

KOMENTARZ TYGODNIOWY

13 marca 2023

Stres w sektorze bankowym USA podsyca globalną awersję do ryzyka. W tym tygodniu oczekiwane posiedzenie ECB, w Polsce – publikacja CPI.

- Miniony tydzień przyniósł serię wydarzeń podsycających zmienność na rynkach finansowych i ostatecznie wyraźny wzrost awersji do ryzyka na globalnym rynku. Większość tygodnia zdominowały jastrzębie wypowiedzi prezesa Fed przed Komisją Kongresu USA który wskazał na prawdopodobny powrót do większej skali podwyżki stóp na posiedzeniu FOMC 22 marca (w domyśle do 50 pkt. baz), jeśli całościowy obraz danych z gospodarki USA wskaże na taką potrzebę. W tych warunkach rynek podniósł wycenę prawdopodobieństwa podwyżki stóp Fed w marcu o 50 pkt. baz. powyżej 50%.
- Opublikowane pod koniec tygodnia lutowe dane z rynku pracy w naszej ocenie wypełniły warunek podwyżki o 50 pkt. baz. Silny wzrost zatrudnienia o ponad 300 tys. wydawał się to przesądzać, nawet pomimo wzrostu stopy bezrobocia do 3,6% vs. 3,4% oczekiwane (efekt wzrostu liczby aktywnych zawodowo, który raczej nie będzie kontynuowany) i nieco słabszej dynamiki godzinowych wynagrodzeń do 4,6% r/r v. 4,7% r/r w styczniu (zmiennej kategorii).
- Ostatecznie jednak ogłoszenie w piątek upadłości Silicon Valley Bank (SVB), co jest najpoważniejszym takim przypadkiem od kryzysu w 2008 r. i konieczność objęcia depozytów banku nadzorem agencji rządowej Federal Deposit Insurance Corporation podsycało obawy przed wzrostem ryzyka systemowego sektora finansowego. W efekcie skokowo wzrosła niepewność co do marcowej decyzji FOMC i rozstrzelanie oczekiwań ośrodków analitycznych co do wyniku marcowego posiedzenia FOMC (od braku podwyżki do +50 pkt. baz.).
- Upadłość SVB zmieniła pod koniec tygodnia sytuację na rynkach wyzwalając awersję do ryzyka przed kryzysem systemowym i ograniczenie oczekiwań co do skali zacieśnienia polityki monetarnej, po tym jak do czwartku rynki pozostawały w trybie „wyższe stopy na dłużej”. W tych warunkach w skali całego tygodnia rentowności papierów skarbowych na rynkach bazowych skokowo spadły o ponad 25 pkt. baz., choć jeszcze do czwartku miał miejsce wzrost rentowności, przede wszystkim na krótszych tenorach zapadalności. Na koniec tygodnia rentowności papierów 10-letnich w USA ukształtowały się w okolicach 3,70%, zaś w Niemczech w okolicach 2,50%, oddalając się od wcześniejszych lokalnych maksimów.
- Wzrost awersji do ryzyka pod koniec tygodnia bardzo negatywnie odbił się na notowaniach akcji, w szczególności banków. W skali tygodnia światowy indeks MSCI spadł o blisko 4%, zaś w USA o niemal 5%, przy mniejszej skali spadków w strefie euro (blisko 2%) i na rynkach wschodzących (blisko 3%). Z początkiem tego tygodnia kontynuowany był silny spadek notowań akcji. Równolegle, po początkowym wzmocnieniu dolara w reakcji na wzrost oczekiwań na wyższe stopy w USA, ostatecznie jego osłabienie w kontekście niepewności co do sytuacji sektora bankowego w USA poskutkowało brakiem większych zmian relacji dolara do euro w okolicach nieco ponad 1,06 USD/EUR.

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

- Sytuacja na krajowym rynku finansowym (z wyjątkiem rynku akcji) pozostawała w luźnym związku ze zmianami notowań aktywów na globalnym rynku. Przez cały miniony tydzień rentowności krajowych papierów skarbowych obniżały się – i w skali tygodnia spadły o ponad 40 pkt. baz. do nieco ponad 6,0% na koniec tygodnia. Trudno wskazać jednoznaczną przyczynę tak wyraźnego wzrostu popytu na krajowe papiery, raczej nie spowodowało tego posiedzenie RPP na którym stopy NBP pozostały bez zmian. RPP zapoznała się z najnowszą projekcją makroekonomiczną, która podtrzymała prognozę z listopada sukcesywnego obniżenia inflacji w okolice 3% na koniec 2025 r.
- W kolejnym tygodniu z rzędu kurs złotego pozostał w niezłej kondycji, zyskując w relacji do koszyka walut ponad 1%, z umocnieniem vs. euro poniżej 4,70 PLN/EUR i osłabieniem do franka powyżej 4,75 PLN/CHF. Jedynie rynek akcji nie oparł się tendencjom globalnym i WIG w skali tygodnia spadł o 2%.
- Wydarzenia z minionego tygodnia skomplikowały perspektywy polityki monetarnej, zarysowując odległe od siebie scenariusze alternatywne, dla których istotnym będzie trudny do przewidzenia rozwój sytuacji w sektorze bankowym w USA i ewentualne dalsze jego „rozlewanie się” na inne obszary globalnego rynku finansowego. Jeśli upadłość SVB będzie jedynie jednostkowym przypadkiem bez szerszych reperkusji systemowych (bazowy scenariusz), to wobec nadal podwyższonej presji inflacyjnej i solidnej koniunktury na rynku pracy Fed i EBC będą kontynuowały zacieśnienie polityki monetarnej zgodnie z dotychczasową retoryką. Jednocześnie ostatnie wydarzenie może stanowić dla banków centralnych (i dla rynków) przypomnienie o ryzykach wynikających z bezprecedensowej skali zacieśnienia polityki monetarnej i ograniczyć oczekiwania wobec niedawnych maksymalnych poziomów stóp „obstawianych” przez rynki na podstawie retoryki przedstawicieli Fed i EBC. Z kolei, gdyby w skrajnym scenariuszu upadłość SVB przerodziła się w poważny kryzys systemowy nie można nawet wykluczyć zatrzymania cyklu podwyżek stóp Fed i EBC.
- W związku z tym, że najbliższe posiedzenia EBC i Fed są już blisko – w tym i kolejnym tygodniu, a sytuacja w sektorze bankowym może się do tego czasu nie wyklarować, przy założeniu uniknięcia skrajnych scenariuszy, najbardziej prawdopodobnym wydaje się kontynuacja zacieśnienia polityki monetarnej z większą dozą ostrożności, zarówno co do skali podwyżek, jak i komunikacji co do dalszych działań. Naszym zdaniem w przypadku środowego posiedzenia ECB oznacza to realizację *de facto* „zapowiedzianej” podwyżki o 50 pkt. baz., ale z silniejszym wyeksponowaniem zależności kolejnych ruchów od sytuacji gospodarczej i systemowej (brak jednoznacznej „zapowiedzi” skali kolejnej podwyżki). W przypadku Fed (22.03) oznacza to naszym zdaniem pozostanie przy podwyżce stóp o 25 pkt. baz. wobec bieżącego wzrostu niepewności.
- Wśród publikacji danych w tym tygodniu na pierwszym planie będzie publikacja inflacji w USA, dynamiki płać wg badania oddziały Fed w Atlantycie oraz sprzedaży i produkcji przemysłu w USA.
- W Polsce w centrum uwagi będzie publikacja lutowej inflacji. Oczekujemy, że wyniesie ona 18,8%, przy założeniu, że styczniowa inflacja zostanie skorygowana w górę w efekcie zmiany koszyka inflacyjnego w okolice 17,5% vs. wstępny szacunek 17,2% r/r.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Wskaźnik inflacji CPI w lutym (15 marca)

Prognozujemy, że w lutym wskaźnik roczny CPI wzrósł do 18,8% r/r. Nasza prognoza bazuje na założeniu, że szacunek GUS styczniowej inflacji zostanie podwyższony do poziomu 17,4-17,5% r/r vs. 17,2% r/r wg szacunku *flash*, co będzie następstwem corocznej zmiany koszyka inflacyjnego przez GUS. Wzrost inflacji w lutym był przede wszystkim efektem niskiej bazy odniesienia sprzed roku, kiedy to w lutym 2022 r. weszła w życie kolejna odłona rządowej Tarczy Antyinflacyjnej (w tym: obniżenie stawki VAT na żywność do 0%, paliw do 8%, gazu do 0%, a ciepła – do 5%). Spowodowało to spadek wskaźnika CPI w lutym 2022 r. o 0,3% m/m. W tym roku w lutym oczekujemy wzrostu wskaźnika CPI o 0,8% m/m, głównie za sprawą wzrostu cen żywności, paliw oraz inflacji bazowej (w ujęciu m/m).

Oczekujemy, że wskaźnika inflacji bazowej wyniósł w lutym 11,6% wobec szacowanego w styczniu 11,8% i wobec 11,5% w grudniu ub.r. Sądzymy, że w lutym postępował efekt wtórny wzrostu cen dóbr i usług m.in. w efekcie opóźnionego w czasie wzrostu cen surowców energetycznych. Wskaźniki inflacji bazowej za styczeń i luty zostaną opublikowane przez NBP 16.03.

Jak wspomnieliśmy tradycyjnie przy okazji publikacji wskaźnika CPI za luty zostanie opublikowany ostateczny wynik CPI za styczeń (w oparciu o nowy system wag). W ostatnich 17 latach, korekty styczniowego wskaźnika wahały się w przedziale od (-0,3) do 0,2 pkt. proc., przy średniej korekcie -0,11 pkt. proc. Przed rokiem ostateczny wskaźnik inflacji za styczeń 2021 r. został podwyższony 0,2 pkt. proc. w stosunku do wstępnej publikacji. Był to dotychczas jedyny raz korekty w górę styczniowej inflacji wobec szacunku *flash* w następstwie zmian koszyka inflacyjnego, niemniej przy bardzo silnym wzroście dynamiki cen żywności i energii.

• Posiedzenie Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego (16 marca)

Oczekujemy, że podczas marcowego posiedzenia rada EBC podwyższy stopy procentowe o 50 pkt. baz., w tym stopę referencyjną do 3,5% i stopę depozytową do 3,0%. Lutowa podwyżka stóp jest powszechnie oczekiwana, zgodna z „zapowiedzią” z komunikatu i konferencji prasowej prezes Lagarde po posiedzeniu rady w lutym.

Tę zapowiedź wzmocniają publikacje danych z ostatnich tygodni, w tym przede wszystkim wyższy wskaźnik inflacji bazowej w styczniu i lutym br. oraz dalsze wzrosty indeksów koniunktury PMI wspierające oczekiwania na mniejszą skalę spowolnienia aktywności gospodarczej. Choć wzrost obaw dot. sytuacji sektora bankowego po upadłości SVB w USA ma zdecydowanie mniejszy wpływ na rynki europejskie, to może skutkować wyższą niepewnością prognoz sytuacji rynkowej i gospodarczej.

Nie wydaje nam się, aby dotychczas znane informacje zatrzymały proces zacieśnienia polityki pieniężnej, mogą natomiast ograniczać skłonność banków centralnych do dalszego zaostrzania retoryki. Zakładamy, że w komunikacie i podczas konferencji prasowej rada EBC utrzyma retorykę wskazującą na

potrzebę dalszych podwyżek stóp, w tym wskaże na prawdopodobną kontynuację podwyżek stóp w maju. Z drugiej strony rada EBC może już ostrożniej wypowiadać się co do kolejnych (tj. po maju) decyzji banku centralnego i mocniej opierać się na kwestii zależności od napływających danych i informacji niż zapowiedzi konkretnych działań, szczególnie przy wyraźnych podziałach wewnątrz rady co do oceny potrzebnej skali zacieśnienia polityki monetarnej. Sądzymy, że siłę jastrzębiego przekazu może sprzyjać oczekiwane obniżenie ścieżki inflacji HICP w kolejnych latach (dzięki stabilniejszej sytuacji na rynku surowców), jednak pod warunkiem ograniczonej korekty w górę prognoz inflacji bazowej (wyższy punkt startowy, wyższa ścieżka prognoz PKB).

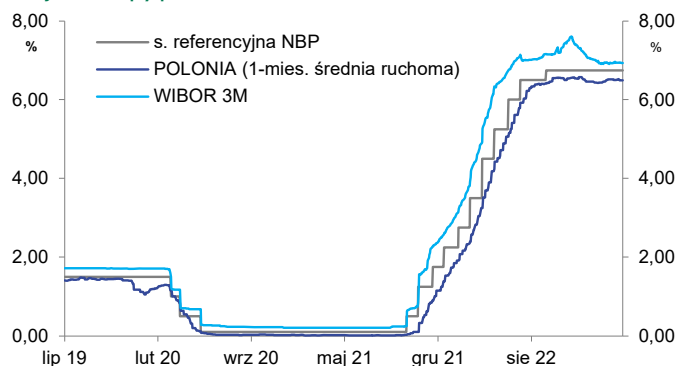
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 14 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
13:30	US	Wskaźnik inflacji CPI	lut	6,3% r/r	6,0% r/r	-
13:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej CPI	lut	5,5% r/r	5,5% r/r	-
środa 15 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Produkcja przemysłowa	lut	1,3% r/r	-	-
03:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	lut	-1,8% r/r	-	-
03:00	CHN	Inwestycje	lut	5,1% r/r	4,5% r/r	-
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	sty	17,2% r/r (wst.)	-	17,4% r/r
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	lut	17,2% r/r (wst.)	18,7% r/r	18,8% r/r
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	sty	-2,0% m/m	0,5% m/m	-
13:30	US	Sprzedaż detaliczna	lut	3,0% m/m	0,2% m/m	-
czwartek 16 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Wskaźnik inflacji bazowej CPI	sty	11,5% r/r	11,8% r/r	11,8% r/r
10:00	PL	Wskaźnik inflacji bazowej CPI	lut	-	11,9% r/r	11,6% r/r
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych	mar	2,50% / 3,00%	3,00% / 3,50%	3,00% / 3,50%
14:30	EMU	Konferencja prasowa prezes EBC po posiedzeniu rady EBC	mar	-	-	-
piątek 17 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:15	US	Produkcja przemysłowa	lut	0,1% m/m	0,5% m/m	-
poniedziałek 20 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	lut	1,1% r/r	1,0% r/r	0,9% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	lut	13,5% r/r	12,0% r/r	12,4% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	lut	2,6% r/r	1,1% r/r	-0,5% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	lut	18,5% r/r	17,8% r/r	17,4% r/r

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

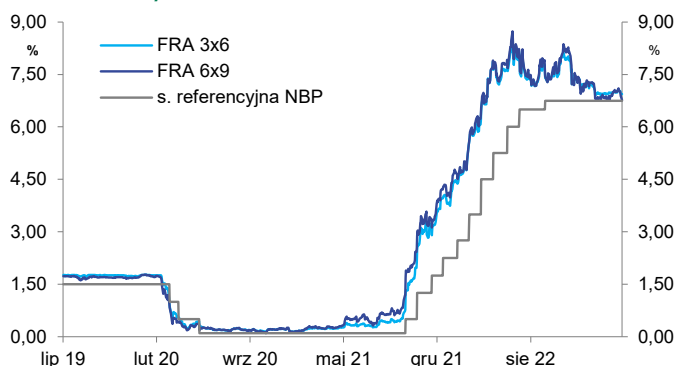
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



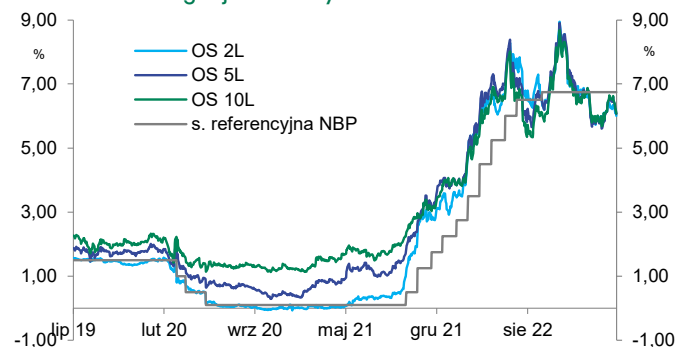
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



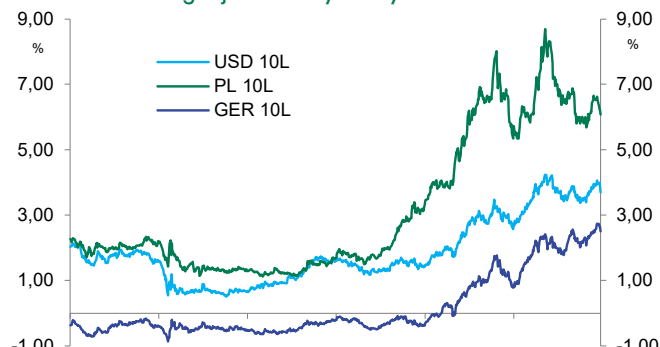
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



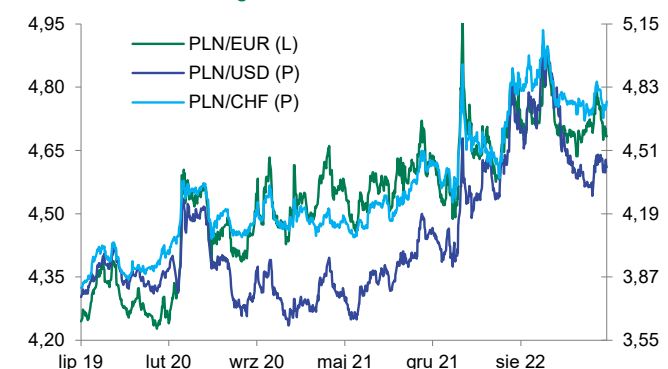
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



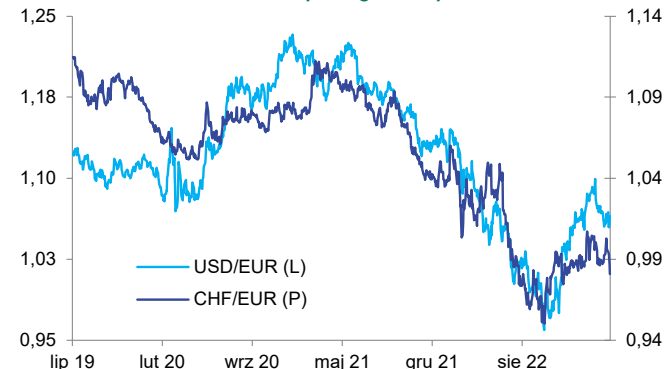
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



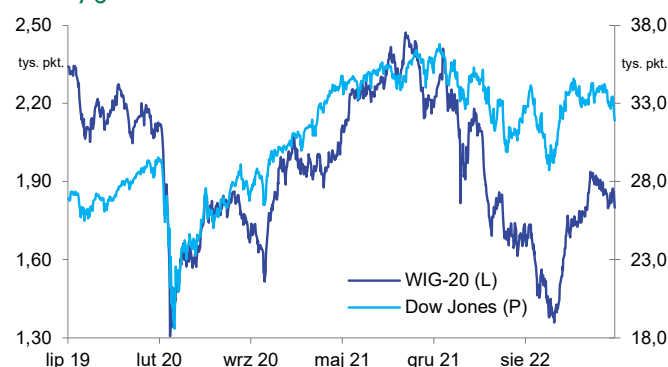
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



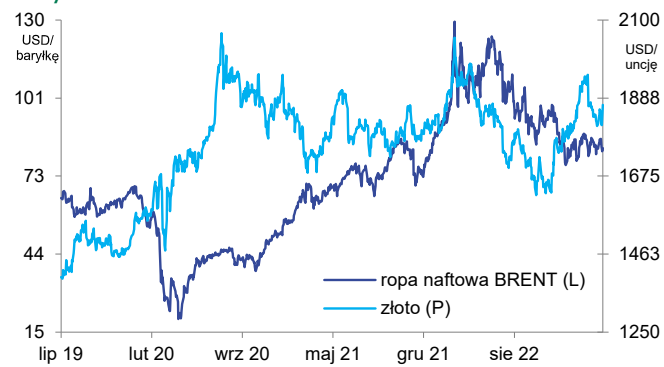
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

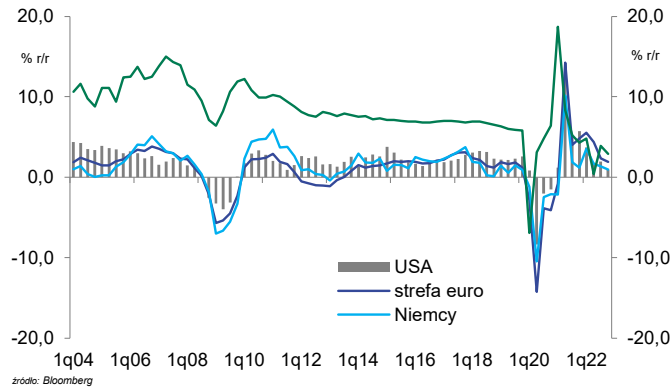
Ceny surowców



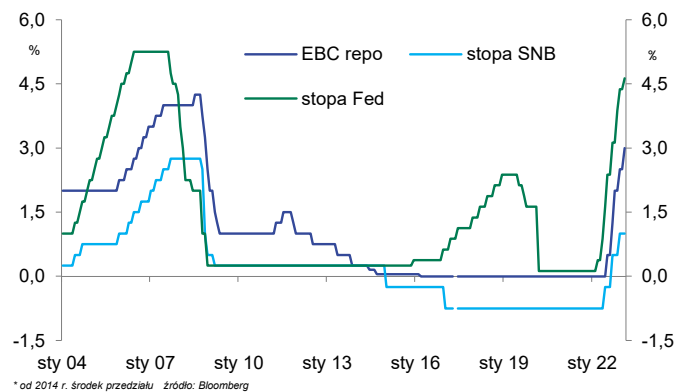
źródło: Bloomberg

Sfera realna

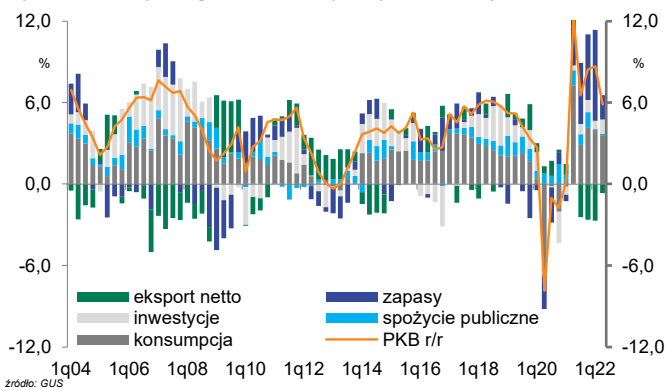
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



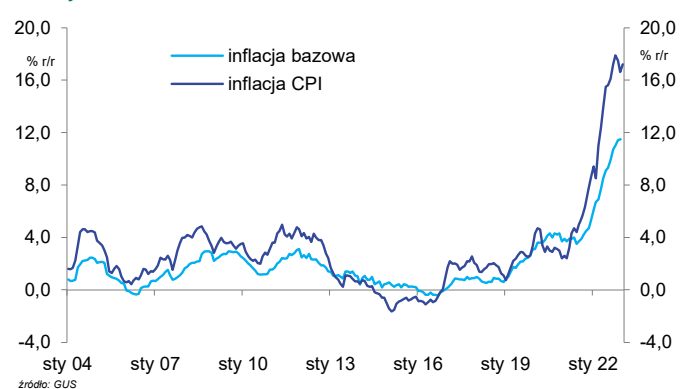
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



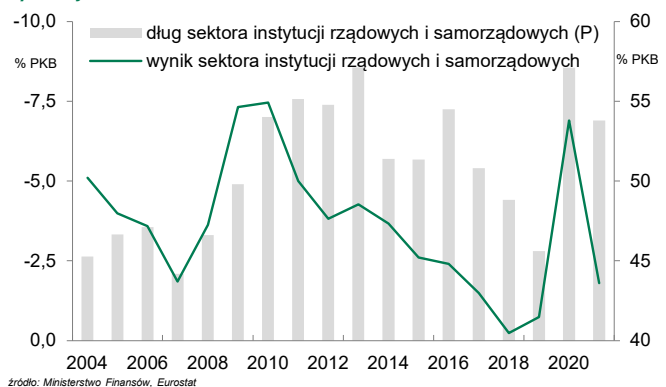
Rynek pracy



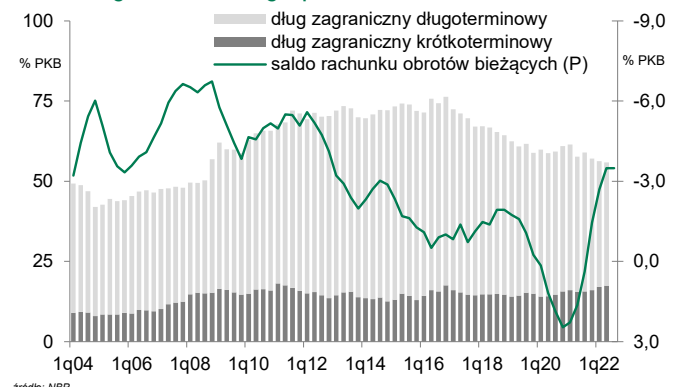
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		28.02.2023	03.03.2023	10.03.2023	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	6,95	6,93	6,95	6,95	6,95
Obligacje skarbowe 2L	%	6,22	6,28	6,01	6,25	6,20	6,10
Obligacje skarbowe 5L	%	6,44	6,47	6,06	6,40	6,35	6,20
Obligacje skarbowe 10L	%	6,52	5,94	6,08	6,40	6,35	6,20
PLN/EUR	PLN	4,72	4,70	4,68	4,70	4,70	4,69
PLN/USD	PLN	4,45	4,43	4,43	4,45	4,45	4,42
PLN/CHF	PLN	4,74	4,73	4,76	4,77	4,77	4,76
USD/EUR	USD	1,06	1,06	1,07	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	3,95	3,70	3,80	3,70	3,50
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,65	2,71	2,50	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: 000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.