

KOMENTARZ TYGODNIOWY

11 kwietnia 2022

Na globalnym rynku pogorszenie nastrojów, rynek krajowy zdominowany jastrzębią polityką RPP.

- Miniony tydzień przyniósł wyraźne pogorszenie globalnych nastrojów rynkowych. Kontynuacja działań wojennych na Ukrainie i spadek nadziei na szybkie zakończenie konfliktu były głównym powodem słabszych nastrojów rynkowych. Jednocześnie dodatkowo na pogorszenie nastrojów wpłynęło nałożenie przez UE kolejnych sankcji na Rosję, w tym sankcji finansowych i transportowych, a przede wszystkim zapowiedź zakazu importu węgla i ograniczenia importu ropy w średnim okresie, co dodatkowo podbiło ryzyko związane z cenami surowców energetycznych i ich wpływem na aktywność gospodarczą.
- Poza samym konfliktem wojennym, silnie negatywnie na nastroje rynkowe oddziaływały obawy przed silniejszym spowolnieniem aktywności gospodarczej w Chinach (znacząca skala *lockdownu* w reakcji na skokowy wzrost liczby zachorowań na COVID-19) oraz publikację stenogramu z marcowego posiedzenia FOMC wskazującą na gotowość Fed do szybszego tempa zacieśnienia polityki pieniężnej.
- Zgodnie ze stenogramem FOMC jest gotów na zwiększenie skali podwyżek stóp (do 50 pkt. baz. podczas jednego posiedzenia), jednocześnie już w maju można oczekiwać zapowiedzi rozpoczęcia redukcji sumy bilansowej Fed i to w skali większej (95 mld USD miesięcznie) wobec powszechnych oczekiwań rynkowych.
- Publikacja stenogramu FOMC poskutkowała silnym wzrostem rentowności obligacji skarbowych USA, w szczególności na dłuższym końcu krzywej (wzrost rentowności 10-latek o ponad 30 pkt. baz. do 2,70%), co jest związane z informacjami dot. polityki redukcji Fed, a nie odzwierciedla (poprzez ponowne dodatnie nachylenie krzywej) ograniczenia ryzyka recesji. Przy dużo mniej jednoznacznych perspektywach polityki EBC (negatywne konsekwencje dla wzrostu gospodarczego polityki handlowej oraz energetycznej strefy euro) skala wzrostu rentowności obligacji w Niemczech była sporo mniejsza, rentowność papierów 10-letnich wzrosła o 15 pkt. baz. do 0,70%.
- Wzrost rentowności obligacji skarbowych postępował pomimo korekt cenowych na rynku surowców, gdyż wciąż ceny surowców utrzymują się na podwyższonym poziomie. W skali tygodnia cena ropy naftowej typu Brent obniżyła się o kolejne ok. 5 USD do 100 USD / baryłkę, ceny gazu w Europie spadły o blisko 20% do 100 EUR/MWh). Spadki cen surowców w większym stopniu były efektem oczekiwań na spowolnienie aktywności niż powstrzymywały oczekiwania na zacieśnienie polityki pieniężnej na świecie.
- Te oczekiwania spadku aktywności silnie podbiły w minionym tygodniu publikacja dużo słabszych danych dot. indeksów PMI w Chinach, w tym silny spadek indeksu PMI dla usług do 42 pkt. oraz tzw. miękki dane dot. wyraźnego spadku przychodów z usług turystycznych oraz transportowych w I kw. br.

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

- W rezultacie w skali tygodnia globalny indeks giełdowy MSCI obniżył się o 1,1%, w tym o 1,5% w USA, 1,3% w strefie euro oraz 1,2% w przypadku indeksów rynków wschodzących, przy wyraźnych spadkach we wszystkich grupach geograficznych. Słabsze globalne nastroje wzmocniły notowania dolara (o 0,7% w ujęciu do koszyka walut) oraz osłabiły kurs wspólnej waluty (o 1,0%), co obniżyło kurs euro wobec dolara do 1,085 USD/EUR.
- Krajowy rynek finansowy w minionym tygodniu zdominowany był przez [większą od oczekiwań podwyżką stóp procentowych o 100 pkt. baz. do 4,50% dla stopy referencyjnej](#) oraz generalnie „jastrzębim” wystąpieniem prezesa Głapińskiego podczas konferencji prasowej po posiedzeniu Rady. Prezes NBP powiedział, że podwyżka stóp była reakcją na wzrost CPI, nie miała charakteru wyprzedzającego i nie przesądza o przybliżeniu końca cyklu podwyżek. Dodął, że Rada będzie podejmować konieczne działania, tak aby inflacja „nie wymknęła się spod kontroli”. Według prezesa NBP Rada oczekuje wzrostu inflacji do czerwca i stopniowego jej spadku w II poł. roku, a ryzyko utrzymania się inflacji powyżej celu w horyzoncie projekcji jest bardzo wysokie. Jednocześnie prezes Głapiński podtrzymał bardzo optymistyczną ocenę perspektyw wzrostu gospodarczego. W kontekście kolejnych decyzji Rady prezes z jednej strony nie zapowiedział jednoznacznie podwyżki stóp na kolejnym posiedzeniu (co miało miejsce dotychczas), z drugiej strony wskazał na perspektywę dalszych podwyżek stóp nie wskazując także maksymalnego / bezpiecznego dla gospodarki poziomu, do którego stopy mogłyby wzrosnąć. Według prezesa NBP „stopa referencyjna na poziomie 4,50% nie jest wysoka”.
- Biorąc pod uwagę dotychczasową zdecydowaną adaptacyjną funkcję reakcji Rady oraz naszą prognozę wzrostu inflacji powyżej 12,5% do czerwca br. skorygowaliśmy nasz scenariusz stóp procentowych w 2022 r. i oczekujemy ich wzrostu do 6,0% w lipcu (3 podwyżki po 50 pkt. baz.). Nadal uważamy, że oczekiwane przez nas wyraźne schłodzenie koniunktury w II poł. roku wraz z wyhamowaniem bieżącej inflacji poskutkują zakończeniem cyklu podwyżek w połowie roku.
- Retoryka RPP poskutkowała dalszym skokowym wzrostem rentowności obligacji skarbowych o ponad 70 pkt. baz. na całej długości krzywej i wzrostem rentowności 10-latek do ponad 6,0%. W relacji do euro kurs utrzymywał się poniżej 4,65 PLN/EUR, niemniej osłabił się w relacji do koszyka walut, m.in. na skutek wzmocnienia notowań dolara. Silnie (o 3,0%) spadł się WIG.
- Na bieżący tydzień zaplanowane jest posiedzenie EBC. Jakkolwiek polityka EBC komplikuje się coraz bardziej (korekty w górę prognoz inflacji i w dół prognoz PKB), to do czerwca, kiedy Rada będzie podejmować decyzję dot. skali skupu aktywów w III kw., raczej rada będzie obserwować otoczenie i analizować dane w oczekiwaniu na czerwcową aktualizację prognoz EBC.
- W nadchodzącym tygodniu istotne dla inwestorów będą zapewne publikacje danych z Chin (dot. agregatów monetarnych i handlu zagranicznego) oraz dane z USA (marcowy wskaźnik CPI, indeks nastrojów konsumentów oraz dane dot. marcowej sprzedaży detalicznej). Jednocześnie, przy okresowo ograniczonej skali działań wojennych (bieżące przegrupowanie wojsk rosyjskich) oraz rozpoczynającym się Wielkim Tygodniem (piątek dniem wolnym od pracy w wielu europejskich krajach) aktywność rynkowa może być w bieżącym tygodniu ograniczona.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Saldo na rachunku obrotów bieżących w lutym (13 kwietnia)**

Oczekujemy, że w lutym na rachunku obrotów bieżących odnotowano deficyt w wysokości 1630 mln EUR wobec deficytu 64 mln EUR w styczniu. W lutym głównym czynnikiem pogorszenia wyniku jest sezonowy efekt ograniczenia nadwyżki w ramach rozliczeń z Budżetem UE (w lutym brak styczniowego efektu kumulacji napływu środków w ramach WPR jako rekompensaty dopłat bezpośrednich wypłacanych rolnikom jesienią). W niewielkim stopniu ten efekt będzie nasilony sezonowym efektem pogorszenia wyniku w handlu zagranicznym, te statystyki w dalszym ciągu pogarszają wysokie ceny importowanych surowców.

- **Posiedzenie Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego (14 kwietnia)**

Oczekujemy, że rada EBC utrzyma niezmienione stopy procentowe (0,0% dla stopy repo oraz -0,5% dla stopy depozytowej).

Choć sytuacja rady EBC robi się coraz bardziej trudna wraz z korektami w górę prognoz inflacji ale jednocześnie korektami w dół prognoz wzrostu gospodarczego, nie sądzimy, aby kwietniowe posiedzenie miało istotne znaczenie dla inwestorów. Zakładamy bowiem, że rada podtrzyma retorykę, że wszelkie decyzje będą ściśle zależne od napływających danych oraz prognoz, odsuwając wszelkie oceny i decyzje na czerwiec.

Póki co rada podtrzyma zadeklarowaną w marcu skalę skupu aktywów w II kw. i zapewne dopiero w czerwcu podejmie decyzję dot. skali tego skupu / jego ewentualnego zakończenia w III kw. Nie sądzimy także, aby prezes EBC wskazała na jakieś mocne przesłanki co do ruchów w zakresie stóp procentowych w II poł. roku biorąc pod uwagę utrzymującą się bardzo wysoką zmienność (np. cen surowców, nastrojów) oraz niepewność. Zakładamy, że prezes wskaże, że wszelkie większe analizy, oceny oraz decyzje Rada będzie podejmować na posiedzeniu czerwcowym dysponując najnowszymi projekcjami gospodarczymi.

- **Wskaźnik inflacji CPI w marcu – dane ostateczne (15 kwietnia)**

Oczekujemy, że w marcu wskaźnik roczny CPI wyniósł 10,9% r/r, zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS. Do marcowego wzrostu inflacji przyczynił się przede wszystkim szokowy wzrost cen surowców energetycznych i żywnościowych na rynku globalnym w reakcji na wojnę na Ukrainie. Najsilniejszy wpływ na wzrost indeksu CPI miał skokowy wzrost cen paliw (o blisko 30% m/m), który dodał do marcowego wskaźnika rocznego CPI 1,2 pkt. proc. Dodatkowo silny wzrost cen niektórych produktów żywnościowych w reakcji na wojnę na Ukrainie (zboża, mięso, oleje) poskutkowało silnym wzrostem cen detalicznych żywności (o 2,2% m/m), podwyższając wskaźnik roczny CPI w marcu o blisko 0,5 pkt. proc. Dodatkowo wyraźnie wzrosły ceny nośników energii (kolejne +0,5 pkt. proc. wzrostu inflacji). **Według naszych szacunków w marcu wzrósł też wskaźnik inflacji bazowej w okolicie 7,1 – 7,2% r/r** wobec 6,7% w lutym. (publikacja NBP we wtorek 19.04).

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 12 kwietnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
11:00	DE	Indeks koniunktury ZEW, kwiecień	-39,3 pkt.	-48,5 pkt.	-
14:30	US	Inflacja CPI, marzec	7,9% r/r	8,4% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy, marzec	6,4% r/r	6,6% r/r	-
środa 13 kwietnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
-	CHN	Eksport / import, marzec	6,2% r/r / 10,4% r/r	13,0% r/r / 8,4% r/r	-
14:30	US	Sprzedaż detaliczna, marzec	0,3% m/m	0,6% m/m	-
czwartek 14 kwietnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
13:45	EMU	Posiedzenie rady EBC	-0,5% / 0,0%	-0,5% / 0,0%	-0,5% / 0,0%
14:30	EMU	Konferencja prasowa po posiedzeniu rady EBC	-	-	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 09.04	166 tys.	173 tys.	-
16:00	US	Wskaźnik nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan, kwiecień (wst.)	59,4 pkt.	59,0 pkt.	-
piątek 15 kwietnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	Inflacja CPI, marzec (ost.)	10,9% r/r (wst.)	-	10,9% r/r
14:30	US	Indeks koniunktury w okręgu Nowy Jork, kwiecień	-11,8 pkt.	1,0 pkt.	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa, marzec	0,5% m/m	0,4% m/m	-

* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

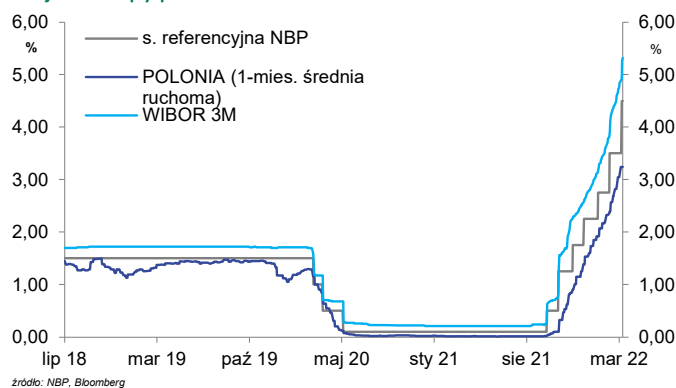
Miesięczny kalendarz publikacji danych

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	-64 mln EUR		-1630 mln EUR
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	marzec	15.04	10,9% r/r (wst.)		10,9% 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		8,1% 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%

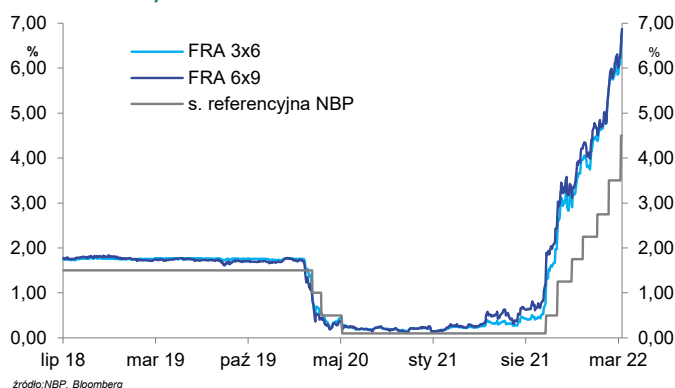
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	marzec	1.04	750 tys.	431 tys.	
Stopa bezrobocia	US	marzec	1.04	3,8%	3,6%	
Indeks koniunktury ISM - przemysł	US	marzec	1.04	58,6 pkt.	57,1 pkt.	
Indeks koniunktury ISM - usługi	US	marzec	5.04	56,5 pkt.	58,3 pkt.	
Wskaźnik inflacji CPI	US	marzec	12.04	7,9% r/r		8,4% 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

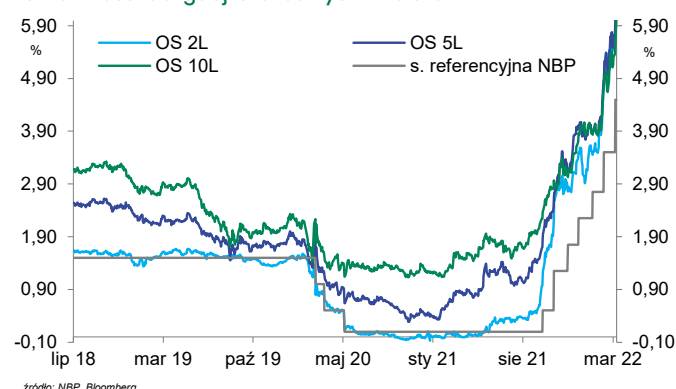
Krajowe stopy procentowe



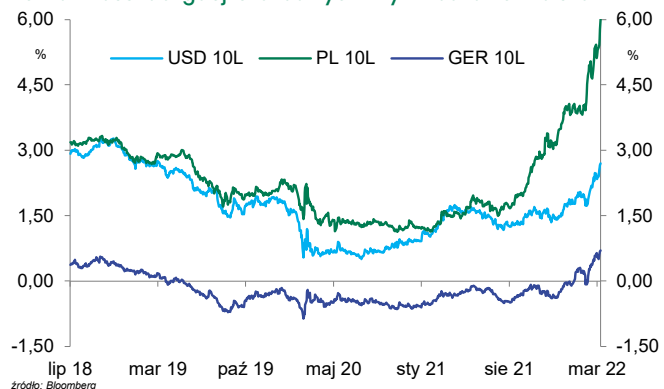
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



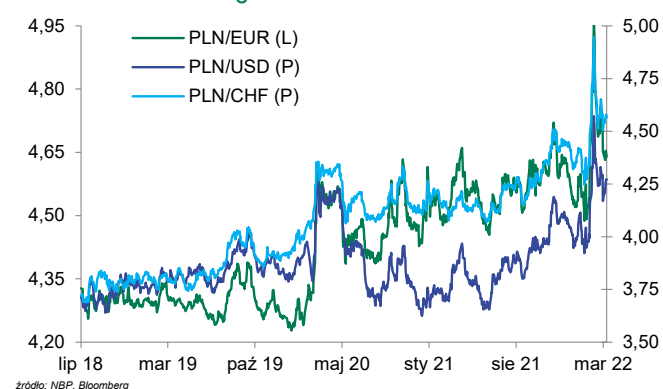
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



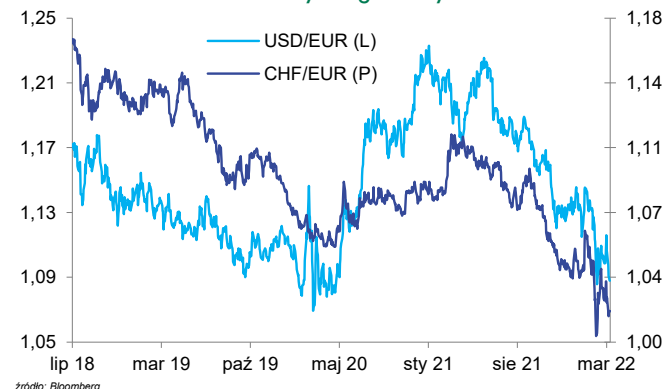
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



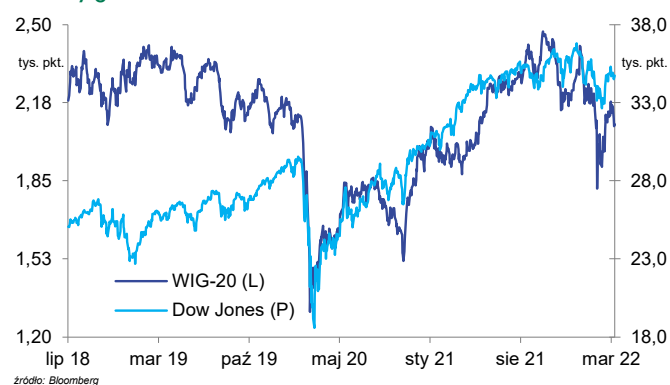
Notowania kursu złotego



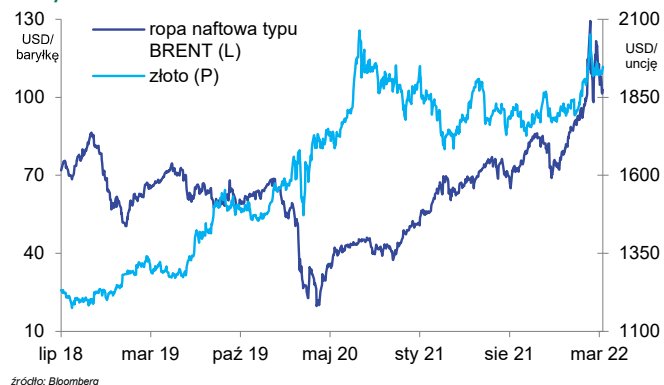
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

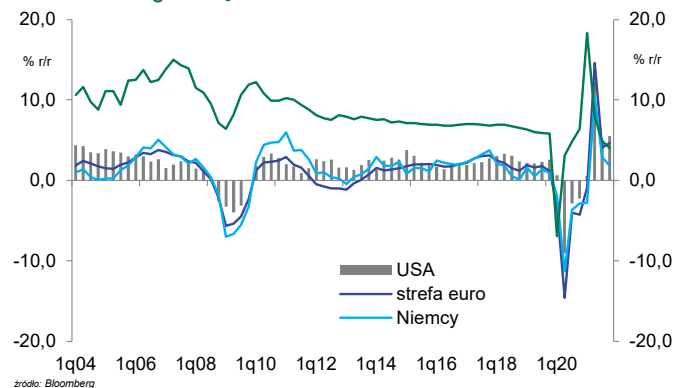


Ceny surowców

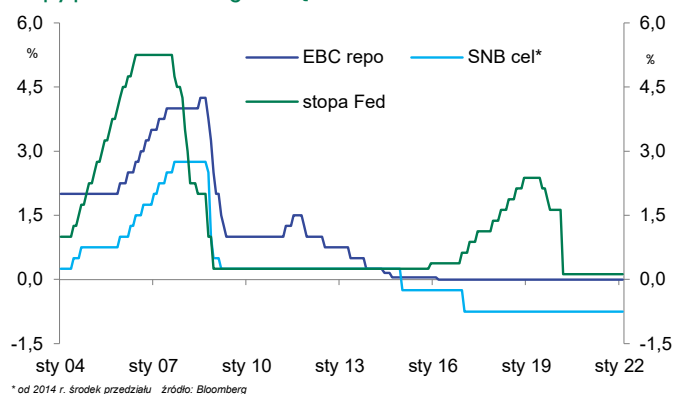


Sfera realna

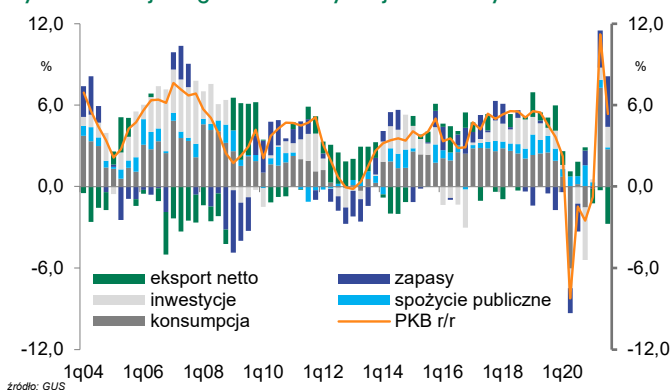
Wzrost PKB za granicą



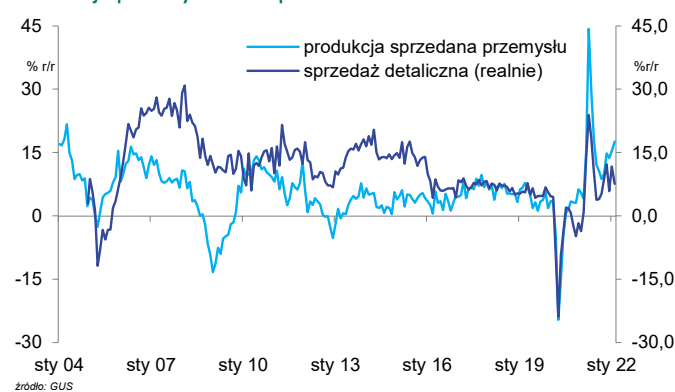
Stopy procentowe za granicą



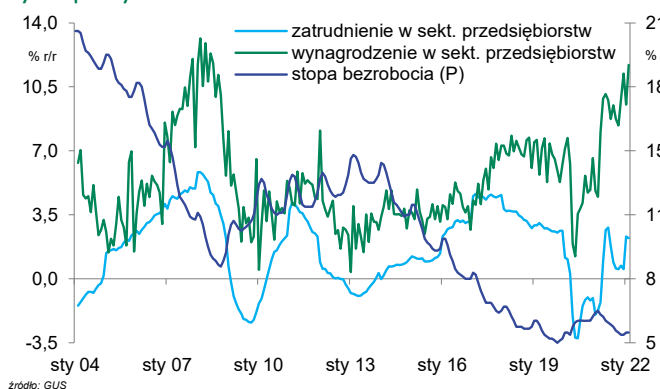
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



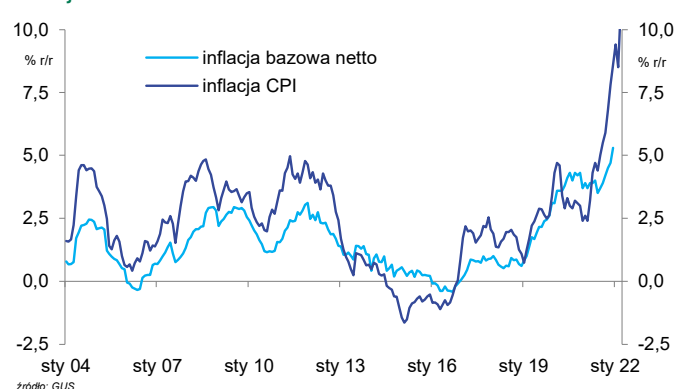
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



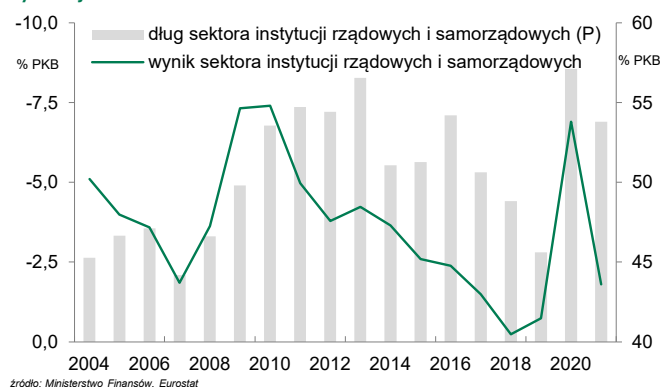
Rynek pracy



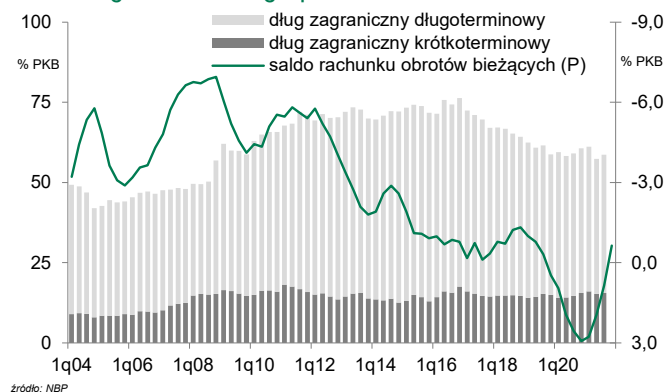
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.03.2022	01.04.2022	08.04.2022	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	4,84	5,32	5,45	5,75	6,00
Obligacje skarbowe 2L	%	5,45	5,59	6,33	6,25	6,25	6,20
Obligacje skarbowe 5L	%	5,51	5,71	6,54	6,30	6,30	6,15
Obligacje skarbowe 10L	%	5,15	5,31	6,00	5,85	5,80	5,75
PLN/EUR	PLN	4,65	4,64	4,64	4,60	4,60	4,59
PLN/USD	PLN	4,18	4,20	4,27	4,18	4,18	4,17
PLN/CHF	PLN	4,52	4,54	4,57	4,54	4,53	4,51
USD/EUR	USD	1,11	1,11	1,09	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	2,38	2,70	2,60	2,55	2,50
Obligacje skarbowe GER 10L	%	0,54	0,55	0,70	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.