

KOMENTARZ TYGODNIOWY

14 czerwca 2021

EBC i RPP podtrzymują łagodną retorykę. W tym tygodniu oczekiwane posiedzenie Fed.

W minionym tygodniu na globalnym rynku finansowym wyraźnie spadły rentowności obligacji. Prawdopodobnie spadek ten jest reakcją na całokształt publikowanych ostatnio danych, wskazujących, że choć ożywienie gospodarcze postępuje, to podąża bardziej umiarkowaną ścieżką wobec scenariusza „obstawianego” przez rynki. Jednocześnie wygląda na to, że inwestorzy stopniowo zaczęli przyjmować podnoszony dotychczas przez banki centralne scenariusz przejściowego wzrostu inflacji. W przypadku rynku europejskiego dodatkowo wsparciem dla spadku rentowności było posiedzenie EBC z podtrzymaniem ostrożnej retoryki. Z kolei w USA trend spadkowy rentowności został zatrzymany pod koniec tygodnia w reakcji na wyraźnie wyższy od oczekiwań majowy odczyt inflacji.

Sytuację na krajowym rynku finansowym ukształtowało przede wszystkim posiedzenie RPP. Do środowego posiedzenia oczekiwania inwestorów na zaostrzenie retoryki RPP podsyciły wzrost rentowności obligacji i umocnienie złotego. Podtrzymanie łagodnej retoryki przez Radę poskutkowało ostatecznie skokowym spadkiem rentowności obligacji i osłabieniem złotego. W naszej ocenie informacje płynące z RPP dają podstawy do podtrzymania bazowego scenariusza, że do pierwszej podwyżki stóp NBP dojdzie na przełomie I i II kw. 2022 r.

W bieżącym tygodniu dla globalnego rynku krajowego kluczowe będzie posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed. Oczekujemy, że podczas środowego posiedzenia FOMC utrzyma bez zmian parametry polityki pieniężnej. W komunikacie FOMC i wypowiedziach prezesa Fed odnotowany zostanie bieżący wzrost inflacji, natomiast zapewne zostanie położony mocny akcent na jej tymczasowy charakter i oczekiwany spadek po 2021 r. Jednocześnie prezes Fed może wskazać, że na czerwcowym posiedzeniu FOMC rozpoczął dyskusję nad kwestią przyszłego ograniczenia skali skupu aktywów w przyszłości, jednak sądzimy, że jego retoryka pozostanie ostrożna, wskazująca, że ewentualna przyszła decyzja o rozpoczęciu ograniczania skali skupu aktywów będzie zależała od dalszej poprawy aktywności gospodarczej w USA oraz że proces ten będzie rozciągnięty w czasie. Przy takim przekazie Fed nie oczekujemy istotnej reakcji rynkowej.

Wśród publikacji danych oczekiwane będą przede wszystkim majowe wyniki gospodarki chińskiej, biorąc pod uwagę wcześniejsze sygnały pewnego wyhamowania aktywności. Ponadto publikowana będzie seria danych nt. gospodarki USA (produkcja, sprzedaż, regionalne wskaźniki koniunktury). Na rodzimym rynku publikacją nt. płac i zatrudnienia rozpocznie się comiesięczna seria danych z polskiej gospodarki, która będzie kontynuowana w kolejnym tygodniu.

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, jednak będzie śledzony rozwój sytuacji epidemicznej w Wielkiej Brytanii, gdzie pomimo wysokiego odsetka zaszczepionych osób liczba zachorowań wyraźnie rośnie za sprawą rozprzestrzeniania się indyjskiego wariantu koronawirusa.

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

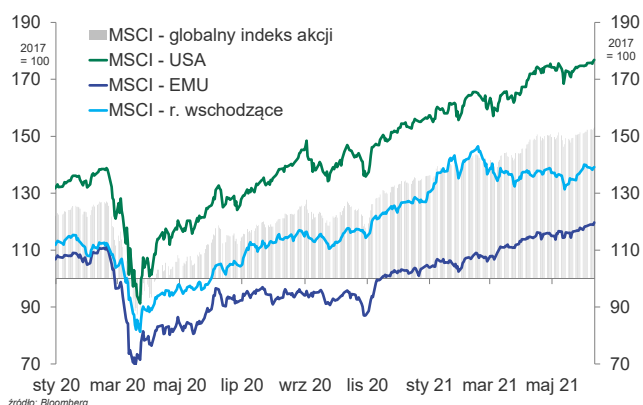
Na globalnym rynku rentowności obligacji w dół, akcje ponownie w górę...

- W minionym tygodniu wyraźnie obniżyły się rentowności obligacji jednocześnie indeksy akcji na głównych rozwiniętych rynkach kontynuowały wzrost.
- W skali tygodnia globalny indeks akcji MSCI wzrósł o 0,6%, przy podobnym wzroście indeksu w USA (0,6%) oraz silniejszym w strefie euro (0,7%). Z kolei syntetyczny indeks MSCI dla rynków wschodzących nie zmienił się w skali tygodnia (po silnym wzroście we wcześniejszym tygodniu).
- Na bazowych rynkach obligacji, po wyhamowaniu wzrostu rentowności we wcześniejszym tygodniu, miniony tydzień przyniósł już solidny spadek rentowności. Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w USA spadły o 10 pkt. baz do 1,45%, a w Niemczech o 7 pkt. baz do -0,28%.
- Trudno jednoznacznie wskazać przyczynę dlaczego akurat w minionym tygodniu rentowności obligacji tak wyraźnie. Wydaje się, że wpłynął na to całokształt danych z minionych tygodni wskazujący, że choć ożywienie postępuje, to podąża bardziej umiarkowaną ścieżką wobec scenariusza obstawianego przez rynki. Jednocześnie wydaje się, że inwestorzy stopniowo przyjmują scenariusz przejściowego wzrostu inflacji prezentowany przez główne banki centralne świata, implikującego ostrożność w zacieśnieniu polityki monetarnej. W przypadku rynku europejskiego wsparciem dla takiego scenariusza było dodatkowo ubiegłotygodniowe posiedzenie EBC z podtrzymaniem ostrożnej retoryki i wydłużeniem na kolejny kwartał czasowego zwiększenia skali skupu aktywów finansowych. Z kolei w USA trend spadkowy rentowności został zatrzymany pod koniec minionego tygodnia w reakcji na wyraźnie wyższy od oczekiwań majowy odczyt inflacji CPI.
- Na globalnym rynku walutowym miniony tydzień przyniósł osłabienie euro (o 0,4% w relacji do koszyka walut) – zapewne wsparte łagodną retoryką EBC oraz lekkie umocnienie dolara (+0,2%) pod koniec tygodnia w reakcji na wyższą inflację w USA. Na koniec tygodnia kurs euro wobec dolara ukształtował się w okolicach 1,21 USD/EUR po tym jak przez większość tygodnia oscylował w pobliżu 1,22 USD/EUR.

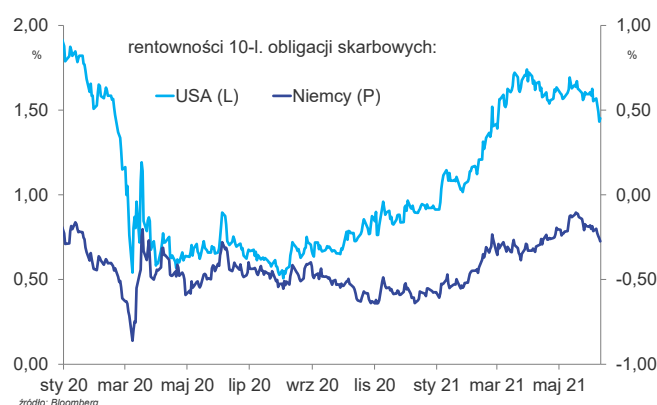
EBC podtrzymuje zwiększoną skalę skupu aktywów finansowych

- Rada EBC na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła parametrów polityki pieniężnej. Jednocześnie zadeklarowała, że przez następny kwartał, podobnie jak to miało miejsce w II kw., zakupy w ramach programu PEPP będą prowadzone w „istotnie większej skali niż w pierwszych miesiącach bieżącego roku”.

Korzystne nastroje na runkach akcji utrzymują się...



...obniżenie rentowności obligacji skarbowych

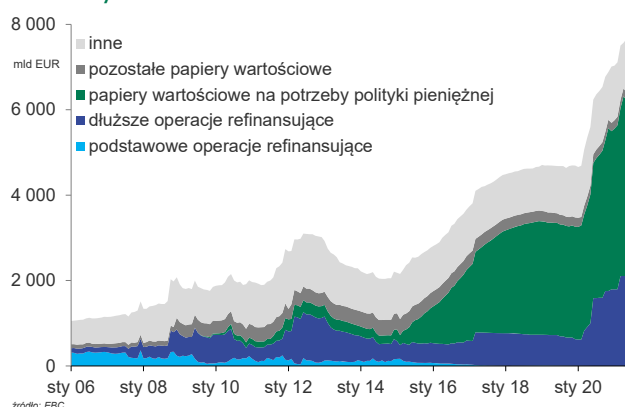


- Prezes EBC uzasadniła utrzymanie zwiększonej skali zakupów aktywów finansowych tym, że obserwowany wzrost rynkowych stóp procentowych mógłby przełożyć się na zaostrzenie warunków finansowania np. dla sektora przedsiębiorstw. Zaś takie przedwczesne zaostrzenie warunków finansowych mogłoby zagrozić ożywieniu gospodarczemu i powrotowi inflacji do celu ECB.
- W najnowszej kwartalnej projekcji EBC zrewidował wyraźnie w górę (o ponad 0,5 pkt. proc.) prognozy dynamiki PKB na 2021 r. do +4,6% oraz na 2022 r. do +4,7%. Z kolei na 2023 r. pozostawił prognozę wzrostu PKB bez zmian na poziomie 2,1%. Jednocześnie EBC zrewidował w górę prognozę inflacji na 2021 r. do 1,9% oraz na 2022 r. do 1,5%, niemniej prognoza inflacji na 2023 r. pozostała bez zmian na poziomie 1,4%, tj. nadal sporo poniżej celu inflacyjnego EBC.
- Czerwcowe posiedzenie EBC potwierdziło nasze oczekiwania, że rada EBC zwraca istotną uwagę na rynkowe warunki finansowe (poziom rentowności obligacji) i jest gotowa do przeciwdziałania ich istotnemu zaostrzeniu. Jednocześnie w ocenie EBC nawet w warunkach silniejszego ożywienia w sferze realnej inflacja w dłuższej perspektywie pozostanie umiarkowana w warunkach nadal generalnie trudnej sytuacji na rynku pracy, co wymaga kontynuacji luźnej polityki monetarnej.

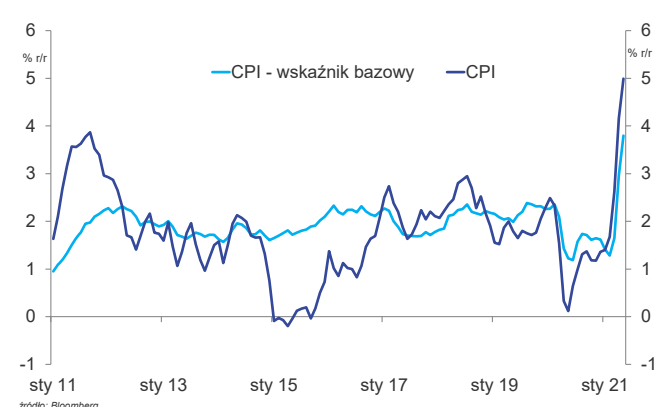
Inflacja w USA już na poziomie 5%, nadal przede wszystkim pod wpływem czynników przejściowych

- Najbardziej oczekiwana przez rynki publikacja danych przyniosła drugą z rzędu niespodziankę w postaci wyraźnie wyższej od oczekiwań majowej inflacji. Wskaźnik CPI wzrósł do 5% r/r wobec 4,2% r/r miesiąc wcześniej i wobec oczekiwań na poziomie 4,7% r/r. Inflacja bazowa (CPI z wyłączeniem cen paliw i żywności) wzrosła do 3,8% r/r wobec 3,0% r/r w kwietniu i wobec oczekiwanych 3,4% r/r.
- Podobnie jak w kwietniu głównym czynnikiem, który stoi za majowym skokowym wzrostem inflacji bazowej jest wzrost cen używanych samochodów (o blisko 30% wobec poziomów sprzed pandemii). Ta kategoria odpowiada niemal za połowę łącznego wzrostu inflacji bazowej w kwietniu i maju. Wzrost cen samochodów używanych jest konsekwencją wyraźnie silniejszego popytu na wynajem samochodów wraz ze postepidemicznym zwiększeniem mobilności społeczeństwa i przy ograniczonych (w okresie pandemii) zasobach flot pojazdów będących w dyspozycji wypożyczalni samochodów. Te braki objawiają się także skokowym wzrostem stawek za wynajem samochodów (około 70% wzrost).

EBC podtrzymuje deklarację zwiększonej skali skupu aktywów finansowych



Dalszy skokowy wzrost inflacji w USA



- Oprócz wskazanych czynników w maju inflację podwyższyły ceny wynajmu mieszkania wraz z powrotem części osób bliżej centrów miast w ślad za otwieraniem gospodarki.

- Majowe dane inflacyjne wskazują, że nadal inflacja w dużej mierze rośnie przez czynniki przejściowe. Biorąc pod uwagę prawdopodobne odwrócenie tych tendencji najpóźniej w 2022 r., wraz z normalizującą się sytuacją na rynku samochodów, inflacja bazowa w przyszłym roku powinna się wyraźnie obniżyć. Jednocześnie jednak bieżący wysoki poziom inflacji i niskie prawdopodobieństwo by już w najbliższym miesiącach ceny samochodów istotnie spadły, oznacza, że inflacja bazowa utrzymać się będzie zapewne aż do początku 2022 r. na wyższych poziomach wobec dotychczasowych oczekiwań. To zaś oznaczać będzie zapewne dodatkowe wyzwanie dla komunikacji Fed w zakresie przyszłej polityki monetarnej.

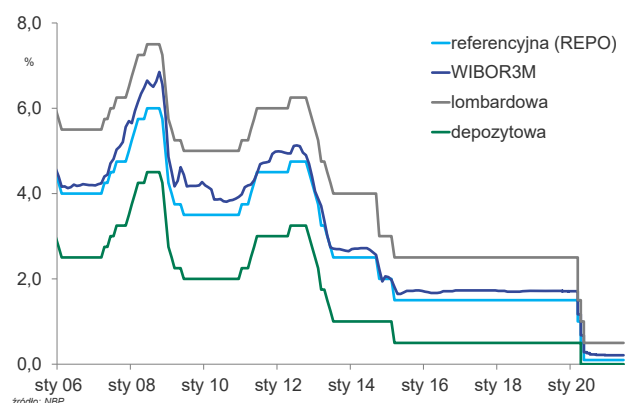
RPP podczas czerwcowego posiedzenia podtrzymała postawę *wait-and-see*, prezes NBP uzależnia przyszłe podwyżki stóp o sytuacji gospodarczej

- Rada Polityki Pieniężnej podczas ubiegłotygodniowego posiedzenia utrzymała na dotychczasowym poziomie stopy procentowe NBP. Zgodnie z komunikatem NBP nadal będzie prowadził operacje skupu obligacji skarbowych oraz gwarantowanych przez Skarb Państwa.

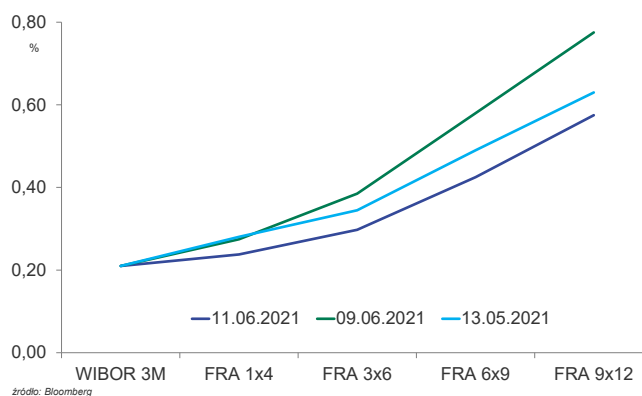
- Część analityków i inwestorów „obstawiała” zaostrenie czerwcowego komunikatu Rady w kierunku zasygnalizowania możliwości zaostrenia polityki pieniężnej w najbliższym czasie. Jednak w komunikacie RPP nie potwierdziła tych oczekiwań. Rada przywróciła do komunikatu fragment pominięty w komunikacie sprzed miesiąca, mówiący, że polityka NBP stabilizuje inflację na poziomie celu NBP w średnim okresie. Pominięcie tego fragmentu było przed miesiącem interpretowane przez część rynku / analityków jako zaostrenie retoryki RPP. Rada dodała ponadto w fragmencie w komunikacie, że prowadzona przez NBP polityka pieniężna sprzyja utrwaleniu ożywienia aktywności gospodarczej po pandemicznej recesji.

- Podczas wideokonferencji prasowej w ostatni piątek prezes NBP podtrzymał ocenę, że inflacja w przyszłym roku obniży się oraz, że inflacja pozostająca powyżej celu wynika wyłącznie z negatywnych szoków podaźowych i czynników spoza oddziaływania polityki pieniężnej. W związku z tym według prezesa NBP jest o wiele za wcześnie, żeby rozważać dostosowanie polityki pieniężnej do tak zwanej polityki normalnej. Prezes odrzucił możliwość tzw. sygnalnej podwyżki stóp procentowych.

Stopy NBP bez zmian...



...łagodna retoryka RPP poskutkowała wyraźnym spadkiem oczekiwań na szybką podwyżkę stóp NBP



- Jednocześnie, inaczej niż podczas majowej konferencji prasowej, prezes NBP nie wskazał jednoznacznie, że stopy procentowe NBP powinny pozostać stabilne do końca kadencji większości członków NBP w I kw. 2022 r., ale też nie wskazał żadnej konkretnej daty ewentualnego podwyższenia stóp (przed miesiącem wskazał na II kw. 2022 r.). Prezes Glapiński uzależnił moment rozpoczęcia normalizowania polityki monetarnej od rozwoju sytuacji gospodarczej. Jako warunki, które należałoby spełnić aby móc rozważyć zacieśnienie polityki monetarnej prezes wskazał na perspektywę materializacji scenariusza silnego wzrostu PKB w kolejnych latach oraz trwałe przekroczenie celu inflacyjnego NBP na skutek wzrostu popytu i utrzymującego się mocnego rynku pracy.
- Prezes NBP dodał, że program skupu aktywów jest kontynuowany w pełnym zakresie, NBP nie podjął żadnej decyzji o ewentualnym jego wygaszeniu lub zakończeniu. Jednocześnie wskazał, że co do zasady ewentualne rozpoczęcie podwyżek stóp procentowych przez RPP powinno być poprzedzone zakończeniem programu skupu aktywów finansowych przez NBP.
- Wydzwięk komunikatu Rady i wypowiedzi prezesa NBP wspierają nasz bazowy scenariusz stabilizacji parametrów polityki monetarnej w nadchodzących miesiącach. Sądzymy, że pierwszym momentem realnej dyskusji w Radzie nt. możliwości podwyżek stóp będzie listopad br., kiedy Rada zapozna się z kolejną (po najbliższej, lipcowej) projekcją makroekonomiczną NBP. Biorąc pod uwagę nasz bazowy scenariusz postępującego ożywienia aktywności, ale i stopniowego ujawniania się trendu spadkowego inflacji bazowej nadal uważamy, że prawdopodobieństwo zacieśnienia polityki monetarnej na jesieni jest niższe niż 50%. Czynnikiem, który dodatkowo wspiera ten scenariusz jest wskazanie przez prezesa NBP, na potrzebę wygaszenia programu skupu aktywów jako warunek dla rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp. Biorąc choćby pod uwagę wyzwania dotyczące finansowania wysokich potrzeb pożyczkowych państwa wydaje się, że większość Rady nie będzie chciała zbyt gwałtownie zakończyć procesu skupu aktywów finansowych. Tym samym, o ile ten warunek nie zostanie zniesiony, rozpoczęcie podwyżek pod koniec roku wymagałoby wygaszenia programu skupu aktywów zaraz po wakacjach, co obecnie wydaje nam się bardzo wczesnym momentem.
- Biorąc to pod uwagę nadal za najbardziej prawdopodobny scenariusz uważamy pierwszą podwyżkę stóp NBP na przełomie I i II kw. 2022 r.

Rozczarowanie rynku brakiem zaostrzenia retoryki RPP poskutkowało obniżeniem rentowności obligacji i osłabieniem złotego

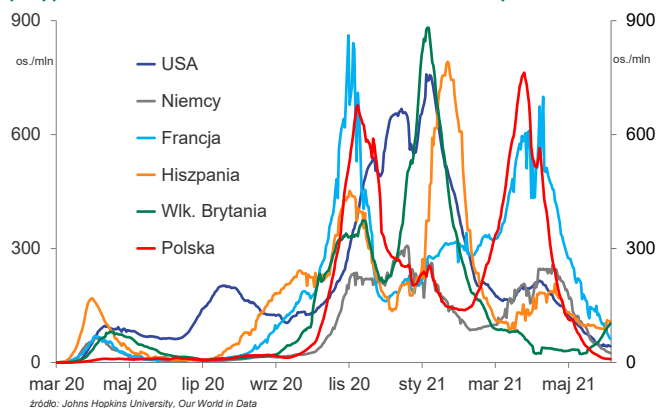
- Sytuację na krajowym rynku finansowym w minionym tygodniu ukształtowało przede wszystkim posiedzenie RPP. Do środowego posiedzenia oczekiwania inwestorów na zaostrzenie retoryki RPP podsyciły wzrost rentowności obligacji i umocnienie złotego. Podtrzymanie łagodnej retoryki rady poskutkowało skokowym spadkiem rentowności obligacji i osłabieniem złotego.
- Finalnie skali całego tygodnia rentowności obligacji spadły – o 3 pkt. baz w tenorze 2-letnim (do 0,27%) oraz 10 pkt baz. dla 10-letnich obligacji (do 1,72%). Także złoty stracił na wartości. W skali tygodnia kurs złotego osłabił się o blisko 1% w relacji do koszyka walut. Na koniec tygodnia notowania złotego kształtowały się powyżej 4,50 PLN/EUR, powyżej 4,13 PLN/CHF oraz 3,71 PLN/USD.

- W minionym tygodniu rodzimy rynek akcji nie skorzystał na kontynuacji niezłej koniunktury giełdowej na świecie. WIG przerwał 6-tygodniową passę tygodniowych wzrostów spadkiem o 1% w skali tygodnia.

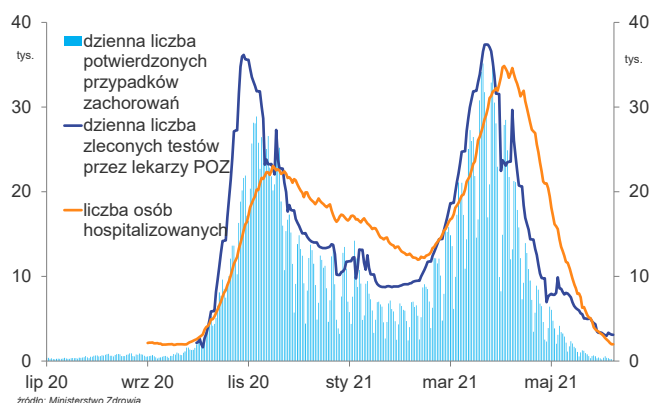
Stabilna sytuacja epidemiczna na świecie, niepokoju rozwój sytuacji w Wielkiej Brytanii

- W minionym tygodniu nie zmieniła się ocena sytuacji epidemicznej na świecie – liczba nowych przypadków COVID-19 nadal obniżała się, przy utrzymującym się zróżnicowaniu tj. stabilnej sytuacji w USA oraz Europie oraz wciąż bardzo wysokich (choć poniżej wcześniejszych maksimów) poziomach w wielu państwach należących do grupy gospodarek wschodzących. Postępował dynamiczny proces szczepień w Europie. W minionym tygodniu podano, że odsetek dorosłych Europejczyków, którzy otrzymali co najmniej jedną dawkę szczepionki przeciw Covid-19, przekroczył 50%.
- W Europie przy zdecydowanej większości krajów notujących spadek lub stabilizację na niskich poziomach liczby nowych zakażeń, z kolejnym tygodniu z rzędu ponad ok. 50% wzrostu w skali tygodnia odnotowano natomiast w Wielkiej Brytanii, gdzie obecnie dominuje bardziej zaraźliwa indyjska mutacja wirusa. W dalszym ciągu wartość dzienna nowych zakażeń pozostaje relatywnie niska na tle danych historycznych, niemniej dynamika przebiegu zakażeń poskutkowała informacjami brytyjskiego rządu o prawdopodobnym odsunięciu w czasie dalszego luzowania restrykcji epidemicznych w Wielkiej Brytanii.
- W Polsce 7-dniowa średnia liczba zakażeń COVID-19 spadła poniżej 350 (najmniej od lipca 2020 r.). Liczba osób hospitalizowanych spadła poniżej 2 tys. Dotychczas zaszczepiono ponad 40% populacji w Polsce, w tym ponad 25% w pełni.
- W minionym tygodniu rząd ogłosił dalsze znoszenie obostrzeń epidemicznych w Polsce. Od 26 czerwca: – maksymalne obciążenie hoteli zwiększono do 75% z 50%; – podwyższono limity w kinach, teatrach i w lokalach gastronomicznych do 75% z 50%; – podniesiono limit uczestników do 1 os. na 10 m kw. (z 1 os. na 15 m kw.) w siłowniach, klubach fitness, kasynach, obiektach handlowych, placówkach pocztowych, bibliotekach, targach, konferencjach, wystawach i salach zabaw; – wznowiona zostanie też działalność dyskotek z limitem do 150 osób. Wprowadzone zasady mają obowiązywać do końca wakacji.

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



W Polsce sytuacja epidemiczna najlepsza od lipca 2020 r.



W bieżącym tygodniu najistotniejsze posiedzenie FOMC

- Dla rynku finansowego najważniejszym wydarzeniem bieżącego tygodnia będzie środowe posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed.
- Oczekujemy, że podczas środowego posiedzenia FOMC utrzyma bez zmian stopy procentowe oraz parametry programów skupu aktywów oraz programów płynnościowych. Przy okazji czerwcowego posiedzenia FOMC opublikowane zostaną aktualne kwartalne prognozy członków FOMC dot. podstawowych wskaźników makroekonomicznych oraz stóp procentowych Fed. Przy prawdopodobnie ograniczonych korektach prognoz wzrostu PKB i stopy bezrobocia, znaczące niespodzianki w zakresie wyższej inflacji poskutkują zapewne podwyższeniem mediany prognoz inflacji, w szczególności w 2021 r. Nie można też wykluczyć, że przy korekcie w górę prognoz inflacji członków FOMC lekko przesunie się w górę mediana oczekiwań co do poziomu stóp procentowych Fed w 2023 r. (w marcowej projekcji 11 z 18 członków FOMC oczekiwana stabilnych stóp do końca 2023 r.).
- W komunikacie FOMC i wypowiedziach prezesa Fed odnotowany zostanie kwietniowo – majowy wzrost inflacji, natomiast zapewne zostanie położony mocny akcent na jej tymczasowy charakter i oczekiwany spadek po 2021 r. oraz fakt mocno zakotwiczonych oczekiwań inflacyjnych. Jednocześnie Powell może wskazać, że na czerwcowym posiedzeniu FOMC rozpoczął dyskusję nad kwestią przyszłego ograniczenia skali skupu aktywów w przyszłości, jednak sądzimy, że jego retoryka pozostanie ostrożna, wskazująca, że ewentualna przyszła decyzja o rozpoczęciu ograniczania skali skupu aktywów będzie zależała od dalszej poprawy aktywności gospodarczej w USA oraz że proces ten będzie poprzedzony komunikacją FOMC oraz rozciągnięty w czasie.
- Jeśli w tym duchu zostanie utrzymana retoryka Fed reakcja rynkowa powinna być ograniczona – sądzimy, że taki scenariusz jest obecnie dyskontowany w cenach aktywów finansowych.
- Wśród publikacji danych makroekonomicznych oczekiwane będą przede wszystkim majowe wyniki gospodarki chińskiej, biorąc pod uwagę wcześniejsze sygnały pewnego wyhamowania aktywności. Ponadto publikowana będzie seria danych nt. gospodarki USA (produkcja, sprzedaż, regionalne wskaźniki koniunktury).
- Na polskim rynku publikacją nt. płac i zatrudnienia rozpocznie się seria publikacji z polskiej gospodarki, która będzie kontynuowana w kolejnym tygodniu.
- W dłuższym horyzoncie nadal najważniejsze będą publikacje danych weryfikujące oczekiwania dot. tempa ożywienia gospodarki globalnej oraz skali wzrostu inflacji. Zakładamy, że sytuacja pandemiczna będzie nadal miała ograniczony wpływ na sytuację rynkową, jednak rynek będzie śledził rozwój sytuacji epidemicznej w Wielkiej Brytanii, gdzie pomimo wysokiego odsetka zaszczepionych osób wyraźnie wzrosła liczba zachorowań. Dla inwestorów będzie to swego rodzaju „poligon doświadczalny” dla ewentualnych scenariuszy nawrotu epidemii w innych krajach, które podobnie jak Wielka Brytania mogą doświadczyć rozprzestrzeniania się indyjskiego (lub innych nowych) wariantów koronawirusa.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Wskaźnik inflacji CPI w maju – ostateczny szacunek (15 czerwca)**

Oczekujemy, że ostateczny wynik rocznego wskaźnika CPI w maju wyniósł 4,8%, tj. zgodnie ze wstępnym szacunkiem flash GUS. W maju w kierunku skokowego wzrostu wskaźnika rocznego CPI o 0,5 pkt. proc. oddziaływały wszystkie główne kategorie cen. Głównym czynnikiem, który podwyższył w maju wskaźnik inflacji był dalszy wzrost dynamiki rocznej cen paliw do ponad 30% r/r. Żywność „dodała” do wskaźnika inflacji nieco ponad 0,1 pkt. proc. 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. W maju wzrosła też dynamika cen nośników energii (mniej niż 0,1 pkt. proc. wzrostu CPI), co było wynikiem wejścia w życie nowej taryfy za gaz dla odbiorców detalicznych. **Szacujemy, 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) – publikacja NBP 16.06.**

- **Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (16 czerwca)**

Oczekujemy, że podczas środowego posiedzenia FOMC utrzyma bez zmian stopy procentowe oraz parametry programów skupu aktywów (łącznie 120 mld USD miesięcznie) oraz programów płynnościowych. Przy okazji czerwcowego posiedzenia FOMC opublikowane zostaną aktualne kwartalne prognozy członków FOMC dot. podstawowych wskaźników makroekonomicznych oraz stóp procentowych Fed. Przy prawdopodobnie ograniczonych korektach prognoz wzrostu PKB i stopy bezrobocia, znaczące niespodzianki w zakresie wyższej inflacji, zapewne poskutkują podwyższeniem mediany prognoz inflacji, w szczególności w 2021 r. Nie można też wykluczyć, że przy korekcie w górę prognoz inflacji członków FOMC lekko przesunie się w górę mediana oczekiwań co do poziomu stóp procentowych Fed w 2023 r. (w marcowej projekcji 11 z 18 członków FOMC oczekiwana stabilnych stóp do końca 2023 r.).

W komunikacie FOMC i wypowiedziach prezesa Fed zapewne odnotowany zostanie kwietniowo – majowy wzrost inflacji, natomiast zapewne zostanie położony mocny akcent na jej tymczasowy charakter i oczekiwany spadek po 2021 r. oraz fakt mocno zakotwiczonego oczekiwań inflacyjnych. Jednocześnie Powell może wskazać, że na czerwcowym posiedzeniu FOMC rozpoczął dyskusję nad kwestią przyszłego ograniczenia skali skupu aktywów w przyszłości, jednak sądzymy, że jego retoryka pozostanie ostrożna, wskazująca, że ewentualna przyszła decyzja o rozpoczęciu ograniczania skali skupu aktywów będzie zależała od dalszej poprawy aktywności gospodarczej w USA oraz że proces ten będzie poprzedzony komunikacją FOMC oraz rozciągnięty w czasie.

- **Zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w maju (18 czerwca)**

Prognozujemy, że w maju zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 2,2% r/r, wobec wzrostu o 0,9% r/r w kwietniu 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 dalszego spadku efektu bazy tj. znaczącego ograniczenia skali zatrudnienia w 2020 r. w okresie wiosennego lockdownu.

Prognozujemy, że w maju wynagrodzenia wzrosły o 9,8% r/r wobec 9,9% r/r w kwietniu. Przy stabilnej bazie odniesienia oraz braku zmian efektów kalendarzowych względem kwietnia oczekujemy stabilizacji dynamiki wynagrodzeń nie oczekując także wyraźnych zmian cyklicznych w zakresie presji płacowej w firmach.

- **Produkcja sprzedana przemysłu w maju (21 czerwca)**

Oczekujemy, że w maju produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o +29% r/r wobec 44,5% r/r w kwietniu. W skali miesiąca oczekujemy lekkiego spadku produkcji przemysłowej o ok. 0,5% (w ujęciu danych oczyszczonych z sezonowości) jako efekt korekcyjny dynamicznych wzrostów w I kw. br. Jednocześnie dla rocznej dynamiki wzrostu produkcji kluczowym czynnikiem są zmiany bazy odniesienia, tj. ograniczenie skali spadków produkcji w maju przed rokiem, wraz z kończącym się lockdownem w przypadku sektora przemysłowego.

- **Wskaźnik PPI w maju (21 czerwca)**

Prognozujemy, że w maju wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) wzrósł do 5,9% r/r, wobec 5,3% r/r w kwietniu. Szacujemy, że w skali miesiąca ceny wzrosły o 0,4% w warunkach: - wzrostu hurtowych cen paliw, - wzrostów cen w górnictwie rud metali - silnej aprecjacji notowań złotego w ujęciu średniomiesięcznym (spadek wartości złotowej eksportowanych towarów).

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 15 czerwca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI, maj (ost.)	4,8% r/r (wst.)	-	4,8% r/r
14:30	US	Indeks koniunktury w okręgu Nowy Jork, czerwiec	24,3 pkt.	22,0 pkt.	-
14:30	US	Sprzedaż detaliczna, maj	0,0% m/m	-0,6% m/m	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa, maj	0,5% m/m	0,6% m/m	-
środa 16 czerwca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
04:00	CHN	Produkcja przemysłowa, maj	9,8% r/r	9,2% r/r	-
04:00	CHN	Sprzedaż detaliczna, maj	17,7% r/r	14,0% r/r	-
04:00	CHN	Nakłady inwestycyjne, styczeń – maj	19,9% r/r	17,0% r/r	-
14:00	PL	Wskaźnik inflacji bazowej, maj	3,9% r/r	-	3,9% r/r
13:45	US	Posiedzenie FOMC	0,0% - 0,25%	0,0% - 0,25%	0,0% - 0,25%
14:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	-	-	-
czwartek 17 czerwca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji HICP, maj (ost.)	2,0% r/r (wst.)	2,0% r/r	-
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji bazowej HICP, maj (ost.)	0,9% r/r (wst.)	0,9% r/r	-
14:30	US	Indeks koniunktury w okręgu Filadelfia, czerwiec	31,5 pkt.	31,0 pkt.	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 12.06	376 tys.	360 tys.	-
piątek 18 czerwca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw, maj	9,9% r/r	10,2% r/r	9,8% r/r
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, maj	0,9% r/r	2,4% r/r	2,2% r/r
poniedziałek 21 czerwca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	Produkcja przemysłowa, maj	44,5% r/r	29,0% r/r	29,0% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI, maj	5,3% r/r	5,9% r/r	5,9% r/r

* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

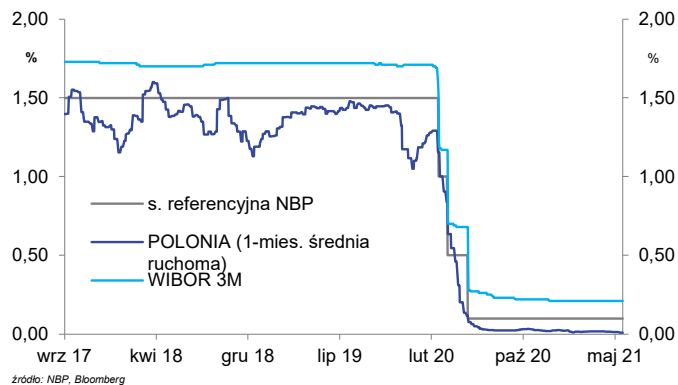
Kalendarz publikacji danych – maj

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	589 mln EUR	1740 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%

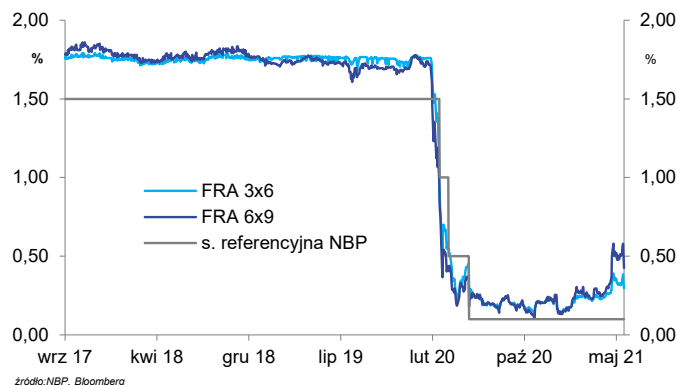
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	CHN	maj	1.06	51,9 pkt.	52,0 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	maj	1.06	60,7 pkt.	61,2 pkt.	
Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	CHN	maj	3.06	56,3 pkt.	55,1 pkt.	
Indeks 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		9,2% r/r
Posiedzenie FOMC	US	czerwiec	16.06	0,0% - 0,25%		0,0% - 0,25%
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

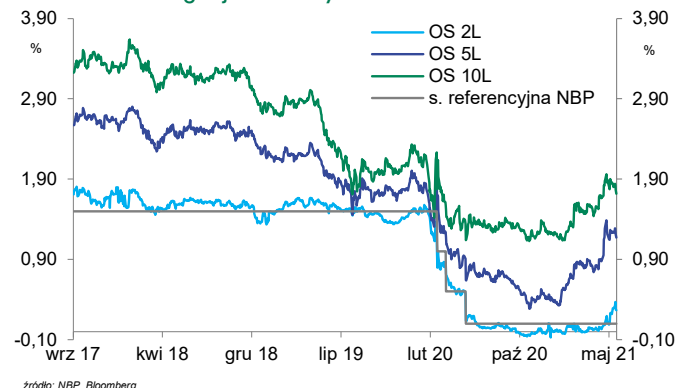
Krajowe stopy procentowe



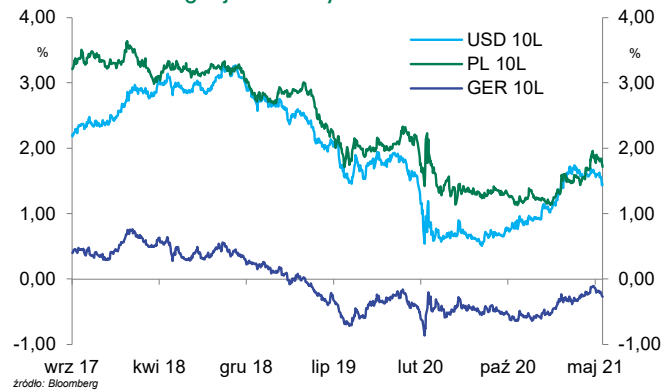
Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



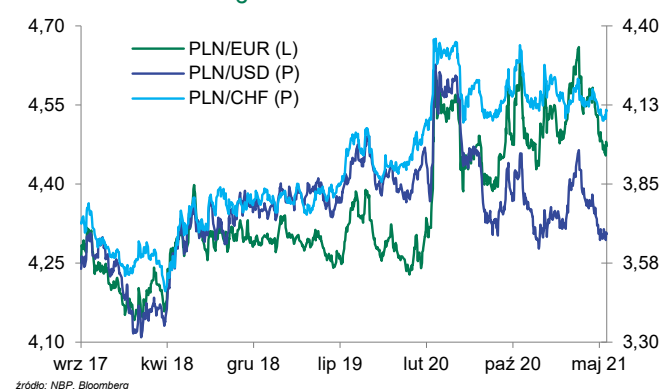
Rentowności obligacji skarbowych



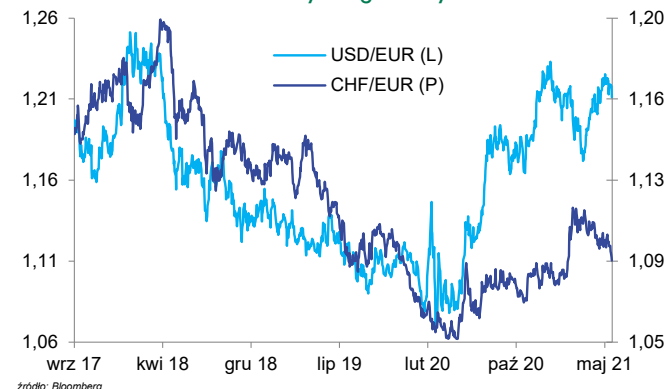
Rentowności obligacji skarbowych



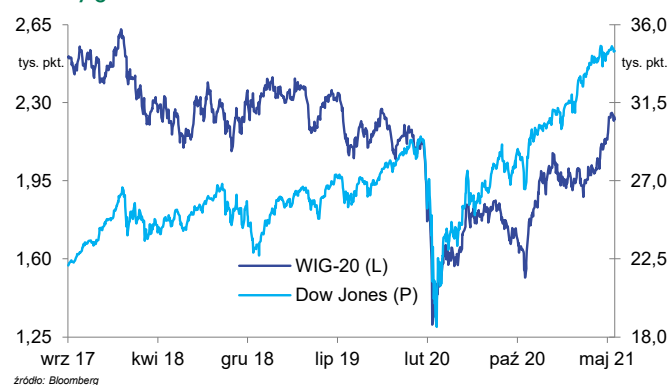
Notowania kursu złotego



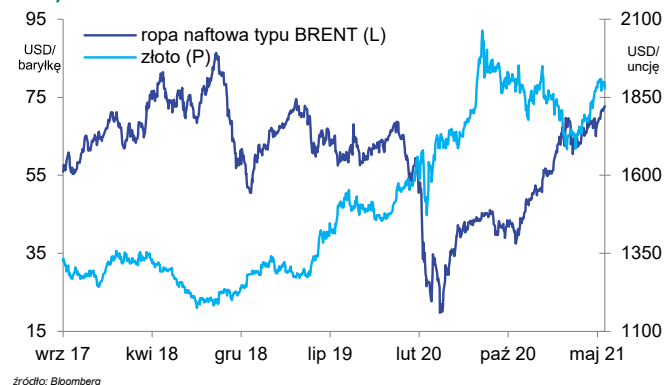
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

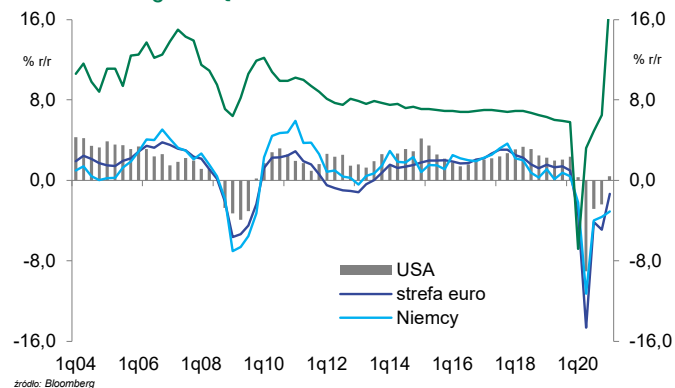


Ceny surowców

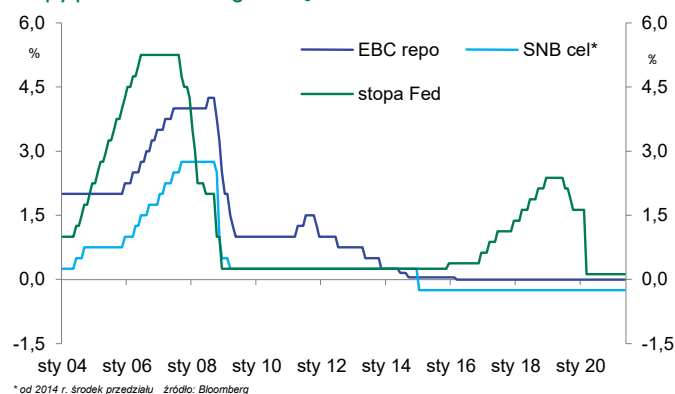


Sfera realna

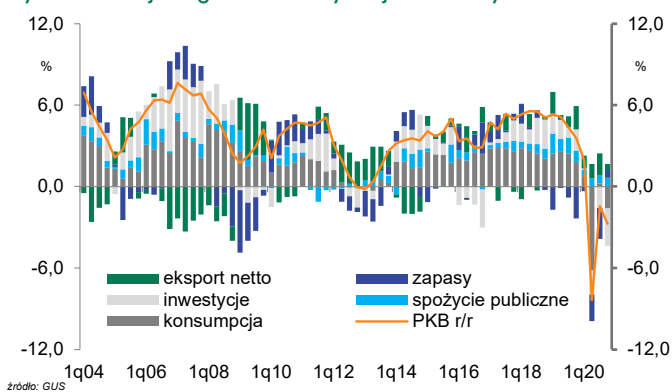
Wzrost PKB za granicą



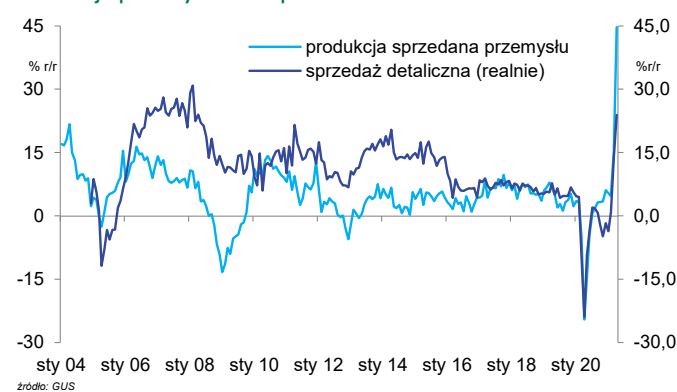
Stopy procentowe za granicą



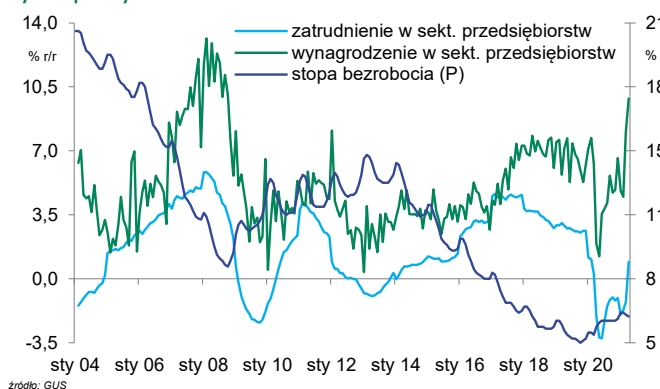
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



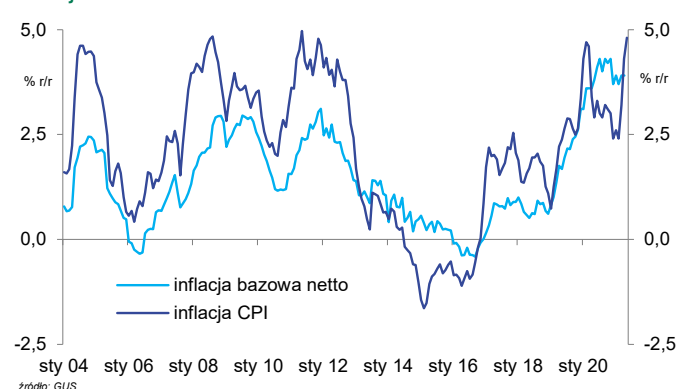
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



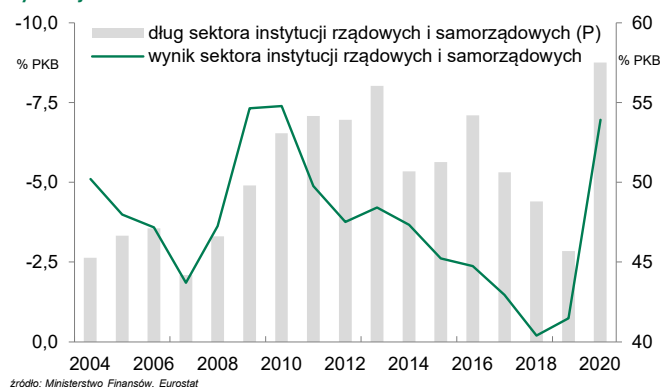
Rynek pracy



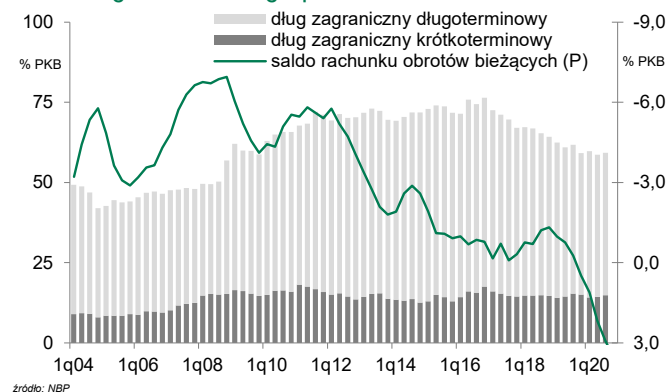
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.05.2021	04.06.2021	11.06.2021	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	0,30	0,27	0,25	0,20	0,20
Obligacje skarbowe 5L	%	1,23	1,23	1,17	1,15	1,10	1,00
Obligacje skarbowe 10L	%	1,85	1,80	1,72	1,75	1,75	1,80
PLN/EUR	PLN	4,48	4,47	4,47	4,47	4,45	4,46
PLN/USD	PLN	3,67	3,69	3,68	3,69	3,68	3,72
PLN/CHF	PLN	4,08	4,08	4,10	4,10	4,08	4,10
USD/EUR	USD	1,22	1,22	1,21	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	1,55	1,45	1,30	1,35	1,45
Obligacje skarbowe GER 10L	%	-0,35	-0,21	-0,28	-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.