

KOMENTARZ TYGODNIOWY

28 marca 2022

Awersja do ryzyka ustępuje przed obawami inflacyjnymi. Silny wzrost rentowności obligacji.

- Miniony tydzień przyniósł silny wzrost rentowności obligacji skarbowych na większości rynków, przy nasilających się obawach dot. średnioterminowych perspektyw inflacji. Przy stabilnej ocenie rynkowej dot. skutków gospodarczych wojny, a w szczególności ograniczonego jej wpływu poza Europą, na pierwszy plan wysunął się wątek ryzyka utrwalenia wysokich cen surowców energetycznych i żywnościowych, w warunkach przedłużającego się konfliktu.
- W ostatnim tygodniu sytuacja militarna w Ukrainie nie zmieniła się istotnie, a inwestorzy coraz częściej oczekują dłuższego okresu utrzymującej się niepewności. Utrzymywało się znaczące zróżnicowanie oceny perspektyw gospodarczych skutkując solidnym wzrostem cen akcji na giełdach USA (1,7% w skali tygodnia wg indeksu MSCI), stabilizacją na rynkach wschodzących (+0,1%) oraz dalszym osłabieniem rynków strefy euro (-1,1%).
- W warunkach ograniczenia obaw co do skali spowolnienia globalnej aktywności gospodarczej, w minionym tygodniu silniej wzrosły obawy dot. perspektyw inflacyjnych. Te obawy stymulowała kolejna fala wzrostu cen surowców, m.in. cen ropy naftowej ponownie w kierunku 120 USD/baryłkę ropy Brent, dalszy wzrost cen metali oraz surowców żywnościowych, przy stabilizujących się cenach gazu na rynku europejskim.
- W efekcie na większości rynków rosną oczekiwania rynkowe co do skali podwyżek stóp procentowych, głównie w USA, gdzie notowania FRA wzrosły w dłuższym horyzoncie o ok. 50 pkt. baz. Wygląda na to, że dopiero w minionym tygodniu rynki pełnej odzwierciedliły w cenach uwarunkowania makroekonomiczne spójne z „jastrzębim” wydzwiękiem posiedzenia FOMC z połowy marca.
- Te oczekiwania rynkowe poskutkowały silnym wzrostem rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych do kolejnych lokalnych maksimów, w tym wzrostem o ponad 30 pkt. baz. do blisko 2,50% rentowności 10-letnich obligacji amerykańskich, oraz o niespełna 20 pkt. baz. do blisko 0,60% rentowności papierów niemieckich. Poniżej 1,10 USD/EUR umocnił się w minionym tygodniu kurs dolara wobec euro, w ujęciu zmian do koszyka walut obie waluty lekko straciły na wartości, dolar 0,2%, a euro 0,4%.
- W te trendy rynkowe wpisują się także publikowane w minionym tygodniu dane makroekonomiczne. Zgodnie z wstępnym szacunkiem w marcu indeksy PMI w strefie euro osłabiły się, choć skala tego spadku była niższa od oczekiwań (57,0 pkt. w przemyśle oraz 54,8 pkt. w usługach). Na solidnym poziomie w marcu utrzymywały się subindeksy produkcji i aktywności. Jednocześnie subindeksy czasu dostaw ponownie wzrosły, niemniej przy raczej słabszych subindeksach zamówień, co wskazuje na rosnący podażowy problem, a nie na wzrost popytu. Ponownie lekko wzrosły wskaźniki kosztowe i cenowe.

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

- Tych perspektyw nie poprawiają także informacje z Chin, gdzie w tym tygodniu w Szanghaju obowiązywać będzie lockdown, co może ponownie podwyższać presję popytową i kosztową w gospodarce globalnej.
- Sytuacja globalna wpływała także na polski rynek finansowy, gdzie rentowności SPW wzrosły na całej długości krzywej, z nawiązką nadrabiając spadki z tygodnia wcześniejszego. Rentowności 2-latek wzrosły o 60 pkt. baz. do 5,60%, z kolei rentowności 10-latek wzrosły o 70 pkt. baz. do 5,35%. Notowania FRA wzrosły w minionym tygodniu o ok. 40 pkt. baz. wskazując na znaczący wzrost oczekiwań co do skali podwyżek stóp procentowych.
- Jednocześnie w przypadku krajowego rynku nie można wykluczyć dodatkowego efektu wzrostu oczekiwań na silniejszy wzrost deficytu SFP oraz potrzeb pożyczkowych, na co wpłynęły ubiegłotygodniowe informacje dot. zmian podatkowych, których głównym założeniem jest: - obniżenie stawki PIT z 17 do 12% dla podatników na skali podatkowej, - wyłączenie (do pewnego limitu) składki na ubezpieczenie zdrowotne z podstawy opodatkowania dla podatników na podatku liniowym, ryczałcie i karcie podatkowej, - likwidacja tzw. ulgi dla klasy średniej. Celem rządu jest wejście w życie zmian od 1 lipca.
- Ograniczenie obciążeń podatkowych, łącznie z wcześniejszymi informacjami dot. przedłużenia rozwiązań tarczy antyinflacyjnej, wyższych wydatków zbrojeniowych oraz związanych z pomocą dla uchodźców mogą podwyższyć deficyt SFP w tym roku do ok. 4,5% PKB, wobec szacowanego na 3,1% PKB wyniku w 2021 r. W naszej ocenie, o ile nie dojdzie do silniejszej skali pogorszenia aktywności (tj. wzrost utrzyma się w kolejnych latach w okolicach 3,0% r/r), sytuacja w finansach publicznych będzie stopniowo stabilizować się. Większym problemem sytuacja w finansach publicznych stałaby się w scenariuszu silniejszego spowolnienia aktywności, pogorszenia sytuacji na rynku pracy i silniejszego ograniczenia konsumpcji prywatnej, co silniej i trwalej uderzyłoby w dochody budżetowe.
- Presja na osłabienie złotego w minionym tygodniu nie była silna (osłabienie złotego w relacji do koszyka walut o ok. 0,4% w kierunku 4,75 PLN/EUR). Jednocześnie dziś rano złoty silniej zyskała na wartości powracając poniżej 4,70 PLN/EUR. W skali tygodnia indeks WIG wzrósł o 1,0%.
- Choć wydaje się, że informacje *stricte* militarne tracą na znaczeniu rynkowym, to w dalszym ciągu efekty wojny w Ukrainie będą dominujące dla sytuacji rynkowej, być może mniej w aspekcie kanału rynkowego (tj. poziomu awersji do ryzyka), ale cały czas będą silnie wpływały na ceny surowców na globalnym rynku, a przez to na ocenę perspektyw gospodarki globalnej.
- W tych warunkach także nieco więcej uwagi mogą przyciągać dane makroekonomiczne, w szczególności dane z amerykańskiego rynku pracy, dane dot. indeksu ISM w amerykańskim przemyśle oraz wstępny szacunek inflacji w strefie euro. Publikowane dane będą bardzo istotne z punktu widzenia oceny perspektyw polityki pieniężnej Fed i EBC.
- W piątek opublikowany zostanie także szacunek *flash* krajowej inflacji CPI za marzec. Wstępnie szacujemy skokowego wzrostu inflacji do 10,2% r/r, przy blisko 30-procentowym wzroście cen paliw, ponownie silniejszym wzroście cen żywności i kontynuacji wzrostu inflacji bazowej.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Wskaźnik inflacji w marcu – szacunek *flash* (1 kwietnia)**

Prognozujemy, że w marcu wskaźnik inflacji CPI skokowo wzrósł do 10,2% r/r wobec 8,5% r/r w lutym. Według naszych wstępnych szacunków do wzrostu inflacji przyczynił się przede wszystkim skokowy wzrost cen surowców energetycznych i żywnościowych na rynku globalnym w reakcji na wojnę na Ukrainie. Najsilniejszy wpływ na wzrost indeksu CPI miał skokowy wzrost cen paliw (o blisko 30% m/m), który dodał do marcowego wskaźnika rocznego CPI 1,2 pkt. proc. Dodatkowo silny wzrost cen niektórych produktów żywnościowych w reakcji na wojnę na Ukrainie (zboża, mięso, oleje) poskutkowało silnym wzrostem cen na krajowym rynku hurtowym, co naszym zdaniem poskutkowało już w marcu wyraźnym wzrostem cen detalicznych niektórych produktów żywnościowych (w tym przede wszystkim mięsa i produktów zbożowych). Według naszych szacunków wzrost cen żywności wyniósł w marcu ponad 2% m/m (bardzo wysoki wzrost na tle obserwowanych zmian w marcu w poprzednich latach), podwyższając wskaźnik roczny CPI w marcu o blisko 0,5 pkt. proc. Oczekujemy ponadto, że w reakcji na ostatnie silne osłabienie złotego wzrosły ceny dóbr i usług zależnych od cen denominowanych w walutach obcych, co wraz z dalszym wzrostem cen usług przyniosło wzrost inflacji bazowej w okolice 6,8% r/r wobec 6,7% w lutym.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 29 marca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów instytutu Conference Board, marzec	110,5 pkt.	107,0 pkt.	-
środa 30 marca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Wskaźnik nastrojów gospodarczych, marzec	114,0 pkt.	109,0 pkt.	-
14:00	PL	Stopa bezrobocia, marzec	5,5%	5,5% r/r	5,5% r/r
14:15	US	Zmiana zatrudnienia wg ADP, luty	475 tys.	450 tys.	-
14:30	US	Wzrost PKB, IV kw. (ost.)	7,0% kw/kw (anual)	7,0% kw/kw (anual)	-
czwartek 31 marca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł, marzec	50,2 pkt.	49,8 pkt.	-
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS– usługi, marzec	51,6 pkt.	50,4 pkt.	-
09:55	DE	Stopa bezrobocia, marzec	5,5%	5,5%	-
10:00	DE	Sprzedaż detaliczna, luty	10,3% r/r	6,3% r/r	-
11:00	EMU	Stopa bezrobocia, luty	6,8%	6,7%	-
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych, luty	0,0% m/m	0,5% m/m	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych, luty	2,1% m/m	0,5% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE, luty	6,1% r/r	6,4% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE, luty	5,2% r/r	5,5% r/r	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 26.03	187 tys.	200 tys.	-
15:45	US	Indeks koniunktury w okręgu Chicago, marzec	56,3 pkt.	57,0 pkt.	-
piątek 1 kwietnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł, marzec	50,4 pkt.	50,0 pkt.	-
09:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł, marzec	54,8 pkt.	54,5 pkt.	53,9 pkt.
09:55	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł, marzec (ost.)	57,6 pkt. (wst.)	57,6 pkt.	-
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI, marzec (wst.)	8,5% r/r	-	10,2% r/r
10:00	PL	Deficyt SFP w relacji do PKB, 2021 (wst.)	7,1%	-	3,1%
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł, marzec (ost.)	57,0 pkt. (wst.)	57,0 pkt.	-
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji HICP, marzec (wst.)	5,8% r/r	6,8% r/r	-
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji bazowej HICP, marzec (wst.)	2,7% r/r	3,1% r/r	-
14:30	US	Stopa bezrobocia, marzec	3,8%	3,7%	-
14:30	US	Zmiana godzinowych wynagrodzeń, marzec	5,1% r/r	5,5% r/r	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł, marzec	58,6 pkt.	59,0 pkt.	-

* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

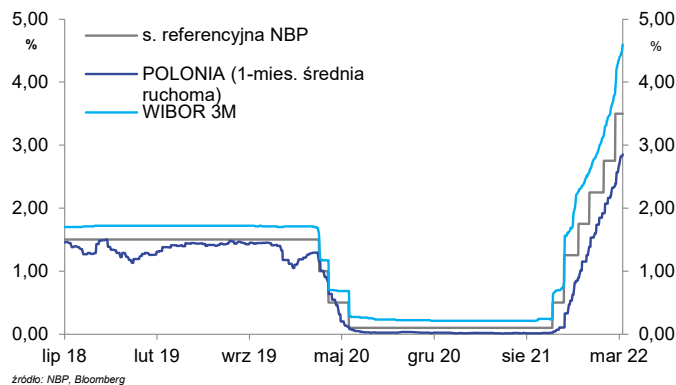
Miesięczny kalendarz publikacji danych

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 inflacji CPI (wst.)	PL	marzec	01.04	8,5% r/r		10,2 pkt.
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	marzec	01.04	54,7 pkt.		53,8 pkt.

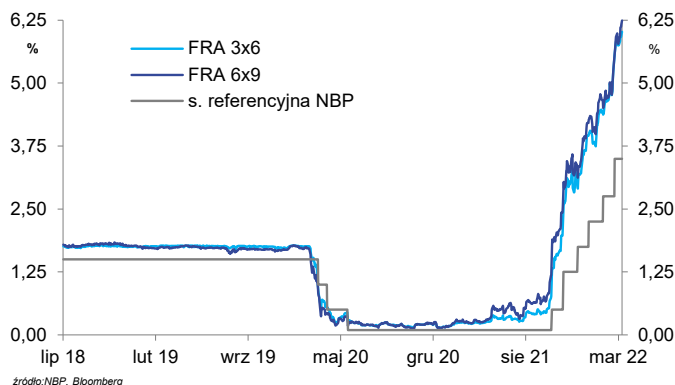
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	luty	1.03	57,6 pkt.	58,6 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	luty	3.03	59,9 pkt.	56,5 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	luty	4.03	481 tys.	678 tys.	
Stopa bezrobocia	US	luty	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.	57,0 pkt	
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	marzec	24.03	55,5 pkt.	54,8 pkt	
Wskaźnik inflacji bazowej PCE	US	luty	31.03	5,2% r/r		5,5% r/r
Inflacja – wskaźnik bazowy HICP (wst.)	EMU	marzec	1.04	2,7% r/r		3,2% r/r
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	marzec	1.04	58,6 pkt.		59,0 pkt.
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	marzec	1.04	678 tys.		450 tys.
Stopa bezrobocia	US	marzec	1.04	3,8%		3,7%

Rynki finansowe

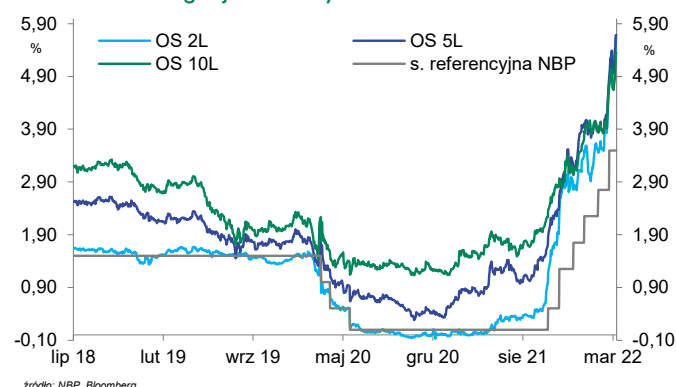
Krajowe stopy procentowe



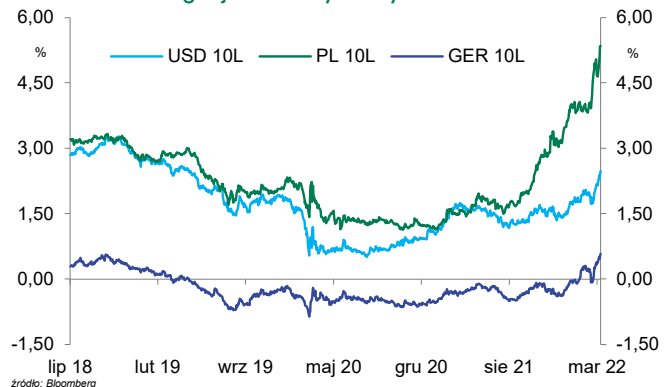
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



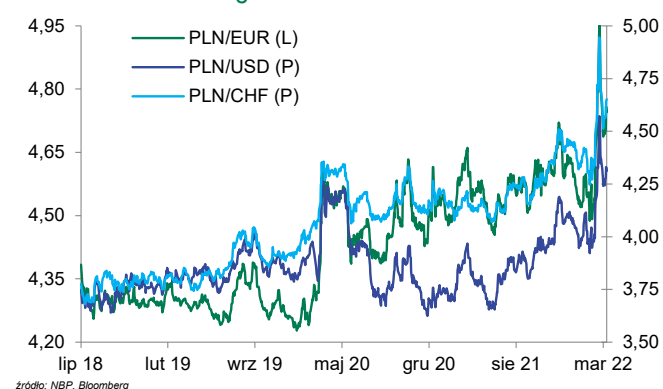
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



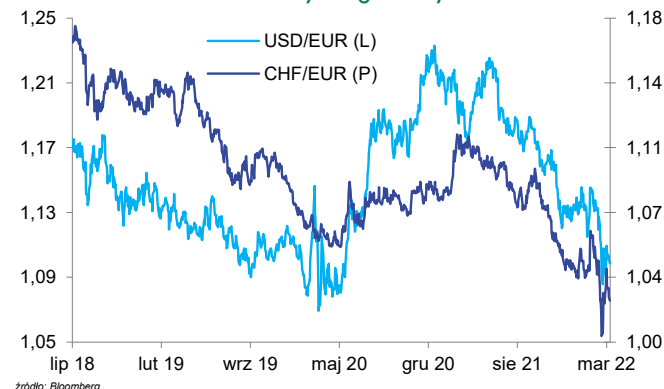
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



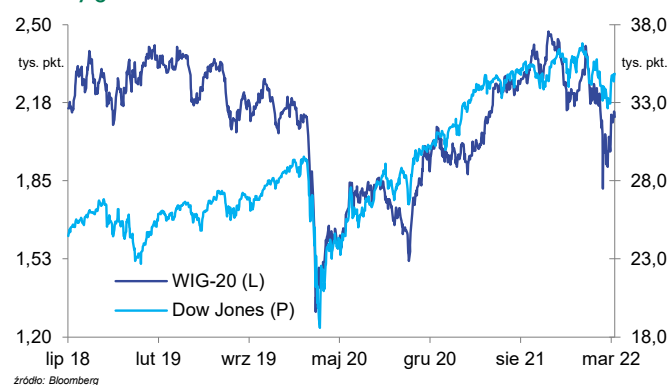
Notowania kursu złotego



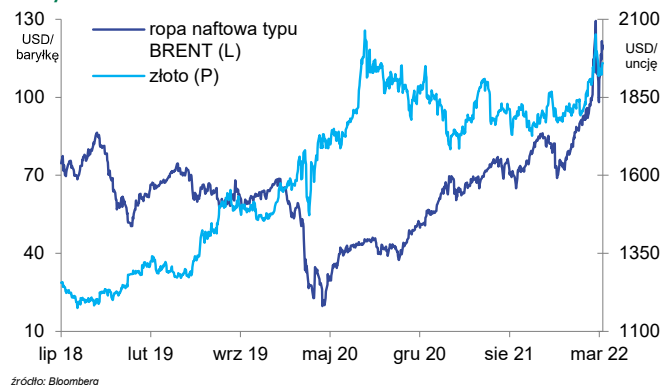
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

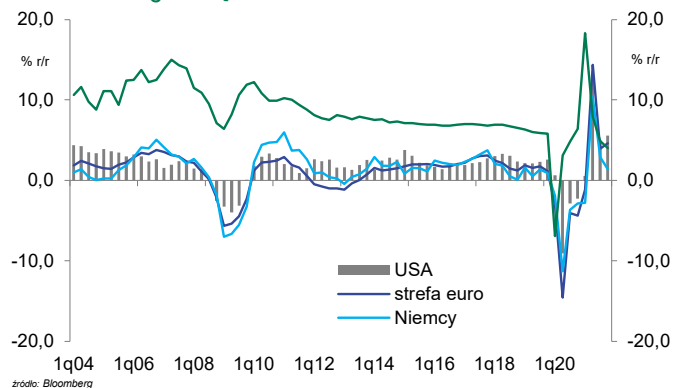


Ceny surowców

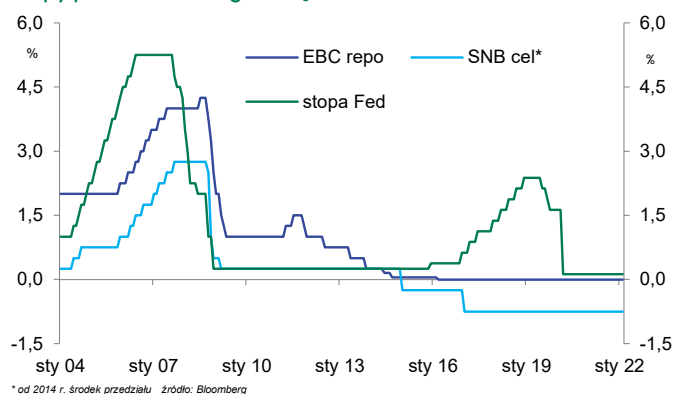


Sfera realna

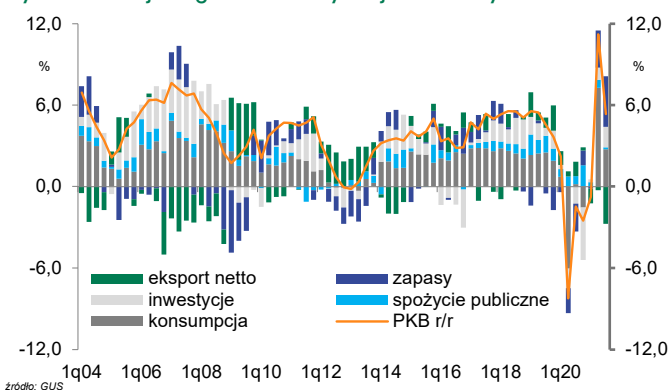
Wzrost PKB za granicą



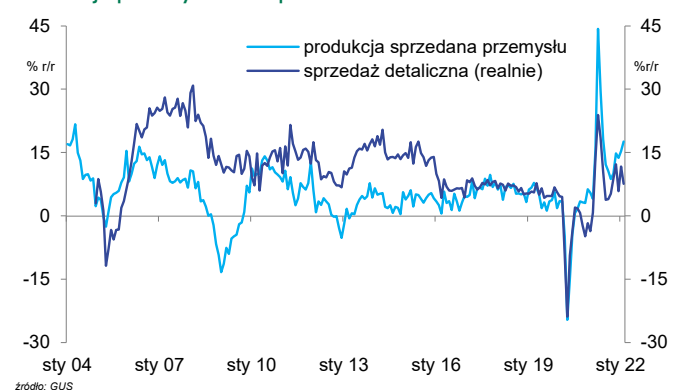
Stopy procentowe za granicą



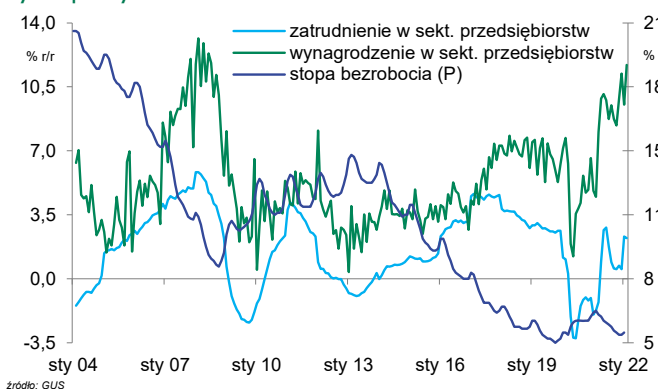
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



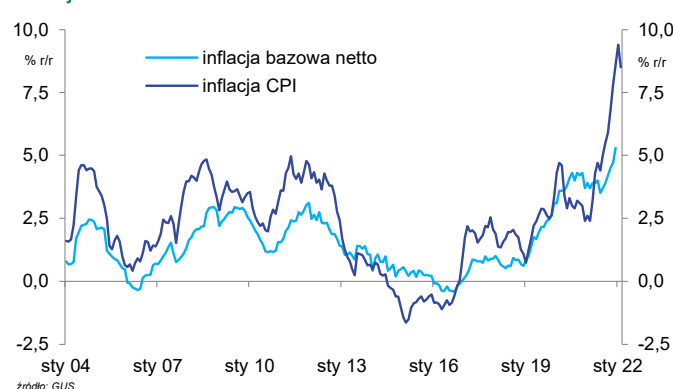
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



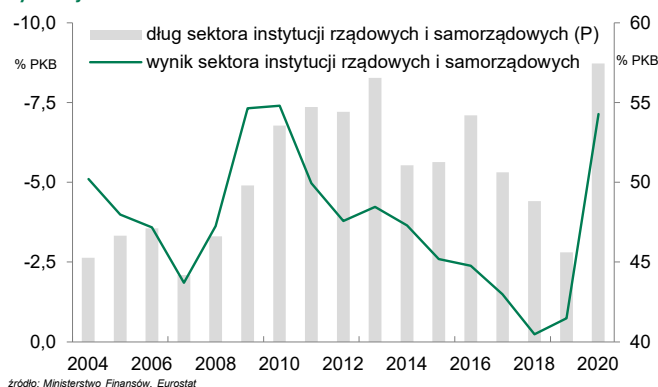
Rynek pracy



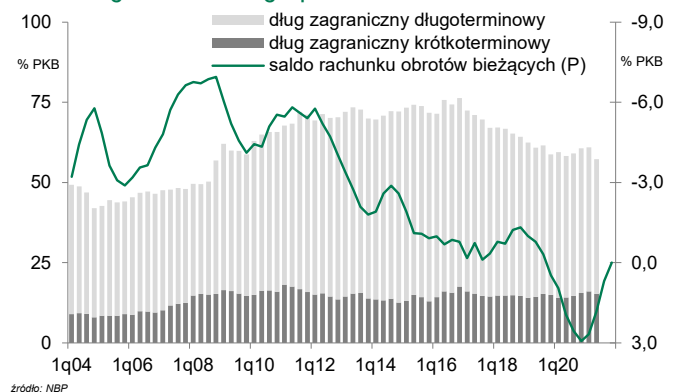
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		28.02.2022	18.03.2022	25.03.2022	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	4,40	4,60	4,85	4,90	4,80
Obligacje skarbowe 2L	%	3,94	5,03	5,63	5,40	5,20	5,00
Obligacje skarbowe 5L	%	4,17	4,96	5,69	5,30	5,10	4,95
Obligacje skarbowe 10L	%	4,05	4,65	5,35	5,20	5,00	4,90
PLN/EUR	PLN	4,69	4,72	4,75	4,75	4,70	4,70
PLN/USD	PLN	4,20	4,27	4,31	4,32	4,26	4,25
PLN/CHF	PLN	4,55	4,57	4,65	4,69	4,63	4,62
USD/EUR	USD	1,12	1,11	1,10	1,10	1,10	1,11
Stopa Fed	%	0,25	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	%	1,83	2,15	2,47	2,50	2,45	2,35
Obligacje skarbowe GER 10L	%	0,13	0,37	0,58	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.