

KOMENTARZ TYGODNIOWY

7 marca 2022

Obawy przed kryzysem surowcowym powodem tąpnięcia globalnych nastrojów rynkowych. Oczekiwane wyniki posiedzenia RPP i rady EBC.

- Miniony tydzień przyniósł gwałtowny wzrost globalnej awersji do ryzyka, nieporównanie silniejszy do tego notowanego w pierwszych dniach inwazji Rosji na Ukrainę. Negatywnie na nastroje rynkowe wpływało wzmożenie sankcji ekonomicznych wobec Rosji, ale przede wszystkim nasilenie obaw przed kryzysem surowcowym, głównie energetycznym.
- W minionym tygodniu cena ropy Brent wzrosła do 123 USD/baryłkę (+26% w skali tygodnia), a z początkiem bieżącego tygodnia wzrosła okresowo do ponad 135 USD. Cena gazu na europejskim rynku wzrosła do ok. 200 EUR/MWh (+80% w skali tygodnia) kontynuując dziś rano wzrosty w kierunku 300 EUR/MWh. O ponad 100% w skali tygodnia wzrosły światowe ceny węgla. Z kolei hurtowe ceny energii elektrycznej w Europie wzrosły w ograniczonym stopniu czemu sprzyjał 30-procentowy spadek cen uprawnień do emisji CO₂. Silnie natomiast rosły ceny surowców żywnościowych, w szczególności zbóż, a lutowy indeks cen żywności FAO wzrósł do najwyższego w historii poziomu 140 pkt.
- Skokowy wzrost cen surowców był wynikiem nasilenia obaw co do stabilności dostaw surowców energetycznych, których Rosja jest ważnym eksporterem. W trakcie tygodnia pojawiały się także niejasne informacje dot. ograniczenia podaży rosyjskiego gazu, jak również informacje przedstawicieli administracji USA nt. rozważanego zakazu importu surowców energetycznych z Rosji. Z kolei skala zniszczeń wojennych na Ukrainie wzmacnia obawy rynkowe przed ograniczeniem podaży żywności.
- Na globalne nastroje bez żadnego wpływu pozostawały publikacje niezłych danych makroekonomicznych tj. silniejszy wzrost liczby nowych etatów w USA, spadek stopy bezrobocia pomimo wzrostu aktywnych zawodowo, a przede wszystkim niższe wobec prognoz rynkowych tempo wzrostu wynagrodzeń. W lutym indeks ISM w przemyśle utrzymał się na bardzo wysokim poziomie, z kolei obniżył się indeks ISM dla sektora usług. Subindeksy kosztowe wskaźników ISM oraz PMI w strefie euro nie wskazują na wyraźne obniżenie presji kosztowej.
- Biorąc pod uwagę bliskość geograficzną działań militarnych, a przede wszystkim fakt, że Europa jest głównym odbiorcą rosyjskich surowców energetycznych, skala wyprzedaży na rynkach europejskich była w minionym tygodniu szczególnie silna.
- W minionym tygodniu pojawiły się już pierwsze korekty prognoz dla gospodarek europejskich ośrodków analitycznych, obniżające prognozy wzrostu gospodarczego o ponad 1 pkt. proc. oraz podwyższające prognozy inflacji o ok. 1,5 pkt. proc. w 2022 r. Szacujemy, że w przypadku polskiej gospodarki ten wpływ wyniesie ok. 1 pkt. proc. w przypadku prognoz wzrostu PKB (ok. 3,0% r/r) oraz ok. 2,0 pkt. proc. w przypadku inflacji CPI (ok. 9,5% r/r w 2022 r.). Jednocześnie nadal do przedstawianych prognoz należy podchodzić

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

z ostrożnością, zarówno w zakresie niepewności co do skali oraz trwałości zmian cen surowców, skali kryzysu humanitarnego na Ukrainie i jego wpływu na gospodarkę krajową, a jednocześnie niepewności co do skali działań polityki gospodarczej, gł. fiskalnej na poziomie zarówno krajowym jak i europejskim.

- Negatywne konsekwencje obecnego kryzysu coraz silniej będą ciążyć polskiej gospodarce także poprzez kanał finansowy. Pomimo prowadzonych w minionym tygodniu interwencji NBP na rynku walutowym w celu wzmocnienia złotego, kurs złotego osłabił się w skali tygodnia aż o 4,2% (w relacji do koszyka walut), na koniec tygodnia rosnąc powyżej 4,80 PLN/EUR, a z początkiem tygodnia bieżącego ok. 4,95 PLN/EUR tj. w okolice historycznych maksimów. Gwałtowne umocnienie franka szwajcarskiego na rynku globalnym poskutkowało skokowym wzrostem kursu PLN/CHF w kierunku 4,95 PLN/CHF z ok. 4,50 PLN/CHF na koniec poprzedniego tygodnia.
- Po niewielkiej wyprzedży na rynku SPW w pierwszych dniach konfliktu, w minionym tygodniu rentowności krajowych obligacji wzrosły na całej długości krzywej o ponad 30 pkt. baz. do 4,21% w przypadku papierów 2-letnich oraz 4,32% dla obligacji 10-letnich. W skali tygodnia indeks WIG stracił 3,4%, przy kilkunastoprocentowych spadkach indeksu WIG banki oraz firm z sektora spożywczego, ale ok 20-procentowych zwyżkach w górnictwie i energetyce.
- W minionym tygodniu jeszcze silniej straciły giełdy strefy euro przy spadku indeksu MSCI EMU o ponad 10%. Spadki indeksu w USA nie przekroczyły natomiast 1,5%. Na rynku walutowym kurs franka szwajcarskiego zyskał ponad 3% (w ujęciu do koszyka walut), kurs dolara 1,2%, z kolei kurs wspólnej waluty osłabił się o ponad 1%. Notowania kursu euro wobec dolara obniżyły się na koniec tygodnia w kierunku 1,095 USD/EUR, a wobec franka do ok. 1,0 CHF/EUR.
- Wzrost globalnej awersji do ryzyka sprzyjał także spadkowi rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, w szczególności na dłuższym końcu (papierom na krótszym końcu cały czas ciąży bowiem obawy przed silnym wzrostem inflacji). Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych USA obniżyły się w minionym tygodniu o 23 pkt. proc., z kolei papierów niemieckich o ponad 30 pkt. baz. powracając do ujemnych poziomów.
- W bieżącym tygodniu oczywiście nadal kluczowe będą informacje dot. sytuacji geopolitycznej, rozwoju sytuacji militarnej oraz ewentualnych dalszych sankcji i tendencji cenowych na rynku surowców. Te informacje będą kluczowe z punktu widzenia oceny perspektyw gospodarczych w Europie i na świecie.
- Na bieżący tydzień zaplanowane jest posiedzenie rady EBC. Sądzymy, że przy tak silnej komplikacji sytuacji gospodarczej (wzrost prognoz inflacji, ale jednocześnie korekty w dół prognoz gospodarczych) rada EBC utrzyma *status quo*, tj. dotychczasowy plan dla programu skupu aktywów, jednocześnie utrzyma bardzo ostrożną retorykę dot. przyszłych działań.
- Przy podobnych dylematach zakładamy, że na wtorkowym posiedzeniu RPP utrzyma dotychczas zapowiedziane działania w polityce pieniężnej tj. podwyższy stopy procentowe o 50 pkt. baz. (do 3,25% dla stopy referencyjnej NBP). Jednocześnie, pomimo pogorszenia prognoz inflacyjnych nie oczekujemy, by prezes NBP zaostrzył retorykę co do perspektywy poziomu stóp procentowych w warunkach rosnących zagrożeń dla aktywności gospodarki.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

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

Oczekujemy, że podczas wtorkowego posiedzenia Rada podwyższy stopy procentowe o 50 pkt. baz., w tym stopę referencyjną NBP do 3,25%.

W związku z konfliktem na Ukrainie warunki polityki monetarnej radykalnie się zmieniły. Polska gospodarka doświadczy w nadchodzących kwartałach wyższej inflacji oraz (w średniej perspektywie) niższego wzrostu PKB w porównaniu do dotychczasowych prognoz, przy jednocześnie dużo trudniejszej niż dotychczas sytuacji na rynkach finansowych (słabszy kurs złotego, wyższe rentowności obligacji skarbowych) spowodowanej globalnym wzrostem awersji do ryzyka. Taki scenariusz makroekonomiczny i rynkowy oznacza istotne wyzwanie dla RPP.

Z jednej strony bieżący wzrost inflacji, dodatkowo przy istotnie słabszym kursie walutowym wzmacnia presję na RPP, by zareagowała zacieśnieniem polityki monetarnej, biorąc pod uwagę ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych i nasilenia presji płacowej i przez to utrwalenia podwyższonej inflacji w przyszłości. Ponadto bieżące osłabienie kursu zwiększa presję na RPP do podwyższenia stóp, by poprzez wyższy ich poziom wesprzeć próby NBP powstrzymania osłabiania kursu złotego poprzez interwencje na rynku walutowym.

Z drugiej strony negatywne efekty kryzysu na Ukrainie, przyczynią się do obniżenia aktywności gospodarczej prowadząc w dłuższym okresie do obniżenia inflacji, co powinno skłaniać do ograniczenia skali podwyżek stóp, lub nawet poluzowania polityki monetarnej.

Prezes NBP dotychczas publicznie nie wypowiedział się nt. perspektyw polityki monetarnej w kontekście nowej sytuacji gospodarczej i rynkowej. Dotychczasowe nieliczne głosy członków RPP wskazały zarówno na kontynuację cyklu podwyżek w dotychczasowym tempie (L. Kotecki), jak i wstrzymanie się z dalszymi podwyżkami stóp (J. Żyżyński).

Wobec braku informacji z NBP podtrzymujemy prognozę podwyżki stóp NBP w „zapowiedzianej” przez prezesa NBP podczas lutowej konferencji prasowej skali 50 pkt. baz. Wydaje się, że mniejsza skala podwyżki w marcu (o 25 pkt. baz.), przy braku odpowiedniego przygotowania rynku, mogłaby wprowadzić dalszy wzrost zmienności na rynkach oraz nasilenie presji na osłabienie złotego. Z kolei większa skala (o 75 pkt. baz.), na którą wydaje się „po cichu” liczy rynek finansowy, byłaby ryzykowna z punktu widzenia perspektyw wzrostowych gospodarki.

Oprócz skali zmiany stóp procentowych, dla rynku najistotniejsze będzie przestanie RPP co do perspektyw polityki monetarnej NBP w kontekście radykalnie odmienionej sytuacji gospodarczej w konsekwencji kryzysu na Ukrainie. Kluczowa będzie komunikacja co do priorytetów polityki monetarnej wobec z jednej strony perspektywy wzrostu inflacji w krótkim okresie i osłabienia złotego (potencjalna przestanka do dalszego zacieśniania polityki monetarnej), a z drugiej strony – do perspektywy osłabienia wzrostu gospodarczego w średnim okresie (który przyniesie m.in. osłabienie presji inflacyjnej w dłuższej

perspektywie), co przemawia za wstrzemięźliwością w dalszym zacieśnianiu polityki monetarnej.

Konferencja prezesa NBP po posiedzeniu RPP zaplanowana jest na środę, 9 marca na g.15.00.

- **Posiedzenie Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego (10 marca)**

Oczekujemy, że rada EBC utrzyma niezmiennione stopy procentowe (0,0% dla stopy repo oraz -0,5% dla stopy depozytowej). Na marcowym posiedzeniu rada EBC zapewne podtrzyma dotychczasową decyzję zamknięcia programu PEPP w marcu br.

Podczas lutowej konferencji prasowej prezes Lagarde zapowiedziała na posiedzenie marcowe głębszą analizę dot. perspektyw gospodarczych oraz inflacyjnych wraz z publikacją najnowszych prognoz EBC. Z pewnością marcowa runda prognoz będzie uwzględniała wyższą ścieżkę inflacji. Jednocześnie jednak inwazja Rosji na Ukrainę zdezaktualizowała zapewne w części przygotowywane prognozy jak również przekłada się na większą niepewność co do średnio- i długoterminowych prognoz gospodarczych. Z pewnością te efekty przełożą się na jeszcze wyższą ścieżkę inflacji, niemniej podażyowy charakter presji na wzrost cen surowców oraz wzrost niepewności skutkują także istotnym negatywnym skutkiem dla prognoz wzrostu gospodarczego.

Biorąc pod uwagę bardziej skomplikowany obraz sytuacji gospodarczej (podwyższenie prognoz inflacyjnych i obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego) i jednocześnie utrzymującą się bardzo wysoką niepewność co do rozwoju sytuacji gospodarczej (w kontekście sytuacji geopolitycznej) zakładamy, że na posiedzeniu w marcu rada utrzyma status quo. Zakładamy, że rada utrzyma program skupu aktywów ogłoszony w grudniu (tj. zamknięcie programu PEPP w marcu, ale zwiększenie skali skupu w ramach programów APP w II i III kw. br. Biorąc pod uwagę powyższe oczekujemy także utrzymania ostrożnej retoryki EBC dot. ścieżki stóp procentowych.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 8 marca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
-	PL	Decyzja RPP ws. poziomu stóp procentowych NBP	2,75%	3,25%	3,25%
08:00	DE	Produkcja przemysłowa, styczeń	-0,3% m/m; -4,1%r/r	0,5% m/m; -1,7% r/r	-
11:00	EMU	Wzrost PKB, IV kw. (ost.)	0,3% kw/kw (wst.)	0,3% kw/kw	-
środa 9 marca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Wskaźnik inflacji CPI, luty	0,9% r/r	0,9% r/r	-
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	-	-	-
czwartek 10 marca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
13:45	EMU	Posiedzenie rady EBC	-0,5% / 0,0%	-0,5% / 0,0%	-0,5% / 0,0%
14:30	EMU	Konferencja prasowa po posiedzeniu rady EBC	-	-	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 05.03	215 tys.	220 tys.	-
14:30	US	Inflacja CPI, luty	7,5% r/r	7,9% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy, luty	6,0% r/r	6,4% r/r	-
piątek 11 marca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan, marzec (wst.)	62,8 pkt.	62,5 pkt.	-

* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

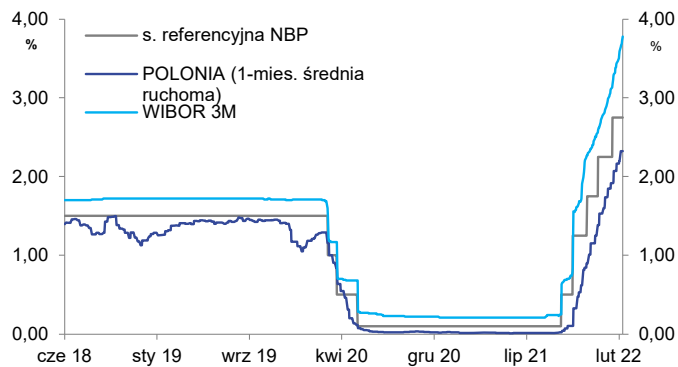
Miesięczny kalendarz publikacji danych

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%		3,25%
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
Sprzedż 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%

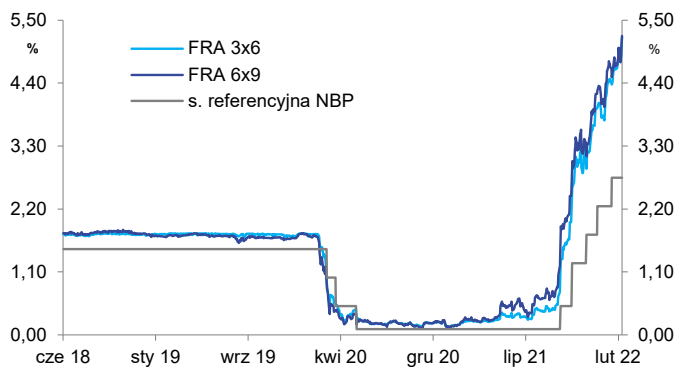
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	luty	1.03	57,6 pkt.	58,6 pkt.	
Inflacja – wskaźnik bazowy HICP (wst.)	EMU	luty	2.03	2,3% r/r	2,7% r/r	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	luty	3.03	59,9 pkt.	56,5 pkt.	
Zmiana zatrudnienia 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%
Inflacja CPI	US	luty	10.03	7,5% r/r		7,9% 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

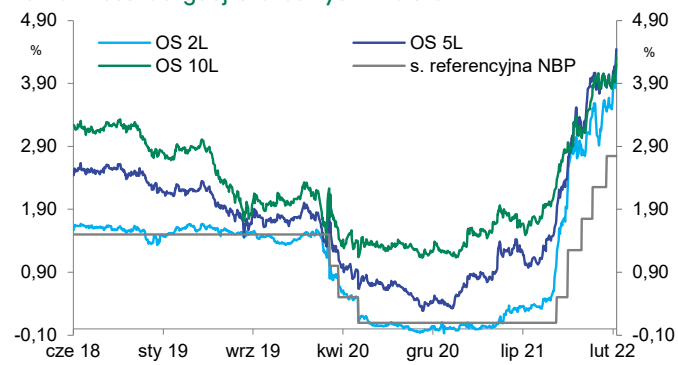
Krajowe stopy procentowe



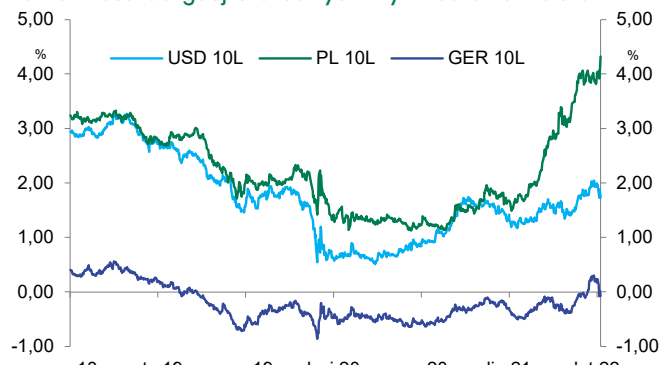
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



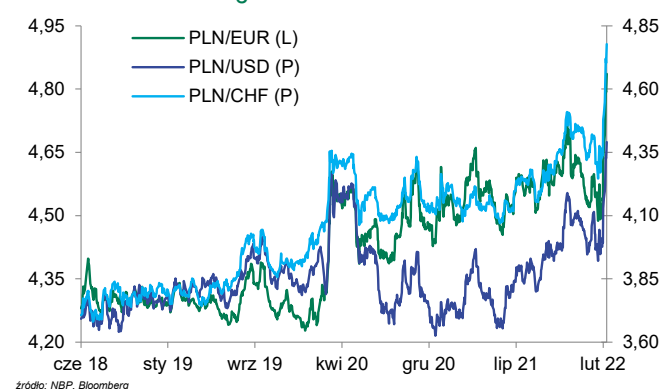
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



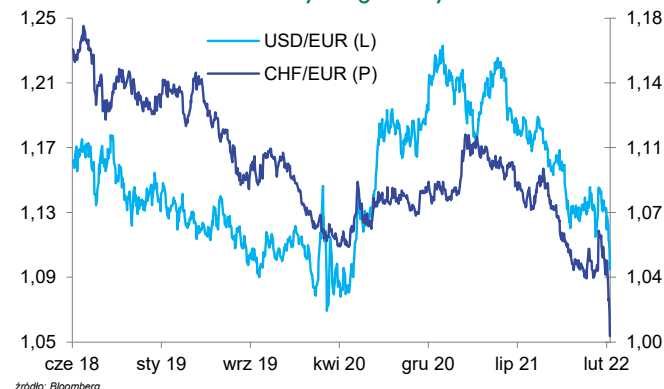
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



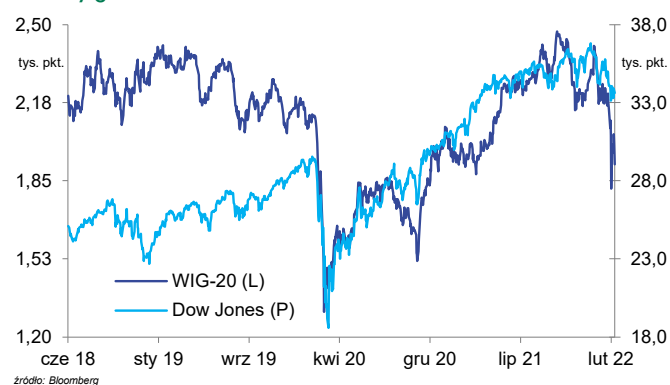
Notowania kursu złotego



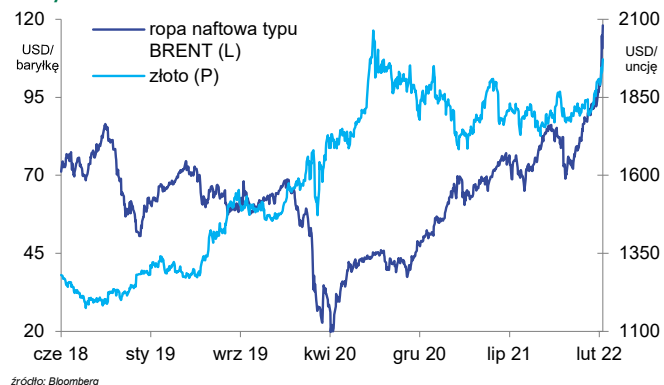
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

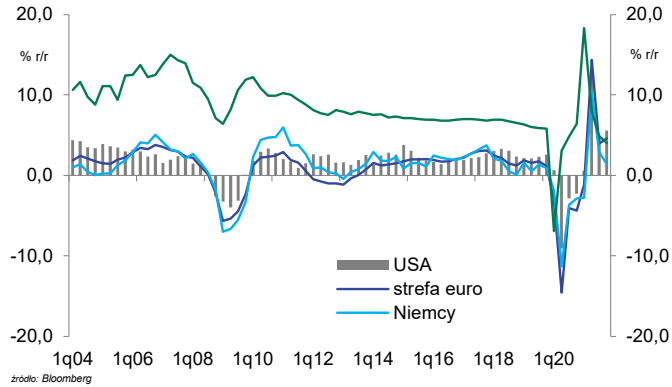


Ceny surowców

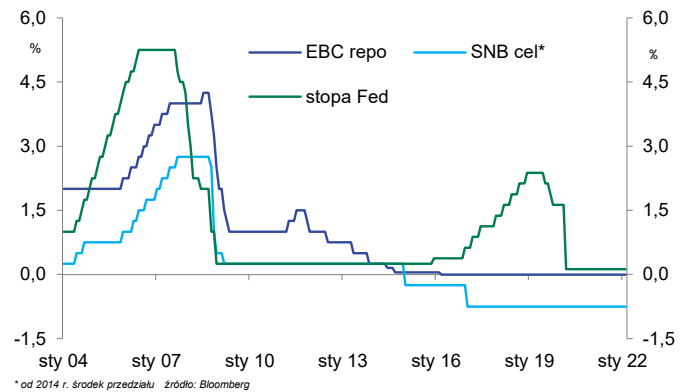


Sfera realna

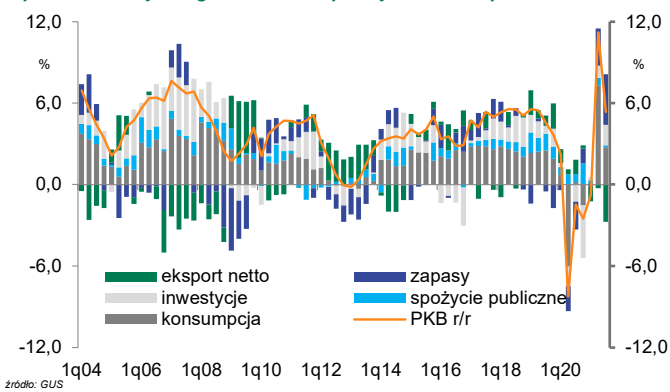
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



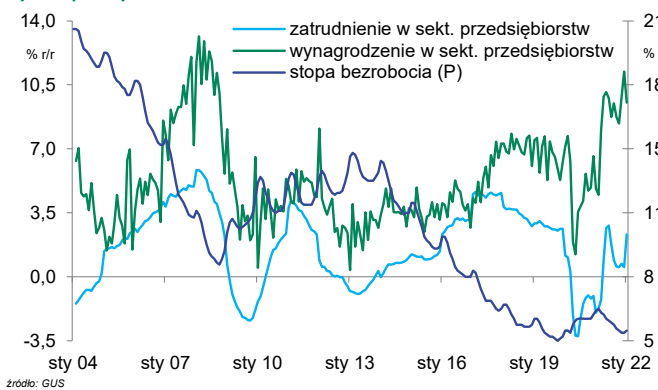
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



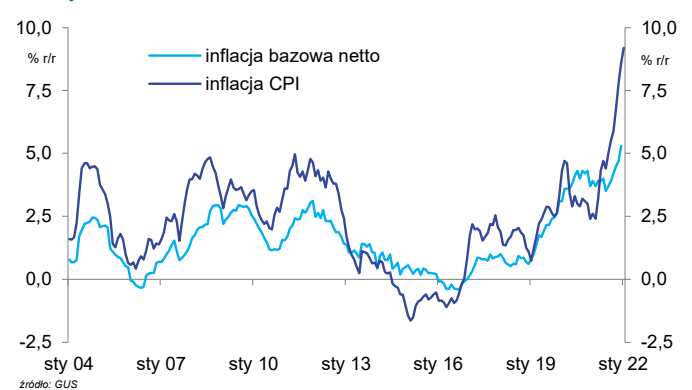
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



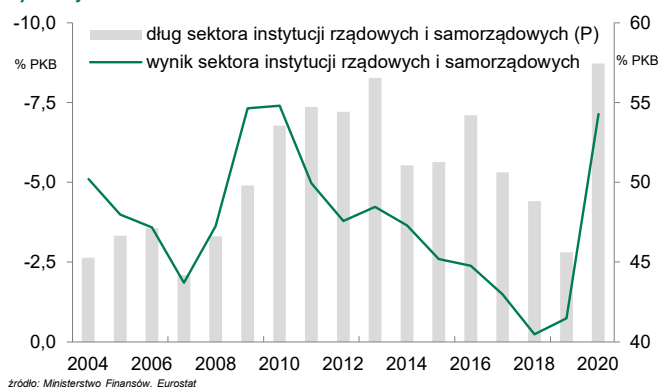
Rynek pracy



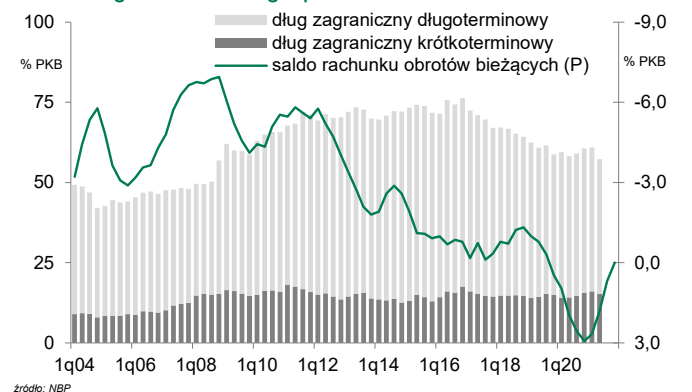
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		28.02.2022	25.02.2022	04.03.2022	31.03.2022	30.04.2022	30.06.2022
Stopa lombardowa NBP	%	3,50	3,25	3,25	4,25	4,50	4,50
Stopa referencyjna NBP	%	2,75	2,75	2,75	3,25	3,50	3,50
Stopa depozytowa NBP	%	2,00	2,25	2,25	2,25	2,50	2,50
WIBOR 3M	%	3,65	3,59	3,78	3,80	3,70	3,70
Obligacje skarbowe 2L	%	3,94	3,86	4,21	4,15	4,00	3,65
Obligacje skarbowe 5L	%	4,17	4,09	4,45	4,30	4,15	3,85
Obligacje skarbowe 10L	%	4,05	4,01	4,32	4,35	4,20	4,00
PLN/EUR	PLN	4,69	4,66	4,84	4,95	4,87	4,72
PLN/USD	PLN	4,20	4,17	4,39	4,52	4,43	4,25
PLN/CHF	PLN	4,55	4,50	4,78	4,95	4,85	4,65
USD/EUR	USD	1,12	1,13	1,09	1,10	1,10	1,11
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	%	1,83	1,96	1,73	1,75	1,75	1,80
Obligacje skarbowe GER 10L	%	0,13	0,23	-0,08	-0,05	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.