

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

6 marca 2023

## Inflacja bazowa w strefie euro nie ustępuje, rosną oczekiwania na wyższe stopy EBC. RPP nie zaskoczy.

- Miniony tydzień był kolejnym tygodniem z rzędu, w którym dominującym tematem była perspektywa większej wobec dotychczasowych oczekiwań skali zacieśnienia polityki pieniężnej głównych banków centralnych. Jednak tym razem w centrum uwagi znalazł się EBC za sprawą publikacji wyższej od oczekiwań inflacji w strefie euro.
- Wstępne szacunki *flash* lutowych miar inflacji HICP w strefie euro okazały się wyższe od oczekiwań rynkowych. W szczególności inflacja bazowa zaskoczyła kontynuacją wzrostu do 5,6% wobec oczekiwań jej stabilizacji na styczniowym poziomie (5,3% r/r). Z kolei główny wskaźnik HICP obniżył się o 0,1 pkt. proc. do 8,5% r/r, ale także w tym przypadku ukształtował się powyżej oczekiwań rynkowych. Generalnie wyniki lutowej inflacji bazowej wskazały na obniżający wskaźnik główny HICP efekt spadku cen nośników energii, ale jednocześnie utrzymującą się podwyższoną dynamikę cen składowych inflacji bazowej. W szczególności ponownie wyraźnie wzrosły ceny usług w warunkach „przelewania się” na ceny detaliczne wcześniejszego wzrostu cen surowców, w tym nośników energii. W ślad za tą publikacją pojawiła się seria wypowiedzi członków Rady Prezesów EBC, w tym wskazujące na możliwość wzrostu stopy depozytowej do 4,0% - poziomu, który rynek zaczął dyskontować w reakcji na publikację lutowej inflacji.
- W minionym tygodniu zostały ponadto opublikowane lutowe wskaźniki koniunktury w przemyśle i usługach w Chinach, generalnie przewyższając oczekiwane przez rynek poziomy. Te dane utwierdziły inwestorów, że póki co realizuje się scenariusz „mięszego” ładowania gospodarki światowej, co będzie niostło wyzwania dla polityki monetarnej głównych banków centralnych.
- Silne dane inflacyjne ze strefy euro w kontekście wcześniejszych publikacji podsycały oczekiwania rynkowe na wspomniany wzrost stopy depozytowej EBC do 4,0% w III kw. W tych warunkach rentowności 10-letnich obligacji niemieckich wzrosły o blisko 20 pkt. baz. powyżej 2,70% na koniec tygodnia, w trakcie tygodnia osiągając lokalne maksimum na poziomie 2,74%. Z kolei na rynku amerykańskim skala wzrostu rentowności w skali tygodnia okazała się już symboliczna (1 pkt. baz.), choć w trakcie tygodnia rentowności 10-latek przekroczyły poziom z końca poprzedniego tygodnia o ponad 10 pkt. baz. Silniejszy wzrost rynkowych stóp procentowych w strefie euro vs. w USA poskutkowało korektą obserwowanego przez dwa poprzednie tygodnie trendu aprecjacyjnego dolara w relacji do euro. Kurs euro w relacji do dolara powrócił na koniec tygodnia powyżej 1,06 USD/EUR.
- Choć perspektywy silniejszego zacieśnienia polityki monetarnej z reguły nie służą rynkom akcji, to jednak miniony tydzień przyniósł w skali tygodnia odbicie indeksów akcji. W skali tygodnia światowy indeks MSCI wzrósł o blisko 2%, przy zbliżonym wzroście w USA. To odreagowanie skumulowało się w końcówce tygodnia, po generalnie słabszych nastrojach z początku tygodnia. Wydaje się,

Departament Rynków  
Międzynarodowych i Produktów  
Skarbowych  
bosbank.analizy@bosbank.pl

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

**Aleksandra Świątkowska**  
Ekonomista  
+48 515 111 698

że to pozytywne odbicie na rynkach akcji było efektem pozytywnej korekty rynkowej, po wcześniejszych silniejszych spadkach pod koniec lutego.

- Sytuacja na krajowym rynku finansowym przebiegała w podobnym rytmie jak w przypadku rynku globalnego. W skali całego tygodnia rentowności obligacji skarbowych lekko spadły do 6,50%, okresowo w trakcie tygodnia przekraczając poziom 6,60%. Podobnie jak na większości rynków, indeksy na warszawskiej giełdzie odreagowały słabość z poprzedniego tygodnia. W skali tygodnia WIG wzrósł o 2%. W kolejnym tygodniu z rządu złoty lekko zyskał na wartości o 0,3% w relacji do koszyka walut, w tym w okolice 4,70 PLN/EUR na koniec tygodnia. Ponownie jednak należy zwrócić uwagę, że złoty zyskuje w ostatnich tygodniach na wartości, ale z generalnie słabych poziomów notowanych w połowie lutego.
- W bieżącym tygodniu w centrum uwagi pozostaną dane makroekonomiczne oraz wypowiedzi przedstawicieli banków centralnych wpływające na oczekiwania rynkowe dot. przyszłej polityki monetarnej.
- Wśród tych pierwszych najistotniejsza będzie publikacja lutowych wyników rynku pracy w USA. Stan rynku pracy jest kluczowym czynnikiem kształtującym oczekiwania co do przyszłej inflacji i jak pamiętamy styczniowe, bardzo mocne dane spotkały się z jastrzębią reakcją członków Fed i podbiły oczekiwania co do skali zacieśnienia polityki monetarnej w USA. Bardzo istotnym będzie też coroczne wystąpienie prezesa J. Powella przed komisjami w Kongresie USA.
- Wśród pozostałych publikacji oczekiwane będą styczniowe wyniki produkcji i zamówień w niemieckim przemyśle.
- Z punktu widzenia krajowego rynku finansowego pierwszoplanowym wydarzeniem będzie posiedzenie RPP. Sama decyzja Rady ws. poziomu stóp procentowych nie powinna wzbudzić większych emocji. Powszechnie oczekiwane jest utrzymanie stóp NBP na bieżącym poziomie i trudno sobie wyobrazić by Rada zaskoczyła inną decyzją. Natomiast na pewno oczekiwane będą wyniki najnowszej projekcji NBP i retoryka Rady w reakcji na projekcję. Sądzymy, że projekcja potwierdzi prognozę z listopada ub.r. dot. obniżenia inflacji w perspektywie 2025 r. w kierunku celu inflacyjnego NBP wraz z prognozą wyraźnego spowolnienia dynamiki PKB w 2023 r. To naszym zdaniem utwierdzi RPP w przekonaniu, że dalsze zacieśnienie polityki monetarnej nie jest już potrzebne. W tych warunkach podczas konferencji prasowej prezesa NBP może paść deklaracja, że RPP *de facto* zakończyła bieżący cykl podwyżek stóp procentowych. Jednocześnie trudno taki scenariusz uznać za pewny, gdyż RPP może obawiać się, że taka deklaracja może zostać zinterpretowana jako zbyt „gołębia” w kontekście globalnym, tj. rosnących oczekiwań co do skali podwyżek stóp Fed i EBC. Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP zaplanowana jest na czwartek.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (7–8 marca)**

**Oczekujemy, że podczas środowego posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy NBP bez zmian, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie 6,75%.** Po tym jak RPP zdecydowała o stabilizacji stóp na wcześniejszych pięciu posiedzeniach, jest bardzo prawdopodobne, że podobna decyzja zostanie podjęta także podczas lutowego posiedzenia Rady. Jak dotychczas przesłanką dla większości RPP dla utrzymania stóp bez zmian stało przekonanie Rady, że w dłuższej perspektywie inflacja będzie się obniżać w kierunku celu inflacyjnego NBP, do czego, w ocenie Rady, przyczynią się: dotychczasowe zacieśnienie polityki monetarnej w Polsce, globalne osłabienie koniunktury i inflacji oraz zacieśnienie polityki monetarnej przez główne banki centralne. Naszym zdaniem najnowsza projekcja makroekonomiczna NBP utwierdzi RPP w tym przekonaniu potwierdzając prognozę z listopada ub.r. dot. obniżenia inflacji w perspektywie 2025 r. w okolice celu inflacyjnego NBP oraz prognozę wyraźnego spowolnienia dynamiki PKB w 2023 r.

W tych warunkach podczas konferencji prasowej prezesa NBP może paść deklaracja, że RPP *de facto* zakończyła bieżący cykl podwyżek stóp procentowych. Jednocześnie trudno taki scenariusz uznać za pewny, gdyż RPP może obawiać się, że taka deklaracja może zostać zinterpretowana jako zbyt „gołębia” w kontekście globalnym, tj. rosnących oczekiwań co do skali podwyżek stóp Fed i EBC.

Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP zaplanowana jest na czwartek (9.03).

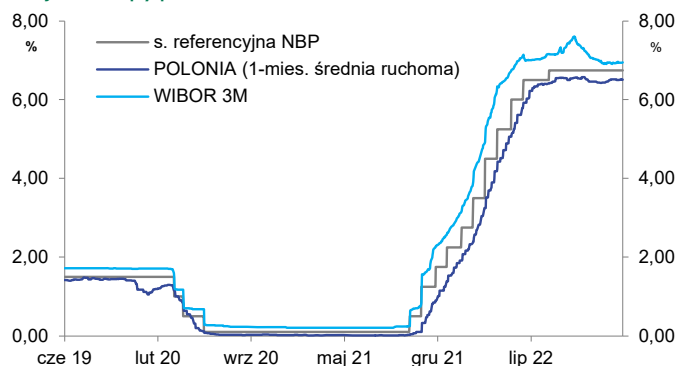
## Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

| wtorek 7 marca   |    |                                                           | okres | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ |
|------------------|----|-----------------------------------------------------------|-------|-----------------|----------------|--------------|
| 08:00            | DE | Zamówienia w przemyśle                                    | sty   | 3,2% m/m        | -1,0% m/m      | -            |
| 16:00            | US | Wystąpienie prezesa Fed w komisji senackiej               | -     | -               | -              | -            |
| środa 8 marca    |    |                                                           | okres | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ |
| -                | PL | <b>Decyzja RPP dot. stóp procentowych NBP</b>             | mar   | 6,75%           | 6,75%          | 6,75%        |
| 16:00            | US | Wystąpienie prezesa Fed w komisji Izby Reprezentantów     | -     | -               | -              | -            |
| czwartek 9 marca |    |                                                           | okres | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ |
| 08:00            | DE | Produkcja przemysłowa                                     | sty   | -4,2% m/m       | 1,5% m/m       | -            |
| 15:00            | PL | <b>Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP</b> | mar   | -               | -              | -            |
| piątek 10 marca  |    |                                                           | okres | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ |
| 14:30            | US | Zmiana zatrudnienia                                       | lut   | 517 tys.        | 215 tys.       | -            |
| 14:30            | US | Stopa bezrobocia                                          | lut   | 3,4%            | 3,4%           | -            |
| 14:30            | US | Godzinowe wynagrodzenia                                   | lut   | 4,4% r/r        | 4,8% r/r       | -            |

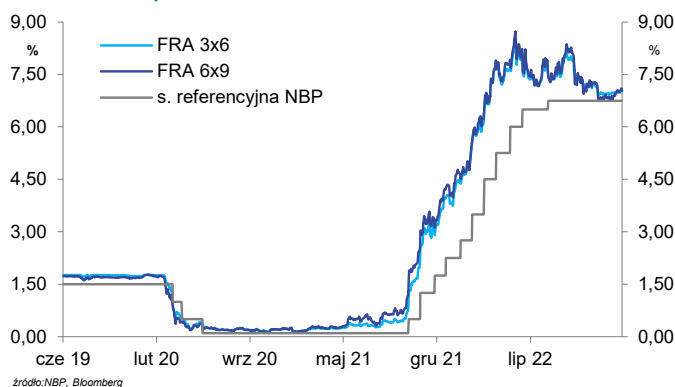
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki - mediana ankiety Parkietu

## Rynki finansowe

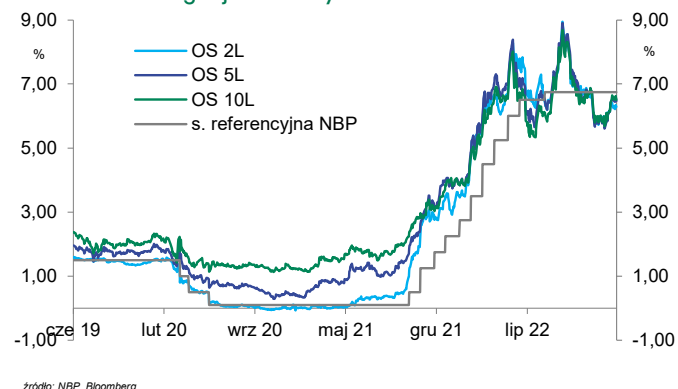
### Krajowe stopy procentowe



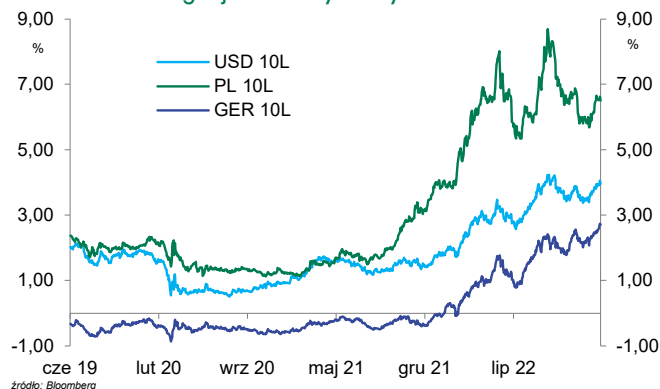
### Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



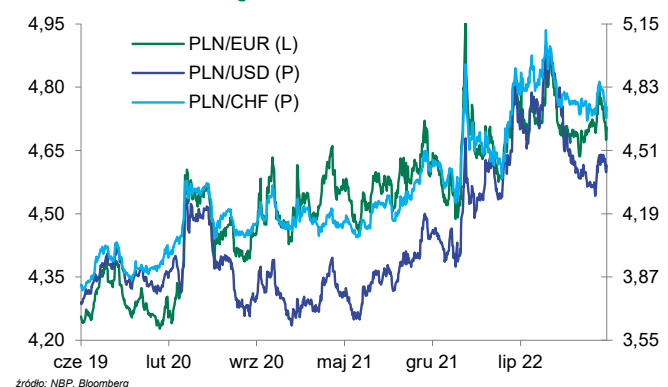
### Rentowności obligacji skarbowych - Polska



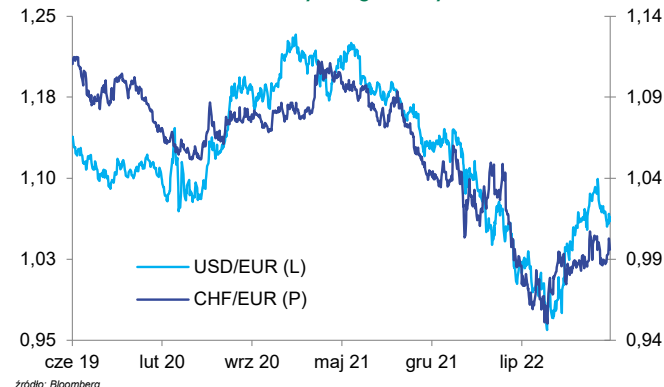
### Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



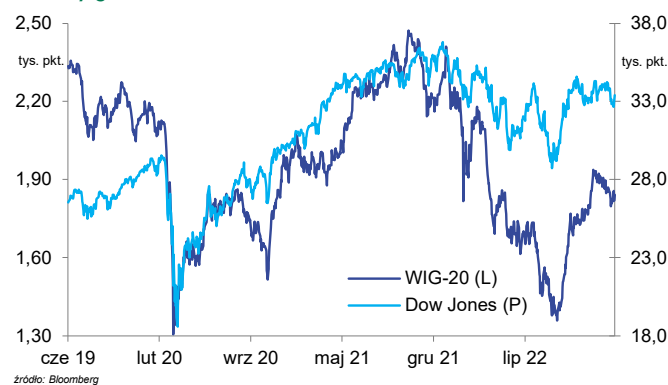
### Notowania kursu złotego



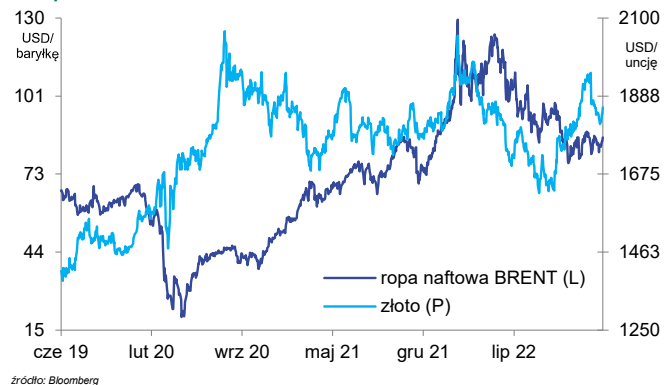
### Notowania kursów walut na rynku globalnym



### Indeksy giełdowe

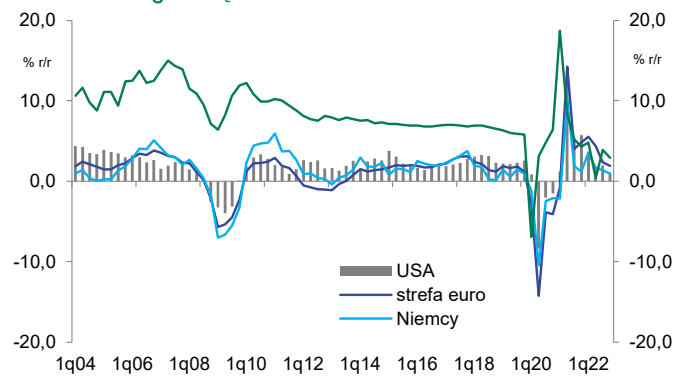


### Ceny surowców

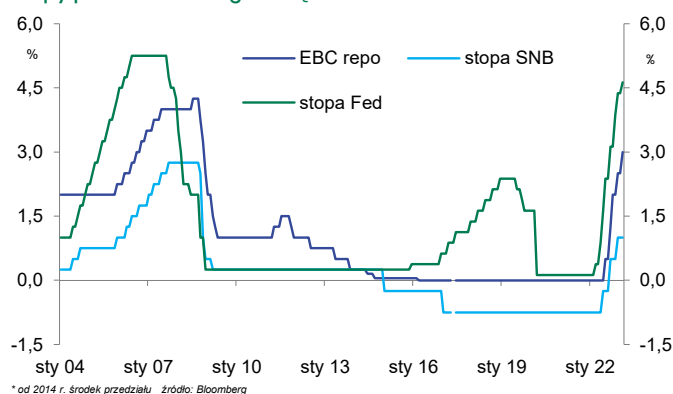


## Sfera realna

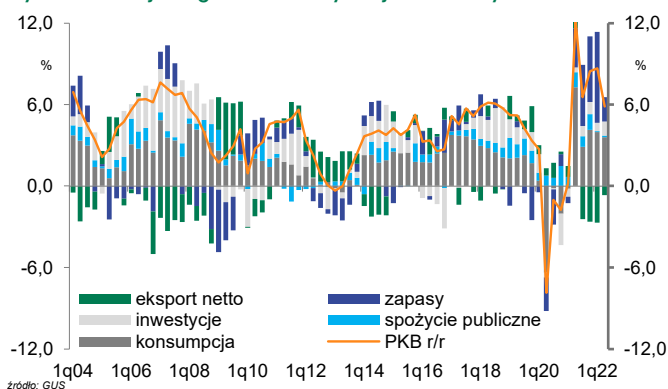
### Wzrost PKB za granicą



### Stopy procentowe za granicą



### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



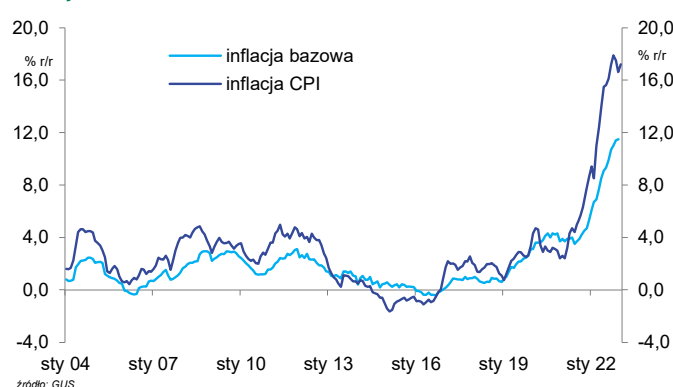
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



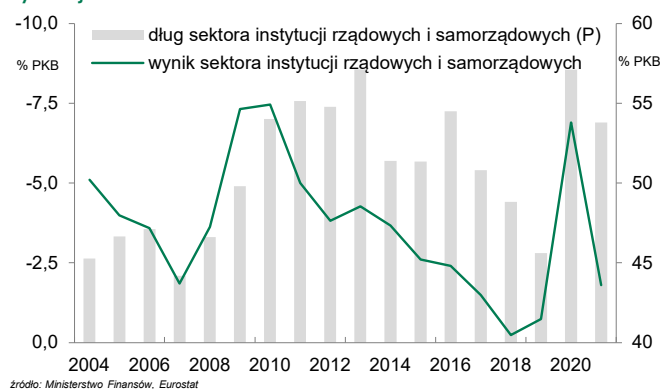
### Rynek pracy



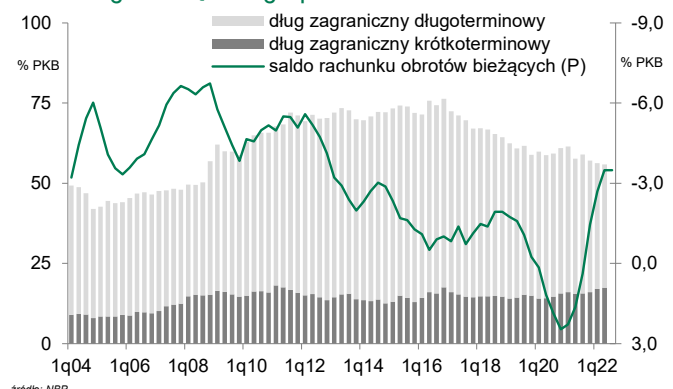
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Prognoza wskaźników finansowych

| wskaźnik                   |     | 28.02.2023 | 24.02.2023 | 03.03.2023 | 31.03.2023 | 30.04.2023 | 30.06.2023 |
|----------------------------|-----|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Stopa lombardowa NBP       | %   | 7,25       | 7,25       | 7,25       | 7,25       | 7,25       | 7,25       |
| Stopa referencyjna NBP     | %   | 6,75       | 6,75       | 6,75       | 6,75       | 6,75       | 6,75       |
| Stopa depozytowa NBP       | %   | 6,25       | 6,25       | 6,25       | 6,25       | 6,25       | 6,25       |
| WIBOR 3M                   | %   | 6,94       | 6,94       | 6,95       | 6,95       | 6,95       | 6,95       |
| Obligacje skarbowe 2L      | %   | 6,22       | 6,25       | 6,28       | 6,25       | 6,20       | 6,10       |
| Obligacje skarbowe 5L      | %   | 6,44       | 6,49       | 6,47       | 6,40       | 6,35       | 6,20       |
| Obligacje skarbowe 10L     | %   | 6,52       | 5,94       | 6,50       | 6,40       | 6,35       | 6,20       |
| PLN/EUR                    | PLN | 4,72       | 4,72       | 4,70       | 4,70       | 4,70       | 4,69       |
| PLN/USD                    | PLN | 4,45       | 4,46       | 4,43       | 4,45       | 4,45       | 4,42       |
| PLN/CHF                    | PLN | 4,74       | 4,77       | 4,73       | 4,77       | 4,77       | 4,76       |
| USD/EUR                    | USD | 1,06       | 1,06       | 1,06       | 1,06       | 1,06       | 1,06       |
| Stopa Fed                  | %   | 4,75       | 4,75       | 4,75       | 5,00       | 5,00       | 5,25       |
| LIBOR USD 3M               | %   | -          | -          | -          | 5,15       | 5,20       | 5,25       |
| Stopa repo EBC             | %   | 3,00       | 3,00       | 3,00       | 3,50       | 3,50       | 4,25       |
| EURIBOR 3M                 | %   | -          | -          | -          | 3,10       | 3,15       | 3,75       |
| SARON                      | %   | -          | -          | -          | 1,50       | 1,50       | 1,75       |
| Obligacje skarbowe USD 10L | %   | 3,92       | 3,94       | 3,95       | 3,80       | 3,70       | 3,50       |
| Obligacje skarbowe GER 10L | %   | 2,65       | 2,53       | 2,71       | 2,75       | 2,70       | 2,60       |

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.