

KOMENTARZ TYGODNIOWY

6 czerwca 2022

Oczekiwania na zacieśnienie polityki pieniężnej osłabiają globalne nastroje. W tym tygodniu posiedzenia RPP i EBC.

- W minionym tygodniu inwestorzy globalni próbowali podtrzymać wcześniejszy pozytywny sentyment, niemniej zabrakło siły popytu na aktywa o wyższym profilu i ostatecznie ich ceny lekko obniżyły się w skali tygodnia.
- Indeks MSCI dla rynku globalnego obniżył się o 0,7%, przy spadku rynku w USA o 1,2% oraz strefy euro o 0,8%. Lepiej w minionym tygodniu radziły sobie rynki wschodzące, korzystające jeszcze z wcześniejszego ograniczenia obaw przed silnym zaostrzeniem polityki pieniężnej w USA oraz z silniejszego od oczekiwań odreagowaniu majowych indeksów koniunktury PMI w Chinach. Indeks MSCI EM wzrósł w skali tygodnia o 1,6%.
- Tak jak zestaw danych z tygodnia wcześniejszego został oceniony przez rynki pozytywnie jako ograniczający ryzyko zbyt silnego zaostrzenia polityki pieniężnej Fed, tak inwestorzy inaczej zareagowali na publikację majowych danych z rynku pracy w USA. Piątkowe dane wskazały na nieco silniejszy od oczekiwań wzrost liczby miejsc pracy (390 tys.), stabilną solidną dynamikę wynagrodzeń 5,2% r/r oraz co prawda wyższą stopę bezrobocia (3,6%), niemniej z powodu wzrostu aktywności zawodowej. Te dane w połączeniu z wciąż solidnymi danymi dot. indeksów ISM (mocniejszym od oczekiwań dla przemysłu 56,1 pkt. i słabszymi w usługach 55,9 pkt.) zostały zinterpretowane jako wspierające silniejszą skalę zacieśnienia polityki monetarnej Fed. Wobec w dłuższym okresie nieuniknionego spowolnienia aktywności taka opcja oceniane jako dodatkowy czynnik ryzyka dla perspektyw gospodarczych.
- Obawy te dodatkowo mogły wzmacniać utrzymujące się drugi tydzień z rzędu wysokie ceny ropy naftowej (117 USD/baryłkę), po ocenionej przez rynki jako niewystarczającej deklaracji OPEC+ o zwiększeniu skali wydobycia ropy w okresie wakacyjnym.
- W rezultacie w minionym tygodniu rentowności obligacji skarbowych w USA wzrosły o ponad 15 pkt. baz. (dla 10-letnich papierów), choć utrzymały się one wyraźnie poniżej dotychczasowego lokalnego maksimum. Na wartości zyskał także lekko dolar w relacji do euro w kierunku 1,07 USD/EUR wobec blisko 1,08 tydzień wcześniej.
- W przypadku rynku niemieckiego wzrosty rentowności były jeszcze większe (blisko 30 pkt. baz. dla obligacji 10-letnich) i na poziomie 1,27% przebiły ostatnie maksimum. Wzrost ten wywołała ubiegłotygodniowa publikacja wstępnego szacunku majowej inflacji HICP w strefie euro na poziomie 8,1% r/r, która silnie przebiła oczekiwania rynkowe. Dane inflacyjne „przykryły” bardzo słabe dane dot. kwietniowej sprzedaży detalicznej w Niemczech, na nowo otwierając temat ewentualnej podwyżki stóp procentowych EBC w lipcu o 50 pkt. baz.
- Na krajowym rynku lepsze nastroje raczej utrzymywały się, być może nadal pod wpływem zatwierdzenia przez Komisję Europejską polskiego KPO. Kurs

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

złotego pomimo mniej sprzyjającego otoczenia globalnego utrzymał się poniżej poziomu 4,60 PLN/EUR. Indeks WIG wzrósł w skali tygodnia o 1,0%.

- Rynek stopy procentowej w większym stopniu reagował na publikacje krajowych danych makroekonomicznych, majowego szacunku *flash* inflacji CPI oraz struktury wzrostu PKB w I kw. br. Wydaje się, że kombinacja solidnego wzrostu papierów 2-letnich o 25 pkt. baz. oraz lekkiego obniżenia rentowności obligacji 10-letnich, jak również odwrócenia kształtu krzywej, mogła wynikać z publikacji z jednej strony wyższego wzrostu inflacji CPI a z drugiej strony – słabej struktury wzrostu PKB.
- [W maju inflacja CPI](#) wzrosła do 13,9% r/r z 12,4% w kwietniu, przy niższym od naszych oczekiwań wzroście cen żywności, silniejszym wzroście cen paliw, a przede wszystkim wyższym wzroście inflacji bazowej w okolice 8,6% r/r. Jednocześnie bieżący, dynamiczny wzrost cen paliw zdecydowanie zwiększa ryzyko przesunięcia w górę poziomu czerwcowej inflacji CPI wyraźnie powyżej 15% r/r.
- W przypadku danych [PKB](#) – jakkolwiek dynamika na poziomie 8,5% r/r wygląda imponująco, to jednak biorąc pod uwagę sprzyjający efekt bazy odniesienia, w przede wszystkim fakt wzrostu kontrybucji zapasów w I kw. do 7,7 pkt. proc., trudno te dane oceniać jako pozytywne (o ile w kolejnych miesiącach GUS nie zrewiduje tej struktury). W I kw. w ujęciu zmian kwartalnych, oczyszczonych z sezonowości miał miejsce słaby wzrost spożycia gospodarstw domowych i silny spadek wartości eksportu. Te słabsze dane potwierdzają, że wraz z wygasaniem efektu kumulacji przez firmy zapasów (wraz z wygasaniem okresu budowy zapasów w ramach postpandemicznych strukturalnych zmian) i wygasaniem efektów bazy, dynamika PKB w II połowie roku gwałtownie się osłabi.
- W tym tygodniu najistotniejszym wydarzeniem na krajowym rynku będzie śródowe posiedzenie RPP. Biorąc pod uwagę dotychczasową funkcję reakcji Rady i kontynuację dynamicznego wzrostu inflacji w maju, podtrzymujemy naszą prognozę podwyżki stóp o 75 pkt. baz. do 6,0% dla stopy referencyjnej. Biorąc także oczekiwany kolejny skokowy wzrost inflacji czerwcowej oczekujemy utrzymania retoryki prezesa NBP na czwartkowej konferencji prasowej zapowiadającej kontynuację cyklu zacieśnienia polityki monetarnej.
- Na rynku globalnym inwestorzy będą oczekiwali na czwartkowe posiedzenie rady EBC, na którym powszechnie oczekuje się zapowiedzi zakończenia z końcem II kw. programu skupu aktywów i zasygnalizowania podwyżki stóp na posiedzeniu lipcowym. Większą niewiadomą pozostaje jedynie jak prezes Lagarde wypowie się w odniesieniu do oczekiwanej skali podwyżki stóp.
- Na ocenę średnioterminowych perspektyw polityki pieniężnej głównych banków centralnych wciąż w głównej mierze wpływać będą natomiast publikacje danych, w bieżącym tygodniu będą to: majowy wskaźnik inflacji CPI w USA (i weryfikacja utrzymania delikatnego trendu spadkowego inflacji) oraz dane dot. aktywności w niemieckim przemyśle (zamówienia i produkcja).

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (8 czerwca)**

Oczekujemy, że podczas śródogodowego posiedzenia Rada podwyższy stopy procentowe o 75 pkt. baz., w tym stopę referencyjną NBP do 6,00%.

Dotychczasowe decyzje Rady Polityki Pieniężnej miały wyraźnie adaptacyjny charakter – były funkcją skali zmian bieżącej inflacji. Rada decydowała się za zmiany stóp rzędu 50 pkt. baz., jeśli wzrost bieżącej inflacji nie przekraczał 1 pkt. proc., o 75 pkt. baz. jeśli wzrost inflacji był nieco silniejszy niż 1 pkt. proc., zaś o 100 pkt. baz., jeśli skala wzrostu bieżącej inflacji wyniosła ponad 2 pkt. proc. Kierując się tą prostą regułą **majowa zmiana inflacji o 1,5 pkt. proc. implikowałaby decyzję o podniesieniu stóp procentowych o 75 pkt. baz.** Wydaje się też, że dla RPP optymalnym jest kontynuowanie zacieśniania polityki monetarnej w dotychczasowym tempie, gdyż przy generalnych wyzwaniach komunikacyjnych Rady, większa przewidywalność decyzji RPP wydaje się wartością samą w sobie.

Konferencja prezesa NBP po posiedzeniu RPP zaplanowana jest na czwartek, 9 czerwca na g. 15.00.

- **Posiedzenie Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego (9 czerwca)**

Oczekujemy, że rada EBC utrzyma niezmienną stopę procentową (0,0% dla stopy repo oraz -0,5% dla stopy depozytowej). Prognozujemy natomiast, że na posiedzeniu rada zdecyduje o całkowitym zamknięciu z końcem miesiąca programu skupu aktywów.

Podczas czerwcowej konferencji prasowej kluczowym tematem będzie zapewne termin rozpoczęcia podwyżek stóp procentowych oraz rozważana przez członków Rady skala podwyżek. Biorąc pod uwagę bardzo silny wzrost bieżącej inflacji, utrzymujące się wyższe oczekiwania inflacyjne oraz solidną sytuację na rynku pracy strefy euro (budzącą obawy rady o wystąpienie efektów drugiej rundy) zakładamy, że prezes EBC podczas konferencji wyraźnie zaostrzy retorykę dot. perspektyw polityki pieniężnej. Zakładamy, że podczas konferencji droga do podwyżek stóp procentowych na posiedzeniu lipcowym zostanie otwarta i o ile nie dojdzie w kolejnych tygodniach do silniejszego pogorszenia danych ze sfery realnej, rada EBC podwyższy stopy procentowe.

Jednocześnie, biorąc pod uwagę wciąż utrzymujące się wyzwania dla perspektyw gospodarczych (m.in. recesja w niemieckim przemyśle) zakładamy, że rada będzie preferowała bardziej stonowane ruchy tj. podwyżki rzędu 25 pkt. baz. w większym stopniu przyspieszając termin podwyżek stóp niż silnie zwiększając ich skalę. Gdyby z komunikatu lub / i zniknęło określenie o „stopniowych” zmianach stóp procentowych, oznaczać to będzie przygotowywanie rynków na większą lipcową podwyżkę w skali 50 pkt. baz.

- **Saldo rachunku obrotów bieżących w kwietniu (13 czerwca)**

Oczekujemy, że w kwietniu deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniesie blisko 1,6 mln EUR, wyraźnie poniżej deficytu marcowego blisko 3,0 mld EUR. W kwietniu

oczekujemy sezonowej poprawy wyniku w handlu zagranicznym, choć wciąż jego wartość pozostanie niska ze względu na utrzymujący się efekt wysokich importowanych cen surowców i słabszego popytu zagranicznego ograniczającego wzrost wolumenu eksportu. W pozostałych kategoriach oczekujemy niewielkich, głównie sezonowych zmian wyniku. Przy założeniu naszej prognozy oczekujemy wzrostu 12-miesięcznego deficytu w obrotach bieżących do 2,7% PKB, wobec 2,2% po marcu.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 7 czerwca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle, kwiecień	-4,7% m/m	-0,6% m/m	-
środa 8 czerwca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa, kwiecień	-3,9% m/m	1,1% m/m	-
11:00	EMU	Wzrost PKB, I kw. (ost.)	0,3% kw/kw	0,3% kw/kw	-
-	PL	Decyzja RPP ws. poziomu stóp procentowych NBP	5,25%	6,00%	6,00%
czwartek 9 czerwca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
-	CHN	Eksport / import, maj	3,9% r/r / 0,0% r/r	8,0% r/r / 2,6% r/r	-
13:45	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych, czerwiec	-0,50% / 0,00%	-0,50% / 0,00%	-0,50% / 0,00%
14:30	EMU	Konferencja prasowa prezesa EBC po posiedzeniu rady EBC	-	-	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 4.06	200 tys.	206 tys.	-
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	-	-	-
piątek 10 czerwca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
3:30	CHN	Inflacja CPI, maj	2,1% r/r	2,3% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI, maj	8,3% r/r	8,2% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy, maj	6,2% r/r	5,9% r/r	-
16:00	US	Wskaźnik nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan, czerwiec (wst.)	58,4 pkt.	59,1 pkt.	-
poniedziałek 13 czerwca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących, kwiecień	-2970 mln EUR	-2330 mln EUR	-1598 mln EUR

* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

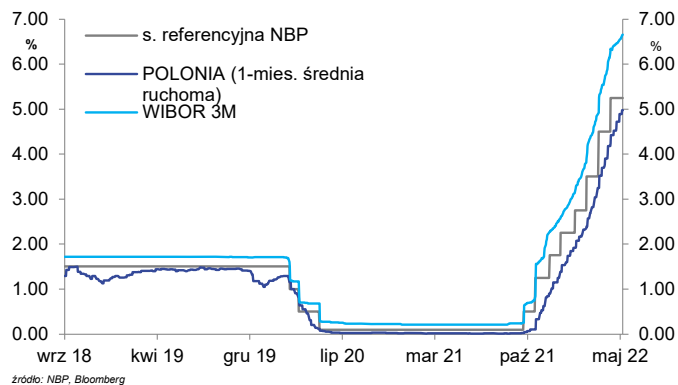
Miesięczny kalendarz publikacji danych

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		-1598 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		8,6% r/r
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	maj	21.06	2,8% r/r		2,8% r/r
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	maj	21.06	14,1% r/r		13,7% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	maj	21.06	13,0% r/r		15,2% r/r
Wskaźnik PPI	PL	maj	21.06	23,3% r/r		23,8% r/r
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	PL	maj	22.06	19,0% r/r		7,6% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	maj	22.06	9,3% r/r		8,0% r/r
Stopa bezrobocia	PL	maj	24.06	5,2%		5,1%

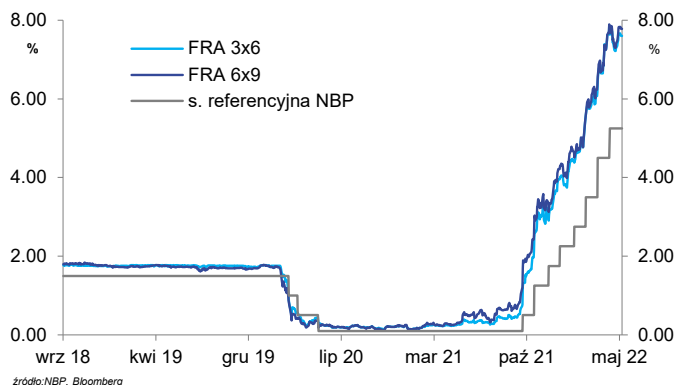
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI – przemysł	CHN	maj	1.06	46,0 pkt.	48,1 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	maj	1.06	55,4 pkt.	56,1 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	maj	3.06	436 tys.	390 tys.	
Indeks koniunktury ISM – 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		8,2% r/r
Posiedzenie FOMC	US	czerwiec	15.06	0,50-0,75%		1,00-1,25%
Produkcja przemysłowa	CHN	maj	15.06	-2,9% r/r		-1,0% r/r
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	czerwiec	23.06	54,6 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	czerwiec	23.06	56,1 pkt.		-
Wskaźnik inflacji PCE	US	maj	30.06	6,3% r/r		-
Wskaźnik inflacji HICP	EMU	czerwiec	30.06	8,1% r/r		-

Rynki finansowe

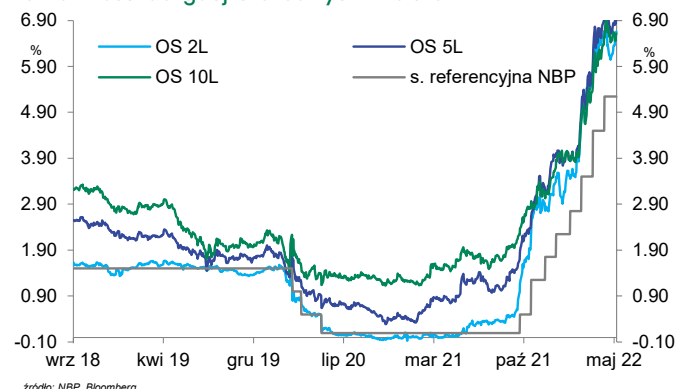
Krajowe stopy procentowe



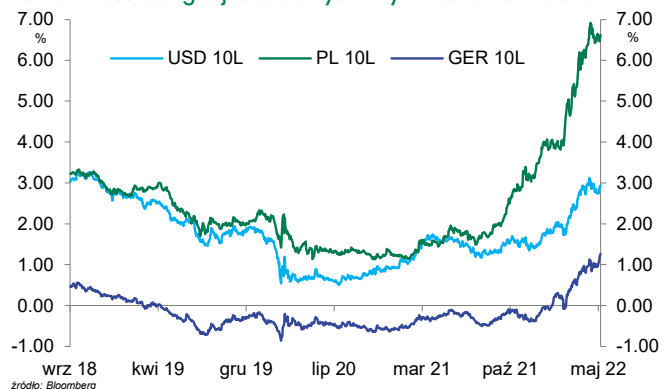
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



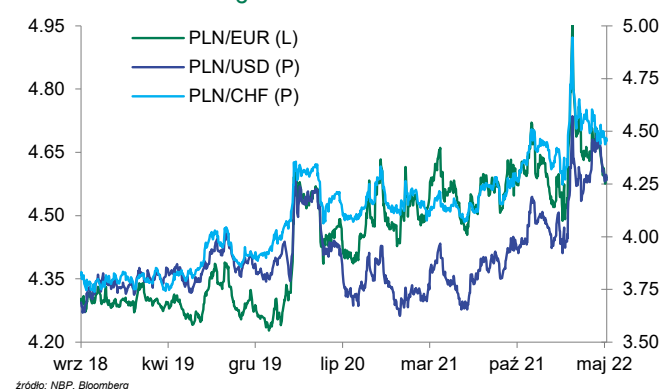
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



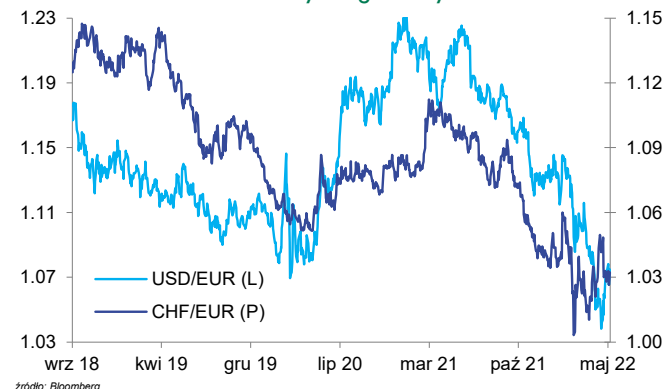
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



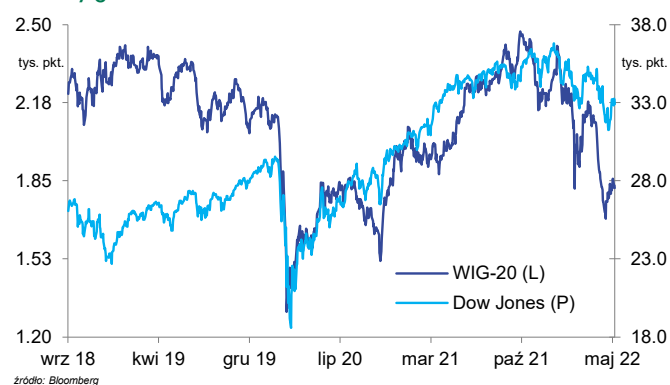
Notowania kursu złotego



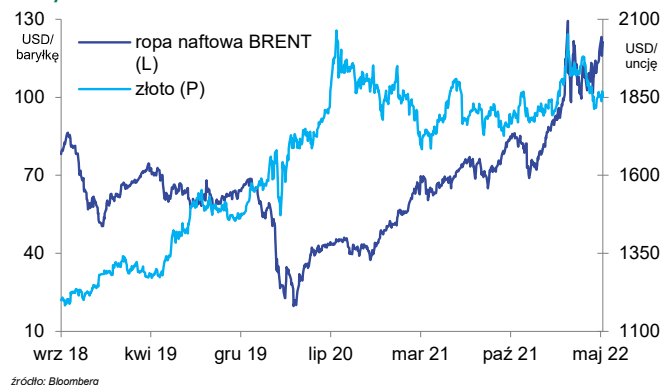
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

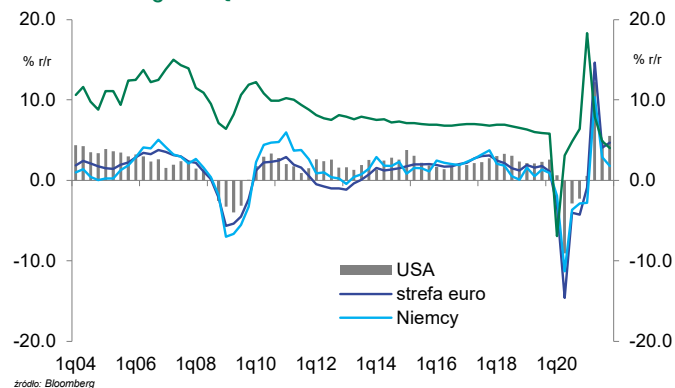


Ceny surowców

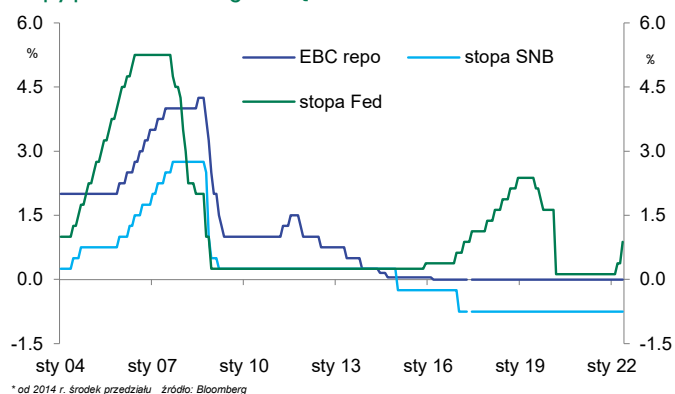


Sfera realna

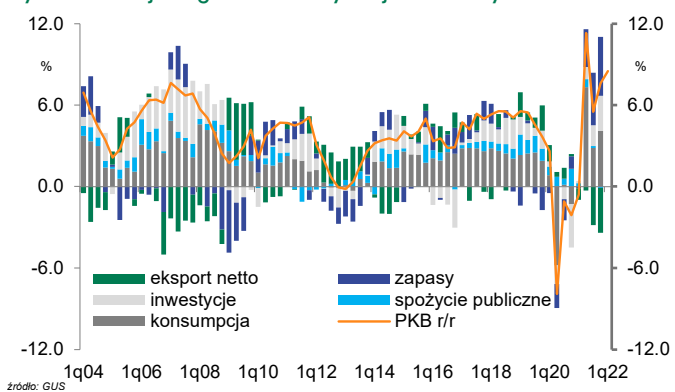
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



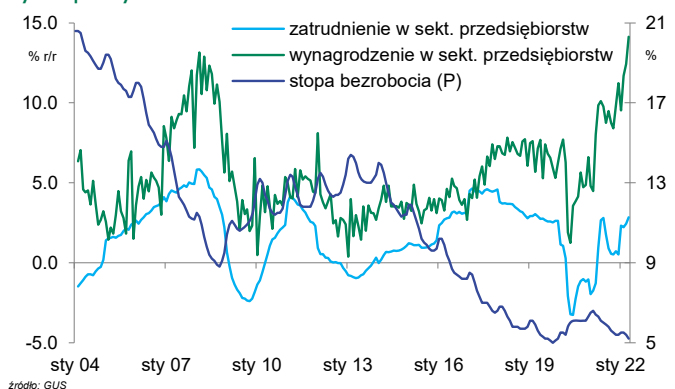
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



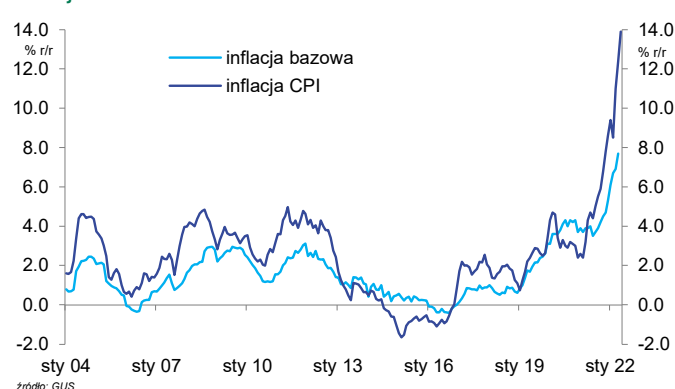
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



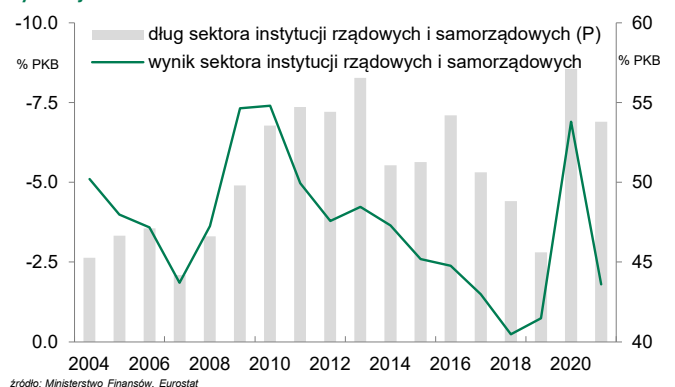
Rynek pracy



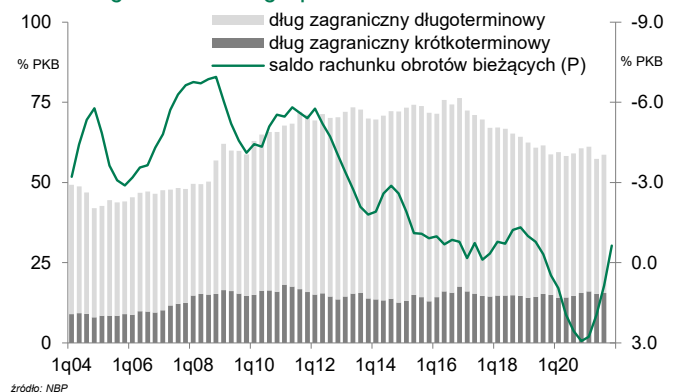
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.05.2022	27.05.2022	03.06.2022	30.06.2022	31.07.2022	30.09.2022
Stopa lombardowa NBP	%	5.75	5.75	5.75	6.50	7.00	7.00
Stopa referencyjna NBP	%	5.25	5.25	5.25	6.00	6.50	6.50
Stopa depozytowa NBP	%	4.75	4.75	4.75	5.50	6.00	6.00
WIBOR 3M	%	6.59	6.54	6.66	6.70	6.70	6.70
Obligacje skarbowe 2L	%	6.55	6.34	6.66	6.40	6.40	6.40
Obligacje skarbowe 5L	%	6.89	6.85	7.02	6.80	6.80	6.70
Obligacje skarbowe 10L	%	6.57	6.65	6.62	6.60	6.50	6.20
PLN/EUR	PLN	4.58	4.61	4.59	4.58	4.58	4.57
PLN/USD	PLN	4.27	4.30	4.27	4.28	4.28	4.25
PLN/CHF	PLN	4.44	4.48	4.45	4.48	4.49	4.46
USD/EUR	USD	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07	1.08
Stopa Fed	%	1.00	1.00	1.00	1.50	2.00	2.25
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	1.85	2.10	2.40
Stopa repo EBC	%	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25
EURIBOR 3M	%	-	-	-	-0.35	-0.30	0.15
SARON	%	-	-	-	-0.72	-0.72	-0.72
Obligacje skarbowe USD 10L	%	2.84	2.74	2.93	2.85	2.85	2.75
Obligacje skarbowe GER 10L	%	1.12	0.96	1.27	1.00	1.00	1.00

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.