

KOMENTARZ TYGODNIOWY

7 czerwca 2021

Na globalnym rynku utrzymują się pozytywne nastroje, krajowy rynek w oczekiwaniu na RPP.

Na globalnym rynku finansowym w minionym tygodniu utrzymywały się pozytywne nastroje. I choć skala wzrostu notowań akcji była już mniejsza niż przed tygodniem, to w wielu regionach indeksy akcyjne wrosły do historycznie wysokich poziomów.

Choć publikacje danych makroekonomicznych nie zaskakiwały wyjątkowo pozytywnie, to nie zmieniły oczekiwań dot. ożywienia aktywności w gospodarce globalnej, a jednocześnie nie podbiły oczekiwań na zaostrzenie polityki pieniężnej głównych banków centralnych, co z kolei stabilizowało ceny obligacji na rynkach bazowych.

Przy pozytywnych nastrojach globalnych lepszy od oczekiwań wynik PKB w I kw. wsparł warszawską giełdę i kurs złotego. Jednocześnie wzrosły rentowności obligacji skarbowych na krótkim końcu krzywej. Szybsze tempo wzrostu gospodarczego i skokowy wzrost inflacji CPI wsparły oczekiwania na zaostrzenie retoryki RPP w najbliższym czasie.

W bieżącym tygodniu dla rynku krajowego kluczowe będzie czerwcowe posiedzenie Rady oraz piątkowa konferencja prasowa prezesa NBP. Oczekujemy utrzymania parametrów polityki pieniężnej oraz raczej tonujących oczekiwań na zacieśnienie polityki monetarnej wypowiedzi prezesa NBP.

Na rynku globalnym najistotniejsza będzie publikacja majowego wskaźnika CPI w USA, po jego skokowym wzroście w kwietniu. Inwestorzy będą także wyczekiwać wyników czerwcowego posiedzenia rady EBC, choć wydaje się, że w ostatnim czasie ponownie wzrosły oczekiwania rynkowe, że rada EBC utrzyma swoje dotychczasowe łagodne stanowisko, czego oczekujemy.

W dłuższym horyzoncie nadal najważniejsze będą publikacje danych weryfikujące oczekiwania dot. tempa ożywienia gospodarki globalnej oraz skali wzrostu inflacji. Zakładamy, że sytuacja pandemiczna będzie miała ograniczony wpływ na sytuację rynkową, pod warunkiem zahamowania notowanego obecnie wzrostu zachorowań w Wielkiej Brytanii.

Pozytywne nastroje na globalny rynku finansowym utrzymują się...

- W minionym tygodniu sytuacja na globalnym rynku lekko poprawiła się, choć skala wzrostu cen aktywów o wyższym profilu ryzyka była wyraźnie niższa niż w tygodniu wcześniejszym. Inwestorzy jako pozytywne oceniali niższe ryzyko zacieśnienia polityki pieniężnej, gdyż ewentualne negatywne niespodzianki nie zachwiały generalnego przekonania dot. perspektywy przyspieszenia aktywności gospodarki. Jednocześnie w minionym tygodniu utrzymywały się stabilne poziomy rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, pomimo notowanego w trakcie tygodnia wzrostu cen ropy naftowej do poziomu 70 USD/baryłkę dla ropy BRENT. Przy lekkim wzroście cen ropy naftowej, dużo silniej obniżyły się natomiast w skali tygodnia ceny miedzi, które dynamicznie rosły przez kilka ostatnich miesięcy.
- W skali tygodnia globalny indeks akcji MSCI lekko wzrósł o 0,6%, przy zbliżonym wzroście indeksu w USA (0,6%) oraz strefie euro (0,7%). W przypadku amerykańskiego

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

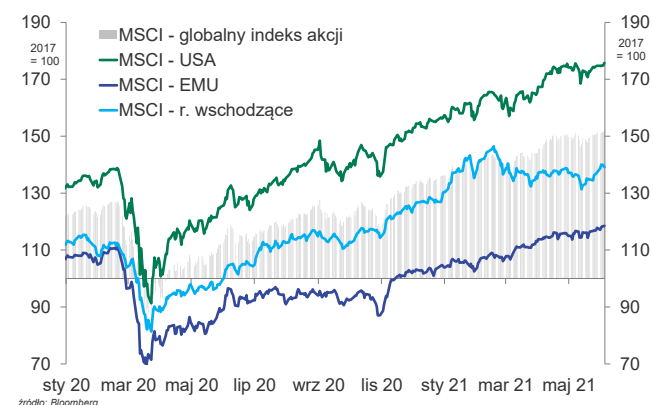
rynku przez większą część tygodnia przeważały minimalne spadki cen akcji jednak pozytywna ocena publikacji danych z rynku pracy pomogła zakończyć tydzień na amerykańskiej giełdzie na plusie. Dane nt. zatrudnienia nieznacznie słabsze od oczekiwań ograniczyły bowiem ryzyko wcześniejszego zacieśnienia polityki monetarnej Fed.

- Ten sam efekt sprzyjał także zapewne solidniejszym wzrostom cen akcji na rynkach wschodzących (o 1,3%), które nadal nadrabiają dystans do rynków rozwiniętych, po tym, jak we wcześniejszych tygodniach pozostawały od nich słabsze.
- Sytuacja na globalnym rynku walutowym była stabilna. W skali tygodnia kursy efektywne większości walut rezerwowych (w tym USD, EUR i CHF) odnotowały niewielkie zmiany. Na koniec tygodnia spadkiem kursu euro wobec dolara ukształtował się nieco poniżej 1,22 USD/EUR.
- Większe przekonanie inwestorów dot. ostrożnej postawy polityki pieniężnej głównych banków centralnych pozwoliła także ograniczyć wzrosty rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych zarówno amerykańskich, jak i niemieckich w minionym tygodniu praktycznie nie zmieniły się.

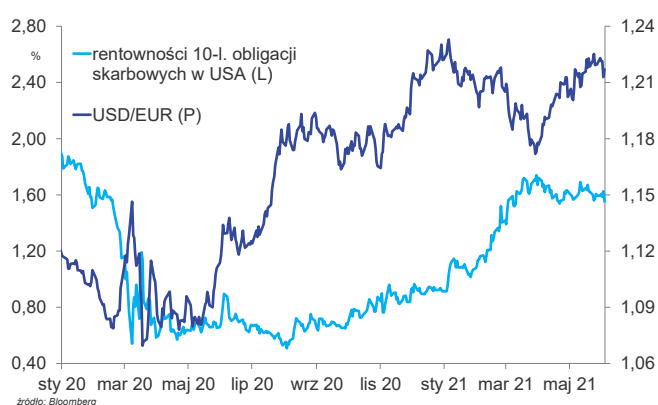
...pomimo braku jednoznacznie pozytywnych sygnałów w zakresie publikacji danych ze sfery realnej

- Opublikowane w minionym tygodniu dane makroekonomiczne jakkolwiek wspierają scenariusz solidnego ożywienia gospodarki globalnej wraz z ustępowaniem skutków pandemii, to już nie zaskakują pozytywnie co do skali tego ożywienia. Ponadto coraz wyraźniej widoczne są różnice sektorowe oraz geograficzne w zakresie tempa tego ożywienia.
- Najbardziej wyczekiwaną publikacją danych w tygodniu minionym były miesięczne dane z amerykańskiego rynku pracy. W maju liczba nowych etatów wzrosła o solidne 559 tys., kształtując się jednak poniżej prognoz rynkowych na poziomie 650 tys. oraz zdecydowanie poniżej świetnego marcowego wyniku blisko 800 tys. Tym samym średnia 6-miesięczna liczby nowych etatów wciąż nie rośnie dynamicznie, przy utrzymującym się wciąż dużo niższym niż przed pandemią wskaźniku aktywności zawodowej.

Korzystne nastroje na globalnym rynku finansowym utrzymują się...

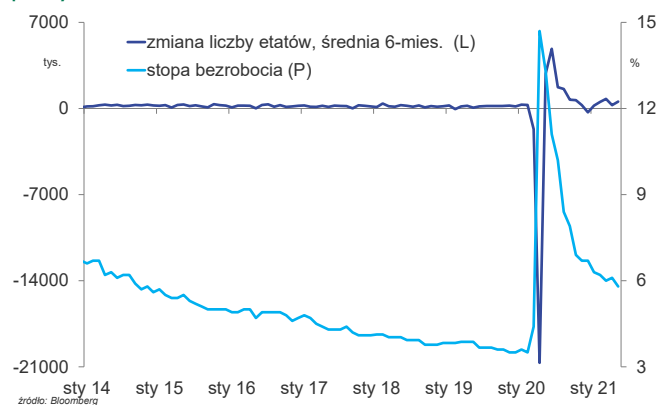


...stabilne notowania obligacji skarbowych

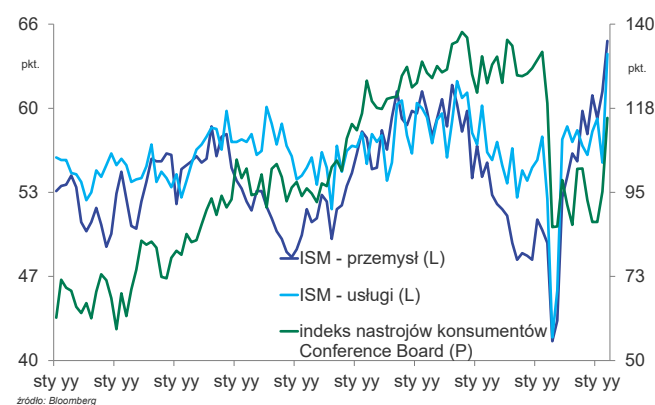


- Przy wciąż znaczącej skali osób pozostających poza rynkiem pracy, mniej pozytywnie ocenić należy dane wskazujące na dalszy spadek stopy bezrobocia w maju do 5,8% czy też kolejne tygodniowe spadki liczby nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych. Te dane bowiem w większym stopniu wskazują na wygasanie wcześniejszego pogorszenia sytuacji na rynku pracy niż na jej dynamiczną poprawę.
- Ta umiarkowana poprawa sytuacji na rynku pracy przekłada się na wolniejszą poprawę wskaźników nastrojów konsumentów, na które w coraz słabszym stopniu wpływa luzowanie polityki fiskalnej w I kw. br., a coraz ważniejsza staje się solidna poprawa sytuacji na rynku pracy. Jednocześnie ożywienie aktywności gospodarczej sprzyja poprawie nastrojów przedsiębiorstw, na co wskazują publikacje indeksów koniunktury gospodarczej ISM.
- W przypadku wskaźników koniunktury pogłębiają się różnice sektorowe, tj. indeksy dla przemysłu utrzymują się na podwyższonym poziomie (61,2 pkt. w maju), jednak poniżej lokalnych maksimum z I kw. br. Częściowo może to być pochodną szeroko problemów, które ma globalny przemysł w aspekcie ograniczeń dostaw komponentów oraz w obszarze transportu. Być może natomiast w części są już coraz bardziej efektem wolniejszego wzrostu popytu konsumpcyjnego na towary w warunkach otwierającego się sektora usług. W przypadku tego sektora majowy indeks ISM zaskoczył wyraźnie *in plus* notując dalszy solidny wzrost do 66,2 pkt. z 62,7 pkt. w kwietniu.
- Indeksy koniunktury z Chin wskazują z kolei na pogłębienie zróżnicowania regionalnego dot. tempa ożywienia aktywności. Majowe indeksy koniunktury w przemyśle wskazują na wyraźnie wolniejszą skalę ożywienia, poniżej lokalnych maksimum z końca 2020 r. Choć sektor usługowy także radzi sobie lepiej niż sektor przemysłu, to trudno mówić o tak solidnym ożywieniu jak w przypadku wskaźników dla USA czy Europy. Opublikowane dane wskazują raczej na ostrożność co do skali ożywienia popytu konsumpcyjnego. Tym samym globalne syntetyczne indeksy koniunktury są obecnie w decydującym stopniu wspierane wzrostem indeksów w USA oraz w Europie, przy wolniejszej ich poprawie w przypadku rynków wschodzących, co z kolei jest pochodną wolniejszego tempa szczepień i oczekiwań dot. tempa odmrażania aktywności w tych krajach.

Umiarkowane tempo poprawy sytuacji na amerykańskim rynku pracy...



...ogranicza poprawę nastrojów konsumentów, silna poprawa nastrojów przedsiębiorstw

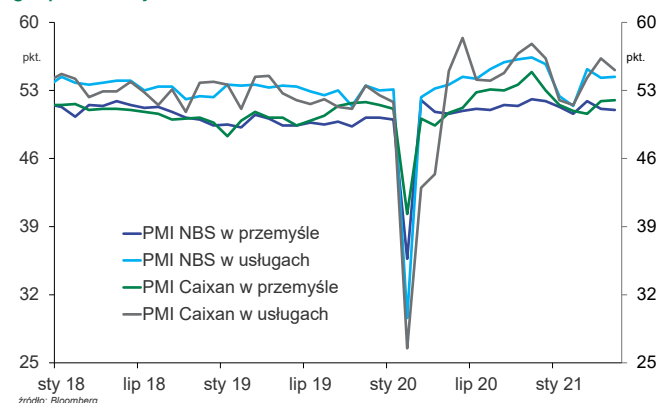


- Jednocześnie w przypadku gospodarki strefy euro, cały czas wyczekiwane są dane z II kw. weryfikujące, na ile „twarde” dane z gospodarki będą spójne z bardzo korzystnymi indeksami koniunktury, w szczególności w usługach. Póki co, dane zaskakują negatywnie (opublikowane w minionym tygodniu sprzedaż detaliczna w Niemczech i w strefie euro, wcześniejsze publikacje dot. produkcji przemysłowej w I kw.). Kluczowe będą informacje, jak od maja – wraz z pełniejszym otwarciem aktywności gospodarczej – będą radziły sobie europejskie gospodarki.
- Opublikowane w minionym tygodniu wstępne majowe dane dot. inflacji HICP w strefie euro nie zaskoczyły istotnie rosnąc minimalnie szybciej wobec prognoz. Indeks podstawowy HICP wzrósł do 2,0% r/r, głównie z uwagi na niższą bazę odniesienia dla cen paliw. Minimalnie szybciej od oczekiwań wzrósł też indeks bazowy, pozostając jednak na niskim poziomie 0,9% r/r.

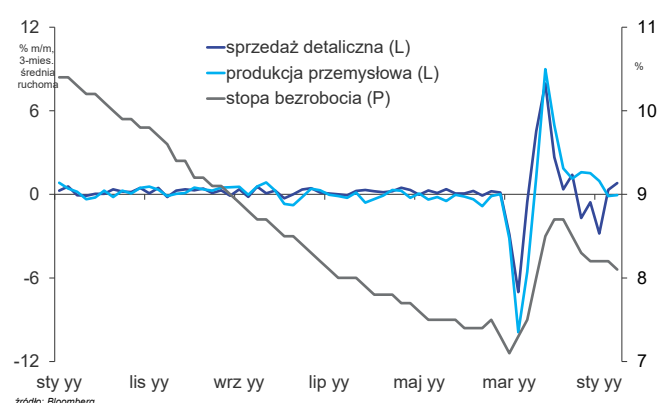
Zgodnie z oczekiwaniami solidny wzrost majowej inflacji w Polsce do tegorocznego maksimum

- Zgodnie z szacunkiem *flash* wskaźnik majowej inflacji CPI wzrósł do 4,8% r/r, nieznacznie poniżej naszej prognozy 4,9% r/r. Głównym czynnikiem wzrostu majowego wskaźnika były ceny paliw. Pomimo lekkiego miesięcznego spadku tych cen, pogłębienie spadku bazy odniesienia poskutkowało gwałtownym wzrostem rocznej dynamiki cen paliw do ponad 30% r/r.
- Lekko *in plus* w maju oddziaływała także żywność. Sądzymy, że za wzrostem dynamiki rocznej cen żywności stoi kontynuacja dynamicznego wzrostu cen mięsa drobiowego, a także warzyw i owoców w warunkach przesunięcia o kilka tygodni cyklu wegetacyjnego w związku z chłodną wiosną.
- Obszarem, który najbardziej skupia uwagę – ceny dóbr i usług zaliczanych do inflacji bazowej (tj. koszyk inflacyjny z wyłączeniem żywności i energii) nie zaskoczyły skalą zmian. Dysponując jedynie szacunkowymi danymi (publikacja pełnej struktury CPI w tygodniu kolejnym), możemy oszacować, że w maju wskaźnik inflacji bazowej był względnie stabilny i ukształtował się w przedziale 3,9% – 4,0% tj. w okolicach wyników z marca i kwietnia (3,9% r/r). Według naszych szacunków w skali miesiąca indeks inflacji bazowej wzrósł o 0,3%, czyli silniej niż przed rokiem, niemniej skala wzrostu nie sygnalizuje, póki co skokowego wzrostu cen kategorii silniej zależnych od popytu wraz rozpoczęciem w maju „otwieraniu” gospodarki po ostatnim lockdownie.

Wyraźne wyhamowanie wzrostów indeksów koniunktury gospodarczej w Chinach



W Europie wyczekiwana poprawa tzw. „twardych” danych ze sfery realnej po dynamicznym wzroście wskaźników koniunktury



- Oceniamy, że w maju inflacja osiągnęła lokalne maksimum. Przez większą część II połowy roku inflacja pozostanie wysoka – powyżej 4,0%, lecz ryzyko jej dalszego wzrostu ponad 5% jest ograniczone. Od czerwca efekt bardzo niskiej bazy odniesienia w przypadku paliw zacznie wygasać, co przy zakładanej stabilizacji cen ropy naftowej i mocniejszym złotym w relacji do dolara, przyczyni się do obniżenia dynamiki cen paliw pod koniec roku poniżej 15% r/r wobec obecnych ponad 30% r/r, ostabiając presję na wzrost CPI.

W I kw. siniej zaskoczyła publikacja PKB, w szczególności wzrost inwestycji

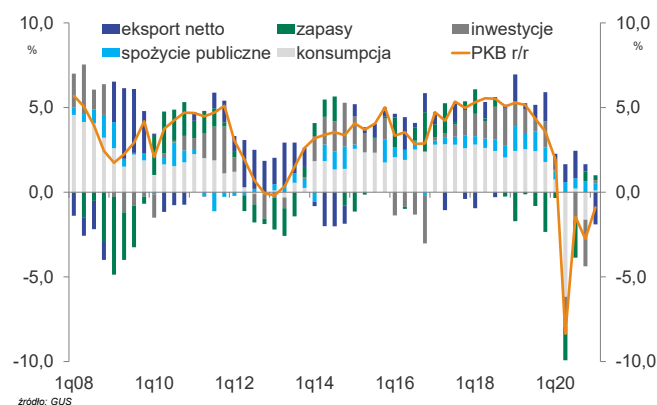
- Choć większą niepewność przed publikacją generowały dane inflacyjne, to ostatecznie bardziej zaskoczyła publikacja pełnego szacunku PKB za I kw. W I kw. PKB obniżył się o 0,9% r/r, mniej niż w szacunku *flash* GUS (-1,2% r/r) oraz wyraźnie mniej w porównaniu do naszych oczekiwań (-1,6% r/r) sprzed szacunku *flash*. Jednocześnie dużo silniej niż sama wartość PKB zaskoczyła struktura tego wzrostu, przy dodatniej dynamice popytu krajowego, a jednocześnie silnie ujemnej kontrybucji eksportu netto.

- W I kw. dynamika spożycia gospodarstw domowych wzrosła do dodatniego poziomu +0,2% r/r z -3,2% r/r. Co prawda już w I kw. na roczną dynamikę konsumpcji wpływały niższe bazy odniesienia, niemniej przy wciąż obowiązujących przez sporą część kwartału ograniczeniach w handlu oraz części usług zakładaliśmy silniejsze odbicie tej kategorii dopiero w II kw.

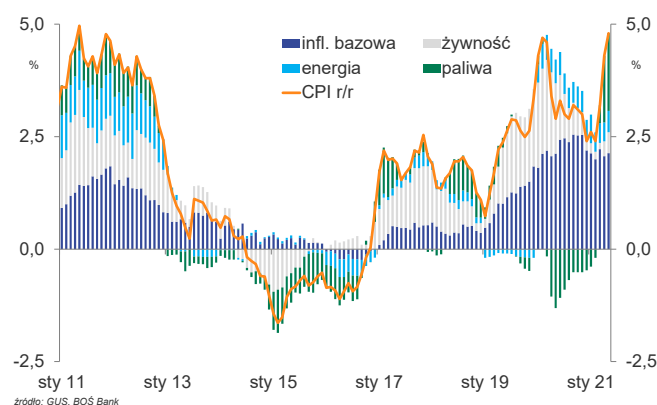
- W I kw. jeszcze silniej zaskoczyły natomiast nakłady brutto na środki trwałe, które wzrosły o 1,3% r/r, po spadku o 15,4% r/r w IV kw. 2020 r., wobec oczekiwań utrzymania spadku rządu 8% r/r w warunkach bardzo słabych danych dot. produkcji w budownictwie w I kw. Wciąż nie znamy pełnej struktury danych niezbędnych do wyciągania ostatecznych wniosków, przede wszystkim wyników inwestycji SFP.

- Dokładniejsza analiza danych dot. nakładów inwestycyjnych firm wskazuje natomiast, raczej na ich kumulację w pewnej grupie przedsiębiorstw niż ogólny trend przyspieszenia inwestycji w przedsiębiorstwach. W I kw. miał miejsce skokowy wzrost inwestycji spółek Skarbu Państwa (o 23% r/r, po nieoczekiwanym spadku o 4% r/r w IV kw. ub.r.). W ujęciu rodzajowym można wskazywać na kumulację w I kw. wydatków na środki transportu, w dużo mniejszym stopniu w maszyny i urządzenia oraz wciąż słabe wyniki inwestycji w obiekty budowlane.

W I kw. zaskakujące dobre wyniki PKB...



...przy zgodnym z oczekiwaniami wzroście majowej inflacji CPI



- W ujęciu sektorowym uwagę zwraca bardzo dobry wynik nakładów w sektorze transportu i gospodarki magazynowej (wzrost o ponad 66% r/r) oraz (w mniejszym stopniu) w administracji i działalności wspierającej. Dane te mogą wskazywać na kumulację wydatków inwestycyjnych na środki transportu np. na kolei.
- Jeżeli te wnioski okażą się słuszne, a jednocześnie inwestycje w środki transportu, maszyny i urządzenia byłyby towarami importowanymi, tłumaczyłoby to zaskakująco wysoki poziom importu w I kw. oraz ujemną kontrybucję eksportu netto we wzrost, choć należy przypomnieć, że na takie tendencje nie wskazywały miesięczne dane NBP dot. bilansu płatniczego.
- W naszych prognozach wskazywaliśmy na spory potencjał dla wkładu przedsiębiorstw publicznych we wzrost inwestycji w 2021 r. pomimo słabych danych z IV kw. Z kolei wyniki dot. nakładów inwestycyjnych w spółkach prywatnych wpisują się w scenariusz bardzo wolnego odradzania się popytu inwestycyjnego (wzrost dynamiki do 0% r/r głównie dzięki niższej bazie odniesienia). Jednocześnie zakładamy, że tak wysoki wzrost wydatków inwestycyjnych miał raczej charakter okresowy (szczególnie że nie dotyczył trwalszych projektów np. budowlanych w sektorze energetycznym). Oczywiście, lepsze dane będą podbijały wynik inwestycji w całym roku, niemniej nie w takiej skali, na jaką mogłyby wskazywać dane ogółem dot. inwestycji w I kw. Z ostateczną oceną wstrzymujemy się jeszcze do czasu publikacji danych dot. inwestycji sektora SFP z początkiem roku oraz danych ze sfery realnej (głównie produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa) za maj i czerwiec, niemniej w kolejnych kwartałach nie zakładamy utrzymania równie dynamicznego tempa wzrostu inwestycji (ponad 18% kw/kw po korekcie o sezonowość) jak w I kw.
- Według naszych szacunków wyższy punkt startowy oznacza natomiast korektę prognozy spożycia gospodarstw domowych w całym 2021 r., co łącznie z wyższym wzrostem PKB w I kw., podwyższa szacunek czterolecznego tempa wzrostu PKB do 4,5% r/r.
- Pomimo bardzo dobrego wyniku PKB za I kw. oraz wyższej prognozy czterolecznej pozostajemy ostrożni co do oczekiwanego tempa ożywienia aktywności gospodarczej przy zakładanym stopniowym hamowaniu dynamiki popytu zagranicznego, wraz ze stopniowym hamowaniem wzrostu globalnych indeksów koniunktury w przemyśle, jak również przy zakładanym powolnym ożywieniu inwestycji firm prywatnych oraz umiarkowanej poprawie sytuacji na rynku pracy wraz z wygasaniem pozytywnego wpływu pomocy publicznej.
- Ponadto dokładna struktura danych dot. wzrostu PKB w I kw. daje także pewne przesłanki do ostrożności, w tym wynik PKB po oczyszczeniu z wahań sezonowych na poziomie -1,6% r/r, spadek wartości dodanej o 1,3% r/r, lepsze od naszych oczekiwań wyniki w tych kategoriach wartości dodanej, które silniej negatywnie były dotknięte obostrzeniami, przy jednocześnie słabszych wynikach w sektorach mniej bezpośrednio dotkniętych tymi restrykcjami (finanse i ubezpieczenia oraz informacja i komunikacja).

Silniejszy wzrost PKB i wysoka majowa inflacja podbiły oczekiwania rynkowe na zacieśnienie polityki pieniężnej RPP

- Przy stabilnej sytuacji na rynku globalnym, opublikowane dane nt. gospodarki polskiej wsparły dotychczasowe trendy tj. wzrosty krajowej giełdy oraz lekką aprecjację złotego. W minionym tygodniu indeks WIG wzrósł o 1,0%, z kolei złoty zyskał

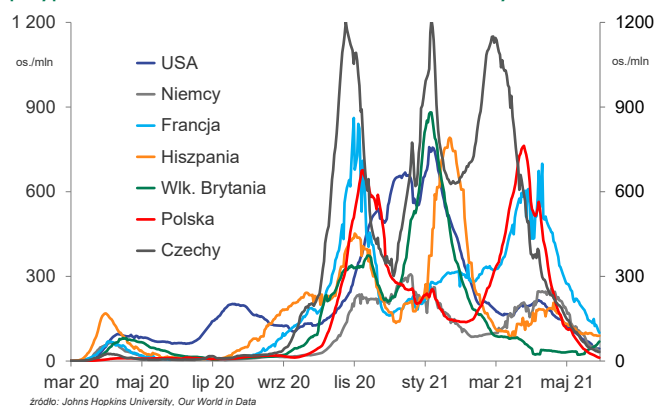
0,3% w relacji do koszyka walut, obniżając się głębiej poniżej 4,47 PLN/EUR oraz poniżej 4,10 PLN/CHF.

- Publikacje danych nt. polskiej gospodarki wzmocniły także rosnące w ostatnich dniach oczekiwania rynkowe na zaostrzenie retoryki RPP oraz polityki pieniężnej NBP w nadchodzących miesiącach. W efekcie przy stabilizacji rentowności obligacji skarbowych na dłuższym końcu krzywej w okolicach 1,85%, w minionym tygodniu o kolejne blisko 10 pkt. baz. wzrosły rentowności 2-letnich papierów, do 0,30% na koniec tygodnia.

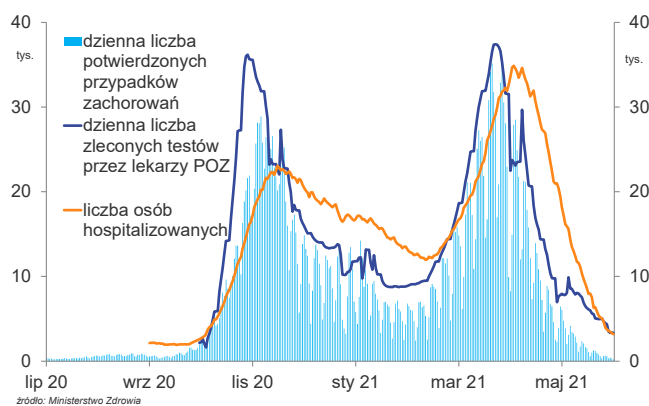
Stabilna sytuacja epidemiczna na świecie, w kolejnych tygodniach istotny rozwój sytuacji epidemicznej w Wielkiej Brytanii

- W minionym tygodniu nie zmieniła się ocena sytuacji epidemicznej – liczba nowych przypadków COVID-19 cały czas obniża się, przy utrzymującym się zróżnicowaniu tj. stabilnej sytuacji w USA oraz Europie oraz wciąż bardzo wysokich (choć poniżej maksimów) poziomach w krajach wschodzących.
- W Europie przy zdecydowanej większości krajów notujących spadek lub stabilizację na niskich poziomach liczby nowych zakażeń, silniejszy wzrost (ok. 50% w skali tygodnia) odnotowano natomiast w Wielkiej Brytanii, gdzie obecnie dominuje bardziej zaraźliwa indyjska mutacja wirusa. W dalszym ciągu wartość dzienna nowych zakażeń pozostaje bardzo niska na tle danych historycznych, stąd dopiero kolejne tygodnie pokażą, czy przy bardzo wysokim odsetku zaszczepionej populacji (ponad 75% osób dorosłych zaszczepionych 1 dawką i ponad 50% zaszczepionych w pełni) ten wzrost zatrzyma się, czy też utrzyma się i wpłynie na tempo znoszenia restrykcji.
- W Polsce liczba nowych przypadków COVID-19 obniżyła się do najniższego poziomu od września ubr., przy dalszym spadku hospitalizacji oraz zleceń na wykonanie testu przez lekarzy POZ. W przeliczeniu na liczbę mieszkańców obecnie Polska notuje jedne z niższych statystyk zachorowań w Europie. W minionym tygodniu dokonano niewielkiej korekty zmian w zakresie obostrzeń (zwiększono limit uczestników imprez okolicznościowych, limit obłożenia transportu publicznego), na bieżący tydzień zapowiedziano informacje dot. ewentualnych zmian w restrykcjach w okresie wakacyjnym.

W USA i większości europejskich krajów dalszy spadek nowych przypadków zakażenia COVID-19, wzrost w Wlk. Brytanii



W Polsce sytuacja epidemiczna najlepsza od września 2020 r.



W bieżącym tygodniu oczekiwane posiedzenie RPP, na rynku globalnym publikacje danych inflacyjnych z USA oraz posiedzenie EBC

- Dla rynku krajowego najważniejszym wydarzeniem nadchodzącego tygodnia będzie środowe posiedzenie RPP (9.06) oraz piątkowa (11.06) konferencja prasowa prezesa NBP Adama Glapińskiego.
- Choć zaskakująco silne wyniki PKB oraz wysoki wzrost inflacji CPI mogą być argumentami za zaostrzeniem retoryki Rady, na co wyraźniej wskazują tzw. „jastrzębi” członkowie RPP, to cały czas uważamy, że dla większości członków obecnie jest zbyt wcześnie na zapowiedź / dokonanie zaostrzenia polityki pieniężnej. Jeżeli faktycznie RPP w czerwcu nie zmieni parametrów polityki pieniężnej, nie zmieni się istotnie komunikat po posiedzeniu a prezes NBP podtrzyma jednoznaczne oczekiwania utrzymania stabilnych stóp do końca kadencji, można oczekiwać korekty spadkowej rentowności obligacji skarbowych, w szczególności na krótkim końcu krzywej dochodowości.
- Uwaga inwestorów globalnych będzie w bieżącym tygodniu skupiona na publikacji majowego wskaźnika inflacji CPI w USA, po tym jak w kwietniu inflacja zaskoczyła wyraźnie *in plus*. W warunkach utrzymującej się niepewności jak silne będzie ożywienie gospodarki oraz jak duże jest obecnie ryzyko inflacyjne, te dane będą bardzo istotne w poszukiwaniu informacji dot. siły oraz struktury wzrostu cen, co będzie weryfikować tezę dot. oceny okresowego charakteru bieżącego wzrostu inflacji oraz ostrożności w zakresie polityki pieniężnej Fed.
- Po dzisiejszej publikacji danych dot. kwietniowych zamówień w niemieckim przemyśle, które lekko rozczarowały, dla inwestorów istotne będą jeszcze jutrzejsze dane nt. niemieckiej produkcji przemysłowej.
- Na bieżący tydzień zaplanowane jest też posiedzenie rady EBC. Choć wyraźnie lepsze prognozy dot. średnioterminowego tempa wzrostu gospodarczego, bieżący oraz oczekiwany wzrost inflacji mogłyby poskutkować zaostrzeniem retoryki EBC, sądzimy, że z punktu widzenia rady EBC na takie działania jest obecnie zbyt wcześnie. W dalszym ciągu można bowiem zakładać okresowy charakter wzrostu inflacji, a zaostrzenie warunków finansowania w początkowej fazie ożywienia aktywności mogłoby silnie negatywnie wpłynąć na te perspektywy wzrostu.
- Zdecydowanie w tle publikacji danych pozostaną dane oraz informacje dot. sytuacji epidemicznej pod warunkiem ograniczonej skali dalszego wzrostu liczby nowych przypadków COVID-19 w Wielkiej Brytanii.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (9 czerwca)

Oczekujemy, że Rada nie zmieni parametrów polityki monetarnej, utrzymując stopy procentowe NBP na dotychczasowym poziomie (0,1% dla stopy referencyjnej NBP) oraz podtrzyma retorykę wskazującą na postawę *wait-and-see*.

Nie sądzimy by kwietniowy skokowy wzrost inflacji wpłynął na poglądy tych członków Rady, którzy dotychczas opowiadali się za stabilizacją stóp procentowych NBP na bieżącym poziomie przynajmniej do końca bieżącej kadencji większości członków RPP, które upływają w pierwszych miesiącach 2022 r. Sądzymy, że większość członków Rady ocenia, że bieżący wzrost inflacji ma charakter przejściowy i inflacja w średnim okresie powróci w okolice celu NBP. Ponadto, jak to wielokrotnie podkreślał prezes NBP Adam Glapiński, RPP podobnie jak największe banki centralne (Fed, EBC) jest gotowa do utrzymania przez dłuższy okres ultra-luźnych warunków monetarnych aby zapewnić silne ożywienie gospodarcze po recesji związanej z pandemią COVID-19.

Zapewne w nadchodzących miesiącach jeszcze wzrośnie zróżnicowanie poglądów wewnątrz Rady i „jastrzębi” członkowie RPP złożą wnioszek o podwyżkę stóp (choć prawdopodobnie jeszcze nie na najbliższym posiedzeniu, wstrzymując się do publikacji lipcowej projekcji NBP), niemniej obecny skład Rady nie daje mocnych przesłanek do oczekiwania na zacieśnienie polityki monetarnej w najbliższych miesiącach.

W piątek (11.06) zaplanowana jest konferencja prasowa prezesa NBP.

• Posiedzenie rady Europejskiego Banku Centralnego (22 kwietnia)

Oczekujemy, że na czwartkowym posiedzeniu rada EBC utrzyma niezmiennione parametry polityki pieniężnej w tym stopy procentowe (0,0% dla stopy repo oraz -0,5% dla stopy depozytowej) oraz skalę programu skupu aktywów.

Na posiedzeniu czerwcowym rada EBC będzie zapewne dyskutowała nt. tempa skupu instrumentów w ramach programu skupu aktywów PEPP, po tym jak w marcu zdecydowała o zwiększeniu w krótkim okresie skali tego skupu (nie zmieniając całościowych parametrów programu). Biorąc pod uwagę wciąż podwyższoną presję na zacieśnienie warunków finansowania w strefie euro oczekujemy, że wyższe tempo skupu zostanie utrzymane także w III kw. Pomimo prawdopodobnego podwyższenia średnioterminowych prognoz wzrostu PKB oraz krótkoterminowych prognoz inflacji, sądzimy że rada nie będzie obecnie skłonna do zmiany tempa skupu aktywów, taka zmiana mogłaby bowiem tym silniej dodatkowo poskutkować zacieśnieniem warunków finansowania, biorąc pod uwagę bieżącą sytuację rynkową.

Podczas konferencji prasowej zapewne spora część uwagi zostanie poświęcona trendom inflacyjnym oraz ożywieniu aktywności. W naszej ocenie, niezależnie od bieżącego wzrostu inflacji EBC utrzyma generalne łagodne przesłanie wskazując na dopiero rozpędzające się ożywienie aktywności, utrzymujące się ryzyka sytuacji epidemicznej oraz podażowy i najprawdopodobniej okresowy charakter bieżącego wzrostu inflacji.

- **Bilans płatniczy w kwietniu (14 czerwca)**

Oczekujemy, że w kwietniu na rachunku obrotów bieżących wystąpiła nadwyżka w wysokości 1674 mln EUR, wobec marcowej nadwyżki 997 mln EUR.

W warunkach skrajnie niskich baz odniesienia, bieżącej korzystnej sytuacji w przemyśle oraz odbicia cen ropy naftowej (wpływających na wartość importu) oczekujemy w kwietniu niezwykle dynamicznego wzrostu dynamik eksportu oraz importu (o ok. 60% r/r). Przy założeniu naszej kwietniowej prognozy 12-miesięczna nadwyżka w obrotach bieżących nieznacznie obniżyła się do 3,7% PKB z 3,8% notowanych po marcu.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 8 czerwca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa, kwiecień	2,5% m/m	0,7% m/m	-
11:00	DE	Indeks ZEW nastrojów gospodarczych	84,4 pkt.	85,0 pkt.	-
11:00	EMU	Wzrost PKB, I kw. (ost.)	-0,6% kw/kw (wst.)	-0,6% kw/kw	-
środa 9 czerwca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Inflacja CPI, maj	0,9% r/r	1,6% r/r	-
-	PL	Ogłoszenie decyzji RPP ws. poziomu stóp procentowych NBP	0,1%	0,1%	0,1%
czwartek 10 czerwca			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	Inflacja CPI, maj	4,2% r/r	4,6% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy, maj	3,0% r/r	3,4% r/r	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 12.06	385 tys.	370 tys.	-
piątek 11 czerwca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP	-	-	-
16:00	US	Wskaźnik nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan, czerwiec (wst.)	82,9 pkt.	83,8 pkt.	-
poniedziałek 14 czerwca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa, kwiecień	0,1% m/m	-	-
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących, marzec	997 mln EUR	1202 mln EUR	1674 mln EUR

* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

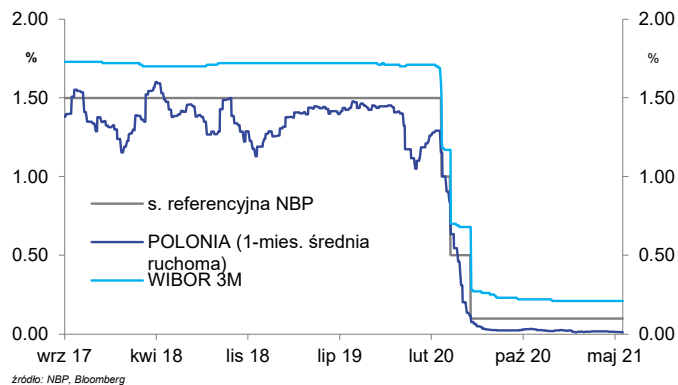
Kalendarz publikacji danych – maj

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	maj	1.06	53,7 pkt.	57,2 pkt.	
Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	PL	maj	1.06	4,3% r/r	4,8% r/r	
Posiedzenie RPP	PL	czerwiec	9.06	0,1%		0,1%
Saldo w obrotach bieżących	PL	kwiecień	14.06	938 mln EUR		1674 mln EUR
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	maj	15.06	4,8% r/r (wst.)		4,8% r/r
Inflacja bazowa po wyłączeniu żywności i energii	PL	maj	16.06	3,9% r/r		3,9% r/r
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	maj	18.06	9,9% r/r		9,8% r/r
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	maj	18.06	0,9% r/r		2,2% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	maj	21.06	44,5% r/r		29,0% r/r
Wskaźnik PPI	PL	maj	21.06	5,3% r/r		5,9% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	maj	22.06	-4,2% r/r		0,5% r/r
Sprzedż detaliczna (ceny stałe)	PL	maj	22.06	21,1% r/r		13,8% r/r
Stopa bezrobocia	PL	maj	24.06	6,3%		6,2%

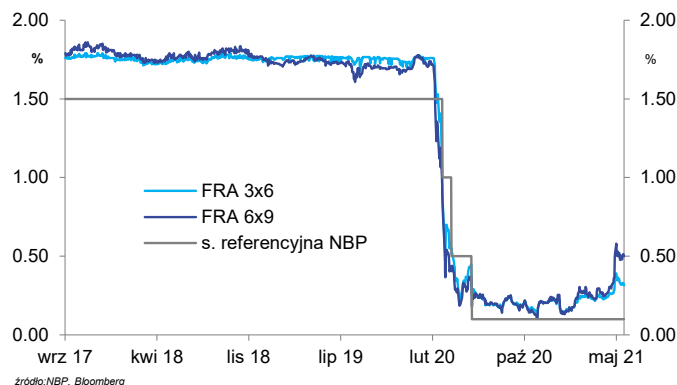
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	CHN	maj	1.06	51,9 pkt.	52,0 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	maj	1.06	60,7 pkt.	61,2 pkt.	
Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	CHN	maj	3.06	56,3 pkt.	55,1 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	maj	3.06	62,7 pkt.	66,2 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	maj	4.06	278 tys.	559 tys.	
Stopa bezrobocia	US	maj	4.06	6,1%	5,8%	
Posiedzenie rady EBC	EMU	czerwiec	10.06	0,0% / -0,50%		0,0% / -0,50%
Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	US	maj	10.06	3,0% r/r		3,4% r/r
Produkcja przemysłowa	CHN	maj	15.06	9,8% r/r		-
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	czerwiec	23.06	62,8 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	czerwiec	23.06	55,1 pkt.		-
Wskaźnik inflacji bazowej HICP (wst.)	EMU	czerwiec	30.06	-		-
Wskaźnik inflacji bazowej PCE	US	maj	25.06	3,1% r/r		-

Rynki finansowe

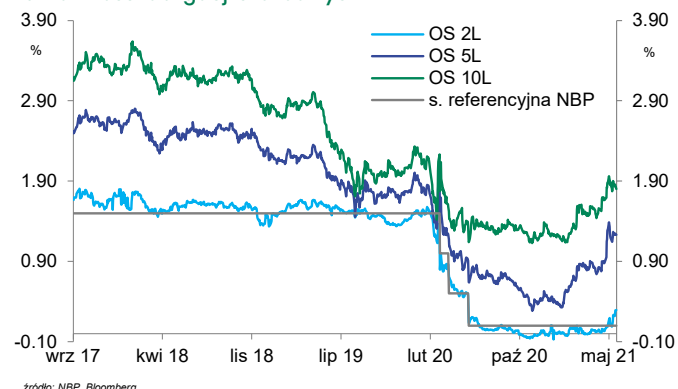
Krajowe stopy procentowe



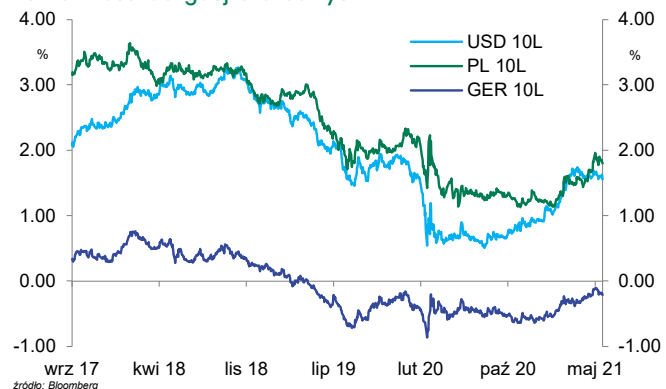
Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



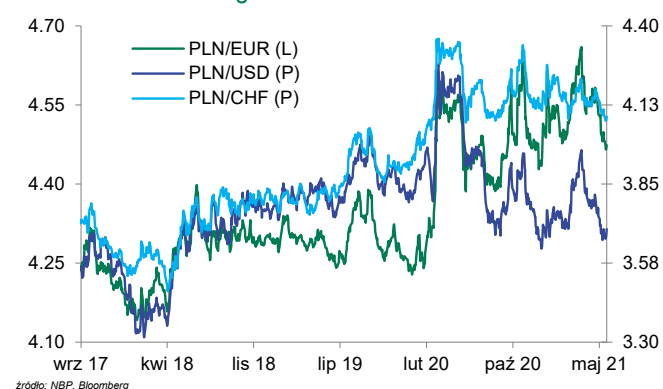
Rentowności obligacji skarbowych



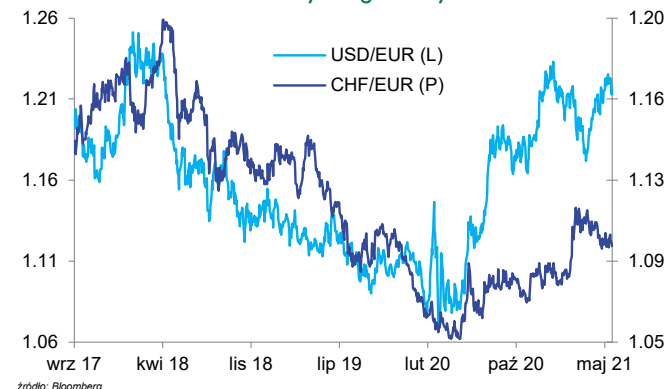
Rentowności obligacji skarbowych



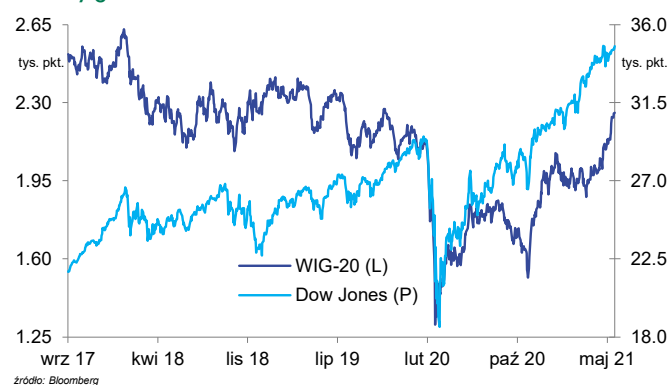
Notowania kursu złotego



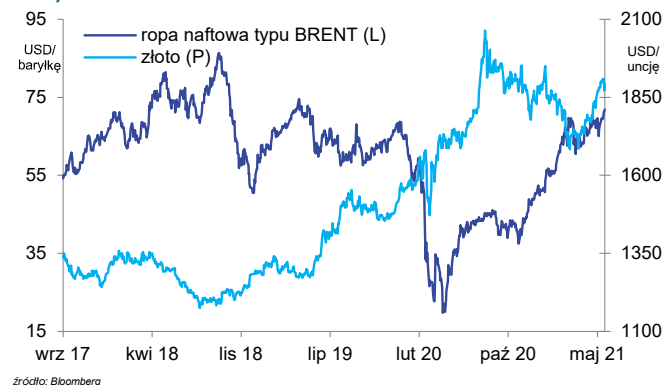
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

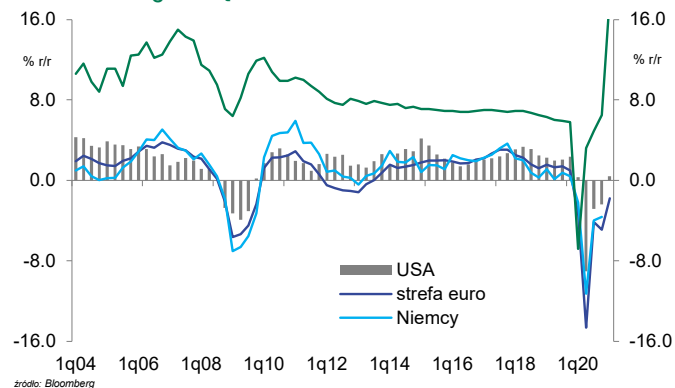


Ceny surowców

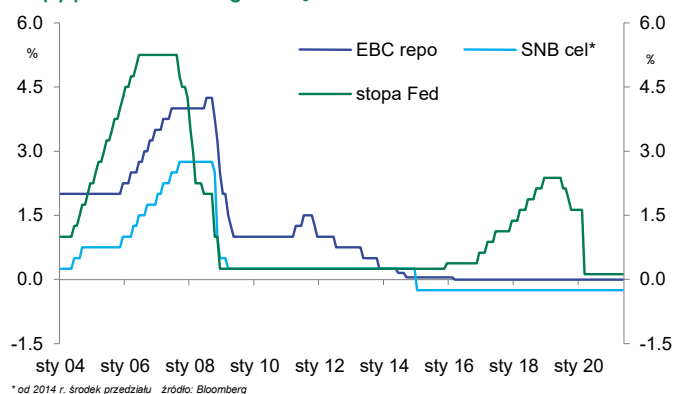


Sfera realna

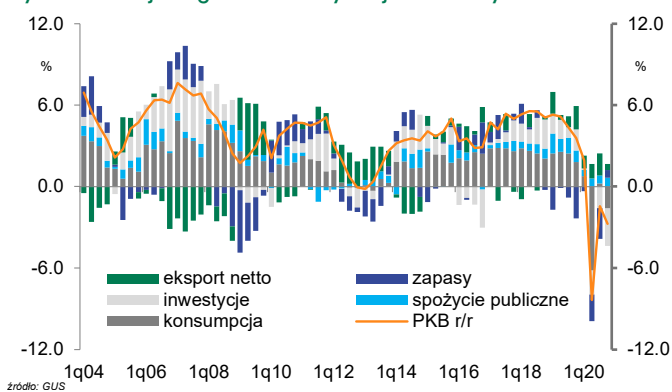
Wzrost PKB za granicą



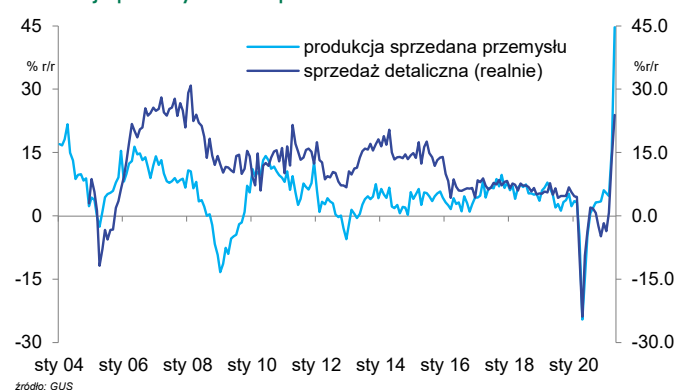
Stopy procentowe za granicą



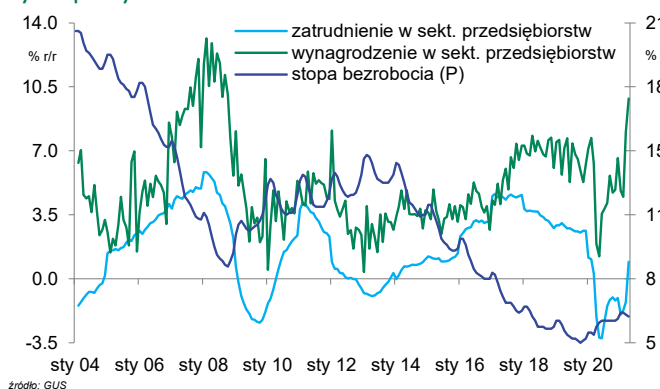
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



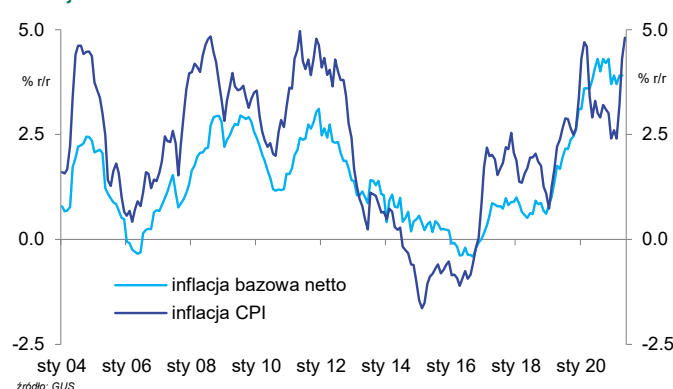
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



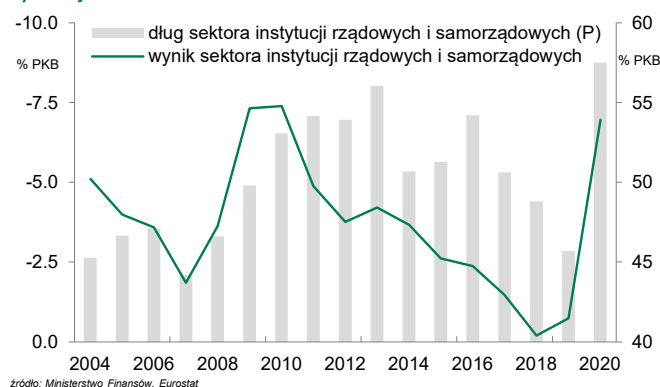
Rynek pracy



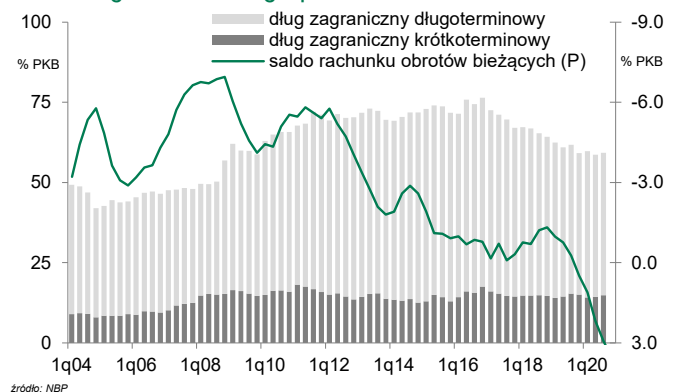
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.05.2021	28.05.2021	04.06.2021	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	%	0,22	0,24	0,30	0,15	0,15	0,20
Obligacje skarbowe 5L	%	1,23	1,25	1,23	1,15	1,10	0,90
Obligacje skarbowe 10L	%	1,85	1,86	1,80	1,85	1,85	1,80
PLN/EUR	PLN	4,48	4,48	4,47	4,47	4,45	4,46
PLN/USD	PLN	3,67	3,68	3,69	3,69	3,68	3,72
PLN/CHF	PLN	4,08	4,09	4,08	4,10	4,08	4,10
USD/EUR	USD	1,22	1,22	1,22	1,21	1,21	1,20
Stopa Fed	%	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	0,35	0,35	0,35
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	-0,35	-0,35	-0,35
LIBOR CHF 3M	%	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	1,25	1,59	1,55	1,30	1,35	1,45
Obligacje skarbowe GER 10L	%	-0,35	-0,18	-0,21	-0,30	-0,30	-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.