1% r/r, po wzroście o 15,2% r/r w marcu. Choć przez cały kwiecień utrzymywane były restrykcje w handlu, implikujące dalszy spadek sprzedaży w ujęciu zmian miesięcznych oczyszczonych z sezonowości, to dużo silniejszy spadek sprzedaży przed rokiem (pierwsze tygodnie wiosennego lockdownu wiosną 2020 r.) powinien przełożyć się w kwietniu na dalszy wzrost rocznej dynamiki sprzedaży. Na ten efekt składa się także większa niż przed rokiem mobilność ludności, co silnie ogranicza wcześniejsze spadki sprzedaży paliw, utrzymanie aktywności mniejszych jednostek handlowych, które przed rokiem pomimo

braku nakazu także zostały zamknięte, czy też rozwój w trakcie pandemii sprzedaży internetowej, która od jesieni ogranicza skalę spadków sprzedaży w okresach ograniczeń handlu stacjonarnego.

- **Produkcja sprzedana przemysłu w marcu (24 maja)**

Oczekujemy, że w kwietniu dynamika produkcji sprzedanej przemysłu silnie wzrosła do +45% r/r z 18,9% r/r w marcu. Choć w skali miesiąca produkcja przemysłowa obniżyła się o 1% (w ujęciu danych oczyszczonych z sezonowości) tak gwałtowny wzrost produkcji jest efektem silnego spadku bazy odniesienia. W kwietniu ub.r. wiosenny lockdown silnie obniżał aktywność w przemyśle, co przy bieżącej bardzo dobrej koniunkturze w sektorze przekłada się na dynamiczne wzrosty produkcji w skali roku.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 18 maja			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
11:00	EMU	PKB, I kw. (2. szacunek)	-0,6% r/r (wst.)	-0,6% r/r	-
środa 19 maja			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji HICP, kwiecień (ost.)	1,6% r/r (wst.)	1,6% r/r	-
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji bazowej HICP, kwiecień (ost.)	0,8% r/r (wst.)	0,8% r/r	-
20:00	US	Zapis z dyskusji podczas kwietniowego posiedzenia FOMC	-	-	-
czwartek 20 maja			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw, kwiecień	8,0% r/r	10,3% r/r	10,3% r/r
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, kwiecień	-1,3% r/r	1,1% r/r	1,1% r/r
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 15.05	473 tys.	450 tys.	-
14:30	US	Indeks koniunktury w okręgu Filadelfia, maj	50,2 pkt.	43,2 pkt.	-
piątek 21 maja			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł, maj (wst.)	66,2 pkt.	66,0 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi, maj (wst.)	49,9 pkt.	52,0 pkt.	-
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa, kwiecień	-10,8% r/r	-8,0% r/r	-8,3% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI, kwiecień	3,9% r/r	4,9% r/r	4,5% r/r
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł, maj (wst.)	62,9 pkt.	62,5 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi, maj (wst.)	50,5 pkt.	52,1 pkt.	-
16:00	US	Sprzedaż domów na rynku wtórnym, kwiecień	6,01 mln anual.	6,06 mln anual.	-
16:00	EMU	Indeks nastrojów konsumentów, maj	-8,1	-7,0	-
poniedziałek 24 maja			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	Produkcja przemysłowa, kwiecień	18,9% r/r	44,0% r/r	45,0% r/r
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna, kwiecień	15,2% r/r	25,5% r/r	28,1% r/r
19:00	UE	Szczyt Unii Europejskiej	-	-	-

* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

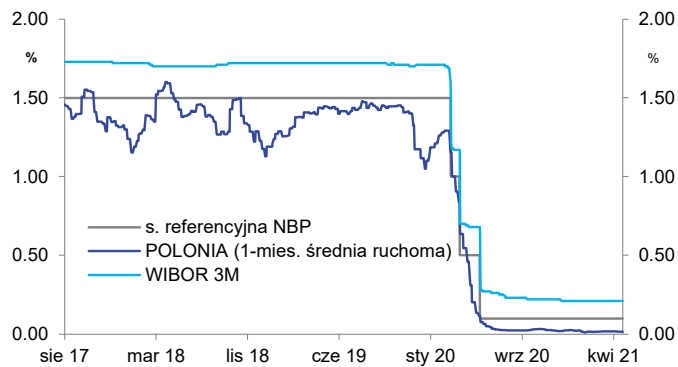
Kalendarz publikacji danych – maj

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	kwiecień	4.05	54,3 pkt.	53,7 pkt.	
Posiedzenie RPP	PL	maj	5.05	0,1%	0,1%	
PKB (wst.)	PL	I kw.	14.05	-2,8% r/r	-1,2% r/r	
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	kwiecień	14.05	4,3% r/r (wst.)	4,3% r/r	
Saldo w obrotach bieżących	PL	marzec	14.05	1585 mln EUR	938 mln EUR	
Inflacja bazowa po wyłączeniu żywności i energii	PL	kwiecień	17.05	3,9% r/r	3,9% r/r	
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	kwiecień	20.05	8,0% r/r		10,3% r/r
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	kwiecień	20.05	-1,3% r/r		1,1% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	kwiecień	21.05	-10,8% r/r		-8,3% r/r
Wskaźnik PPI	PL	kwiecień	21.05	3,9% r/r		4,5% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	kwiecień	24.05	18,9% r/r		45,0% r/r
Sprzedż detaliczna (ceny stałe)	PL	kwiecień	24.05	15,2% r/r		28,1% r/r
Stopa bezrobocia	PL	kwiecień	26.05	6,4%		6,2%
PKB (wraz ze strukturą)	PL	I kw.	31.05	-2,8% r/r		-1,6% r/r

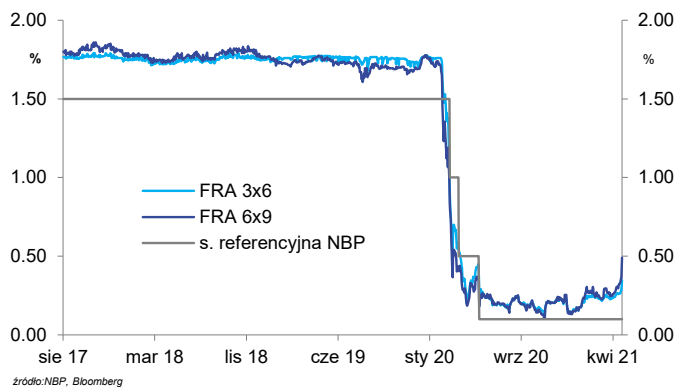
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	CHN	kwiecień	30.04	50,6 pkt.	51,9 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	kwiecień	3.05	64,7 pkt.	60,7 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	maj	5.05	63,7 pkt.	62,7 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	kwiecień	7.05	770 tys.	266 tys.	
Stopa bezrobocia	US	kwiecień	7.05	6,0%	6,1%	
Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	CHN	kwiecień	7.05	54,3 pkt.	56,3 pkt.	
Produkcja przemysłowa	CHN	kwiecień	17.05	14,1% r/r	9,8% r/r	
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	maj	21.05	63,3 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	kwiecień	21.05	50,3 pkt.		-
Wskaźnik inflacji bazowej PCE	US	kwiecień	28.05	1,8% r/r		-

Rynki finansowe

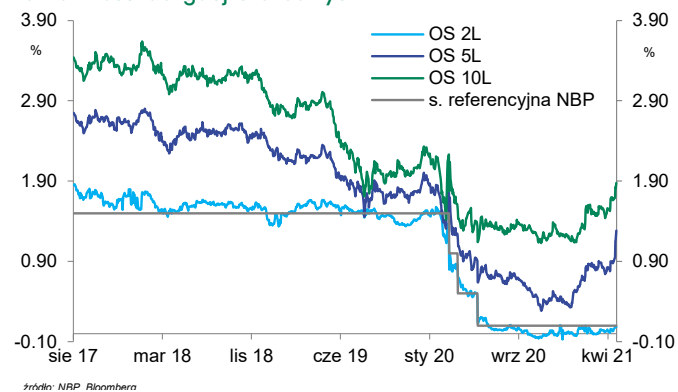
Krajowe stopy procentowe



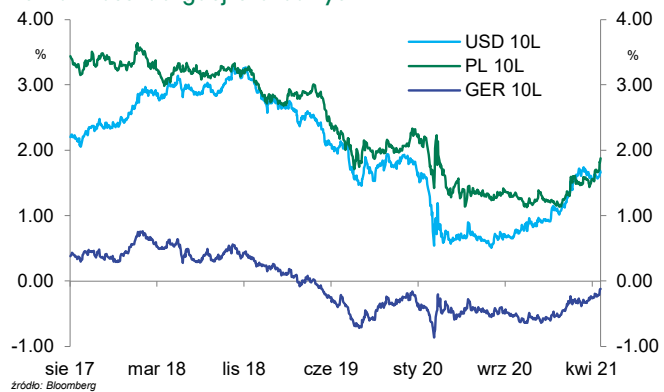
Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



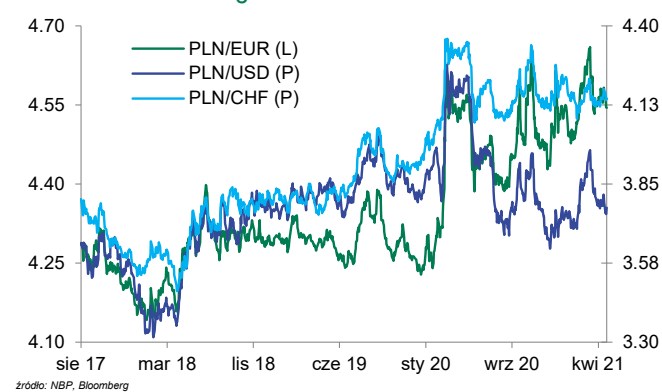
Rentowności obligacji skarbowych



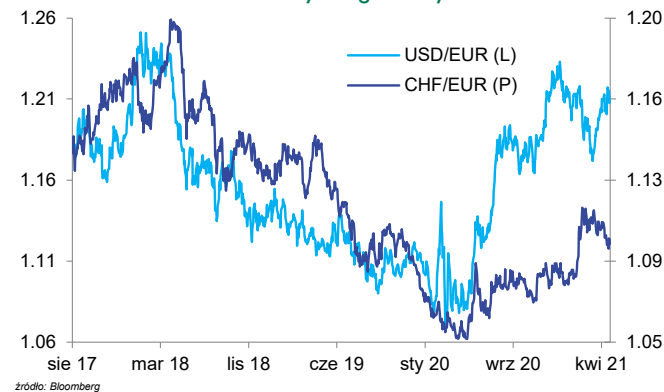
Rentowności obligacji skarbowych



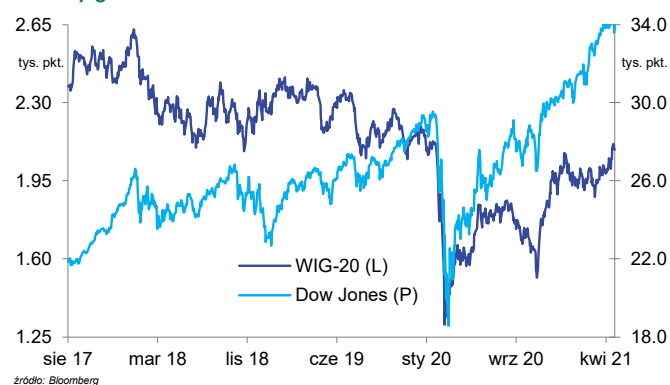
Notowania kursu złotego



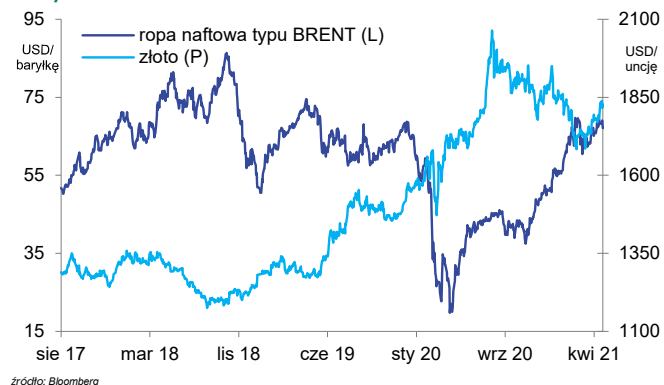
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

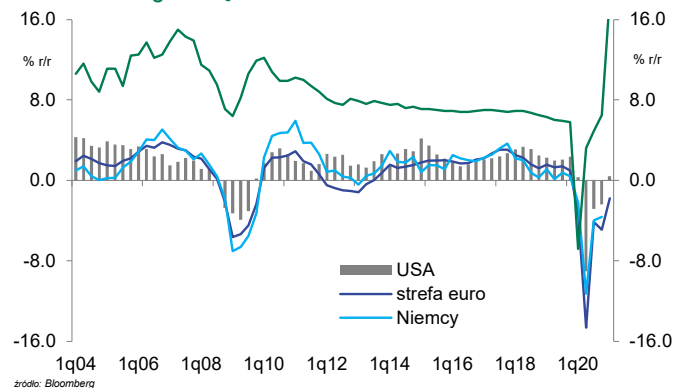


Ceny surowców

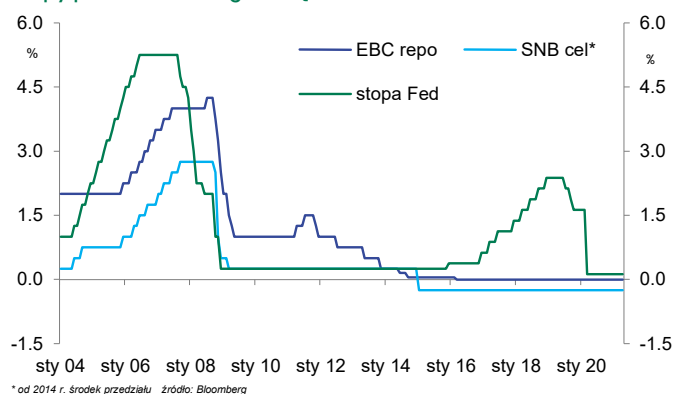


Sfera realna

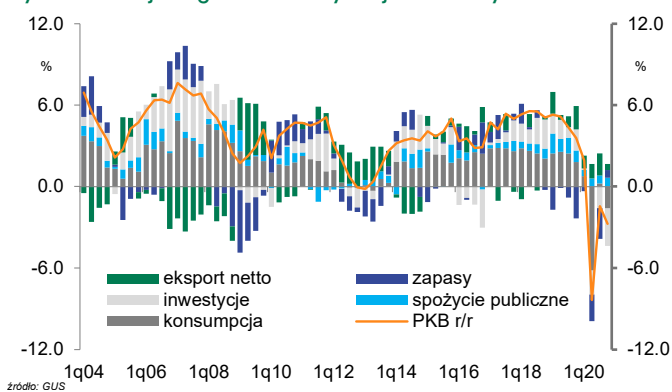
Wzrost PKB za granicą



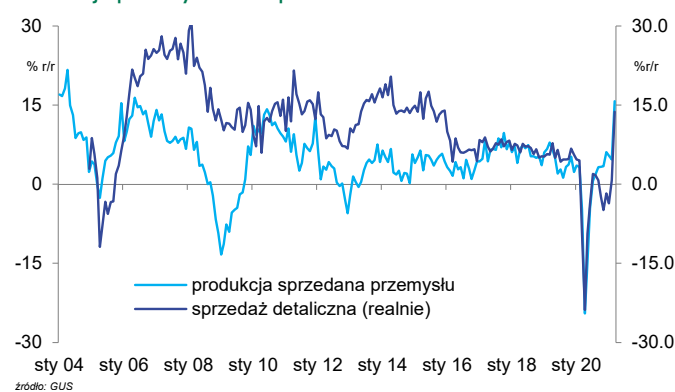
Stopy procentowe za granicą



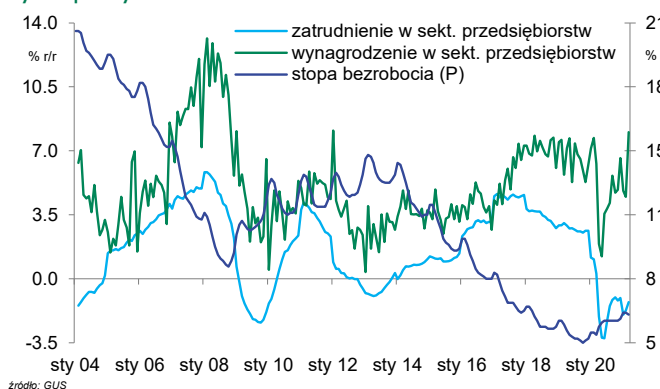
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



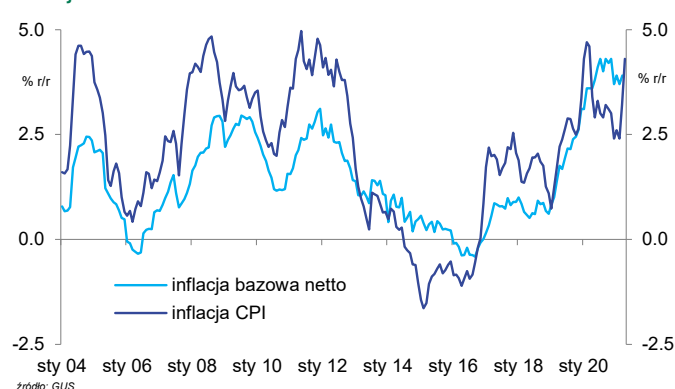
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



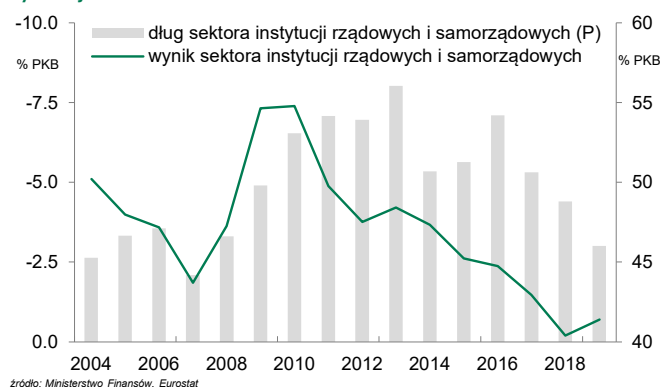
Rynek pracy



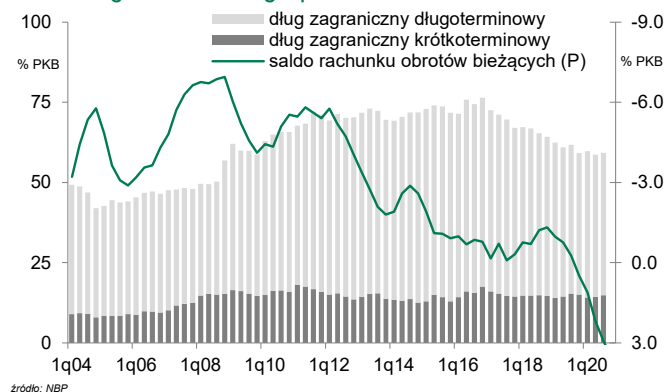
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.04.2021	07.05.2021	14.05.2021	30.06.2021	31.07.2021	30.09.2021
Stopa lombardowa NBP	%	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Stopa referencyjna NBP	%	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Stopa depozytowa NBP	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
WIBOR 3M	%	0,21	0,21	0,21	0,20	0,20	0,20
Obligacje skarbowe 2L	%	0,05	0,06	0,11	0,15	0,15	0,20
Obligacje skarbowe 5L	%	0,90	0,91	1,31	0,85	0,80	0,75
Obligacje skarbowe 10L	%	1,70	1,67	1,89	1,90	1,85	1,80
PLN/EUR	PLN	4,57	4,58	4,53	4,48	4,45	4,46
PLN/USD	PLN	3,77	3,79	3,74	3,72	3,71	3,73
PLN/CHF	PLN	4,15	4,17	4,14	4,11	4,08	4,10
USD/EUR	USD	1,20	1,22	1,21	1,21	1,20	1,20
Stopa Fed	%	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	0,20	0,20	0,25
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	-0,50	-0,50	-0,50
LIBOR CHF 3M	%	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	1,63	1,58	1,63	1,55	1,50	1,45
Obligacje skarbowe GER 10L	%	-0,20	-0,22	-0,13	-0,15	-0,20	-0,25

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.