

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

21 marca 2022

## Na rynkach (okresowy) wzrost nadziei na pokój na Ukrainie poprawił nastroje. Fed rozpoczął cykl podwyżek stóp. Solidne dane z polskiej gospodarki.

- Najważniejsze informacje minionego tygodnia dotyczące sytuacji makroekonomicznej na świecie potwierdziły rosnące prawdopodobieństwo scenariusza stagflacji w gospodarce światowej, w szczególności w Europie.
- W Europie pojawił się pierwszy symptom silnego pogorszenia nastrojów gospodarczych po wybuchu wojny na Ukrainie – spadek indeksu koniunktury ZEW w Niemczech o ponad 90 pkt. do -39,3 pkt. (najsilniejszy spadek w historii badania od 1991 r.).
- Z kolei w Chinach kontynuowany był wzrost zakażeń COVID-19, największy od czasu epidemii w Wuhan pod koniec 2019 r. Pod koniec tygodnia 20 prowincji (tworzących 70% PKB Chin) było zakwalifikowanych do grupy ze średni lub wysokim ryzykiem epidemicznym. Przy nadal restrykcyjnej (choć ewoluującej w kierunku złagodzenia) polityce antyepidemicznej w Chinach (lokalne lockdowny) oznacza to wzrost ryzyka dalszych zaburzeń globalnych łańcuchów dostaw – z potencjalnie wyższymi cenami i mniejszą dostępnością towarów.
- Mimo ryzyka spowolnienia aktywności ubiegłotygodniowe [posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed](#) (FOMC) przyniosło wynik bardziej „jastrzębi” od oczekiwań. Komitet zgodnie z oczekiwaniami podwyższył stopy o 25 pkt. baz., ale zaskoczył znaczącą rewizją w górę (o ponad 100 pkt. baz.) mediany prognoz członków FOMC dot. stóp procentowych – do 2,75% na koniec 2023 r. Decyzja FOMC świadczy o tym, że w obliczu wyższej od oczekiwań inflacji, pomimo perspektywy spowolnienia aktywności, Fed zamierza zdecydowanie odchodzić od luźnej polityki monetarnej. W tym kontekście widoczna jest wyraźna różnica między retoryką Fed, a bankami centralnymi w Europie. Choć kierunek jest ten sam (zacieśnienie polityki monetarnej), to ubiegłotygodniowe posiedzenie Banku Anglii (podwyżka stóp, ale ostrożna retoryka), a wcześniej EBC wskazują, że banki centralne w Europie są zdecydowanie bardziej ostrożne w deklarowaniu ostrzejszej polityki, co jest pochodną oczekiwanych silniejszych negatywnych skutków konfliktu na Ukrainie dla europejskich gospodarek.
- W aspekcie rynkowym, miniony tydzień przyniósł kontynuację poprawy globalnych nastrojów, ze wzrostem popytu na bardziej ryzykowne aktywa. Inwestorzy „oswajają się” z nową sytuacją geopolityczną związaną z trwającym już blisko miesiąc konfliktem zbrojnym na Ukrainie. W minionym tygodniu na rynkach pojawiła się nawet nadzieja na zakończenie konfliktu w oczekiwaniu na spotkanie ministrów spraw zagranicznych Ukrainy i Rosji w ostatni czwartek. Brak pozytywnych rozstrzygnięć (czego można się było spodziewać), a następnie konfrontacyjne przemówienie W. Putina, ostudziło optymizm rynkowy pod koniec tygodnia, niemniej nastroje pozostały istotnie lepsze niż tydzień wcześniej. W obszarze ryzyka geopolitycznego należy ponadto odnotować nasilenie tarć na linii USA-Chiny w kontekście konfliktu na Ukrainie (piątkowa wideokonferencja między przywódcami USA i Chin).

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

- Spadek ryzyka geopolitycznego przyniósł obniżenie cen surowców energetycznych z historycznych maksimów notowanych w poprzednim tygodniu – cena ropy Brent za baryłkę spadła w połowie tygodnia w okolice 100 dolarów (wobec wcześniejszych 130 USD), solidnie spadły też ceny gazy i węgla. Koniec minionego tygodnia i początek bieżącego przyniosły ponowne odbicie cen, niemniej wciąż wyraźnie poniżej wcześniejszych maksimów.
- Równolegle pozytywnie odreagowały rynki akcji – w skali tygodnia globalny indeks MSCI wzrósł o 5,9%, przy najsilniejszym pozytywnym odreagowaniu na rozwiniętych rynkach (ok. +6%) i bardziej stonowanej reakcji na rynkach wchodzących (średnio w okolicach +3%). Co ciekawe, pozytywnych dobrych nastrojów na rynkach akcji nie zmienił jastrzębi wydzwięk projekcji FOMC.
- Wobec perspektywy ostrzejszej polityki monetarnej oraz dalszego spadku awersji do ryzyka kontynuowany był wzrost rentowności papierów skarbowych na rynkach bazowych. W skali tygodnia rentowności 10-letnich papierów amerykańskich wzrosły o ponad ok 15 pkt. baz., do 2,15% oraz do blisko 0,40% w Niemczech, osiągając w trakcie tygodnia lokalne maksima. W skali tygodnia dolar lekko stracił na wartości w relacji do euro – powracając nad poziom 1,10 USD/EUR. Zapewne spadek awersji do ryzyka wywarł silniejszy (negatywny dla dolara) wpływ niż pro-dolarowe jastrzębie przestanie FOMC.
- Globalny spadek awersji do ryzyka przyniósł kontynuację silnego pozytywnego odreagowania kursu złotego i notowań akcji na GPW. Złoty umocnił się o 1,3% w relacji do koszyka walut i na koniec tygodnia osiągnął 4,72 PLN/EUR, 4,27 USD/PLN oraz 4,57 PLN/CHF. WIG wzrósł w skali tygodnia o 3%.
- Pomimo wzrostu rentowności na rynkach bazowych i wyższego od oczekiwań odczytu inflacji w Polsce rentowności krajowych obligacji spadły o ponad 20 pkt. baz. w skali tygodnia w okolice 4,70% dla 10-latek. Możliwe, że górę wzięły spadek awersji do ryzyka lub korekta notowań po skokowym wzroście z ostatnich tygodni. Dodać należy, że rynek w ostatnich tygodniach jest bardzo płytki, co zapewne przyczynia się do podwyższonej zmienności notowań SPW.
- Generalnie opublikowane w minionym tygodniu i z początkiem tego tygodnia dane wskazały na wyższą od oczekiwań [inflację](#), w tym wzrost inflacji bazowej do 6,7% w lutym, wysoką dynamikę [płac](#) oraz silną aktywność w [przemysle](#), [budownictwie](#) i [handlu](#). Można zatem ocenić, że choć na miesięczne dane wpływały w sporym stopniu czynniki jednorazowe, to przed wybuchem wojny na Ukrainie polska gospodarka rozwijała się solidnie (ponad 6% wzrostu PKB w I kw.), co jednak nie zmienia bilansu ryzyk dla aktywności w dłuższej perspektywie, które opisaliśmy w poprzednich [komentarzach tygodniowych](#).
- W bieżącym tygodniu niezmiennie kluczowe będą informacje dot. sytuacji geopolitycznej, rozwoju sytuacji militarnej, kolejnych sankcji oraz ewentualnych informacji nt. dalszych negocjacji pokojowych (mamy spory dystans co do szans na pojawienie się przełomowych pozytywnych informacji).
- Z czynników stricte makroekonomicznych w tym tygodniu szczególnie oczekiwane będą wstępne marcowe odczyty wskaźników koniunktury w strefie euro (PMI i Ifo), gdyż objawią one skalę negatywnego wpływu wojny na Ukrainie na nastroje przedsiębiorstw. W bieżącym tygodniu zaplanowany jest też szereg posiedzeń banków centralnych w gospodarkach wschodzących (m.in. Węgry, Meksyk, RPA) z generalnymi oczekiwaniami na kontynuację podwyższania stóp.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Stopa bezrobocia w lutym (23 marca)**

Prognozujemy, że w lutym stopa bezrobocia rejestrowanego utrzymała się na styczniowym poziomie 5,5%. Stabilizacja stopy bezrobocia to wg naszych szacunków wypadkowa zmian sezonowych zwiększających liczbę bezrobotnych (ograniczenie zatrudnienia w części sektorów gospodarki w chłodniejszej części roku) i jednocześnie obniżającego stopę bezrobocia efektu solidnego popytu na pracę (efekty cykliczne). Według prognoz resortu pracy lutowa stopa bezrobocia wyniosła 5,5%.

## Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 22 marca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:00	HUN	Decyzja NBU ws. stopy procentowej	3,40%	4,28%	-
środa 23 marca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji HICP, luty (wst.)	5,1% r/r	5,3% r/r	-
14:00	PL	<b>Stopa bezrobocia, marzec</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,5% r/r</b>	<b>5,5% r/r</b>
16:00	US	Sprzedaż domów na rynku pierwotnym, luty	801 tys. anual.	815 tys. anual	-
czwartek 24 marca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
09:30	CH	Decyzja SNB ws. stopy procentowej	-0,75%	-0,75%	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł, marzec (wst.)	58,4 pkt.	56,0 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi, marzec (wst.)	55,8 pkt.	53,9 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł, marzec (wst.)	58,2 pkt.	56,0 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi, marzec (wst.)	55,5 pkt.	54,1 pkt.	-
10:00	NO	Decyzja ws. stopy procentowej	0,50%	0,75%	-
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 19.03	214 tys.	211 tys.	-
13:30	US	Zamówienia na dobra trwałe, luty	1,6% m/m	-0,6% m/m	-
20:00	MEX	Decyzja ws. stopy procentowej	6,00%	6,50%	-
piątek 25 marca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	DE	Indeks koniunktury Ifo, marzec	95,7 pkt.	96,5 pkt.	-
16:00	US	Wskaźnik nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan, marzec (ost.)	61,7 pkt. (wst.)	61,8 pkt.	-
niedziela 27 marca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
27.03-02.04	DE	Sprzedaż detaliczna, luty	1,4% m/m	-	-

\* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

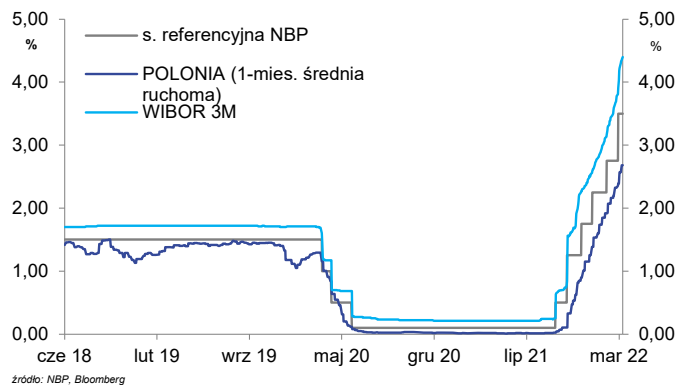
## Miesięczny kalendarz publikacji danych

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
PKB (ost.)	PL	IV kw.	28.02	7,3% r/r (wst.)	7,3% r/r	
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	luty	1.03	54,5 pkt.	54,7 pkt.	
Posiedzenie RPP	PL	marzec	8.03	2,75%	3,50%	
Wskaźnik inflacji CPI	PL	luty	15.03	9,4% r/r	8,5% r/r	
Wskaźnik inflacji bazowej CPI	PL	luty	16.03	6,1% r/r	6,7% r/r	
Saldo na rachunku obrotów bieżących	PL	styczeń	16.03	-3957 mln EUR	-64 mln EUR	
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	luty	18.03	2,3% r/r	2,2% r/r	
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	luty	18.03	9,5% r/r	11,7% r/r	
Produkcja przemysłowa	PL	luty	18.03	19,2% r/r	17,6% r/r	
Wskaźnik PPI	PL	luty	18.03	16,1 r/r	15,9% r/r	
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	PL	luty	21.03	10,6% r/r	8,1% r/r	
Produkcja budowlano-montażowa	PL	luty	21.03	20,8% r/r	21,2% r/r	
Stopa bezrobocia	PL	luty	23.03	5,5%		5,5%

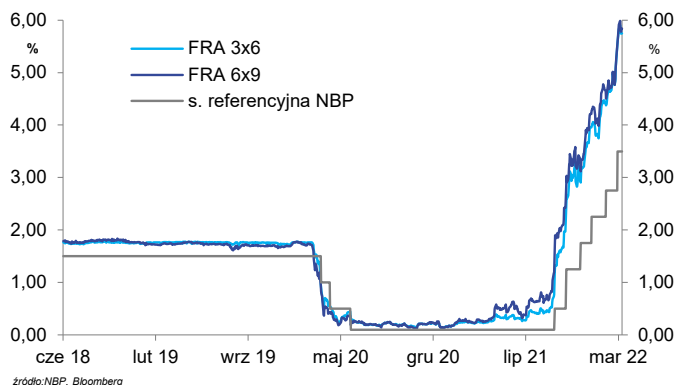
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	luty	1.03	57,6 pkt.	58,6 pkt.	
Inflacja – wskaźnik bazowy HICP (wst.)	EMU	luty	2.03	2,3% r/r	2,7% r/r	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	luty	3.03	59,9 pkt.	56,5 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	luty	4.03	481 tys.	678 tys.	
Stopa bezrobocia	US	luty	4.03	4,0%	3,8%	
Posiedzenie rady EBC	EMU	marzec	10.03	-0,5% / 0,0%	-0,5% / 0,0%	
Wskaźnik inflacji CPI	US	luty	10.03	7,5% r/r	7,9% r/r	
Posiedzenie FOMC	US	marzec	16.03	0-0,25%	0,25-0,50%	
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	marzec	24.03	58,2 pkt.		56,0 pkt.
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	marzec	24.03	55,5 pkt.		54,1 pkt.
Wskaźnik inflacji bazowej PCE	US	luty	31.03	5,2% r/r		-

## Rynki finansowe

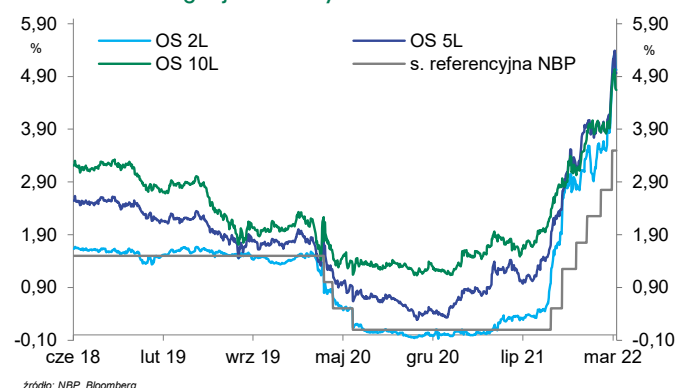
### Krajowe stopy procentowe



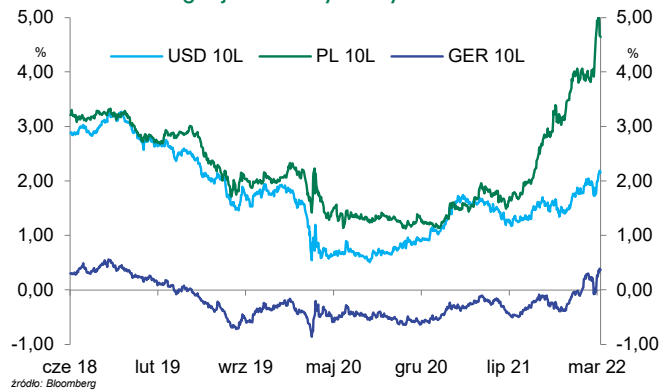
### Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



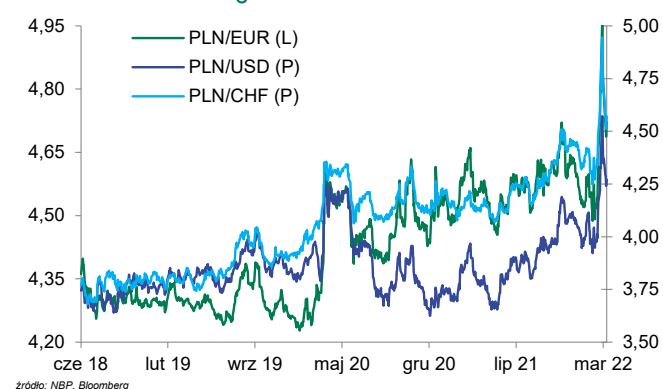
### Rentowności obligacji skarbowych - Polska



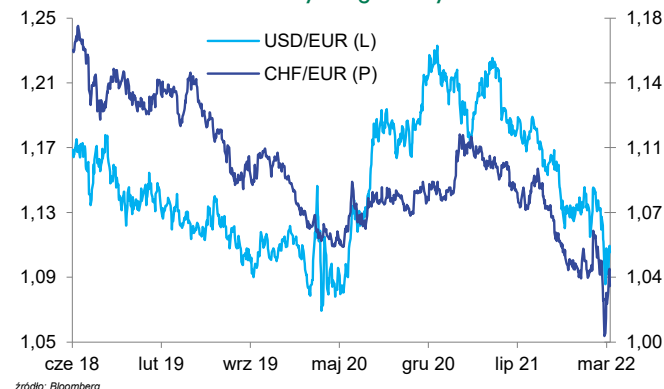
### Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



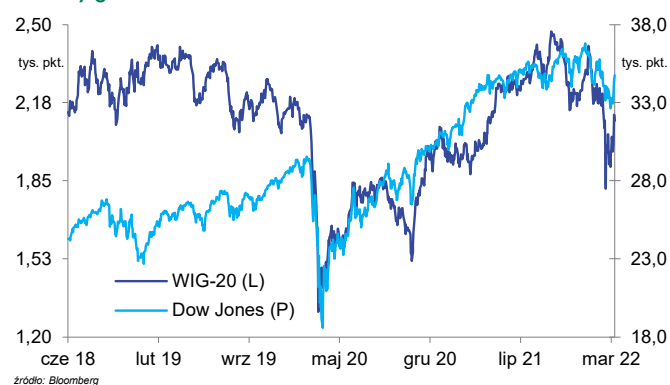
### Notowania kursu złotego



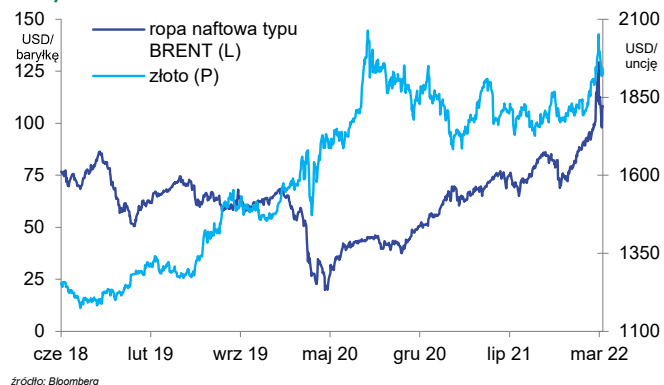
### Notowania kursów walut na rynku globalnym



### Indeksy giełdowe

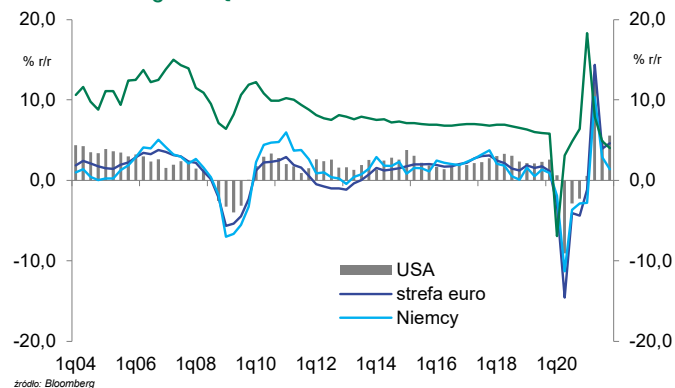


### Ceny surowców

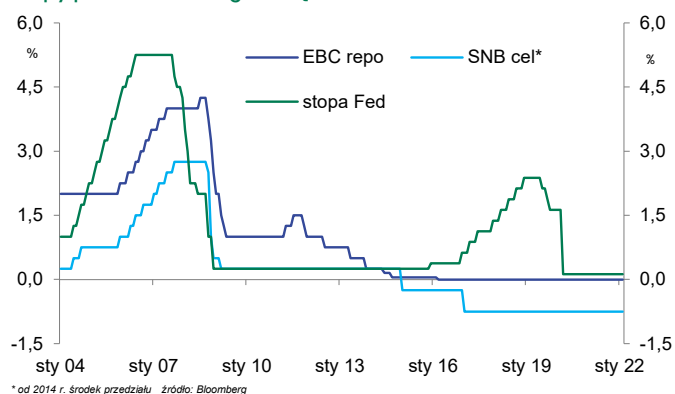


## Sfera realna

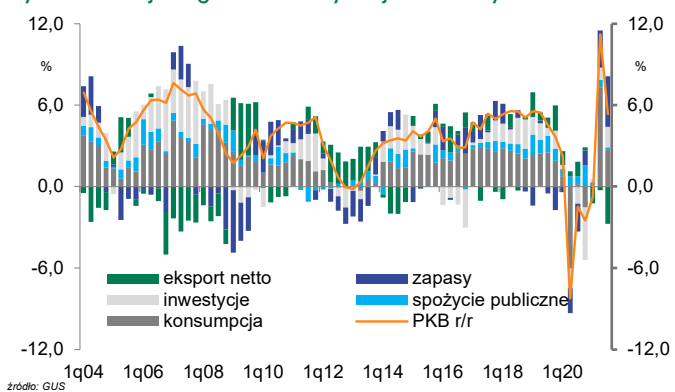
### Wzrost PKB za granicą



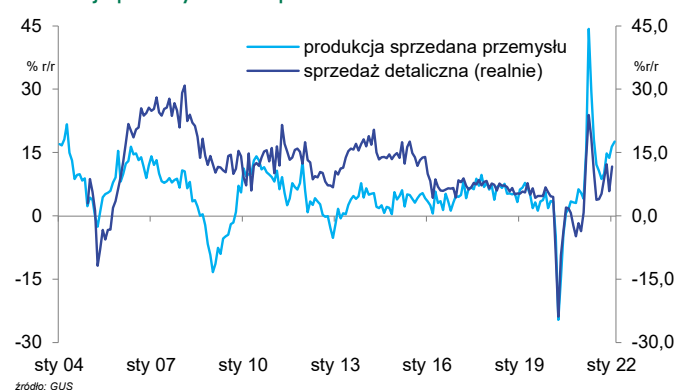
### Stopy procentowe za granicą



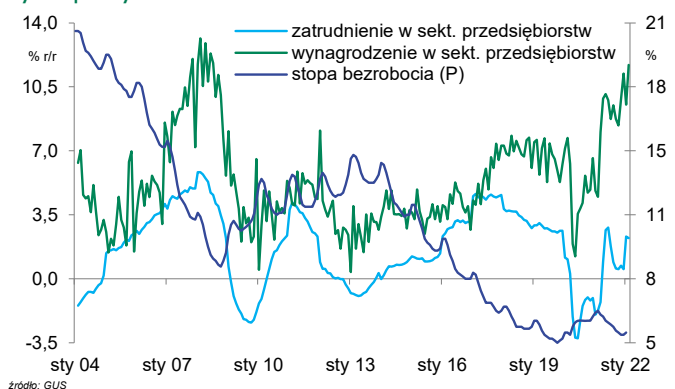
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



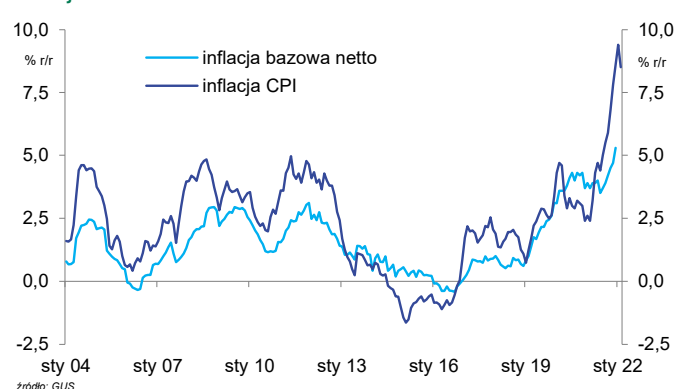
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



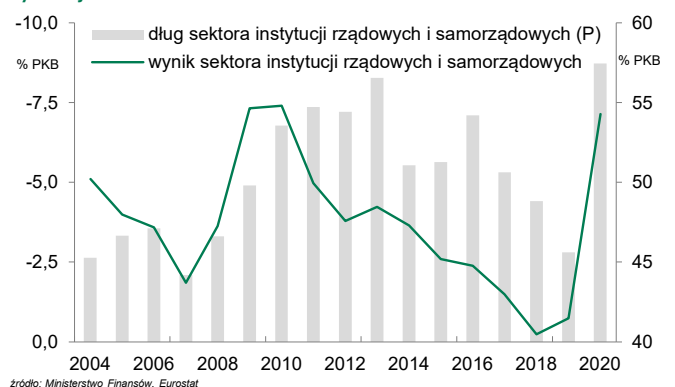
### Rynek pracy



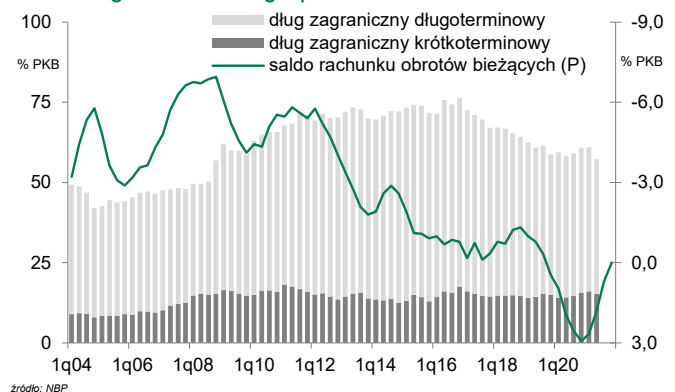
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		28.02.2022	11.03.2022	18.03.2022	30.04.2022	31.05.2022	30.06.2022
Stopa lombardowa NBP	%	3,50	4,00	4,00	5,00	5,50	5,50
Stopa referencyjna NBP	%	2,75	3,50	3,50	4,00	4,50	4,50
Stopa depozytowa NBP	%	2,00	3,00	3,00	3,25	3,75	3,75
WIBOR 3M	%	3,65	4,22	4,40	4,65	4,85	4,80
Obligacje skarbowe 2L	%	3,94	5,22	5,03	5,00	4,85	4,80
Obligacje skarbowe 5L	%	4,17	5,22	4,96	5,00	4,90	4,80
Obligacje skarbowe 10L	%	4,05	4,89	4,65	4,80	4,80	4,80
PLN/EUR	PLN	4,69	4,79	4,72	4,75	4,70	4,70
PLN/USD	PLN	4,20	4,37	4,27	4,32	4,26	4,25
PLN/CHF	PLN	4,55	4,69	4,57	4,69	4,63	4,62
USD/EUR	USD	1,12	1,09	1,11	1,10	1,10	1,11
Stopa Fed	%	0,25	0,25	0,50	0,50	0,75	1,00
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	1,00	1,10	1,30
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	-0,50	-0,50	-0,50
SARON	%	-	-	-	-0,72	-0,72	-0,72
Obligacje skarbowe USD 10L	%	1,83	1,99	2,15	1,75	1,80	1,80
Obligacje skarbowe GER 10L	%	0,13	0,24	0,37	0,00	0,00	0,00

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

**WAŻNA INFORMACJA:** Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.