

KOMENTARZ TYGODNIOWY

2 maja 2022

Ryzyka stagflacyjne ciążą rynkom finansowym. W bieżącym tygodniu oczekiwane posiedzenie RPP oraz Fed.

- Miniony tydzień przyniósł nasilenie obaw przed scenariuszem stagflacji, przy utrzymujących się obawach o dostawy surowców energetycznych z Rosji oraz utrzymujące się restrykcje epidemiczne w Chinach. Jednocześnie, pomimo wyższego ryzyka dla wzrostu gospodarczego historycznie wysokie wskaźniki inflacji w wielu regionach oraz utrzymujące się podwyższone ceny surowców na globalnym rynku podtrzymywały oczekiwania na zacieśnienie polityki pieniężnej głównych banków centralnych.
- Decyzja Rosji o wstrzymaniu eksportu gazu do Polski i Bułgarii w połowie minionego tygodnia w umiarkowanym stopniu wpłynęła negatywnie na nastroje rynkowe, poskutkowała ponownym wzrostem cen gazu na rynku europejskim w kierunku 100 EUR/MWh.
- W skali tygodnia globalny indeks giełdowy silnie osłabił się o 2,5%, przy spadku o 3,3% w USA oraz o 1,1% w strefie euro. Rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych wzrosły w minionym tygodniu już w niewielkim stopniu (od 2-5 pkt. baz. w zależności od kraju oraz tenoru), generalnie utrzymując się na lokalnych maksimach. W minionym tygodniu silniej na wartości zyskał dolar (aprecjacja o 1,2% w relacji do koszyka walut), co przy osłabieniu euro o ponad 1% poskutkowało spadkiem kursu euro wobec dolara do 1,055 USD/EUR.
- Opublikowane w minionym tygodniu dane makroekonomiczne wskazały na minimalny wzrost PKB w strefie euro w I kw. (+0,2% kw/kw). W decydującym stopniu ten słaby wynik to efekt trwających jeszcze na początku roku restrykcji epidemicznych, niemniej w kolejnych kwartałach trudno oczekiwać silnego przyspieszenia aktywności w warunkach negatywnego szoku wzrostu cen surowców energetycznych. Nieoczekiwane w I kw. PKB w USA obniżył się (o 1,4% kw/kw w ujęciu anualizowanym), jednak po wykluczeniu zmiennych kategorii zapasów oraz eksportu netto, konsumpcja prywatna oraz inwestycje solidnie wzrosły.
- Dane inflacyjne potwierdziły natomiast utrzymywanie się indeksów na historycznie wysokich poziomach 7,5% kwietniowy wskaźnik HICP w strefie euro oraz 6,6% r/r marcowy indeks PCE w USA. Jedynym pozytywnym sygnałem jest z kolei wyhamowanie drugi miesiąc z rzędu wzrostów inflacji bazowej (po wykluczeniu żywności i energii) w USA.
- Silnie negatywnie zaskoczyły z kolei wskaźniki PMI koniunktury gospodarczej w Chinach, zarówno dla przemysłu jak i usług (spadek do 46 pkt. indeksu Caixan dla przemysłu, do 47,4 pkt. indeksu NBS dla przemysłu oraz do 41,4 pkt. indeksu NBS dla usług). Wiele subindeksów (np. nowych zamówień) notowało wyniki najgorsze od lutego 2020 r., co potwierdza utrzymujące się istotne ryzyka dla perspektyw wzrostu gospodarki chińskiej.

Departament Rynków
Finansowych i Analiz
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista
+48 515 111 698
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

- Na krajowym rynku w minionym tygodniu notowano większą zmienność pod wpływem czynników globalnych i lokalnych. Wstrzymanie przez Gazprom dostaw gazu ziemnego (w reakcji na odmowę PGNiG płatności za gaz w rublach) w minionym tygodniu okresowo osłabiło złotego oraz krajową giełdę. Uspokajające komentarze władz o przygotowaniu na taki scenariusz (wysoki stopień zapełnienia magazynów, uruchomione alternatywne źródła importu, planowane na październik uruchomienie Baltic Pipe) oraz zapewnienia dot. stabilnych dostaw gazu dla wszystkich odbiorców w kolejnych dniach uspokoiły nastroje.
- Z kolei w połowie tygodnia informacje rządu dot. pomocy dla kredytobiorców w związku ze wzrostem stóp procentowych NBP (m.in. wakacje kredytowe, zapowiedź narzucenia alternatywnej do WIBOR stawki referencyjnej dla kredytów) silnie osłabiły akcje krajowych banków dodatkowo obniżając indeks WIG, który w skali tygodnia obniżył się aż o 5,2%.
- Po okresowym osłabieniu złotego powyżej 4,70 PLN/EUR na koniec tygodnia kurs ustabilizował się w okolicach 4,66 PLN/EUR, jednocześnie w skali tygodnia osłabiając się o ponad 1% w relacji do koszyka walut. W skali tygodnia odnotowano lekki wzrost rentowności SPW o 6 pkt. baz. w przypadku papierów 10-letnich oraz o 1 pkt. baz. 2-latek. Pod koniec tygodnia stawki FRA wzrosły jeszcze o ok. 25 pkt. baz., czemu sprzyjała zapewne piątkowa publikacja [kwietniowego szacunku flash inflacji CPI](#), która wzrosła do 12,3% r/r z 11,0% r/r w marcu.
- Piątkowa decyzja agencji Moody's dot. utrzymania oceny i perspektywy ratingu Polski („A2”/stabilna) pozostała bez wpływu na ceny krajowych aktywów finansowych.
- Kolejny skokowy wzrost inflacji poskutkował wzrostem ryzyka silniejszej podwyżki stóp procentowych podczas majowego posiedzenia RPP, które w naszej ocenie wzrosło powyżej 50%. Biorąc pod uwagę dotychczasowy, wyraźnie adaptacyjny charakter decyzji Rady, oczekujemy, że na posiedzeniu w bieżącym tygodniu Rada podwyższy stopy o 75 pkt. baz. w tym stopę referencyjną do 5,25% w reakcji na silniejszy od wcześniejszych oczekiwań wzrost bieżącej inflacji.
- Na bieżący tydzień zaplanowane jest także posiedzenie FOMC. Zgodnie z wypowiedziami prezesa Fed J. Powella, wobec rekordowo wysokiej inflacji oraz korzystnej sytuacji na rynku pracy oczekujemy przyspieszenia tempa zacieśnienia polityki pieniężnej i podwyżki stóp o 50 pkt. baz. do 0,75% - 1,00% dla stopy funduszy federalnych, jak również zapowiedzi rozpoczęcia redukcji sumy bilansowej Fed.
- W warunkach wysokich obaw rynkowych przed scenariuszem stagflacji bardzo istotne dla inwestorów będą oczywiście publikacje danych makroekonomicznych, w tym: wskaźników ISM oraz rynku pracy z USA, sytuacji w niemieckim przemyśle oraz sprzedaży detalicznej w strefie euro.
- Cały czas bardzo istotne pozostaną wszelkie informacje geopolityczne, w szczególności te związane z importem surowców energetycznych z Rosji do Europy.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (4 maja)**

Oczekujemy, że FOMC podwyższy stopy procentowe o 50 pkt. baz., w tym stopę funduszy federalnych do 0,75% – 1,00%.

Zwiększenie tempa zacieśnienia polityki pieniężnej (w marcu podwyżka o 25 pkt. baz.) zostało de facto zapowiedziane w wypowiedziach prezesa Fed J. Powella. **Zakładamy, że w warunkach silnego wzrostu inflacji w USA, solidnej bieżącej sytuacji na amerykańskim rynku pracy oraz pewnego obniżenia w stosunku do marca awersji do ryzyka z tytułu sytuacji geopolitycznej, FOMC zdecyduje się na silniejsze zaostrzenie polityki pieniężnej. Oczekujemy także, że komitet zapowie rozpoczęcie w czerwcu redukcji sumy bilansowej Fed.**

Podczas konferencji prasowej pytania będą zapewne koncentrować się na kwestii tempa i skali dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej, biorąc pod uwagę coraz bardziej powszechne oczekiwania spowolnienia aktywności gospodarczej, także w USA. Jakkolwiek w krótkim okresie walka z inflacją pozostaje priorytetem Fed zakładamy, że bank centralny będzie chciał uniknąć scenariusza silnego spowolnienia gospodarczego, stąd nie oczekujemy silnie restrykcyjnej retoryki dot. skali podwyżek w średnim okresie.

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (5 maja)**

Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej podwyższy stopy procentowe o 75 pkt. baz., w tym stopę referencyjną NBP do 5,25%.

Dotychczasowe decyzje Rady Polityki Pieniężnej miały wyraźnie adaptacyjny charakter – były funkcją skali zmian bieżącej inflacji. Rada zdecydowała 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 ostatnia, **kwietniowa, zmiana inflacji o nieco ponad 1 pkt. proc. implikowałaby decyzję o podniesieniu stóp procentowych o 75 pkt. baz.** Oczywiście ta prosta reguła nie musi mieć zastosowania tym razem, gdyż RPP nie wyjaśnia jakie przesłanki stoją za konkretną zmianą stóp na poszczególnych posiedzeniach, stąd wysoka niepewność co do ostatecznej decyzji Rady.

Argumentem za zmniejszeniem skali podwyżki może być istotne pogodzenie nastrojów przedsiębiorstw w najnowszym badaniu NBP nt. sytuacji przedsiębiorstw („Szybki monitoring”). Z kolei czynnikami potencjalnie wspierającymi podwyżkę stóp o 100 pkt. mogą być: bardzo silne marcowe dane z gospodarki (w tym wysoka dynamika wynagrodzeń), szacowany wyraźny wzrost inflacji bazowej w kwietniu. Ponadto RPP podwyższając stopy o 100 pkt. baz. w kwietniu wykreowała silne oczekiwania rynkowe na kolejne podwyżki i obecnie mniejsza podwyżka od oczekiwanej przez rynek (100 pkt. baz.) może oznaczać rozczarowanie rynku i osłabienie złotego wbrew intencjom Rady.

Reasumując, **bilans ryzyka dla naszej prognozy majowej decyzji RPP leży po stronie wyższej skali podwyżki stóp (tj. podwyżki o 100 pkt. baz.).**

Konferencja prezesa NBP po posiedzeniu RPP zaplanowana jest na piątek, 6 kwietnia na g. 15.00.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 3 maja			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Stopa bezrobocia, marzec	6,8%	6,8%	-
16:00	US	Zamówienia w przemyśle, marzec	-0,5% m/m	1,1% m/m	-
16:00	US	Zamówienia na dobra trwałe, marzec	0,8% m/m	0,8% m/m	-
środa 4 maja			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
09:55	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi, kwiecień (ost.)	57,9 pkt. (wst.)	57,9 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi, kwiecień (ost.)	55,3 pkt. (wst.)	55,3 pkt.	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna, marzec	0,3% m/m	-0,2% m/m	-
14:15	US	Zmiana zatrudnienia wg ADP, kwiecień	455 tys.	395 tys.	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi, kwiecień	58,3 pkt.	58,6 pkt.	-
20:00	US	Decyzja Komitetu Otwartego Rynku Fed ws. stóp procentowych	0,25–0,50%	0,50–0,75%	0,50–0,75%
20:30	US	Konferencja prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	-	-	-
czwartek 5 maja			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle, luty	-2,2% m/m	-1,0% m/m	-
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii ws. stóp procentowych	0,75%	1,00%	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 30.04	180 tys.	180 tys.	-
-	PL	Decyzja RPP ws. poziomu stóp procentowych NBP	4,50%	5,50%	5,25%
piątek 6 maja			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa, marzec	0,2% m/m	-1,0% m/m	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia, kwiecień	431 tys.	395 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia, kwiecień	3,6%	3,5%	-
14:30	US	Zmiana godzinowych wynagrodzeń, kwiecień	5,6% r/r	5,5% r/r	-
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	-	-	-
poniedziałek 9 maja			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
05:00	CHN	Eksport, kwiecień	14,7% r/r	-	-

* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

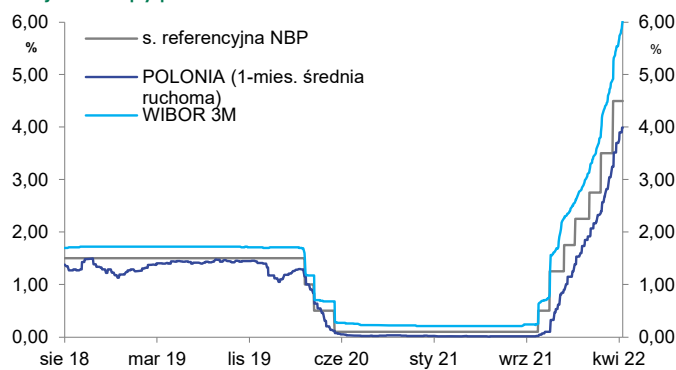
Miesięczny kalendarz publikacji danych

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	kwiecień	2.05	52,7 pkt.		51,8 pkt.
Posiedzenie RPP	PL	maj	5.05	4,50%		5,25%
Saldo na rachunku obrotów bieżących	PL	marzec	13.05	-2871 mln EUR		-2715 mln EUR
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	kwiecień	13.05	12,3% r/r		12,3% r/r
Wskaźnik inflacji bazowej CPI	PL	kwiecień	16.05	6,9% r/r		7,4% r/r
Wzrost PKB (wst.)	PL	I kw.	17.05	7,3% r/r		7,9% r/r
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	kwiecień	20.05	2,4% r/r		2,7% r/r
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	kwiecień	20.05	12,4% r/r		11,6% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	kwiecień	20.05	17,3% r/r		14,5% r/r
Wskaźnik PPI	PL	kwiecień	20.05	20,0% r/r		19,2% r/r
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	PL	kwiecień	23.05	9,6% r/r		20,2% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	kwiecień	23.05	27,6% r/r		14,7% r/r
Stopa bezrobocia	PL	kwiecień	25.05	5,5%		5,3%
Wzrost PKB (ost.)	PL	I kw.	31.05	-		7,9% r/r
Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	PL	maj	31.05	-		-

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	kwiecień	2.05	57,1 pkt.		57,1 pkt.
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	kwiecień	5.05	58,3 pkt.		58,6 pkt.
Posiedzenie FOMC	US	maj	5.05	0,25-0,50%		0,50-0,75%
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	kwiecień	6.05	431 tys.		395 tys.
Stopa bezrobocia	US	kwiecień	6.05	3,6%		3,5%
Wskaźnik inflacji CPI	US	kwiecień	11.05	8,5% r/r		-
Produkcja przemysłowa	CHN	kwiecień	16.05	5,0% r/r		-
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	maj	24.05	55,3 pkt		-
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	maj	24.05	57,7 pkt		-
Wskaźnik inflacji PCE	US	kwiecień	27.05	6,6% r/r		-
Wskaźnik inflacji HICP	EMU	maj	31.05	-		-

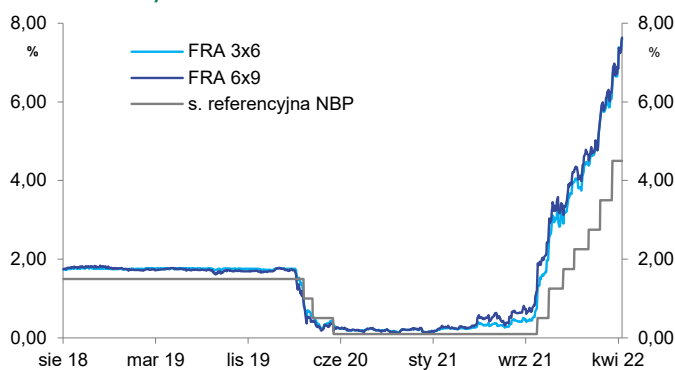
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



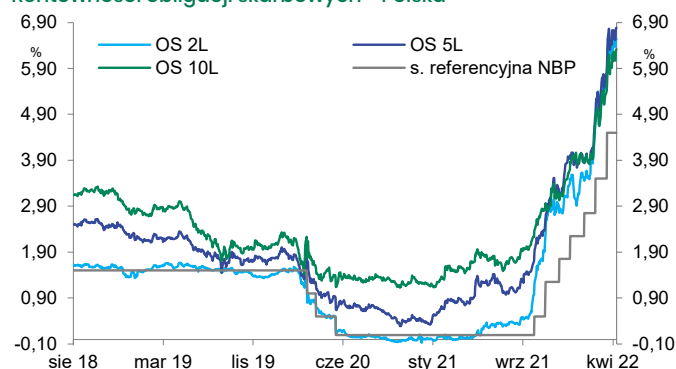
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



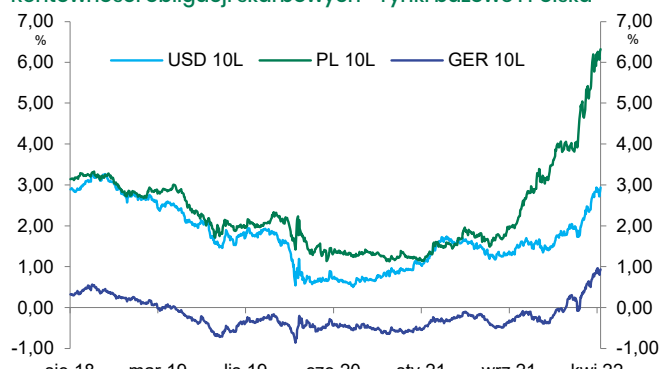
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



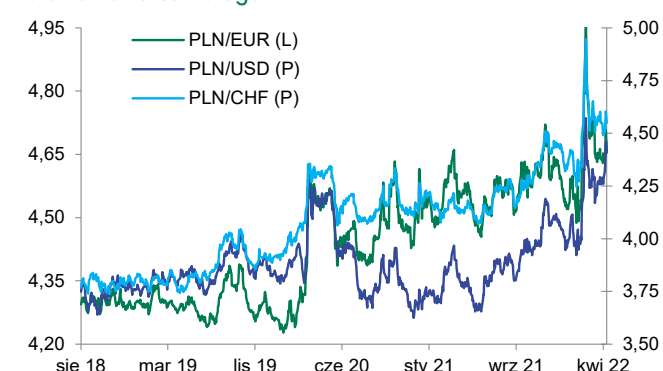
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



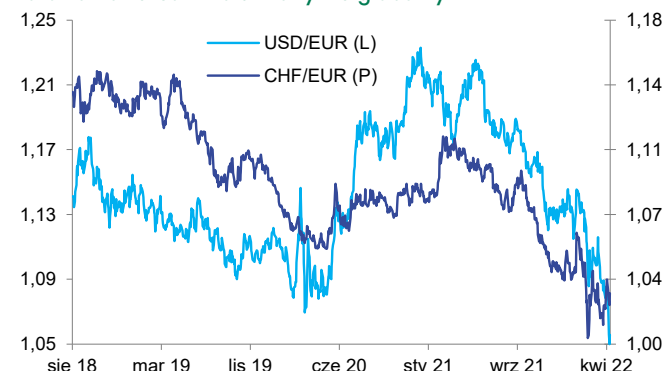
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



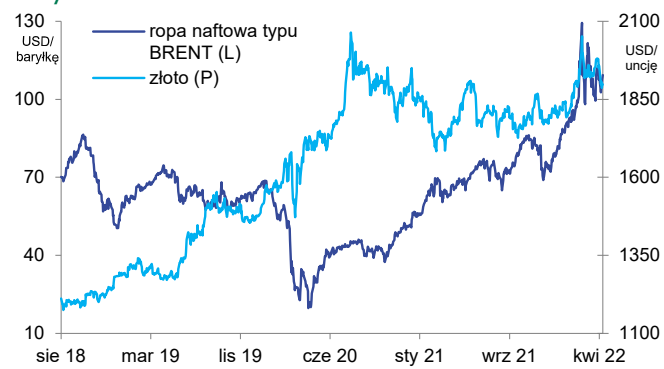
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

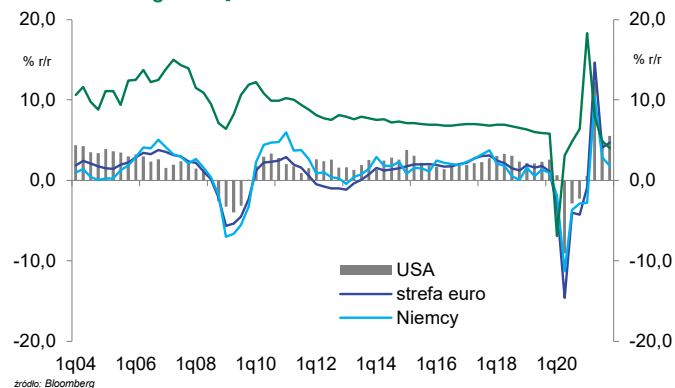
Ceny surowców



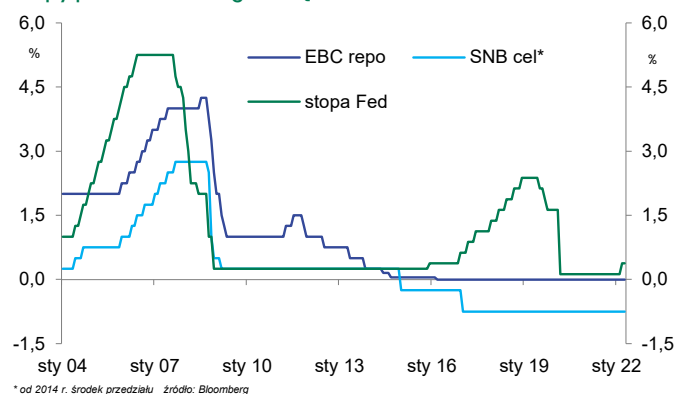
źródło: Bloomberg

Sfera realna

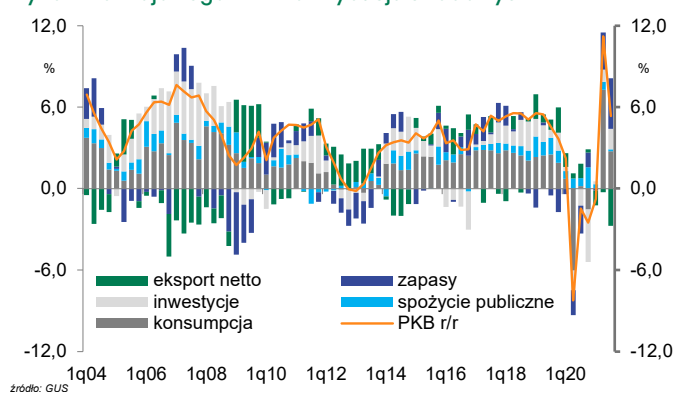
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



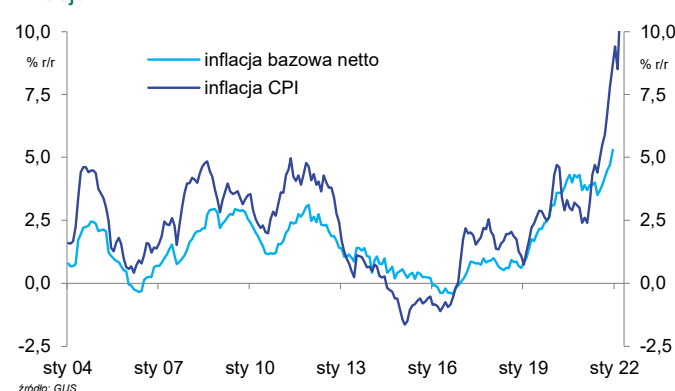
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



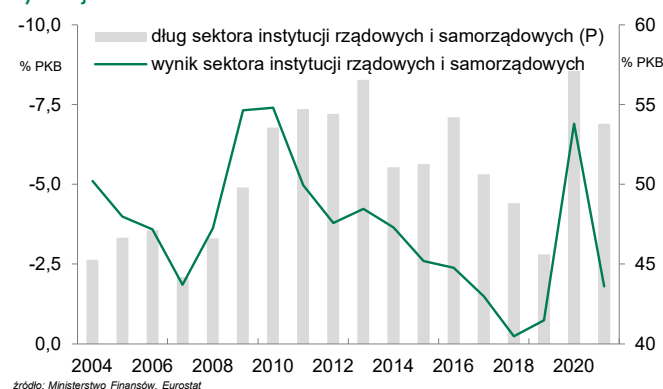
Rynek pracy



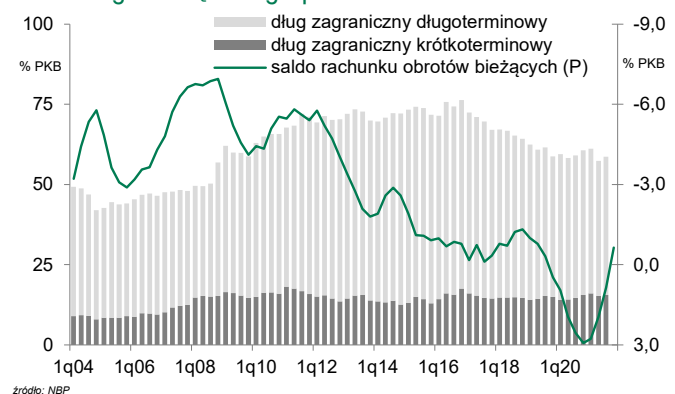
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.03.2022	22.04.2022	29.04.2022	31.05.2022	30.06.2022	30.09.2022
Stopa lombardowa NBP	%	4,00	5,00	5,00	5,75	6,25	6,50
Stopa referencyjna NBP	%	3,50	4,50	4,50	5,25	5,75	6,00
Stopa depozytowa NBP	%	3,00	4,00	4,00	4,75	5,25	5,50
WIBOR 3M	%	4,77	5,74	6,05	6,00	6,10	6,20
Obligacje skarbowe 2L	%	5,45	6,52	6,53	6,60	6,20	6,00
Obligacje skarbowe 5L	%	5,51	6,73	6,79	6,60	6,20	5,95
Obligacje skarbowe 10L	%	5,15	6,26	6,32	6,10	5,85	5,50
PLN/EUR	PLN	4,65	4,64	4,66	4,60	4,59	4,57
PLN/USD	PLN	4,18	4,29	4,41	4,28	4,17	4,11
PLN/CHF	PLN	4,52	4,49	4,55	4,53	4,51	4,45
USD/EUR	USD	1,11	1,08	1,06	1,08	1,10	1,11
Stopa Fed	%	0,50	0,50	0,50	1,00	1,25	1,75
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	1,30	1,50	1,95
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	2,90	2,93	2,85	2,80	2,50
Obligacje skarbowe GER 10L	%	0,54	0,97	0,94	0,90	0,80	0,50

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 wpacony w całości.