

KOMENTARZ TYGODNIOWY

9 maja 2022

Zaostrzenie retoryki przez banki centralne wzmagają niepokój rynków. W Polsce mniejsza od rynkowych oczekiwań podwyżka stóp.

- Miniony tydzień przyniósł kontynuację wyraźnego spadku notowań akcji i wzrostu rentowności obligacji skarbowych na globalnym rynku. Ich przyczyną był generalnie „jastrzębi” przekaz większości banków centralnych. Na możliwość podniesienia stóp procentowych nawet już w lipcu wskazało kilkoro członków rady EBC (m.in. członkowie zarządu EBC L. De Guindos i I. Schnabel). W minionym tygodniu [Fed podniósł zgodnie z oczekiwaniami stopy procentowe o 50 pkt. baz.](#) i choć prezes Powell wyraźnie zdystansował się od podwyżki o 75 pkt. baz. na kolejnym posiedzeniu (o czym spekulował rynek), niemniej „zapowiedział” dwie kolejne podwyżki w skali po 50 pkt. baz. i zasugerował kontynuację zacieśniania polityki monetarnej. Tym samym rynki zinterpretowały przekaz banków centralnych jako gotowość do zapobieżenia utrwalenia się wysokiej inflacji nawet za cenę ryzyka recesji w średniej perspektywie i podniosły oczekiwania co do skali podwyżek stóp w krótkim okresie.
- Ryzyko wyraźnego osłabienia aktywności gospodarczej w II połowie roku wydaje się rosnąć w świetle: - kwietniowego spadku indeksów koniunktury PMI w Chinach (wyraźnie poniżej 50 pkt.) m.in. w kontekście restrykcyjnej polityki antypandemicznej; - słabych wyników z niemieckiego przemysłu, czy gorszych nastrojów konsumentów w Europie, a także perspektywy wprowadzenia kolejnych europejskich sankcji wobec Rosji w obszarze węglowodorów. Z drugiej strony bieżące dane z USA i strefy euro wskazują na bardzo „ciasny” rynek pracy i rosnące oczekiwania płacowe (mocne majowe dane z rynku pracy USA, w EMU najniższa w historii stopa bezrobocia, żądania płacowe niemieckiego związku zawodowego IG Metal powyżej 8%) i niepokój co do tych tendencji pobrzmiewa w wypowiedziach przedstawicieli banków centralnych.
- W tych warunkach miniony tydzień przyniósł kontynuację spadku indeksów akcji MSCI (dla świata: -1%, dla USA: -0,5%, dla EMU: -3,6%, dla rynków wschodzących: - 3,6%) oraz wzrost rentowności 10-letnich papierów skarbowych o kilkanaście punktów bazowych (do lokalnych maksimów: 3,13% w USA i 1,13% w Niemczech).
- Podobnie, perspektywy polityki monetarnej wpłynęły na kursy głównych walut, wzmacniając waluty, gdzie rynki oczekują przyspieszenia zacieśniania polityki monetarnej (USD, EUR) i osłabiając te waluty, gdzie perspektywa zacieśnienia polityki monetarnej jest łagodniejsza, czy też odleglejsza (GBP, CHF). W tych warunkach kurs USD/EUR pozostał w trendzie bocznym, przez ostatnie dni wahając się w przedziale 1,05 – 1,06 USD/EUR.
- Sytuacja na krajowym rynku wpisała się w sytuację na globalnym rynku. Rynek akcji silnie zdołował w ślad za rynkami europejskimi (spadek WIG o 4,4%). Rentowości papierów 10-letnich wzrosły o 40 pkt baz. do 6,77%, przy bardzo płytkim rynku. Złoty lekko osłabił się (-0,1% w relacji do koszyka walut), przy osłabieniu złotego w relacji do EUR i USD oraz wzmocnieniu w relacji do CHF.

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

- Najważniejsze krajowe wydarzenie minionego tygodnia, czwartkowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, nie wpisało się w generalny trend globalnej ostrzejszej od oczekiwań retoryki banków centralnych. [RPP podniosła stopy procentowe NBP o 75 pkt. baz.](#), czyli mniej niż oczekiwał konsensus analityków (100 pkt.), przy wycenach rynkowych wskazujących nawet na szansę na podwyżkę większą niż 100 pkt. baz.
- Podwyżka stóp o 75 pkt. baz. była zgodna z naszymi oczekiwaniami. Opieraliśmy swoją prognozę m.in. na obserwacji zależności ostatnich decyzji RPP ze skalą wzrostu bieżącej inflacji. Dotychczasowe decyzje RPP miały wyraźnie adaptacyjny charakter – były funkcją skali zmian bieżącego wskaźnika inflacji CPI. Dotychczas Rada zdecydowała się na zmiany stóp rzędu 50 pkt. baz., jeśli wzrost bieżącej inflacji był niższy niż 1 pkt. proc., o 75 pkt. baz., jeśli wzrost inflacji był nieco większy niż 1 pkt. proc., zaś o 100 pkt. baz., jeśli skala wzrostu bieżącej inflacji przekroczyła 2 pkt. proc. Ta prosta reguła implikowała podniesienie stóp procentowych na majowym posiedzeniu o 75 pkt. baz. w reakcji kwietniowy wzrost wskaźnika CPI o nieco ponad 1 pkt. proc.
- Prezes Głapiński podczas piątkowej konferencji poniekąd potwierdził, że tego typu adaptacyjna filozofia stała za majową decyzją Rady. Wskazał, że Rada nie zdecydowała się na podwyżkę o 100 pkt. baz. (tak jak to miało miejsce przed miesiącem), gdyż tak duża podwyżka była reakcją na skokowy (ponad 2 pkt. proc.), wzrost inflacji w kwietniu. Z kolei Rada nie zdecydowała się na podwyżkę rzędu 50 pkt. baz., gdyż obawiała się, że rynek może odebrać ją jako sygnał zbliżania się do końca cyklu podwyżek.
- Najistotniejsze informacje z piątkowej konferencji prasowej prezesa NBP to naszym zdaniem: – deklaracja, że RPP zamierza kontynuować cykl podwyżek tak długo jak będzie rostała bieżąca inflacja; – RPP spodziewa się szczytu inflacji w czerwcu lub w lipcu; – podwyżka stóp o 50 pkt. baz. jest oceniana przez większość Rady jako sygnał bliskiego końca cyklu podwyżek; – RPP bierze pod uwagę, że pod koniec 2023 r. przejdzie do rozluźniania polityki monetarnej.
- W świetle powyższych informacji, dotychczasowej obserwowanej funkcji reakcji RPP oraz naszego zaktualizowanego scenariusza inflacji (w maju wskaźnik CPI przekroczy 13%, w czerwcu osiągnie szczyt w okolicach 14,0%, a w II połowie roku ustabilizuje się w okolicach 13%), zdecydowaliśmy o skorygowaniu w górę o 50 pkt. baz. naszego doczasowego scenariusza stóp NBP. Oczekujemy, że RPP podwyższy stopy o 75 pkt. baz. w czerwcu oraz o 50 pkt. baz. w lipcu i zakończy cykl podwyżek na poziomie 6,5% dla stopy referencyjnej NBP.
- Wobec obaw rynkowych przed zdeterminowanym przez wysoką bieżącą inflacją zacieśnianiem polityki monetarnej na świecie, w tym tygodniu rynki oczekiwać będą na serię wystąpień członków komitetu FOMC i rady EBC. Przy generalnie ubogim kalendarzu publikacji danych najistotniejsze będą kwietniowe wyniki CPI w USA, a ponadto marcowa produkcja w EMU i majowe nastroje konsumentów w USA. Z początkiem kolejnego tygodnia uwaga rynkowa skupi się na istotnych kwietniowych danych z gospodarki Chin.
- Niezmiennie, bardzo istotne pozostaną informacje geopolityczne, w szczególności te dotyczące VI pakietu sankcji UE wobec Rosji, w kontekście tempa rezygnacji z importu do UE surowców energetycznych z Rosji.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Wskaźnik inflacji CPI w kwietniu – ostateczny szacunek (13 maja)**

Oczekujemy, że ostateczny szacunek wskaźnika CPI w kwietniu wyniósł 12,3% r/r, zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS. W kwietniu do wzrostu wskaźnika inflacji o 1,3 pkt. proc. do 12,3% przyczynił się przede wszystkim wzrost cen żywności (wkład do wzrostu 0,9 pkt. proc.), a ponadto nośników energii (nieco ponad 0,3 pkt. proc.) oraz inflacja bazowa (0,3 pkt. proc.). Z kolei w kierunku obniżenia kwietniowej inflacji oddziaływały ceny paliw do środków transportu (-0,3 pkt. proc.). **Szacujemy, że inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii) wzrosła w kwietniu do 7,4 r/r** wobec 6,9% w marcu – publikacja NBP w poniedziałek 16.05.

- **Bilans płatniczy w marcu (16 maja)**

Oczekujemy, że w marcu deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniesie 2715 mln EUR, niewiele zmieniając się wobec lutego deficytu 2871 mln EUR. W marcu oczekujemy silniejszego niż sezonowy wzrost deficytu w handlu zagranicznym, co będzie w decydującym stopniu efektem zmian cenowych, tj. wzrostu wartości importu surowców energetycznych, których ceny skokowo wzrosły po wybuchu wojny w Ukrainie. Ponadto oczekujemy lekkiej poprawy sezonowej wyniku w kategorii dochody pierwotne i wtórne przy zakładanej poprawie miesięcznego wyniku rozliczeń z budżetem UE oraz niższej skali wypłat reinwestowanych zysków. Przy założeniu naszej prognozy oczekujemy wzrostu 12-miesięcznego deficytu w obrotach bieżących do 2,2% PKB, wobec 1,8% po lutym.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 10 maja			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
11:00	DE	Indeks koniunktury ZEW, maj	-43,0 pkt.	-	-
środa 11 maja			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
3:30	CHN	Inflacja CPI, kwiecień	1,5% r/r	1,9% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI, kwiecień	8,5% r/r	8,1% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy, kwiecień	6,5% r/r	6,1% r/r	-
czwartek 12 maja			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 07.05	200 tys.	192 tys.	-
piątek 13 maja			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	Inflacja CPI, kwiecień (ost.)	12,3% r/r (wst.)	-	12,3% r/r
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa, marzec	1,5% m/m	-1,8% m/m	-
13:30	EMU	Zapis z dyskusji podczas posiedzenia EBC w kwietniu	-	-	-
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących, marzec	-2871 mln EUR	-2732 mln EUR	-2715 mln EUR
16:00	US	Wskaźnik nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan, maj (wst.)	65,2 pkt.	63,7 pkt.	-
poniedziałek 16 maja			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Produkcja przemysłowa, kwiecień	5,0% r/r	0,5% r/r	-
03:00	CHN	Sprzedaż detaliczna, kwiecień	-3,5% r/r	-6,1 r/r	-
03:00	CHN	Inwestycje, styczeń-kwiecień	9,3% r/r	7,0 r/r	-
14:00	PL	Wskaźnik inflacji bazowej CPI, kwiecień	6,9% r/r	-	7,4% r/r
14:30	US	Indeks koniunktury w okręgu Nowy Jork, maj	24,6 pkt.	-	-

* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

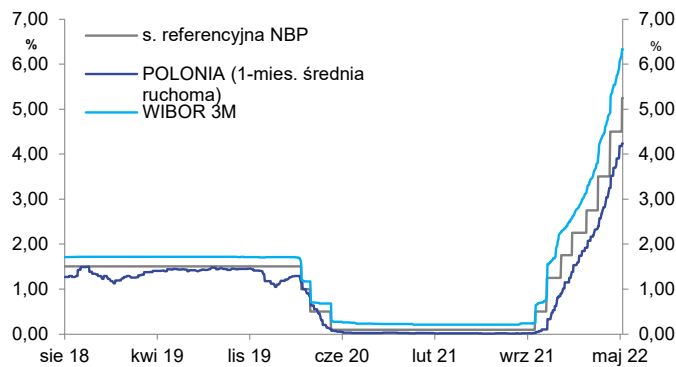
Miesięczny kalendarz publikacji danych

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	maj	2.05	52,7 pkt.	51,8 pkt.	
Posiedzenie RPP	PL	maj	5.05	4,50%	5,25%	
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	kwiecień	13.05	12,3% r/r (wst.)		12,3% r/r
Saldo na rachunku obrotów bieżących	PL	marzec	13.05	-2871 mln EUR		-2715 mln EUR
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	12,3%		13,4%

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	kwiecień	2.05	57,1 pkt.	55,4 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	kwiecień	5.05	58,3 pkt.	57,1 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.	428 tys.	
Stopa bezrobocia	US	kwiecień	6.05	3,6%	3,6%	
Wskaźnik inflacji CPI	US	kwiecień	11.05	8,5% r/r		8,1% r/r
Produkcja przemysłowa	CHN	kwiecień	16.05	5,0% r/r		0,5% 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	-		-

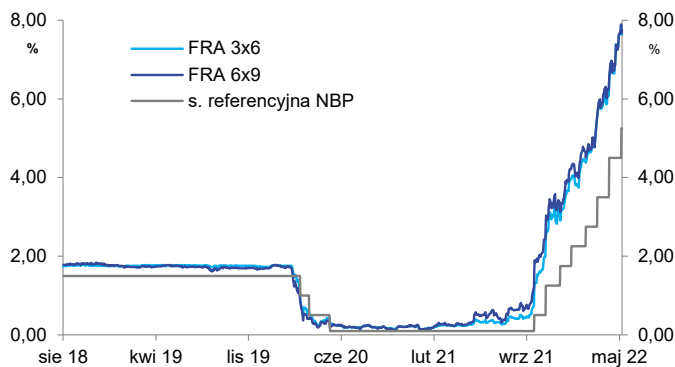
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



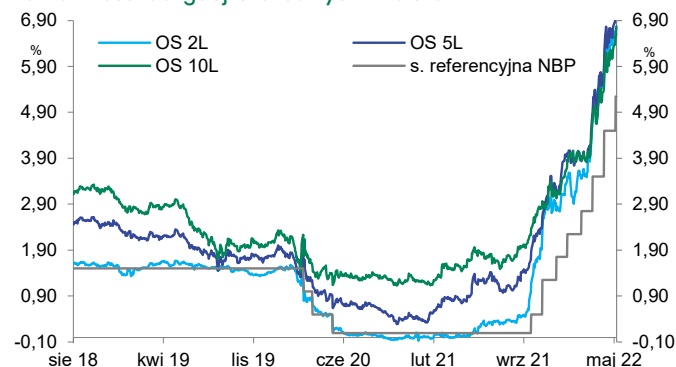
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



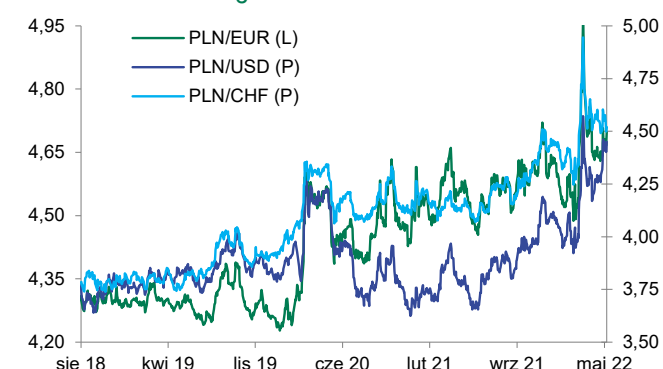
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



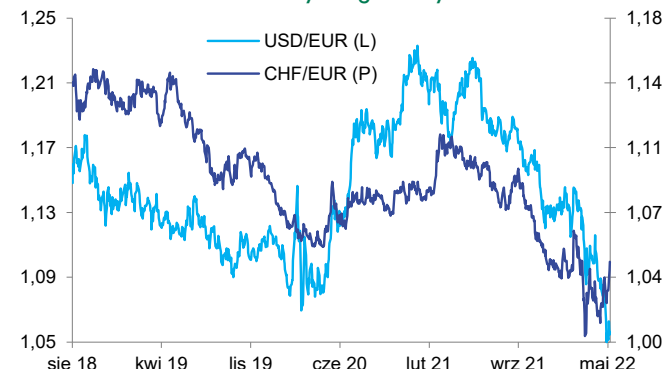
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



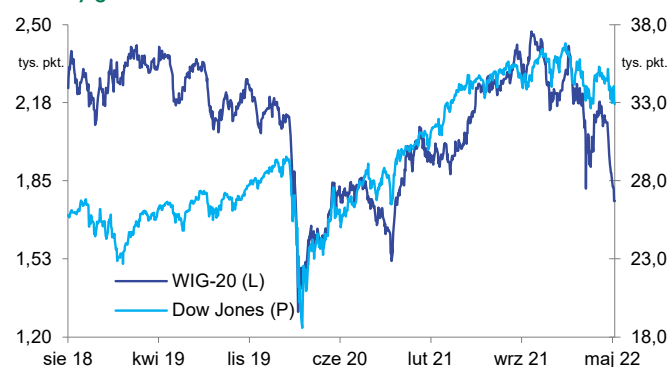
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

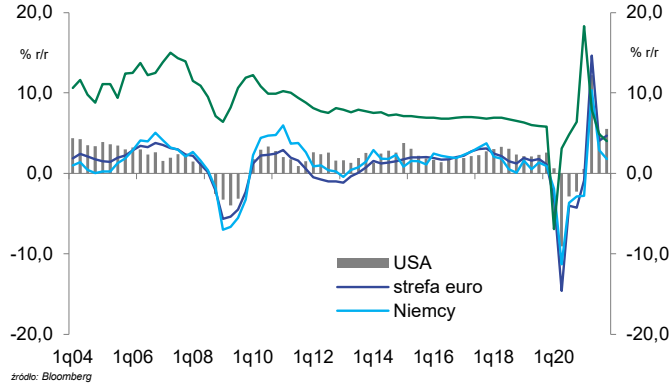
Ceny surowców



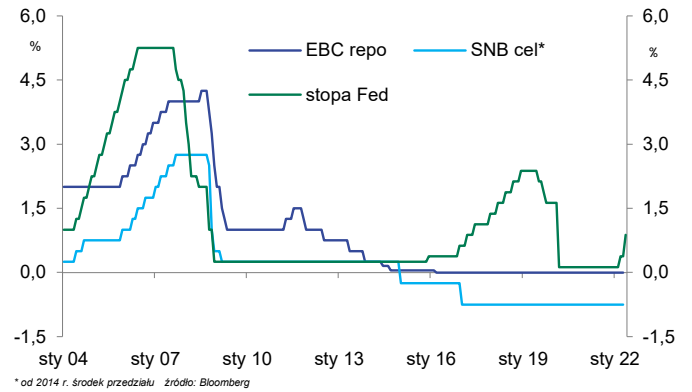
źródło: Bloomberg

Sfera realna

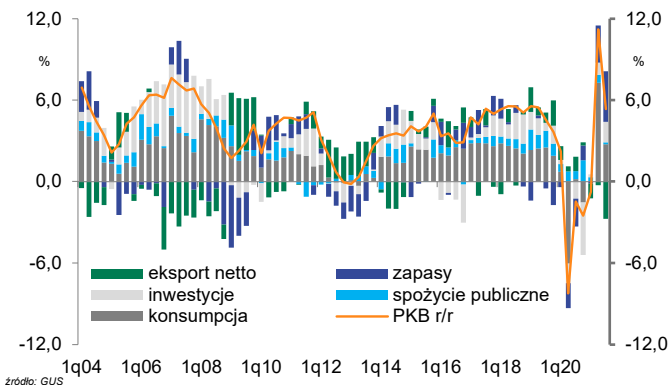
Wzrost PKB za granicą



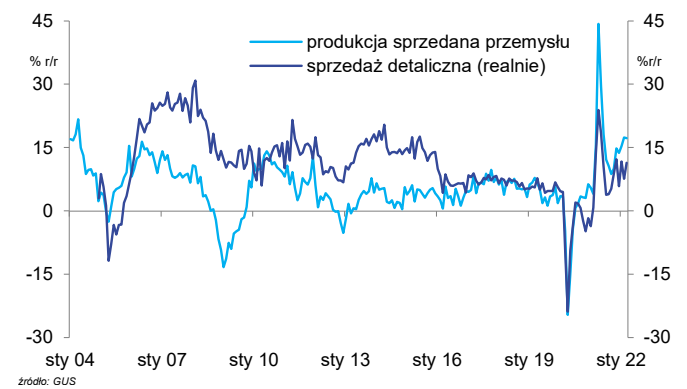
Stopy procentowe za granicą



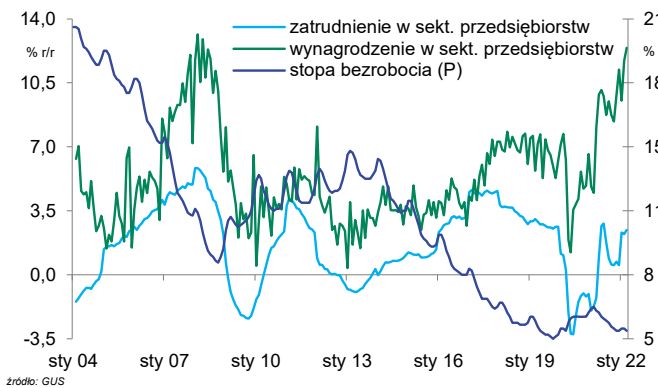
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



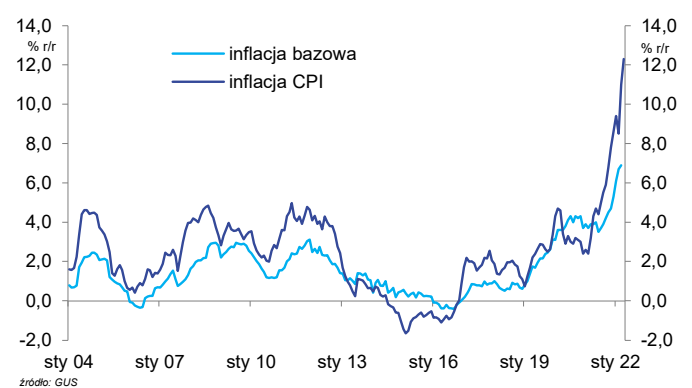
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



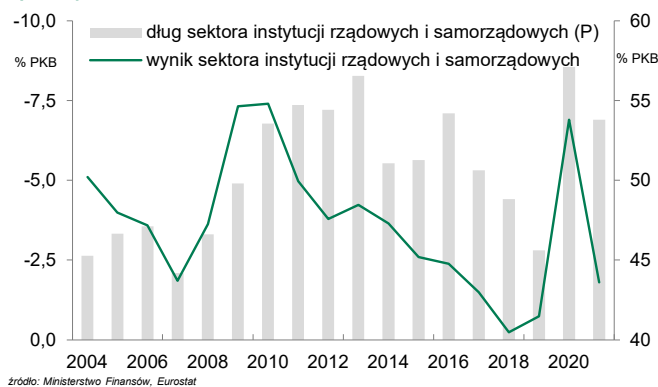
Rynek pracy



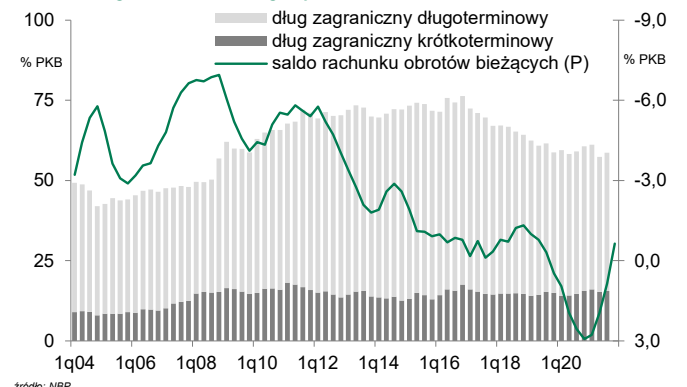
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.04.2022	29.04.2022	06.05.2022	31.05.2022	30.06.2022	30.09.2022
Stopa lombardowa NBP	%	5,00	5,00	5,75	5,75	6,25	6,50
Stopa referencyjna NBP	%	4,50	4,50	5,25	5,25	5,75	6,00
Stopa depozytowa NBP	%	4,00	4,00	4,75	4,75	5,25	5,50
WIBOR 3M	%	6,05	6,05	6,33	6,00	6,10	6,20
Obligacje skarbowe 2L	%	6,53	6,53	6,61	6,60	6,20	6,00
Obligacje skarbowe 5L	%	6,79	6,79	7,21	6,60	6,20	5,95
Obligacje skarbowe 10L	%	6,32	6,32	6,77	6,10	5,85	5,50
PLN/EUR	PLN	4,66	4,66	4,70	4,60	4,60	4,57
PLN/USD	PLN	4,41	4,41	4,45	4,30	4,28	4,19
PLN/CHF	PLN	4,55	4,55	4,52	4,53	4,52	4,46
USD/EUR	USD	1,06	1,06	1,06	1,07	1,08	1,09
Stopa Fed	%	0,50	0,50	1,00	1,00	1,50	2,25
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	%	2,93	2,93	3,13	2,85	2,80	2,50
Obligacje skarbowe GER 10L	%	0,94	0,94	1,13	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.