

KOMENTARZ TYGODNIOWY

28 lutego 2022

Gwałtowny wzrost awersji do ryzyka na rynkach w reakcji na wojnę na Ukrainie. Perspektywa wyższej inflacji i niższego wzrostu gospodarczego.

- Miniony tydzień przyniósł skokowy wzrost niepewności na globalnym rynku finansowym, w szczególności na rynkach europejskich, w reakcji na gwałtowny wzrost ryzyka geopolitycznego będący efektem inwazji wojsk rosyjskich na Ukrainę. Rozpoczęcie konfliktu zbrojnego blisko granic Unii Europejskiej oraz ostre sankcje ekonomiczne zastosowane przez największe gospodarki światowe z wyjątkiem Chin (m.in. wykluczenie niektórych banków rosyjskich z międzynarodowego systemu płatniczego SWIFT, zamrożenie części aktywów banku centralnego Rosji, zakaz eksportu nowoczesnych technologii do Rosji) poskutkowało pod koniec minionego i z początkiem bieżącego tygodnia gwałtowną wyprzedzą na giełdach akcji (głównie europejskich), skokowym wzrostem cen surowców, umocnieniem dolara oraz osłabieniem walut europejskich rynków wschodzących, przy sporej zmienności tych notowań.
- W minionym tygodniu solidnie spadły notowania akcji (mierzone indeksami MSCI) na rynkach strefy euro (-2,7%) i na rynkach wschodzących (-4,3%). Jednocześnie globalny indeks MSCI pozostał bez zmian w skali tygodnia, a w USA nawet wzrósł o blisko 1%, co zapewne było efektem początkowego pozytywnego zinterpretowania przez rynki względnie łagodnych pierwszych sankcji nałożonych na Rosję (m.in. brak restrykcji wobec rosyjskiego sektora energetycznego, z wyjątkiem wstrzymania rurociągu Nord Stream 2).
- Istotne zaostrzenie sankcji przez UE w ostatni weekend (m.in. o wykluczenie części banków z systemu SWIFT) przyniosło nasilenie obaw przed pośrednim wpływem sankcji na podaż rosyjskich surowców do Europy, skutkując z początkiem tygodnia nasileniem presji na wzrost cen surowców (w tym wzrost notowań ropy Brent powyżej 95 dolarów za baryłkę, ponad 30-proc. wzrost cen gazu na europejskim rynku). Równolegle nasiliły się spadki na europejskich giełdach i na rynkach wschodzących. W szczególności gwałtownie straciły na wartości aktywa rosyjskie (kilkadziesiąt procent spadku notowań rosyjskich akcji i kursu rubla). W tych warunkach bank centralny Rosji podniósł główną stopę procentową do 20% wobec dotychczasowych 9%.
- W warunkach wyższej globalnej premii za ryzyko w minionym tygodniu na rynkach bazowych wygasła presja na wzrost rentowności obligacji skarbowych. Rentowności 10-letnich obligacji amerykańskich stabilizowały się nieco poniżej poziomu 2,0%, z kolei papierów niemieckich w okolicach 0,20%. Dolar kontynuował trend stopniowego umocnienia poniżej 1,13 USD/EUR.
- Na polskim rynku w minionym tygodniu i z początkiem bieżącego tygodnia panowały podobne tendencje co na rynkach europejskich z tym, że rodzime aktywa straciły jeszcze silniej na wartości. W skali tygodnia WIG spadł o 8%, złoty osłabił się w relacji do koszyka walut o 2%, okresowo słabnąc powyżej 4,70 PLN/EUR i 4,20 PLN/USD. Inaczej niż na rynkach bazowych polskie rentowności wzrosły (od 30 pkt. baz. na krótszym końcu krzywej dochodowości do 15 pkt. baz.

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

dla 10-latek – w okolice 4%). Wyraźnie wzrosły też oczekiwania na rynku FRA na silniejsze zaostrzenie polityki monetarnej NBP (w okolice 5% dla stawek 3M).

- W warunkach gwałtownego wzrostu ryzyka geopolitycznego na plan dalszy zeszyły publikacje danych nt. światowej gospodarki, w tym solidne dane nt. styczniowych wydatków konsumentów w USA i dalszy (oczekiwany) wzrost styczniowego wskaźnika inflacji PCE. Z kolei dane z Niemiec nt. PKB za IV kw. wskazały na mniejszy od oczekiwań spadek aktywności (-0,3% kw/kw) w warunkach kolejnej fali pandemii.
- Wojna na Ukrainie i ostre ekonomiczne sankcje wobec Rosji oznaczają istotną zmianę uwarunkowań politycznych i gospodarczych, w szczególności dla europejskich rynków finansowych oraz dla perspektyw gospodarczych w Europie.
- Do czasu znalezienia nowego punktu równowagi sytuacji geopolitycznej (co będzie zależało głównie od dalszego przebiegu działań wojennych na Ukrainie) aktywa o wyższym profilu ryzyka (akcje, aktywa rynków wschodzących) pozostaną pod silnym negatywnym wpływem bieżącej sytuacji geopolitycznej. W przypadku polskiego rynku oznacza to w szczególności możliwość nawracania presji na kurs złotego w okolice 4,75 – 4,80 PLN/EUR, dalsze rozszerzanie się spreadu obligacji skarbowych vs. rynki wschodzące, presję na notowania akcji. Bardzo prawdopodobne jest też utrzymanie wysokiej zmienności notowań.
- W przypadku scenariusza makroekonomicznego konfliktu na Ukrainie oznacza perspektywę wyższej inflacji i słabszej aktywności gospodarczej.
- Kanały oddziaływania konfliktu na gospodarkę polską i europejską to: - kanał surowcowy, poprzez dostępność i ceny nośników energii, - kanał handlowej wymiany międzynarodowej, najistotniejszy dla gospodarek bałtyckich, dużo mniejszy dla reszty Europy, - kanał zaufania (*confidence*), oddziałujący poprzez m.in. skłonność do inwestowania, czy konsumpcji, - kanał sektora bankowego, oddziałujący poprzez udziały banków europejskich w bankach rosyjskich lub ukraińskich.
- Wśród wymienionych kanałów najistotniejszym dla gospodarek europejskich i dla polskiej gospodarki jest kanał surowcowy. 40% importu gazu ziemnego do UE pochodzi z Rosji, w przypadku Polski udział ten obecnie wynosi 60% (tj. 50% krajowego zapotrzebowania). W Polsce na jesieni tego roku ryzyko ciągłości dostaw spadnie, gdyż pod koniec tego roku ma być oddany rurociąg Baltic Pipe, który będzie mógł w pełni zastąpić dostawy gazu z Rosji. Jednak podatność polskiej gospodarki na wzrost cen surowców będzie się utrzymywać zarówno poprzez wahania cen gazu, jak i ropy naftowej.
- Perspektywa wyższych cen surowców oznacza szok podażowy dla gospodarki skutkujący w krótkim okresie wyższą inflacją. Wzrost cen gazu ziemnego wraz ze wzrostem cen paliw i zbóż (efekt droższych nawozów, ograniczenia eksportu z Ukrainy) dodatkowo wzmoże czasową presję na wzrost inflacji ponad prognozowane dotychczas poziomy (nasz dotychczasowy scenariusz CPI średnioroczny 7,5%). Trudno dzisiaj o precyzyjny szacunek, ale utrwalenie ceny ropy na bieżącym poziomie wraz utrwaleniem słabszego złotego to przynajmniej dodatkowe 0,5 - 1 pkt. pkt. proc. wyższej inflacji w marcu.

Jest zatem bardzo prawdopodobne, że pomimo Tarczy inflacyjnej w II kw. wskaźnik inflacji ponownie powróci powyżej 9%.

- Jednocześnie podażowy szok surowcowy w połączeniu z kanałem zaufania, przy bardziej ograniczonym wpływie słabszego popytu przez kanał handlu zagranicznego oznacza perspektywę osłabienia aktywności gospodarczej i niższego wzrostu PKB w Europie i w Polsce.
- W naszej ocenie bezpośredni wpływ spowolnienia popytu z krajów objętych wojną (Ukraina i Rosja) będzie ograniczony, przy niewielkim udziale tych krajów w polskim eksporcie (łącznie poniżej 5%). Najistotniejszym kanałem pogorszenia perspektyw wzrostu krajowej gospodarki będzie nasilenie presji na rynku surowców energetycznych poprzez silniejszy wzrost ich cen, ryzyko dłuższego okresu utrzymywania ich na wyższym poziomie oraz wzrost niepewności co do ciągłości dostaw. Ten efekt będzie wpływał zarówno bezpośrednio na polską gospodarkę (wyższa niepewność krajowych podmiotów gospodarczych, wyższe koszty, wyższa inflacja ograniczająca siłę nabywczą gospodarstw domowych), jak i pośrednio poprzez ograniczenie popytu zagranicznego krajów UE. W dalszej konsekwencji negatywnie na aktywność gospodarek europejskich będą wpływać skutki sankcji finansowych i handlowych.
- Ostateczna skala pogorszenia sytuacji na rynku surowców energetycznych i żywnościowych, jak również długość okresu podwyższonych cen będzie wpływać na skalę negatywnego szoku gospodarczego, który obecnie wstępnie szacujemy na 0,5 – 1,0 pkt. proc., co biorąc pod uwagę nasze prognozy wzrostu PKB w 2022 r. na poziomie 4,0% przed inwazją Rosji na Ukrainę, implikuje ryzyko obniżenia wzrostu PKB w 2022 r. w kierunku 3,0%-3,5% r/r. Na formułowanie ostatecznych prognoz dot. wzrostu PKB w średnim okresie jest jeszcze zbyt wcześnie biorąc pod uwagę zarówno niepewność dot. rozwoju sytuacji militarnej i geopolitycznej jak również decyzji polityki gospodarczej (gł. fiskalnej) zarówno na szczeblu krajowym jak i europejskim w zakresie potencjalnych działań mitygujących znaczący wzrost ryzyka dla gospodarek europejskich.
- Powyższe konstatacje skłaniają nas do wniosku, że ten nowy scenariusz makroekonomiczny zwiększa prawdopodobieństwo mniejszej od „rynkowej” skali zacieśnienia polityki monetarnej, czyli docelowego poziomu stopy referencyjnej NBP na poziomie 3,5% (nasz dotychczasowy scenariusz), z ryzykiem w dół dla tej prognozy. W naszej ocenie większość RPP jako pierwszoplanowy czynnik ryzyka uważać będzie spowolnienie aktywności gospodarczej, a na dalszy plan zejdzie ponowny bieżący wzrost inflacji. Wobec braku informacji z NBP, na ten moment podtrzymujemy prognozę podwyżki stóp NBP w „zapowiedzianej” przez prezesa NBP skali 50 pkt. baz. Wydaje się, że zmiana polityki NBP (mniejsza skala podwyżki w marcu), przy braku odpowiedniego przygotowania rynku, mogłaby wprowadzić dalszy wzrost zmienności na rynkach (osłabienie złotego). Niemniej bilans ryzyka dla decyzji RPP oceniamy jako ciężący w kierunku mniejszej skali podwyżki stóp w marcu.
- W bieżącym tygodniu uwaga rynkowa będzie oczywiście nadal całkowicie skupiona na informacjach z Ukrainy i nt. otoczenia geopolitycznego. Z danych makroekonomicznych najistotniejsze będą: lutowe dane z rynku pracy oraz wskaźniki koniunktury ISM z USA, indeksy koniunktury w Chinach oraz – z początkiem kolejnego tygodnia – zamówienia w przemyśle niemieckim.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 1 marca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł, luty	50,1 pkt.	49,8 pkt.	-
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS– usługi, luty	51,1 pkt.	50,7 pkt.	-
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł, luty	49,1 pkt.	49,2 pkt.	-
09:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł, luty	54,5 pkt.	54,5 pkt.	53,9 pkt.
09:55	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł, luty (ost.)	60,5 pkt. (wst.)	60,5 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł, luty (ost.)	59,0 pkt. (wst.)	59,0 pkt.	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł, luty	57,6 pkt.	58,0 pkt.	-
środa 2 marca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
-	-	Spotkanie OPEC	-	-	-
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji HICP, luty (wst.)	5,1% r/r	5,3% r/r	-
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji bazowej HICP, luty (wst.)	2,3% r/r	2,5% r/r	-
16:00	US	Wystąpienie prezesa Fed J. Powella przed komisją Izby Reprezentantów	-	-	-
20:00	US	Raport Fed Beżowa Księga	-	-	-
czwartek 3 marca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
09:55	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi, luty (ost.)	60,5 pkt. (wst.)	60,5 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi, luty (ost.)	59,0 pkt. (wst.)	59,0 pkt.	-
13:30	EMU	Publikacja stenogramu z lutowego posiedzenia EBC	-	-	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 26.02	232 tys.	225 tys.	-
16:00	US	Wystąpienie prezesa Fed J. Powella przed senacką	-	-	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi, luty	59,9 pkt.	60,9 pkt.	-
piątek 4 marca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
-	DE	Sprzedaż detaliczna, styczeń	-4,6% m/m	1,5% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna, styczeń	-3,0% m/m	1,5% m/m	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia, styczeń	467 tys.	400 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia, styczeń	4,0%	3,9%	-
14:30	US	Zmiana godzinowych wynagrodzeń, styczeń	5,7% r/r	5,8% r/r	-
poniedziałek 7 marca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle, styczeń	2,8% m/m	-	-

* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

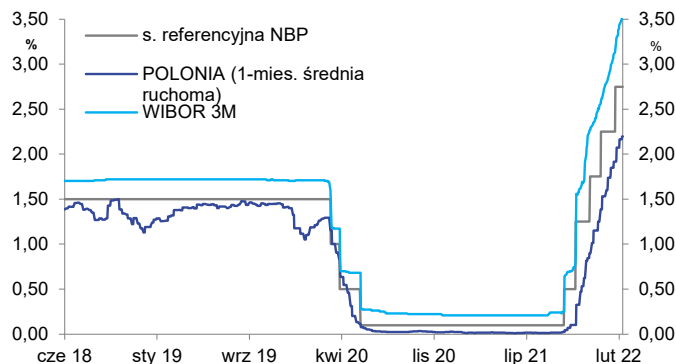
Miesięczny kalendarz publikacji danych

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.		53,9 pkt.
Posiedzenie RPP	PL	marzec	8.03	2,75%		3,25%
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	styczeń	15.03	9,2% r/r (wst.)		9,2% r/r
Wskaźnik inflacji CPI	PL	luty	15.03	9,2% r/r		7,9% r/r
Wskaźnik inflacji bazowej CPI	PL	styczeń	16.03	5,3% r/r		5,9% r/r
Wskaźnik inflacji bazowej CPI	PL	luty	16.03	-		6,3% r/r
Saldo w obrotach bieżących	PL	styczeń	16.03	-3957 mln EUR		1168 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		9,9% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	luty	18.03	19,2% r/r		14,9% r/r
Wskaźnik PPI	PL	luty	18.03	14,8% r/r		15,4% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	luty	21.03	20,8% r/r		24,2% r/r
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	PL	luty	21.03	10,6% r/r		7,3% 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.		58,0 pkt.
Inflacja – wskaźnik bazowy HICP (wst.)	EMU	luty	2.03	2,3% r/r		2,5% r/r
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	luty	3.03	59,9 pkt.		60,9 pkt.
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	luty	4.03	487 tys.		400 tys.
Stopa bezrobocia	US	luty	4.03	4,0%		3,9%
Posiedzenie rady EBC	EMU	marzec	10.03	-0,5% / 0,0%		-0,5% / 0,0%
Inflacja CPI	US	luty	10.03	7,5% r/r		-
Posiedzenie FOMC	US	marzec	16.03	0-0,25%		0-0,25%
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	marzec	24.03	58,4 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	marzec	24.03	55,8 pkt.		-
Wskaźnik inflacji bazowej PCE	US	luty	31.03	5,2% r/r		-

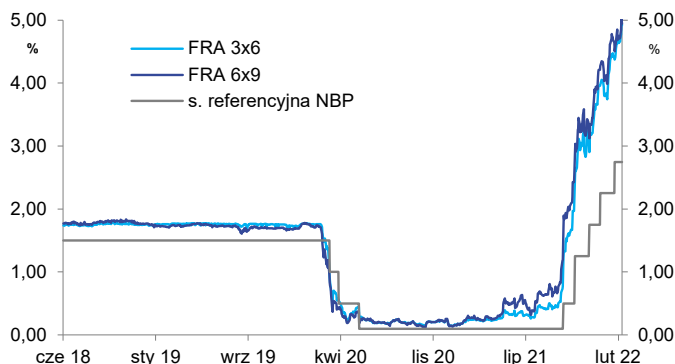
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



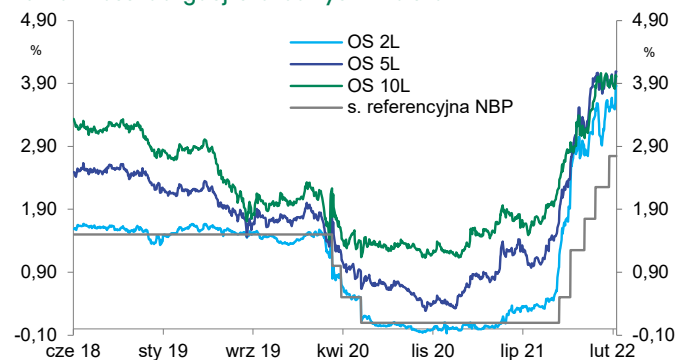
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



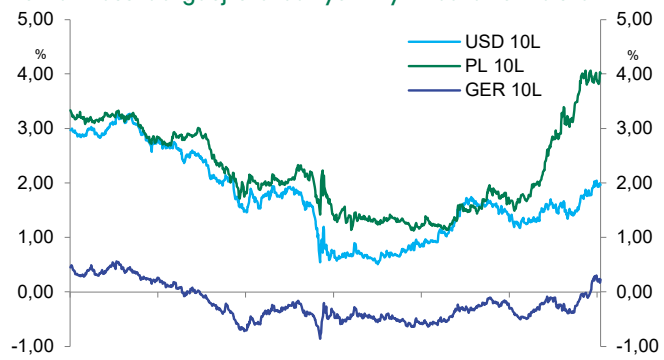
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



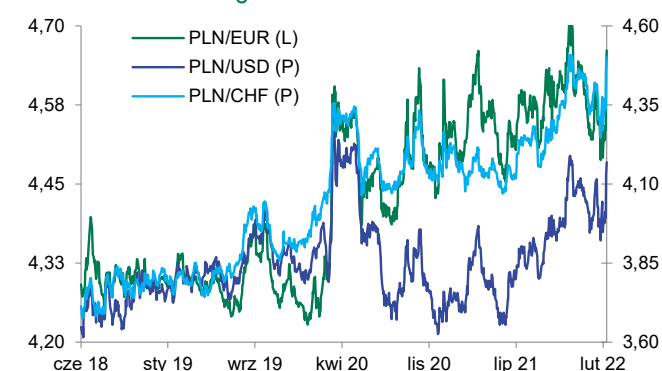
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



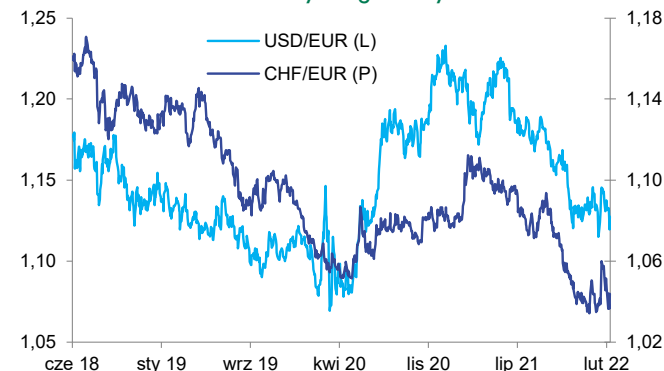
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



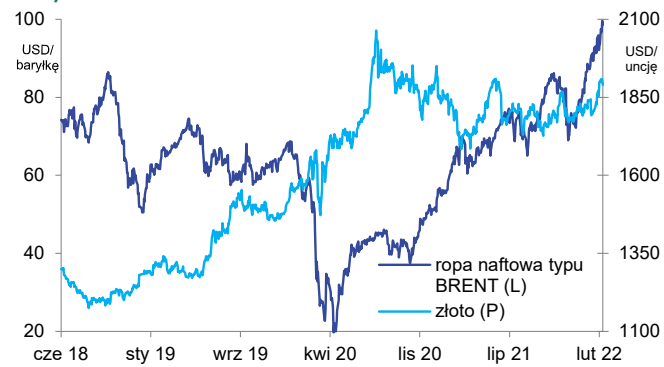
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

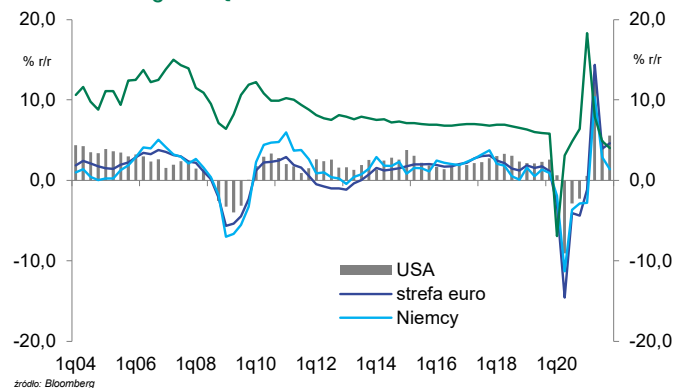
Ceny surowców



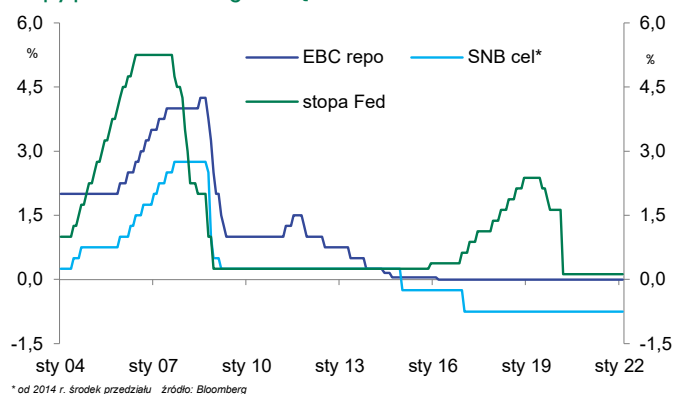
źródło: Bloomberg

Sfera realna

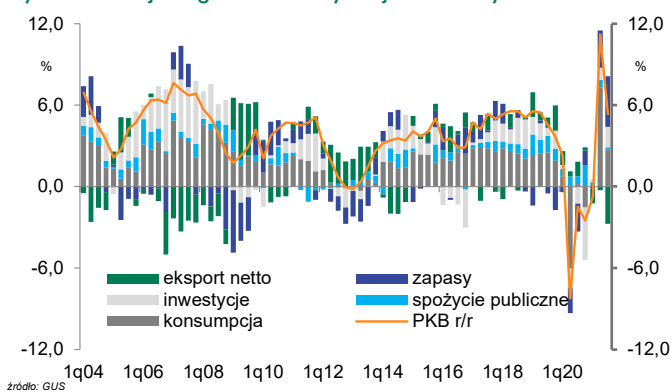
Wzrost PKB za granicą



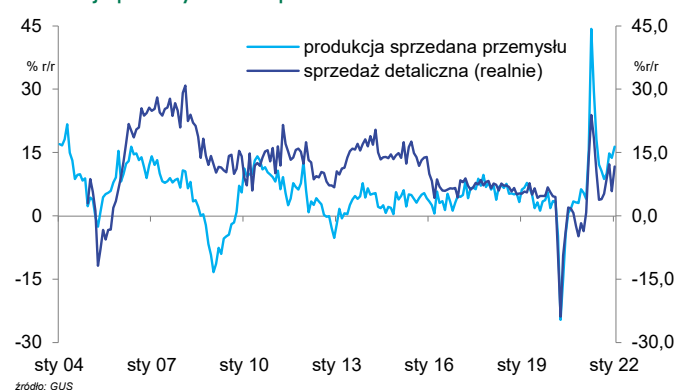
Stopy procentowe za granicą



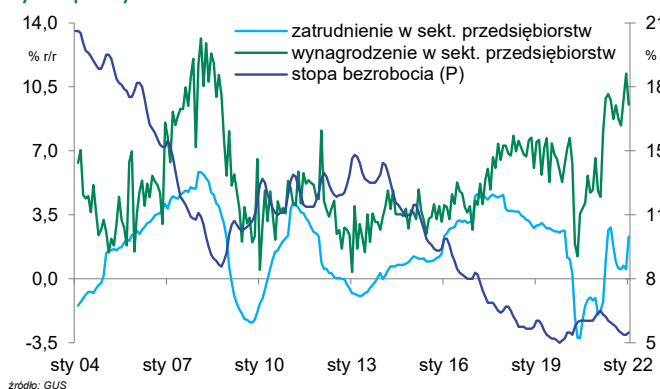
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



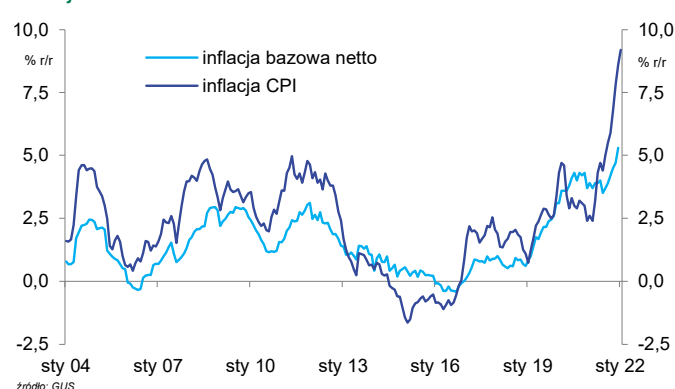
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



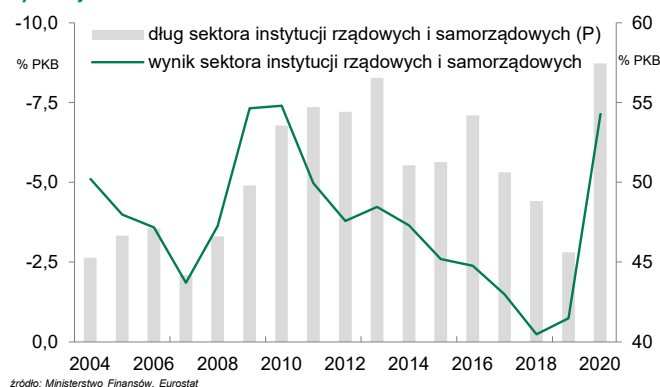
Rynek pracy



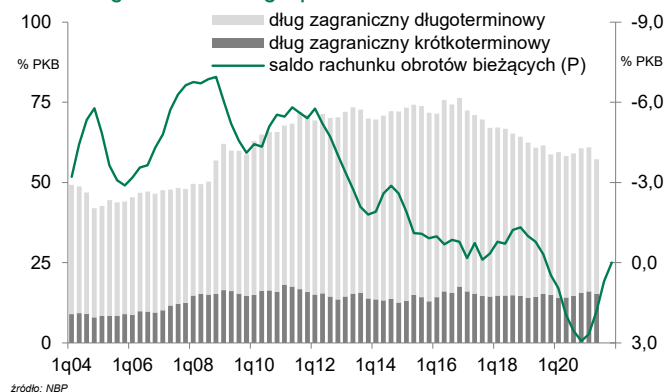
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.01.2022	18.02.2022	25.02.2022	31.03.2022	30.04.2022	30.06.2022
Stopa lombardowa NBP	%	2,75	3,25	3,25	4,25	4,50	4,50
Stopa referencyjna NBP	%	2,25	2,75	2,75	3,25	3,50	3,50
Stopa depozytowa NBP	%	1,75	2,25	2,25	2,25	2,50	2,50
WIBOR 3M	%	3,02	3,44	3,59	3,60	3,70	3,70
Obligacje skarbowe 2L	%	3,59	3,52	3,86	3,60	3,65	3,65
Obligacje skarbowe 5L	%	4,05	3,87	4,09	3,90	3,90	3,85
Obligacje skarbowe 10L	%	4,06	3,86	4,01	3,95	3,95	3,95
PLN/EUR	PLN	4,60	4,53	4,66	4,65	4,58	4,53
PLN/USD	PLN	4,11	3,98	4,17	4,15	4,05	4,01
PLN/CHF	PLN	4,42	4,32	4,50	4,47	4,40	4,35
USD/EUR	USD	1,12	1,13	1,13	1,12	1,13	1,13
Stopa Fed	%	0,25	0,25	0,25	0,50	0,50	1,00
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	0,60	0,70	1,10
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	-0,55	-0,55	-0,55
SARON	%	-	-	-	-0,72	-0,72	-0,72
Obligacje skarbowe USD 10L	%	1,78	1,93	1,96	1,95	1,95	1,90
Obligacje skarbowe GER 10L	%	0,01	0,19	0,23	0,20	0,20	0,15

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.