

KOMENTARZ TYGODNIOWY

3 kwietnia 2023

Lepsze nastroje na rynkach wraz z osłabieniem stresu bankowego. W Polsce inflacja CPI spadła, ale bazowa nie ustępuje. RPP utrzyma status quo.

• Miniony tydzień przyniósł poprawę nastrojów na rynkach wraz z osłabieniem obaw przed destabilizacją sektora bankowego w Europie (we wcześniejszym tygodniu obawy rynkowe skupiły się na sytuacji Deutsche Banku, DB). Po kumulacji niepewności wobec DB w piątek 24.03, od początku minionego tygodnia awersja do ryzyka obniżała się skutkując odwracaniem tendencji rynkowych z poprzednich tygodni, tj. spadkiem popytu na bezpieczne aktywa (obligacje skarbowe) i wzrostem popytu na aktywa bardziej ryzykowne (akcje).

• Jednocześnie patrząc w szerszym kontekście i w dłuższej perspektywie spadek obaw przed skrajnymi scenariuszami dotyczącymi sektora bankowego nadał ponownie większą wagę publikacjom danych makroekonomicznych, zgodnie z bieżącym przekazem głównych banków centralnych, że jeśli nastąpi uspokojenie napięć w sektorze bankowym, dla polityki monetarnej kluczowy pozostanie rozwój sytuacji gospodarczej rzutujący na perspektywę inflacji.

• W tych warunkach w centrum uwagi były publikacje miar inflacji w strefie euro i w USA. W obu przypadkach okazały się one nieco niższe od oczekiwań. W strefie euro według wstępnego szacunku wskaźnik podstawowy HICP obniżył się w marcu do 6,9% r/r vs. 8,5% r/r w lutym, poniżej prognoz rynkowych 7,1%. Z kolei indeks inflacji bazowej lekko wzrósł do 5,7% r/r z 5,6% r/r w lutym (zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi). W USA lutowy deflator PCE w USA (preferowana przez Fed miara inflacji) obniżył się do 5,0% r/r vs. 5,3% r/r w styczniu, nieznacznie poniżej średniej z oczekiwań rynkowych 5,1%. Wskaźnik bazowy wyniósł 4,6% r/r wobec oczekiwań na stabilizację indeksu na styczniowym poziomie 4,7%. Generalnie odczyty inflacji wskazały na oddziaływanie wysokich efektów bazy sprzed roku (głównie wpływ wysokich cen surowców energetycznych). Jednocześnie w obszarze inflacji bazowej w strefie euro wciąż widoczna jest presja na wzrost cen usług, niemniej przynajmniej bez niespodzianki.

• Na globalnym rynku finansowym kombinacja spadku awersji do ryzyka i nieco niższych od oczekiwań odczytów inflacji przyniosła wzrost apetytu na ryzyko. W przypadku rynków obligacji bazowych spadek popytu na bezpieczne aktywa poskutkował wzrostem rentowności obligacji skarbowych, jednak nieco lepsze od oczekiwań dane inflacyjne opublikowane pod koniec tygodnia ograniczyły skalę tygodniowego wzrostu rentowności obligacji. W USA papiery 10-letnie wzrosły o niespełna 10 pkt. baz. (do 3,47%), zaś w Niemczech – o 17 pkt. baz. (do 2,29%). Jednocześnie rentowności pozostały wyraźnie poniżej szczytów z początku marca, tj. sprzed wzrostu napięć w sektorze bankowym USA i EMU.

• W przypadku rynków akcji wzrost apetytu na ryzyko, jak i niższe odczyty inflacji oddziaływały w tym samym kierunku – silnego wzrostu notowań akcji. Globalny indeks akcji MSCI wzrósł w skali tygodnia o solidne 3,5%, w USA indeks ten wzrósł o 3,6%, zaś w strefie euro aż o 4,4%. Wyraźnie słabiej radziły sobie rynki wschodzące z jedynie 1,6% wzrostu regionalnego indeksu MSCI.

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

- Na rynku walutowym spadek obaw o europejski system bankowy przyniósł umocnienie euro, spadek awersji do ryzyka osłabił też tradycyjne bezpieczne waluty (franka i jena). W efekcie w skali tygodnia euro zyskało w relacji do dolara powracając do przedziału 1,08-1,09 vs. poniżej 1,08 tydzień wcześniej.
- Na krajowym rynku globalny spadek awersji do ryzyka przyniósł podobne zmiany – lekki wzrost (4 pkt. baz.) rentowności 10-letnich papierów skarbowych i ich powrót powyżej 6,0%, silny tygodniowy wzrost WIG (+4,6%) oraz lekkie umocnienie złotego (+0,7% w skali tygodnia w relacji do koszyka walut), w efekcie umocnienia złotego do dolara i franka.
- Według wstępnego szacunku *flash* krajowy [wskaźnik inflacji CPI spadł w marcu do 16,2% r/r](#) z 18,4% w lutym. Spadek inflacji CPI z lutowego szczytu był powszechnie oczekiwany, lecz jego skala okazała się nieco mniejsza od naszych (15,9% r/r) i rynkowych oczekiwań (15,8% r/r). Co więcej, szacunki inflacji bazowej na podstawie szacunkowych danych wskazują, że kontynuowała ona wzrost do 12,3%-12,4% r/r, czyli powyżej oczekiwań. Zatem wzrost inflacji bazowej postępuje i póki co nie widać wyraźniejszych oznak jego hamowania. W efekcie pod koniec tygodnia spadły oczekiwania rynkowe na obniżenie stóp NBP na co wskazuje ubiegłotygodniowy wzrost stawek FRA.
- Uspokojenie nastrojów wokół sektora bankowego w minionym tygodniu potwierdza póki co nasz bazowy scenariusz, zakładający, że: – w Europie nie nadchodzi systemowy kryzys bankowy, – jednocześnie prawdopodobne jest zaostrzenie warunków kredytowania w europejskim sektorze bankowym, co wraz z dotychczasowym i oczekiwanym zacieśnieniem polityki monetarnej EBC przyniesie słabszą aktywność gospodarczą, która jednak nie wywoła recesji w gospodarce strefy euro, – w USA regionalne banki pozostaną pod presją m.in. wyzwań związanych z zapewnieniem stabilnego finansowania, co oznacza prawdopodobne wyraźne zacieśnienie polityki kredytowej w sektorze bankowym USA, co wraz z dotychczasowym zacieśnieniem polityki monetarnej Fed przyczyni się do osłabienia aktywności gospodarki USA w kolejnych kwartałach, – generalnie perspektywa zaostrzenia polityki kredytowej banków komercyjnych (przede wszystkim w USA) oznacza naszym zdaniem zakończenie cyklu podwyżek stóp Fed, natomiast w przypadku EBC uporczywość inflacji bazowej skutkuje jeszcze dalszym lekkim zacieśnieniem polityki monetarnej EBC, łącznie o kolejne 50 pkt. baz. do 4,0% dla stopy referencyjnej EBC.
- Przez pryzmat takich scenariuszy rynek będzie postrzegał kolejne napływające dane z gospodarki światowej. W bieżącym tygodniu pierwszoplanowe będą piątkowe marcowe dane z rynku pracy USA, gdyż ten obszar determinuje tendencje inflacyjne i w następstwie – politykę Fed.
- W kraju najistotniejszym wydarzeniem w przedsięwziętym tygodniu będzie posiedzenie RPP i konferencja prasowa prezesa NBP. Nie oczekujemy zmiany stóp NBP, natomiast interesujące będzie to, czy pod wpływem publikacji marcowej inflacji (a w szczególności wyższej inflacji bazowej) prezes NBP zmodyfikuje retorykę w kierunku nieco ostrożniejszej – w zakresie jego osobistych oczekiwań dot. poziomu inflacji na koniec roku (dotychczas wskazywał na ok. 7% r/r) i co do możliwości obniżenia stóp procentowych NBP pod koniec tego roku.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (4–5 kwietnia)**

Oczekujemy, że podczas środowego posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy NBP bez zmian, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie 6,75%. Po tym jak RPP zdecydowała o stabilizacji stóp na wcześniejszych sześciu posiedzeniach, jest bardzo prawdopodobne, że podobna decyzja zostanie podjęta także podczas kwietniowego posiedzenia Rady. Jak dotychczas przesłanką dla większości RPP dla utrzymania stóp bez zmian stało przekonanie Rady, że w dłuższej perspektywie inflacja będzie się obniżać w kierunku celu inflacyjnego NBP, do czego, w ocenie Rady, przyczynią się: dotychczasowe zacieśnienie polityki monetarnej w Polsce, globalne osłabienie koniunktury i inflacji oraz zacieśnienie polityki monetarnej przez główne banki centralne. Naszym zdaniem najnowsza projekcja makroekonomiczna NBP utwierdziła RPP w tym przekonaniu potwierdzając prognozę z listopada ub.r. dot. obniżenia inflacji w perspektywie 2025 r. poniżej górnej granicy przedziału wahań inflacji wokół inflacyjnego NBP.

Bardziej interesujące będzie to, czy pod wpływem publikacji marcowej inflacji (a w szczególności wyższej inflacji bazowej) prezes NBP zmodyfikuje retorykę w kierunku nieco ostrożniejszej – w tym w zakresie jego osobistych oczekiwań dot. poziomu inflacji na koniec roku (dotychczas wskazywał na ok. 7% r/r) i co do możliwości obniżenia stóp procentowych NBP pod koniec tego roku.

Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP zaplanowana jest na czwartek (6.04) o g. 15:00.

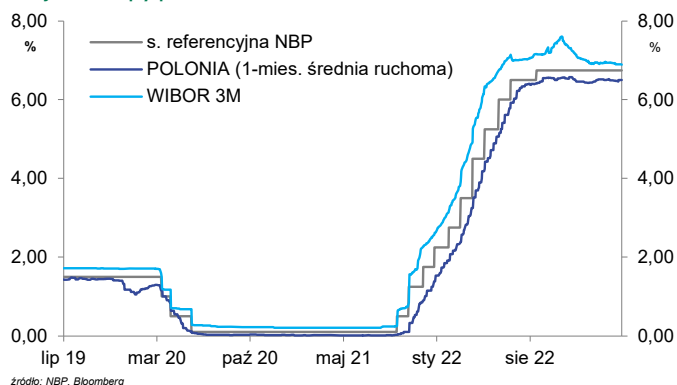
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 3 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	mar	47,7 pkt.	47,5 pkt.	-
środa 5 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	lut	1,0% m/m	0,5% m/m	-
-	PL	Decyzja RPP dot. stóp procentowych NBP	kwi	6,75%	6,75%	6,75%
czwartek 6 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	mar	55,0 pkt.	55,0 pkt.	-
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	lut	3,5% m/m	-0,3% m/m	-
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	kwi	-	-	-
piątek 7 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	mar	311 tys.	240 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	mar	3,6%	3,6%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	mar	4,6% r/r	4,3% r/r	-

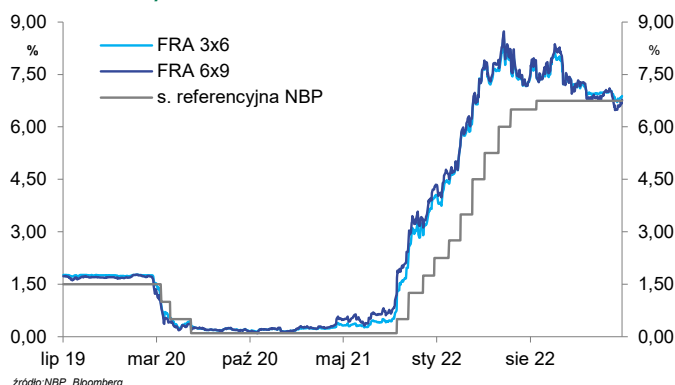
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

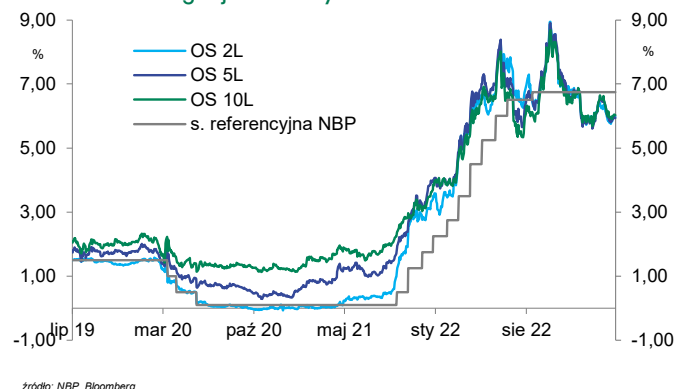
Krajowe stopy procentowe



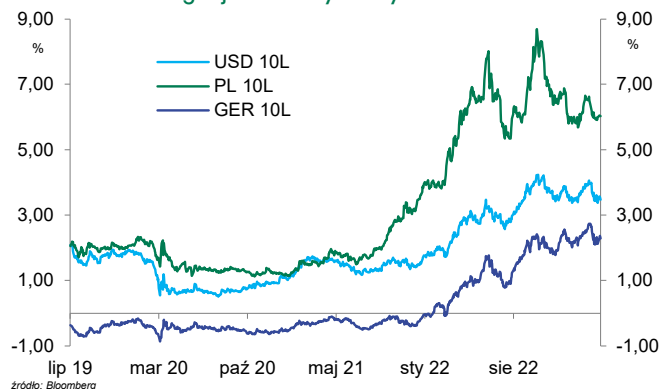
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



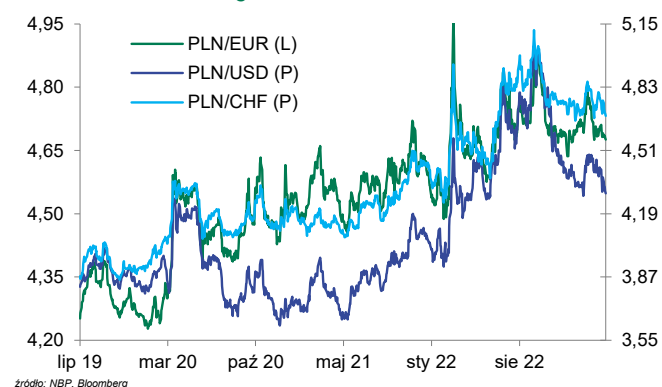
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



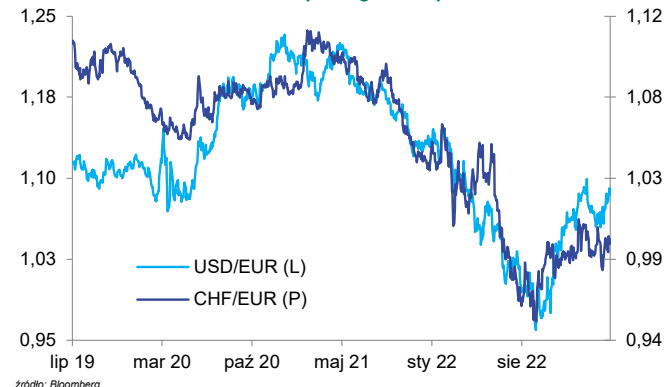
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



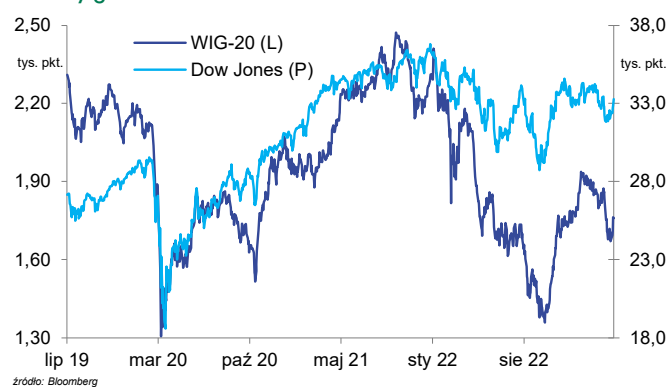
Notowania kursu złotego



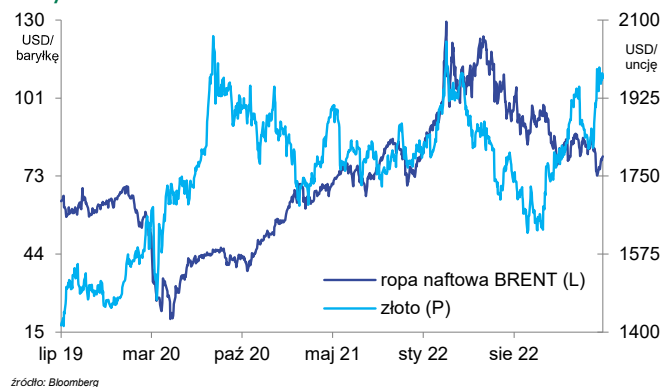
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

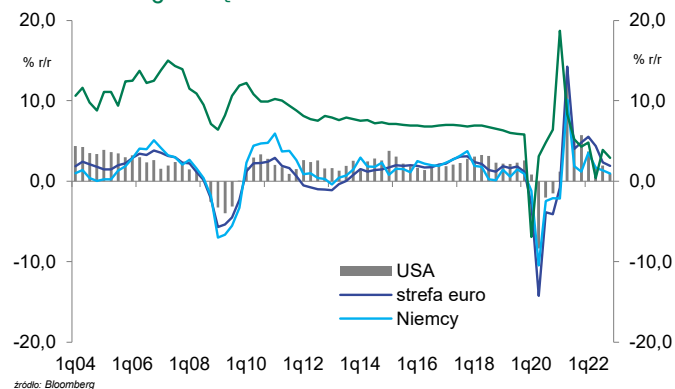


Ceny surowców

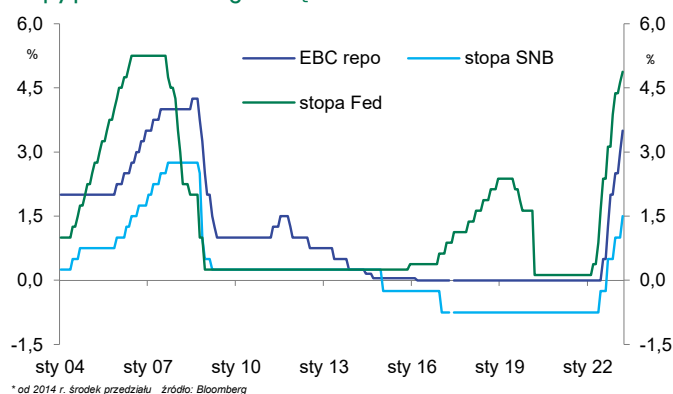


Sfera realna

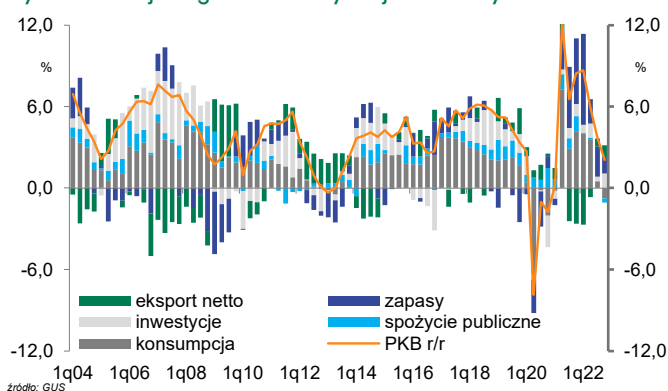
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



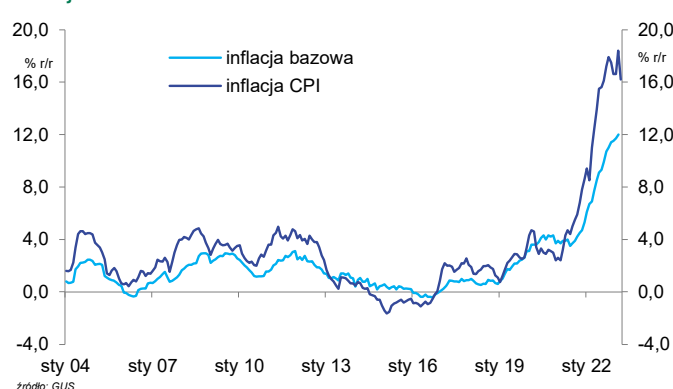
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



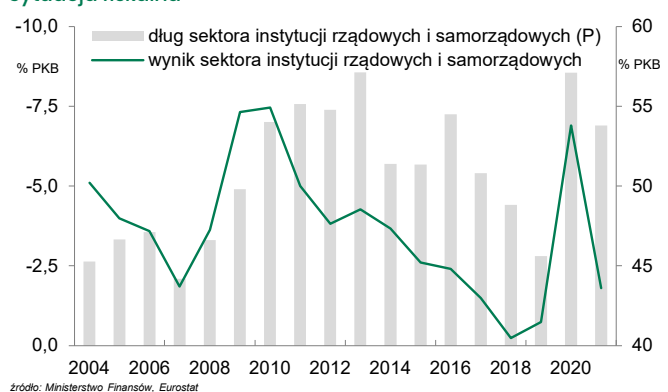
Rynek pracy



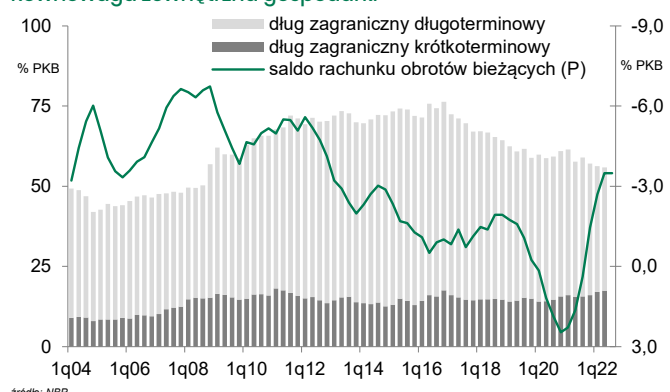
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		28.02.2023	24.03.2023	31.03.2023	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	6,89	6,95	6,95	6,95
Obligacje skarbowe 2L	%	6,22	5,91	5,97	6,05	6,00	6,00
Obligacje skarbowe 5L	%	6,44	5,90	5,93	6,05	6,00	6,00
Obligacje skarbowe 10L	%	6,52	5,94	6,03	6,10	6,05	6,00
PLN/EUR	PLN	4,72	4,69	4,68	4,70	4,70	4,69
PLN/USD	PLN	4,45	4,37	4,29	4,36	4,38	4,38
PLN/CHF	PLN	4,74	4,76	4,69	4,76	4,78	4,77
USD/EUR	USD	1,06	1,08	1,08	1,08	1,07	1,07
Stopa Fed	%	4,75	5,00	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	3,38	3,47	3,55	3,50	3,50
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,65	2,12	2,29	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.