

KOMENTARZ TYGODNIOWY

27 marca 2023

Rynki wciąż wrażliwe na informacje dot. banków. „Łagodna” podwyżka Fed. Oczekiwana publikacja marcowego CPI zapoczątkuje spadek inflacji.

- Niepewność dot. sektora bankowego wciąż podwyższała zmienność na globalnym rynku finansowym. Po początkowej poprawie nastrojów, pod koniec tygodnia wzrosła awersja do ryzyka, najpierw w reakcji na wynik posiedzenia Fed, a następnie – na gwałtowny wzrost stawek CDS Deutsche Banku.
- Zgodnie z dominującymi oczekiwaniami [komitet FOMC zdecydował w minionym tygodniu o podwyżce stopy funduszy federalnych o 25 pkt. baz.](#) do 4,75% – 5,00%. Decyzja była wypadkową danych makroekonomicznych wskazujących na opcję wyższej podwyżki oraz obaw dot. sektora bankowego, które wpływały na wzrost ryzyka braku jakiegokolwiek podwyżki. Także zgodnie z oczekiwaniami FOMC znacząco złagodził retorykę, nie wskazując w komunikacie na oczekiwania dalszych podwyżek, a na większą zależność polityki pieniężnej od napływających informacji i danych.
- Członkowie komitetu minimalnie zmienili swoje oczekiwania dot. ścieżki stóp procentowych wobec grudnia, co raczej jest w naszej ocenie wynika z braku możliwości obecnie oceny skali zacieśnienia warunków kredytowania i tym samym dalszych decyzji banku centralnego, niż faktycznego przekonania dot. konieczności kolejnej podwyżki stóp w br. Z tego względu w bazowym scenariuszu oczekujemy zakończenia cyklu podwyżek stóp na bieżącym poziomie i rozpoczęcia ich redukcji w I kw. 2024 r., przy zbilansowanym scenariuszu ryzyka dla poziomu stopy Fed na koniec 2023 r.
- W trakcie konferencji prasowej prezes Powell powiedział, że generalnie system bankowy USA jest stabilny, dobrze dokałitalizowany i płynny. Wydaje się jednak, że to jego raczej pesymistyczne nastawienie co do ryzyka zacieśnienia polityki kredytowej banków i równoczesne wystąpienie szefowej Departamentu Skarbu J. Yellen nt. potencjalnych wyzwań dla regionalnych banków, miało większy wpływ na nastroje rynkowe. W efekcie, w drugiej połowie tygodnia, po wcześniejszych wzrostach, obniżyły się indeksy akcji oraz rentowności obligacji skarbowych w USA. Tuż po posiedzeniu FOMC dolar zaczął silnie tracić na wartości, osłabiając się okresowo powyżej 1,09 USD/EUR.
- Chwiejność inwestorów ponownie dała o sobie znać w piątek, kiedy silnie pogorszyła się sytuacja na rynkach europejskich, po tym jak gwałtownie wzrosły stawki CDS dla długu niemieckiego Deutsche Banku. Zdecydowana różnica fundamentów finansów niemieckiego banku vs Credit Suisse (zgodnie z powszechnymi ocenami zewnętrznych ośrodków analitycznych) i tak nagła piątkowa wyprzedaż akcji na europejskich giełdach dobrze obrazują wysoką niepewność rynkową co do sytuacji sektora bankowego.
- Na sytuację rynkową nie wpłynęły publikacje wstępnych szacunków indeksów PMI w strefie euro w marcu. Choć wskaźniki dla przemysłu zaskoczyły

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

negatywnie, to pozytywna niespodzianka dla sektora usług okazała się silniejsza

- Jako wypadkowa poprawy nastrojów w I połowie tygodnia i ich pogorszenia w II połowie, globalny indeks giełdowy MSCI zamknął tydzień wzrostem o 1,1%, w tym o 1,3% w USA, o 1,1% w strefie euro oraz 1,7% dla syntetycznego indeksu rynków wschodzących. Rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych albo nieznacznie obniżyły się (USA) albo wzrosły (Niemcy) utrzymując się na poziomach o 60-70 pkt. baz. poniżej tych z początku marca. W ujęciu do koszyka walut kurs euro wzmacnił się o 0,4%, kurs dolara osłabił o 0,7%, na koniec tygodnia kurs euro wobec dolara umocnił się do 1,075 USD/EUR.
- Sytuacja na krajowym rynku finansowym generalnie podążała za nastrojami globalnymi, z ostatecznie nieco słabszym wynikiem na GPW (spadek indeksu WIG o 0,5%), lekkim wzrostem rentowności krajowych obligacji (4-8 pkt. baz.) i lekkim umocnieniem kursu złotego (o 0,4% wobec koszyka walut do poniżej 4,70 PLN/EUR).
- Opublikowane w minionym tygodniu lutowe dane z krajowej gospodarki potwierdziły oczekiwane dalsze spowolnienie aktywności. Skala rocznego spadku [sprzedaży detalicznej](#) o 5,0% r/r okazała się silniejsza wobec oczekiwań, a struktura danych wskazuje nie tylko na efekty bazy wynikające z wybuchu wojny pod koniec lutego ub.r., ale także na szeroki efekt ograniczania wydatków konsumentów w warunkach spadku realnych dochodów do dyspozycji. Nieco silniej od oczekiwań w lutym obniżyła się [produkcja przemysłowa](#). Jakkolwiek aktywność w przemyśle jest wyraźnie słabsza, to w przypadku sektora istotny wpływ na dane ma bardzo wysoka baza odniesienia. Natomiast pomimo solidnych baz odniesienia z początku 2022 r., ponownie pozytywnie zaskoczyły wyniki [produkcji budowlanej](#), gdzie dynamiczne ożywienie budownictwa infrastrukturalnego stabilizuje wyniki budownictwa ogółem.
- Jakkolwiek opublikowane dane wspierają prognozę ujemnej rocznej dynamiki PKB w I kw., to dane z [rynku pracy](#), potwierdzające ograniczoną skalę spadku popytu na pracę i solidny wzrost nominalnych wynagrodzeń pozwalają oczekiwać stopniowego ożywienia konsumpcji prywatnej i PKB w trakcie roku. Przy dynamicznym spadku inflacji od II kw., realne dochody powinny już rosnąć w II poł. roku, co przy wciąż historycznie niskim poziomie [bezrobocia](#) będzie wspierać ożywienie aktywności.
- Sytuacja sektora bankowego w USA i strefie euro pozostanie w najbliższym tygodniu pierwszoplanowa. Piątkowe wahania nastrojów dobrze obrazują znaczącą skalę niepewności, a z drugiej strony dzisiejszy bardzo stabilny rynkowy początek tygodnia oraz wciąż ograniczony wpływ wyższej awersji do ryzyka np. na aktywa rynków wschodzących pozwala podtrzymywać scenariusz ograniczonego ryzyka sytuacji fundamentalnej sektora jako całości.
- Z publikowanych danych, najistotniejsze będą wskaźniki inflacji, w tym marcowy odczyt *flash* inflacji krajowej oraz w strefie euro oraz lutowy wskaźnik PCE w USA.
- Oczekujemy, że w marcu wskaźnik CPI w Polsce obniżył się do ok. 15,9% r/r z 18,4% r/r w lutym. Skokowy spadek inflacji prawie wyłącznie wynika z efektów bazy dla cen paliw, nośników energii i żywności, które zaczęły przed rokiem gwałtownie rosnąć po inwazji Rosji na Ukrainę.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Wskaźnik inflacji w marcu – szacunek *flash* (31 marca)**

Prognozujemy, że w marcu wskaźnik inflacji CPI skokowo obniżył się do 15,9% r/r wobec 18,4% r/r w lutym. Według naszych wstępnych szacunków do skokowego spadku inflacji przyczynił się przede wszystkim efekt wysokiej statystycznej bazy odniesienia sprzed roku kiedy w marcu skokowo wzrosły ceny surowców energetycznych i żywnościowych na rynku globalnym w reakcji na agresję Rosji na Ukrainie. Przed rokiem to przełożyło się na skokowy wzrost cen paliw (o blisko 30% m/m), który wtedy dodał do marcowego wskaźnika rocznego CPI 1,3 pkt. proc. Dodatkowo silny wzrost cen niektórych produktów żywnościowych (zboża, mięso, oleje) poskutkował silnym wzrostem cen detalicznych żywności o 2,2% (bardzo wysoki wzrost na tle obserwowanych zmian w marcu w poprzednich latach), podwyższając wskaźnik roczny CPI w marcu ub.r. o 0,4 pkt. proc. W związku z tym, że w marcu tego roku oczekujemy spadku cen paliw o blisko 2% m/m (głównie efekt spadku cen oleju napędowego) i mniejszego niż przed rokiem wzrostu cen żywności (ok. 1% m/m), w efekcie wyraźnie niższy wzrost wskaźnika CPI w marcu br. (0,9% m/m) niż przed rokiem (3,3% m/m) skutkuje oczekiwanym wyraźnym obniżeniem wskaźnika rocznego CPI.

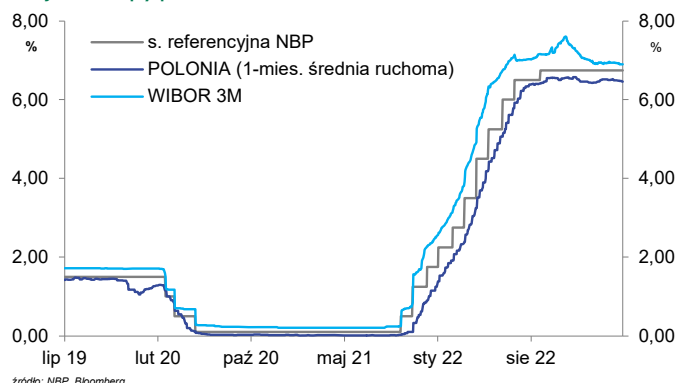
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

piątek 31 marca				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł		mar	52,6 pkt.	51,8 pkt.	-
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi		mar	56,3 pkt.	54,3 pkt.	-
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (wst.)		mar	18,4% r/r	-	15,9% r/r
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)		mar	8,5% r/r	7,1% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)		mar	5,6% r/r	5,7% r/r	-
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych		lut	0,6% m/m	0,3% m/m	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych		lut	1,8% m/m	0,3% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE		lut	5,4% r/r	5,1% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik bazowy inflacji PCE		lut	4,7% r/r	4,7% r/r	-
poniedziałek 3 kwietnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł		mar	51,6 pkt.	51,5 pkt.	-
09:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł		mar	48,5 pkt.	-	47,0 pkt.
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł		mar	47,7 pkt.	47,6 pkt.	-

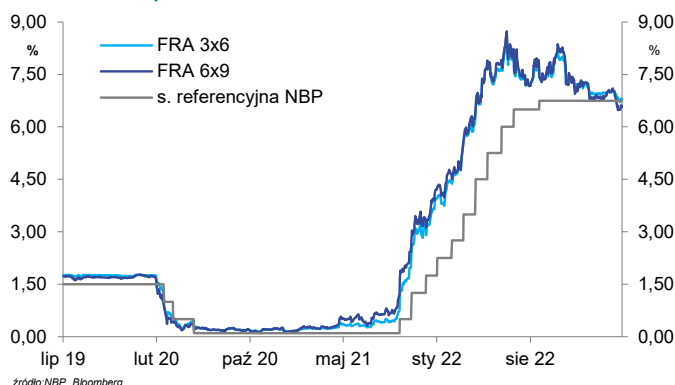
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

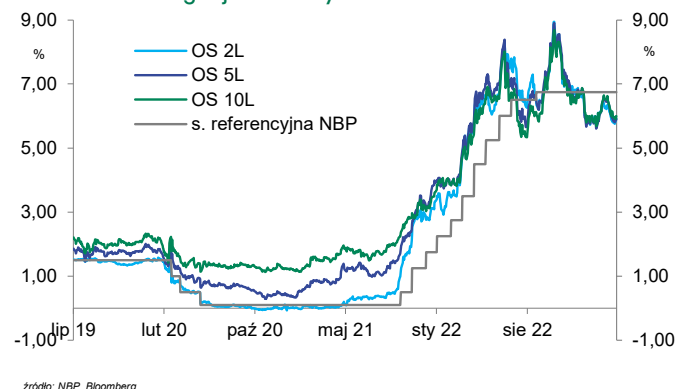
Krajowe stopy procentowe



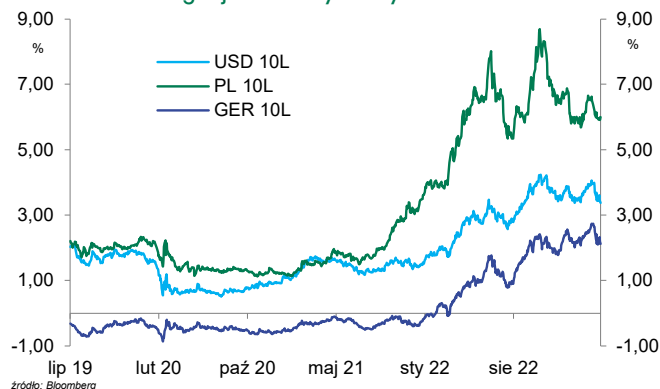
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



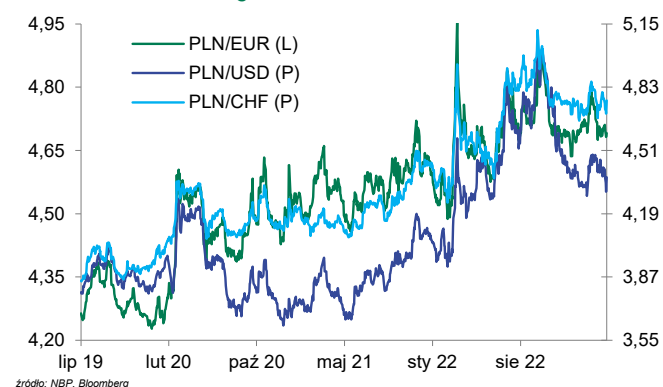
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



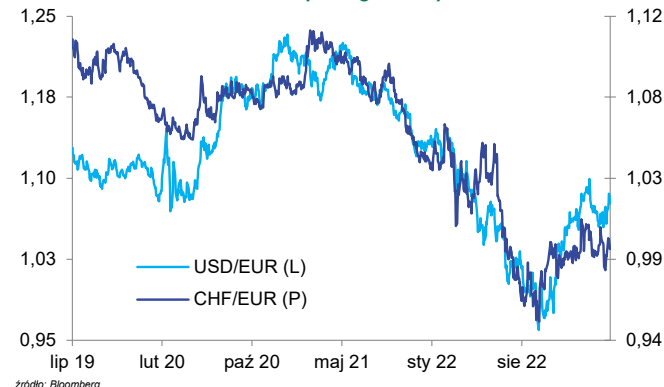
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



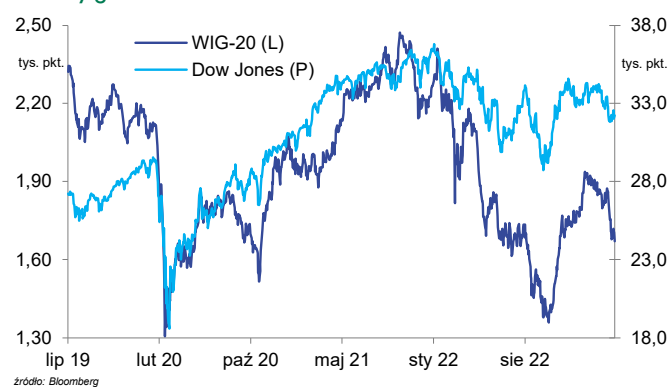
Notowania kursu złotego



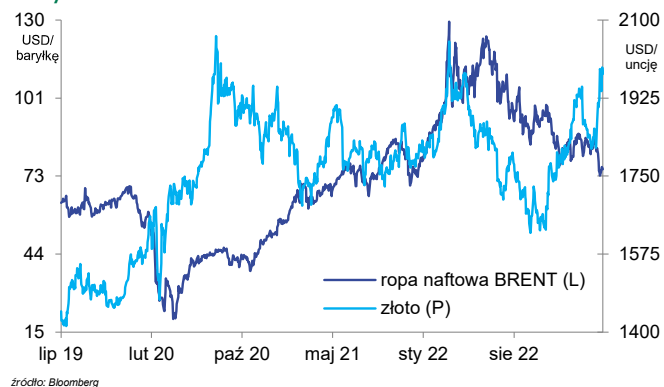
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

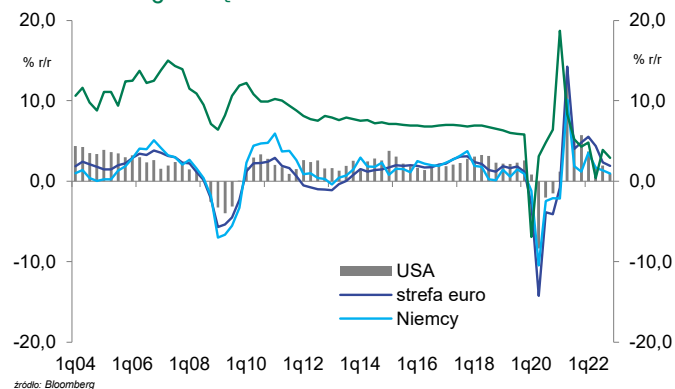


Ceny surowców

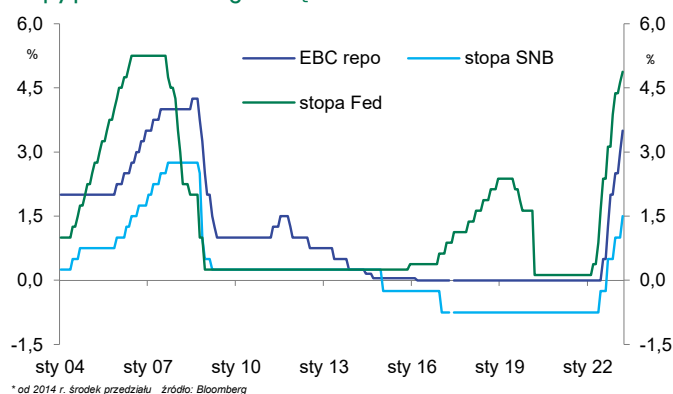


Sfera realna

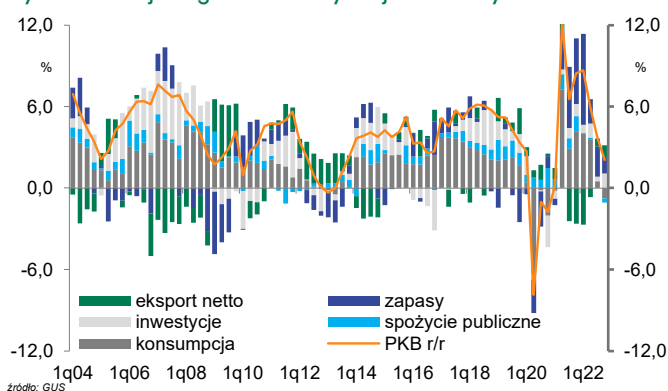
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



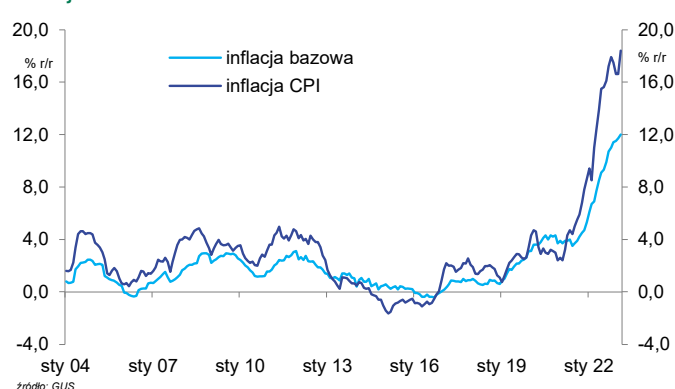
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



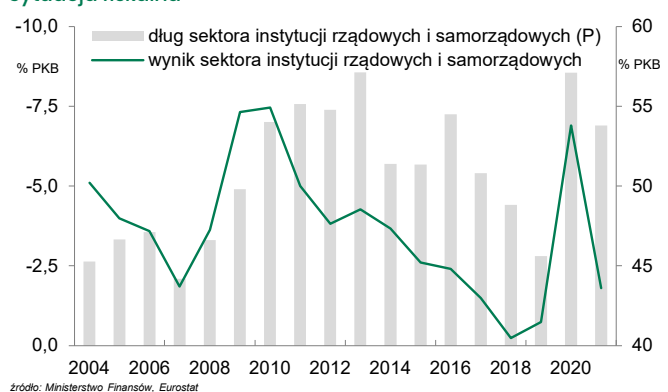
Rynek pracy



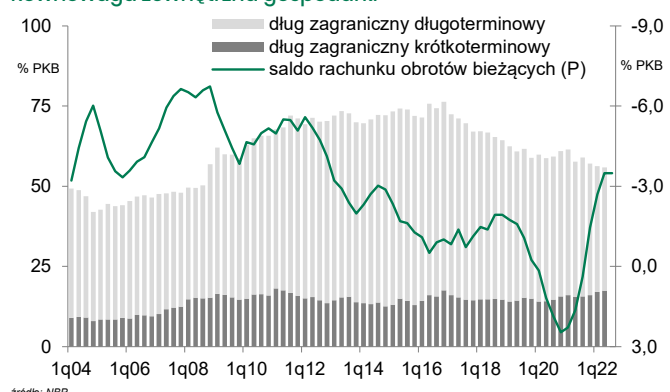
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		28.02.2023	17.03.2023	24.03.2023	30.04.2023	31.05.2023	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	6,90	6,90	6,95	6,95	6,95
Obligacje skarbowe 2L	%	6,22	5,83	5,91	6,05	6,00	6,00
Obligacje skarbowe 5L	%	6,44	5,84	5,90	6,10	6,05	6,00
Obligacje skarbowe 10L	%	6,52	5,94	5,99	6,10	6,05	6,00
PLN/EUR	PLN	4,72	4,71	4,69	4,70	4,70	4,69
PLN/USD	PLN	4,45	4,42	4,37	4,43	4,43	4,41
PLN/CHF	PLN	4,74	4,77	4,76	4,80	4,80	4,77
USD/EUR	USD	1,06	1,07	1,08	1,06	1,06	1,06
Stopa Fed	%	4,75	4,75	5,00	5,00	5,00	5,00
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	5,00	5,00	5,00
Stopa repo EBC	%	3,00	3,50	3,50	3,50	3,75	4,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	3,05	3,25	3,50
SARON	%	-	-	-	1,50	1,50	1,50
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3,92	3,43	3,38	3,55	3,50	3,50
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,65	2,10	2,12	2,30	2,30	2,30

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.