

KOMENTARZ TYGODNIOWY

4 kwietnia 2022

Lekka poprawa globalnych nastrojów rynkowych. W Polsce wysoka marcowa inflacja zwiększa prawdopodobieństwo większej podwyżki stóp NBP.

- Miniony tydzień przyniósł co prawda lekką poprawę nastrojów rynkowych ze wzrostem cen aktywów o wyższym profilu ryzyka, niemniej przy wielu zróżnicowanych czynnikach trudno wskazywać na jednoznaczny trend rynkowy.
- Choć ograniczenie działań militarnych Rosji w obwodzie kijowskim nie oznacza deeskalacji działań wojennych, a jedynie zmianę ich taktyki (większa mobilizacja na południowym wschodzie Ukrainy oraz punktowe ataki na infrastrukturę petrochemiczną na Ukrainie), to inwestorzy dostrzegli perspektywę zakończenia wojny na Ukrainie.
- W efekcie w minionym tygodniu zyskiwały aktywa europejskie, w tym indeksy giełdowe strefy euro (+1,5% MSCI EMU), europejskie rynki wschodzące. Na wartości lekko traciły natomiast waluty krajów rozwiniętych (euro 0,3%, dolar 0,2%), z kolei giełda w USA wzrosła nieznacznie o 0,2% (po jej zdecydowanie korzystniejszych wynikach w tygodniach wcześniejszych).
- Miniony tydzień przyniósł także silniejszy spadek cen ropy naftowej w kierunku 105 USD/baryłkę ropy Brent (wobec 120 USD na koniec minionego tygodnia). Na ten spadek wpłynęła decyzja USA o uwolnieniu rezerw strategicznych, a wg części ośrodków analitycznych także wzrost niepewności dot. perspektyw gospodarczych Chin. Zgodnie z oczekiwaniami w minionym tygodniu kraje OPEC+ nie zdecydowały się na zwiększenie w maju skali wydobycia. Pod koniec tygodnia na bardzo wysokim poziomie utrzymywały się z kolei cen gazu (na rynku europejskim ponad 130 EUR za MWh) na co mogła wpływać niepewność związana z podpisaniem przez prezydenta Rosji dekretu nakazującego zagranicznym kontrahentom płatności za gaz w rublach.
- Nastrojów rynkowych nie wspierały dane z Chin, gdzie indeksy koniunktury PMI w marcu wyraźnie obniżyły się wyraźnie poniżej 50 pkt. zarówno dla sektora przemysłowego i usługowego. W warunkach utrzymującej się polityki zero tolerancji wobec COVID-19, te dane mogą wskazywać na silniejszy negatywny efekt pogorszenia sytuacji epidemicznej oraz być może także pierwsze sygnały globalnego hamowania aktywności osłabiając także chiński przemysł.
- Z drugiej strony dane z amerykańskiego rynku pracy potwierdziły silną koniunkturę przy utrzymującym się solidnym wzroście zatrudnienia (ponad 430 tys. w marcu, rewizje w górę o blisko 100 tys. za styczeń i luty). W marcu stopa bezrobocia obniżyła się do 3,6%, pomimo równoczesnego wzrostu liczby aktywnych zawodowo, kształtując się obecnie na poziomie niższym wobec długookresowych prognoz Fed. Dynamika wynagrodzeń utrzymała się na silnym poziomie 5,6% r/r. Nieco mniej optymistycznie mogą z kolei wyglądać lutowe dane dot. wydatków konsumentów (wzrost jedynie o 0,2% co oznacza spadek w ujęciu realnym), niemniej po danych z jednego miesiąca trudno

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

ocenić, na ile słabsze dane były efektem przesunięć wydatków a na ile może być początkiem spowolnienia konsumpcji w warunkach silnego wzrostu inflacji. W lutym inflacja PCE wzrosła do 6,4% r/r głównie z tytułu wzrostu cen żywności i energii, indeks bazowy ukształtował się lekko poniżej oczekiwań na poziomie 5,4% r/r.

- Solidne dane z amerykańskiego rynku pracy podbiły wzrost rentowności 2-letnich obligacji skarbowych w USA o 19 pkt. baz. do 2,46% przy nasilających się oczekiwaniach wyższej skali majowej podwyżki stóp Fed (tj. 50 pkt. baz.). Jednocześnie w skali tygodnia rentowności papierów 10-letnich nieznacznie obniżyły się do 2,38% skutkując w minionym tygodniu już odwróceniem krzywej. W Niemczech krzywa dochodowości pozostaje dodatkowo nachylona niemniej postępuje jej wypłaszczenie przy minimalnych spadkach rentowności 10-latek i lekkich wzrostach papierów 2-letnich. Rzadko spotykany efekt wystromienia / wypłaszczenia na początku okresu zacieśnienia polityki pieniężnej wskazuje na utrwalające się rynkowe oczekiwania stagflacyjne w warunkach silnego negatywnego szoku podażowego (rynek żywności i energii).
- Na rynku krajowym rentowności zmieniały się w nieznacznym stopniu, utrzymując już kolejny tydzień odwrócony kształt krzywe dochodowości. Nastroje globalne i oczekiwania zakończenia wojny silnie wsparty złotego, który zyskał 1,4% w relacji do koszyka walut umacniając się poniżej 4,65 PLN/EUR. Indeks WIG zyskał w minionym tygodniu 2%.
- W trakcie tygodnia krajowe stawki FRA obniżyły się w skali ok. 20 pkt. baz., niemniej piątkowa publikacja szacunku *flash inflacji CPI w marcu* na poziomie 10,9% r/r odwróciła te tendencje. Choć w decydującym stopniu za skokowy wzrost inflacji odpowiadają skutki wojny i efekty podażowe (paliwa, żywność, energia ciepła), to tak silny wzrost inflacji poskutkował wzrostem oczekiwań na silniejszą skalę podwyżek stóp.
- Biorąc pod uwagę dotychczasową funkcję reakcji, tj. zwiększenie skali podwyżki w reakcji na wyższy od oczekiwań wzrost inflacji także skłaniamy się ku prognozie podwyżki stóp na śródownym posiedzeniu Rady o 75 pkt. baz. (wobec dominujących prognoz podwyżki o 50 pkt. baz.) przed publikacją szacunku CPI.
- Zgodnie z oczekiwaniami bez wpływu na sytuację rynkową pozostała publikacja wstępnych danych dot. deficytu SFP w 2021 r. (1,8% PKB) oraz długu (53,8% PKB). Choć dane ukształtowały się wyraźnie poniżej oczekiwań, to i tak ważniejsze dla rynków jest oczekiwane pogorszenie tych wyników w 2022 r. Bez reakcji pozostała także piątkowa decyzja agencji S&P o utrzymaniu ratingu Polski bez zmian („A-” / perspektywa stabilna).
- Dla rynku krajowego w nadchodzącym tygodniu wyczekiwany wydarzeniem będzie posiedzenie RPP oraz czwartkowa konferencja prasowa, ważniejsza z punktu widzenia oceny prezesa NBP co do perspektyw średnioterminowych podwyżek stóp.
- Z danych globalnych w nadchodzącym tygodniu opublikowane zostaną jeszcze wskaźniki koniunktury w usługach USA (ISM) oraz dane z niemieckiego przemysłu. Przy raczej ubogim kalendarzu publikacji uwaga rynków będzie oczywiście w większym stopniu skupiona na wątkach wojny Rosja – Ukraina i ocenie szans jej zakończenia.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (6 kwietnia)

Oczekujemy, że podczas śródogodowego posiedzenia Rada podwyższy stopy procentowe o 75 pkt. baz., w tym stopę referencyjną NBP do 4,25%, tym samym skorygowaliśmy w górę skalę oczekiwaną kwietniowej podwyżki stóp z pierwotnie oczekiwaną 50 pkt. baz. Przyczyną tej korekty jest wyższa od oczekiwań skala wzrostu marcowej inflacji.

Po marcowej podwyżce stóp o 75 pkt. baz. (powyżej konsensusu analityków) zakładaliśmy, że RPP powróci do rytmu jednostkowych podwyżek o 50 pkt. Założyliśmy, że w marcu Rada zdecydowała się na podwyżkę o 75 pkt. baz. pod presją osłabienia kursu złotego (nota bene podczas marcowej konferencji prezes NBP nie uzasadnił, dlaczego Rada zdecydowała się na większą do wcześniejszych skalę podwyżki). Ocenialiśmy, że w bardziej stabilnych warunkach rynkowych RPP będzie preferowała powrót do mniejszej skali podwyżek, uwzględniając m.in. dotychczasową skalę zacieśnienia polityki monetarnej, jak i preferencję sukcesywnego i stabilnego tempa zacieśniania polityki monetarnej, uwzględniającego ryzyko osłabienia aktywności gospodarczej w reakcji na wojnę na Ukrainie.

Większa od oczekiwanej skala wzrostu inflacji w marcu (10,9% vs. oczekiwane przez nas 10,3%) skłoniła nas do weryfikacji oczekiwanej skali podwyżki w kwietniu do 75 pkt. baz. Korekta ta opiera się na obserwowanej dotychczas funkcji reakcji RPP, która dotychczas reagowała większą skalą („przyspieszeniem”) zacieśnienia na niespodzianki inflacyjne, lub na niesprzyjające warunki rynkowe (np. osłabienie złotego). W świetle dotychczasowych wypowiedzi prezesa NBP poziom stopy referencyjnej 4,25% mieści się w dotychczas oczekiwanej skali podwyżek stóp, więc naszym zdaniem daje przestrzeń do szybszego „skonsumowania” docelowej skali zacieśnienia, która naszym zdaniem mieści się w przedziale 4,5-5,0%. Ponadto RPP może obawiać się, że bardziej umiarkowana podwyżka stóp będzie niespójna z dotychczasową „jastrzębią” retoryką prezesa NBP, która ma na celu umocnienie kursu złotego.

Jednocześnie w związku z tym, że wciąż uważamy, że w RPP do głosu już wkrótce coraz silniej będą dochodzić głosy wskazujące na ryzyko spowolnienia aktywności w dłuższej perspektywie, naszym zdaniem podwyżkę stóp o 75 pkt. baz. nie należy traktować jako pewną, a scenariuszowi podwyżki stóp o 50 pkt. przypisujemy 30% prawdopodobieństwa.

Konferencja prezesa NBP po posiedzeniu RPP zaplanowana jest na czwartek, 7 kwietnia na g. 15.00.

Z punktu widzenia rynku obligacji oprócz kwestii dot. skali podwyżek stóp podczas konferencji istotną może być kwestia dalszej polityki NBP w zakresie reinwestowania środków z zapadających obligacji znajdujących się obecnie w posiadaniu NBP. Według naszych szacunków pod koniec kwietnia zapada ponad 7 mld zł obligacji NBP i ta kwestia może się pojawić podczas konferencji prezesa NBP.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 4 kwietnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
16:00	US	Zamówienia w przemyśle, luty	1,4% m/m	-0,6% m/m	-
16:00	US	Zamówienia na dobra trwałe, luty	-2,2% m/m	-2,2% m/m	-
wtorek 5 kwietnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
09:55	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi, marzec (ost.)	55,0 pkt. (wst.)	55,0 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi, marzec (ost.)	54,8 pkt. (wst.)	54,8 pkt.	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi, marzec	56,5 pkt.	58,4 pkt.	-
środa 6 kwietnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle, styczeń	1,8% m/m	-0,2% m/m	-
-	PL	Decyzja RPP ws. poziomu stóp procentowych NBP	3,50%	4,00%	4,25%
20:00	US	Publikacja stenogramu z marcowego posiedzenia FOMC	-	-	-
czwartek 7 kwietnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa, luty	2,7% m/m	0,2% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna, luty	0,2% m/m	0,5% m/m	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 02.04	202 tys.	200 tys.	-
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	-	-	-
-	EMU	Publikacja stenogramu z marcowego posiedzenia EBC	-	-	-
poniedziałek 11 kwietnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Wskaźnik inflacji CPI, marzec	0,9% r/r	-	-

* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

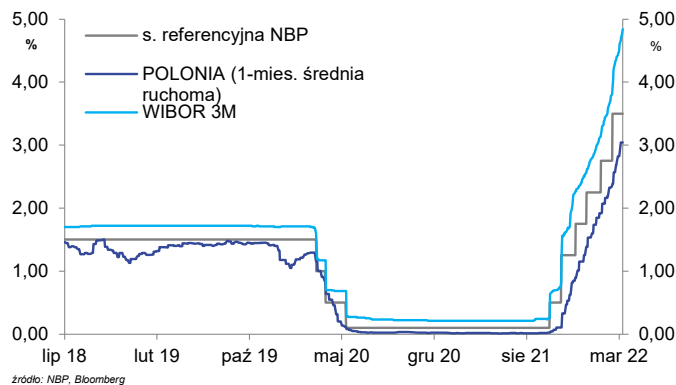
Miesięczny kalendarz publikacji danych

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	PL	marzec	01.04	8,5% r/r	10,9% r/r	
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	marzec	01.04	54,7 pkt.	52,7 pkt.	
Posiedzenie RPP	PL	kwiecień	8.04	3,50%		4,25%
Saldo na rachunku obrotów bieżących	PL	luty	13.04	-64 mln EUR		-1539 mln EUR
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	marzec	15.04	10,9% r/r (wst.)		10,9% r/r
Wskaźnik inflacji bazowej CPI	PL	marzec	18.04	6,7% r/r		7,2% r/r
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	marzec	21.04	2,2% r/r		2,0% r/r
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	marzec	21.04	11,7% r/r		9,6% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	marzec	21.04	17,6% r/r		15,3% r/r
Wskaźnik PPI	PL	marzec	21.04	15,9% r/r		19,3% r/r
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	PL	marzec	22.04	8,1% r/r		8,1% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	marzec	22.04	21,2% r/r		12,7% r/r
Stopa bezrobocia	PL	marzec	26.04	5,5%		5,3%

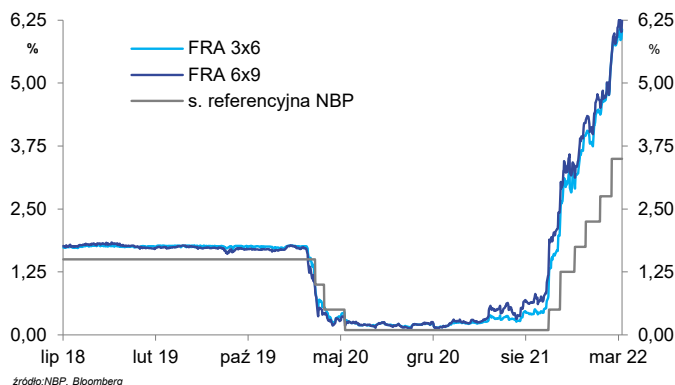
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	marzec	1.04	750 tys.	431 tys.	
Stopa bezrobocia	US	marzec	1.04	3,8%	3,6%	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	marzec	1.04	58,6 pkt.	57,1 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	marzec	5.04	56,5 pkt.		58,4 pkt.
Wskaźnik inflacji CPI	US	marzec	12.04	7,9% r/r		-
Posiedzenie rady EBC	EMU	kwiecień	14.04	-0,5% / 0,0%		-0,5% / 0,0%
Inflacja – wskaźnik bazowy HICP (wst.)	EMU	marzec	21.04	3,0% r/r		-
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	kwiecień	22.04	57,0 pkt		-
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	kwiecień	22.04	54,8 pkt		-
Wskaźnik inflacji bazowej PCE	US	marzec	29.04	5,5% r/r		-

Rynki finansowe

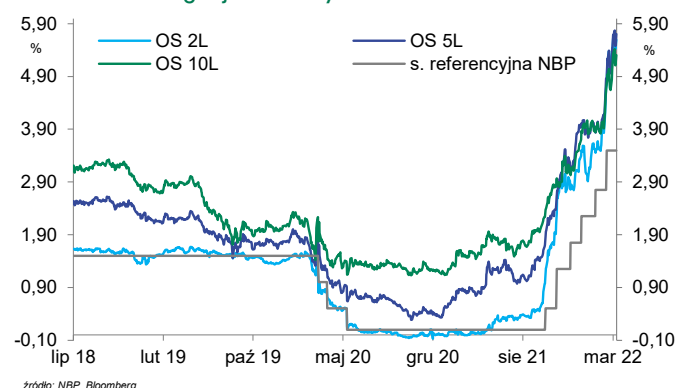
Krajowe stopy procentowe



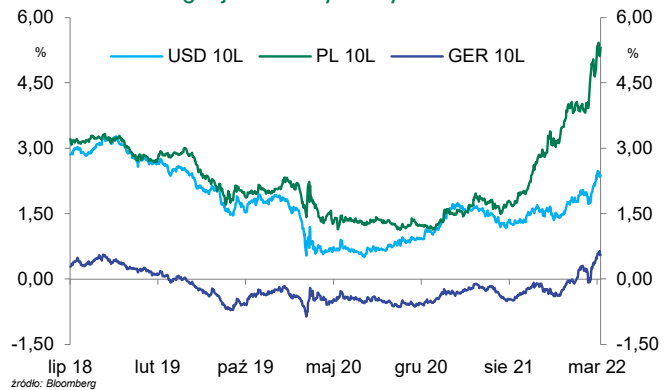
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



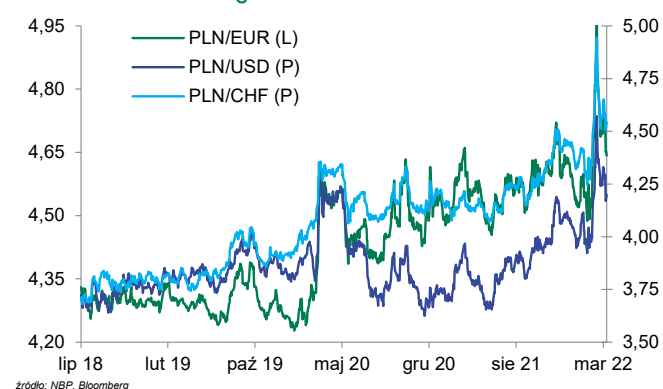
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



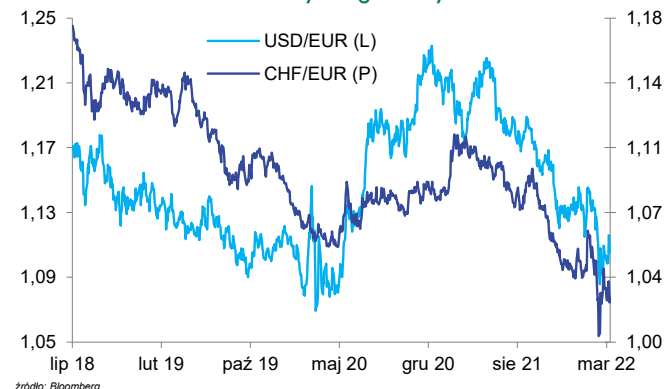
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



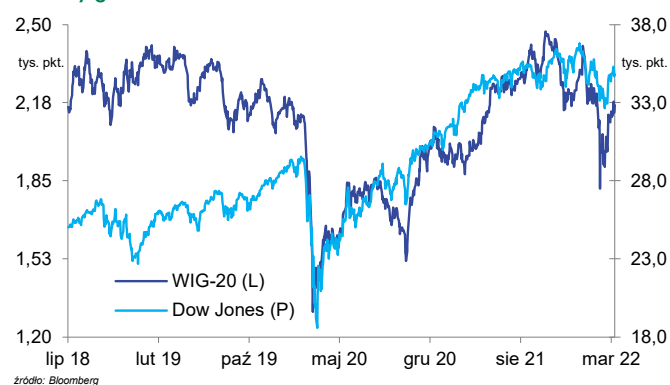
Notowania kursu złotego



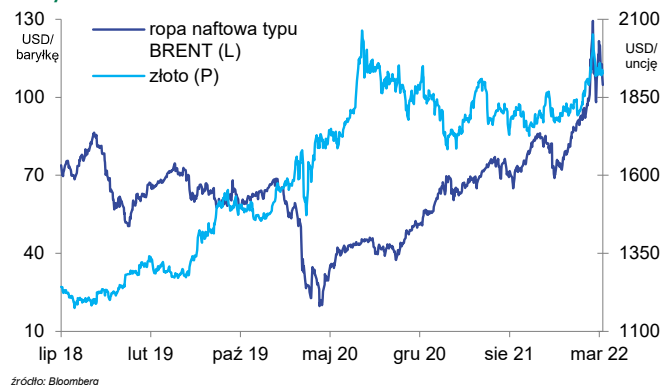
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

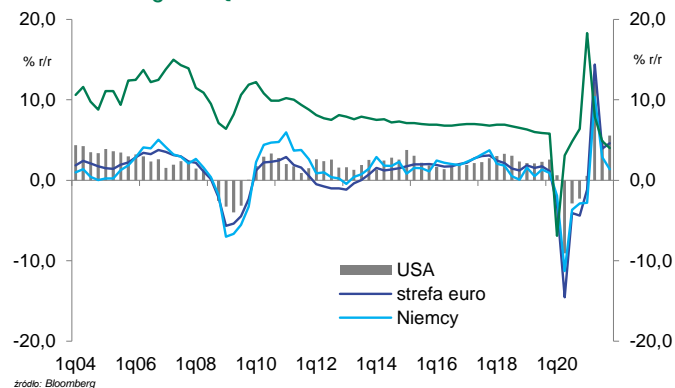


Ceny surowców

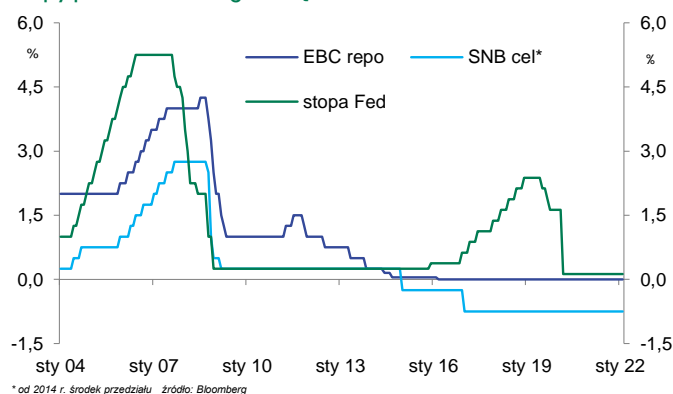


Sfera realna

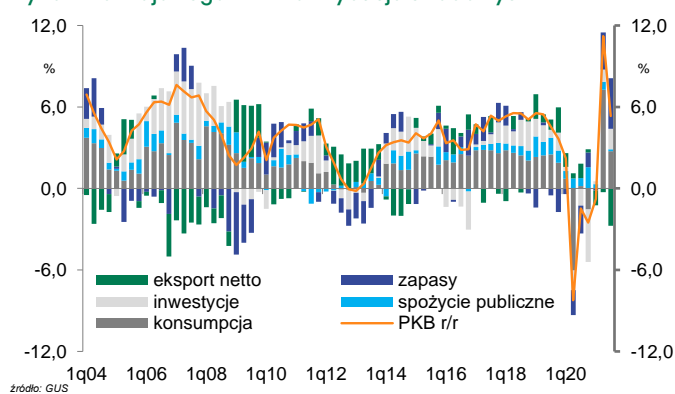
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



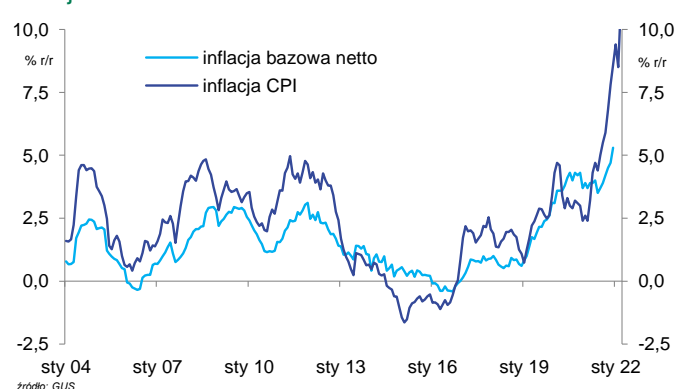
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



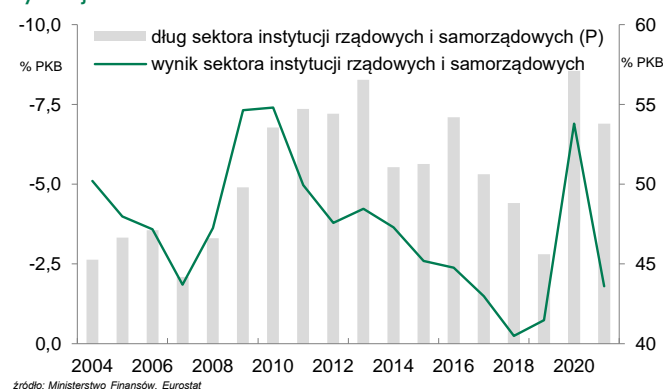
Rynek pracy



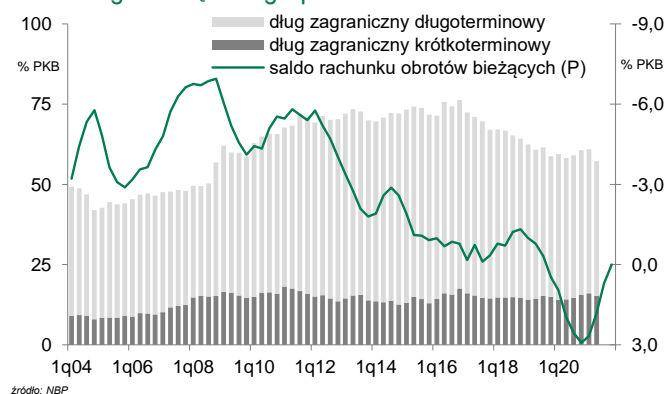
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.03.2022	25.03.2022	01.04.2022	30.04.2022	31.05.2022	30.06.2022
Stopa lombardowa NBP	%	4,00	4,00	4,00	4,75	5,25	5,25
Stopa referencyjna NBP	%	3,50	3,50	3,50	4,25	4,75	4,75
Stopa depozytowa NBP	%	3,00	3,00	3,00	3,75	4,25	4,25
WIBOR 3M	%	4,60	4,60	4,84	4,90	5,10	5,00
Obligacje skarbowe 2L	%	5,50	5,63	5,59	5,30	5,10	5,00
Obligacje skarbowe 5L	%	5,50	5,69	5,71	5,25	5,05	4,95
Obligacje skarbowe 10L	%	5,20	5,35	5,31	5,00	4,95	4,90
PLN/EUR	PLN	4,65	4,75	4,64	4,60	4,60	4,59
PLN/USD	PLN	4,18	4,31	4,20	4,15	4,18	4,17
PLN/CHF	PLN	4,52	4,65	4,54	4,54	4,53	4,51
USD/EUR	USD	1,11	1,10	1,11	1,11	1,10	1,10
Stopa Fed	%	0,50	0,50	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	%	2,50	2,47	2,38	2,50	2,45	2,35
Obligacje skarbowe GER 10L	%	0,60	0,58	0,55	0,60	0,55	0,45

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.