

KOMENTARZ TYGODNIOWY

20 marca 2023

Bankowy stres rozlał się na Europę. ECB podniósł stopy zgodnie z planem, teraz kolej na decyzję Fed.

- W minionym tygodniu stres w sektorze bankowym rozlał się z USA na Europę. Z początkiem tygodnia nasilił się stres szwajcarskiego banku Credit Suisse ze skokowym spadkiem notowań akcji (ponad 30% w skali tygodnia). Pomimo wsparcia płynnościowego ze strony Narodowego Banku Szwajcarii (SNB) w wysokości 50 mld CHF, stres postępował i w ostatnią niedzielę ogłoszono, że Credit Suisse zostanie przejęty przez UBS. Przejęcie będzie możliwe dzięki wsparciu rządu Szwajcarii, SNB i regulatora sektora bankowego. SNB zapewnił jednocześnie o dostępie dla UBS/CS do standardowych operacji płynnościowych oraz do preferencyjnej pożyczki do 100 mld CHF dedykowanej wsparciu procesu połączenia obu instytucji. Równolegle w niedzielę banki centralne USA, strefy euro, Kanady, W. Brytanii, Japonii i Szwajcarii ogłosiły skoordynowany program dostarczania płynności dolarowej w ramach linii swapowych o częstotliwości dziennej vs. dotychczasowej tygodniowej.
- Z kolei w USA pod presją pozostawały akcje kolejnego regionalnego banku - nowojorskiego banku First Republic, który doświadczył silnego odpływu depozytów. Pod koniec tygodnia pojawiły się informacje o planie zaangażowania największych banków w ratowanie banku. Opublikowane w minionym tygodniu dane wskazały, że w tygodniu zakończonym 15 marca banki pożyczyły od Fed łącznie 164,8 mld USD, w porównaniu z 4,6 mld USD w poprzednim tygodniu. Rekordowa skala pożyczek świadczy o skali bieżącego stresu płynnościowego w sektorze. Wcześniejszy tygodniowy rekord wynosił 111 mld USD i został osiągnięty podczas kryzysu finansowego w 2008 roku.
- Pomimo rozszerzenia stresu w sektorze bankowym na Europę, który istotnie skomplikował prowadzenie polityki monetarnej, w ubiegłym tygodniu [Rada Prezesów EBC podwyższyła stopy procentowe o 50 pkt. baz.](#) do 3,50% dla stopy referencyjnej oraz do 3,0% dla stopy depozytowej. Jednocześnie w obliczu sytuacji w sektorze bankowym znaczącej zmiany uległa retoryka EBC. Rada całkowicie zrezygnowała w komunikacji z oceny, że widzi potrzebę kontynuacji zacieśniania polityki monetarnej, zaś prezes EBC wskazała, że obecnie nie jest możliwe określenie oczekiwanej ścieżki stóp procentowych.
- W cieniu tych wydarzeń pozostały publikacje danych makroekonomicznych. Wśród nich najważniejsze były lutowe dane z USA: inflacja CPI i dynamika płac wg badania Fed w Atlantycie (Wage Tracker). W lutym inflacja CPI w USA nie zaskoczyła i zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi, obniżyła się do 6,0% r/r, wobec 6,4% r/r w styczniu. Inflacja bazowa także nie zaskoczyła - lekko spadła w lutym do 5,5% vs. 5,6% w styczniu. Z kolei wg badania Fed w Atlantycie w lutym wzrost płac pozostał podwyższony - według różnych miar ponad 6% r/r.
- Sytuacja rynkowa na globalnych rynkach falowała wraz z nastrojami dot. oceny sektora bankowego, przy generalnie większej skali awersji do ryzyka w Europie. Ostatecznie miniony tydzień przyniósł wyraźne spadki notowań akcji na rynku europejskim z tygodniowym spadkiem indeksu MSCI o 4,1% (silny

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

negatywny efekt Credit Swisse, ze głębokimi spadkami notowań akcji banków), przy pozytywnym odreagowaniu notowań akcji w USA (+1,4%) po głębokiej przecenie akcji tydzień wcześniej. Przy podwyższonej zmienności na rynkach obligacji ostatecznie rentowności obligacji na rynkach bazowych wyraźnie spadły w skali tygodnia o ok. 30 pkt. baz. dla papierów 10-letnich w USA (w okolice 3,40%) i o 40 pkt. baz. w Niemczech (do 2,10%). Z kolei niewielką zmianę w skali tygodnia odnotował kurs USD/EUR utrzymując się w okolicach 1,07 USD/EUR.

- Na krajowym rynku finansowym notowania akcji i obligacji podążały za rynkiem globalnym, z jednoczesną mniejszą skalą tych zmian. WIG spadł w skali tygodnia o 1,1%, zaś rentowności obligacji 10-letnich o 10 pkt. baz. poniżej 6%. Kurs złotego osłabił się o 1,2% w relacji do koszyka walut (głównie w relacji do CHF). Niemniej generalnie można wskazać, że jak na skokowy wzrost globalnej awersji do ryzyka, krajowe aktywa finansowe pozostawały w niezłej kondycji.

- Wydaje się, że na notowania krajowych aktywów w ograniczonym stopniu wpłynęła [publikacja lutowej inflacji CPI](#). Indeks CPI okazał się nieco niższy od oczekiwań na poziomie 18,4% r/r, ale wynikało to wyłącznie ze znaczącej korekty styczniowego wskaźnika CPI do 16,6% r/r (efektu corocznej zmiany wag w koszyku inflacyjnym). Jednocześnie opublikowane dane wskazały na utrzymanie silnego wzrostu cen zaliczanych do inflacji bazowej, ze wzrostem tego wskaźnika w lutym do 12% r/r (najwyższego poziomu od czerwca 1998 r.).

- Tak jak wskazaliśmy przed tygodniem stres w sektorze bankowym w USA i w Europie komplikuje ocenę perspektyw głównych gospodarek, a przez to perspektywy polityki monetarnej głównych banków. W bazowym scenariuszu podtrzymujemy ocenę, że sektory bankowe USA i strefy euro nie doświadczą kryzysu systemowego na kształt tego z 2008 r. Niemniej im bardziej skutki stresu rozlewają się szerzej na sektor bankowy, tym większe prawdopodobieństwo negatywnych skutków dla gospodarki realnej (poprzez zaostrzenie warunków finansowych na rynku, ograniczenie kredytowania do gospodarki itp.), nawet bez realizacji scenariusza skrajnego. Jednocześnie ostatnie wydarzenia stanowią dla banków centralnych przypomnienie o ryzykach wynikających z bezprecedensowej skali zacieśnienia polityki monetarnej i już obecnie można stwierdzić z dużym prawdopodobieństwem, że dotychczasowe maksymalne poziomy stóp niedawno „obstawiane” przez rynki na podstawie retoryki przedstawicieli Fed i EBC są już nieaktualne.

- W tym tygodniu oczekiwane jest posiedzenie FOMC. Oczekujemy, że FOMC podwyższy stopy procentowe o 25 pkt. baz., w tym stopę funduszy federalnych do poziomu 4,75% - 5,00%. Zakładamy, że uwzględniając mocny rynek pracy i ryzyka inflacyjne zdecyduje się na podwyżkę stóp o 25 pkt. baz., niemniej przedstawi bardziej wyważony komunikat wskazujący na wyższe ryzyka dla prognoz i prowadzenia polityki pieniężnej.

- Oczywiście nadal pierwszoplanowe dla sytuacji rynkowej pozostaną informacje płynące z sektora bankowego. Natomiast wśród publikacji danych w tym tygodniu najistotniejsze będą wstępne szacunki wskaźników koniunktury PMI w strefie euro. W Polsce z początkiem tego tygodnia rozpoczęła się comiesięczna seria publikacji danych nt. polskiej gospodarki. Póki co poniedziałek przyniósł słabsze od oczekiwań wyniki lutowej [produkcji przemysłu](#) i mocniejsze [płac w sektorze przedsiębiorstw](#). W kolejnych dniach oczekiwane będą produkcja budowlana, sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (22 marca)**

Oczekujemy, że podczas posiedzenia kończącego się 22 marca komitet FOMC podwyższy stopy procentowe o 25 pkt. baz, w tym stopę funduszy federalnych do poziomu 4,75% – 5,00%.

Opublikowane w ostatnich tygodniach dane makroekonomiczne (głównie solidne tempo wzrostu zatrudnienia, wysokie tempo wzrostu wynagrodzeń wg. danych Atlanta Fed, utrzymanie wysokich odczytów inflacji bazowej) wskazywałyby na wysokie prawdopodobieństwo zwiększenia w marcu skali tempa podwyżek stóp do 50 pkt. baz. przy wyższych ryzykach dla prognoz dezinflacji w USA.

Z drugiej strony sytuacja rynkowa z ostatnich dni oraz wyższa niepewność dot. sytuacji sektora bankowego i wzrost globalnej premii za ryzyko po upadku Silicon Valley Bank oraz przejęciu banku Credit Suisse przez UBS sugerują większą ostrożność w zakresie dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Tygodniowe dane finansowe Fed wskazały na znaczący wzrost popytu na płynność sektora bankowego w Fed, co obrazuje niestabilność sektora po napływających informacjach dot. problemów banków. Nowe działania płynnościowe, a przede wszystkim wyraźny wzrost niepewności sytuacji sektora wskazywałyby na pauzę procesu podwyżek stóp na posiedzeniu marcowym.

W bazowym scenariuszu zakładamy, że uwzględniając oba te czynniki FOMC zdecyduje się na mniejszą podwyżkę stóp o 25 pkt. baz. i przedstawi bardziej wyważony komunikat po posiedzeniu wskazujący na wyższe ryzyka dla prognoz i prowadzenia polityki pieniężnej. W naszej ocenie argumentem za podwyżką stóp będzie także dotychczasowa skuteczność organów publicznych w USA i Europie ograniczenia eskalacji stresu w sektorze bankowym. Jednocześnie jako bardzo wysokie oceniamy ryzyko dla tej prognozy i ostateczne całkowite wstrzymanie się komitetu z podwyżkami na posiedzeniu marcowym, ostateczna decyzja FOMC będzie też istotnie zależna od kształtowania się sytuacji rynkowej w najbliższych dniach poprzedzających decyzję.

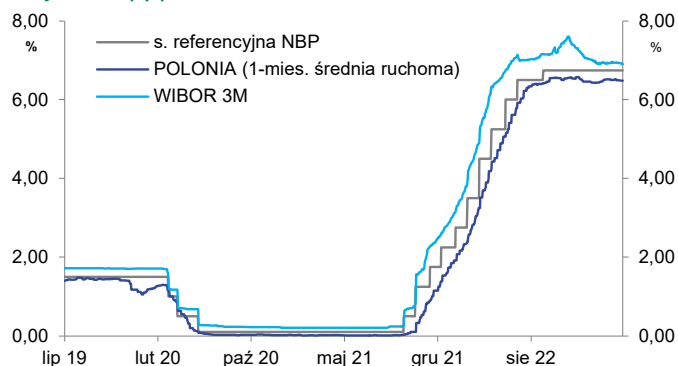
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 21 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	lut	2,4% r/r	1,2% r/r	1,2% r/r
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	lut	-0,3% r/r	-1,4% r/r	-1,5% r/r
środa 22 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
19:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	mar	4,50% - 4,75%	4,75% - 5,00%	4,75% - 5,00%
19:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	mar	-	-	-
czwartek 23 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	CH	Decyzja SNB dot. stóp procentowych	mar	1,00%	1,50%	1,50%
10:00	PL	Stopa bezrobocia	lut	5,5%	5,5%	5,5%
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii dot. stóp procentowych	mar	4,00%	4,25%	-
piątek 24 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	mar	46,3 pkt.	47,0 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	mar	50,9 pkt.	51,0 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	mar	48,5 pkt.	48,9 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	mar	52,7 pkt.	52,5 pkt.	-
poniedziałek 27 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury Ifo	lut	91,1 pkt.	-	-

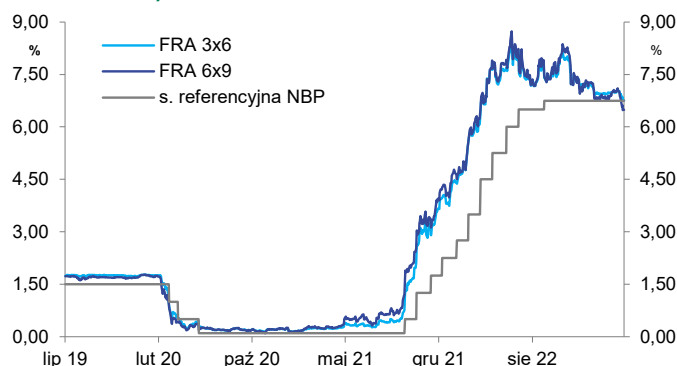
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

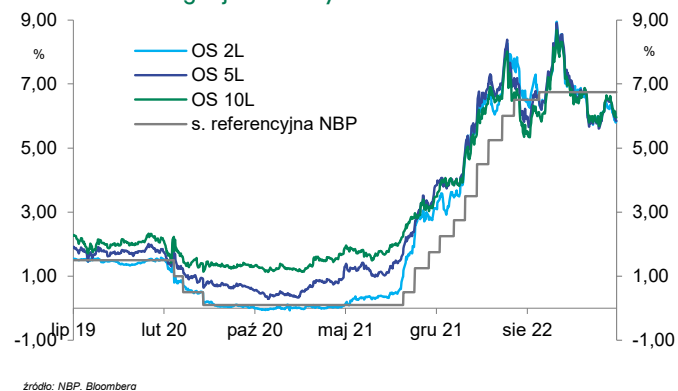
Krajowe stopy procentowe



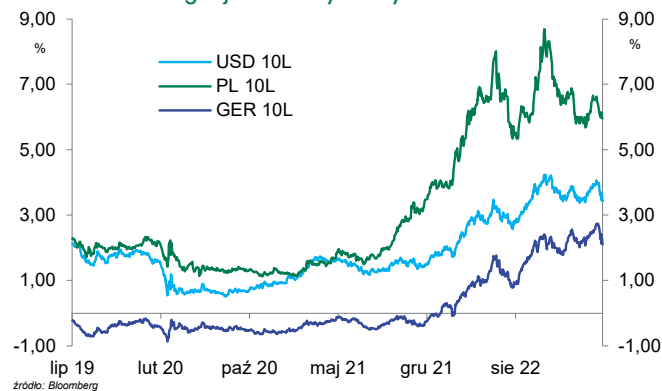
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



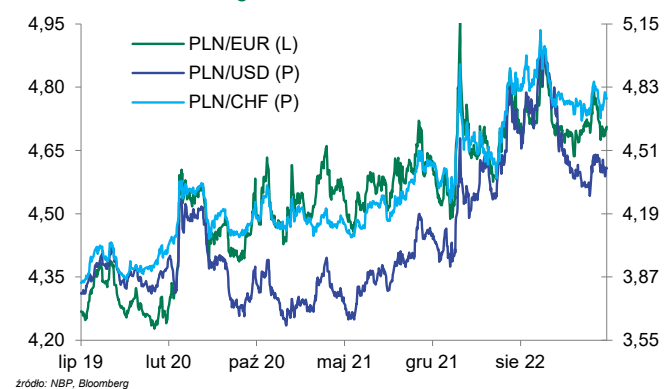
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



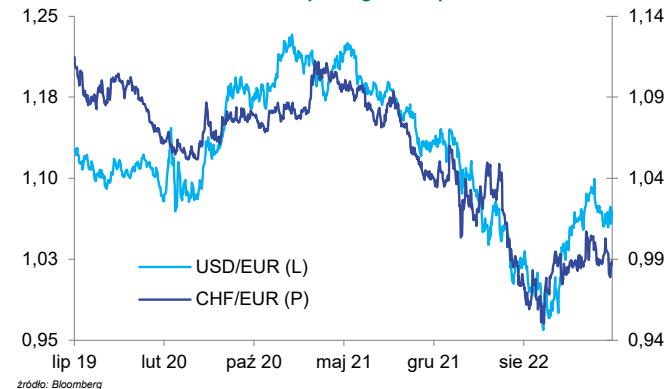
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



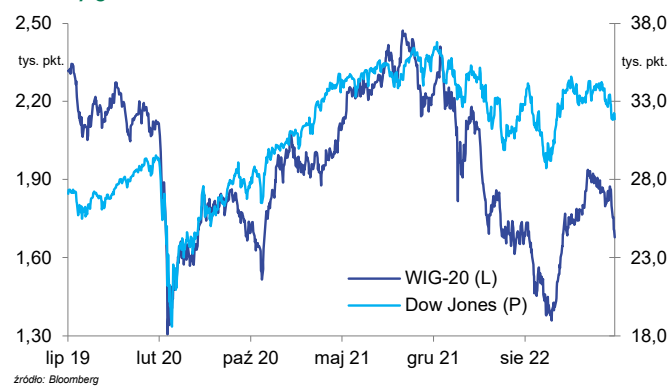
Notowania kursu złotego



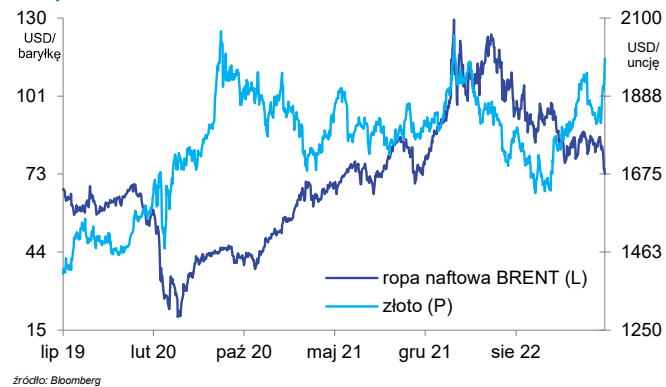
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

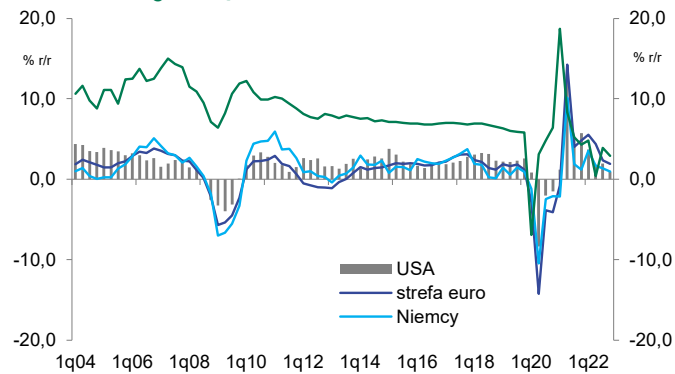


Ceny surowców

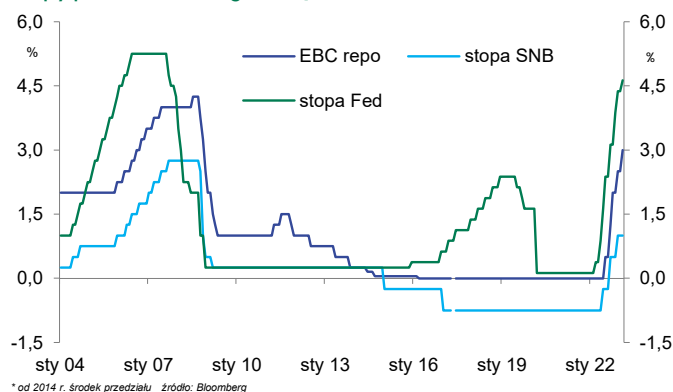


Sfera realna

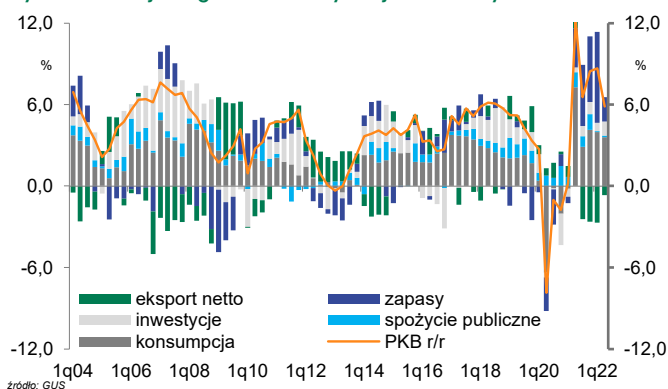
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



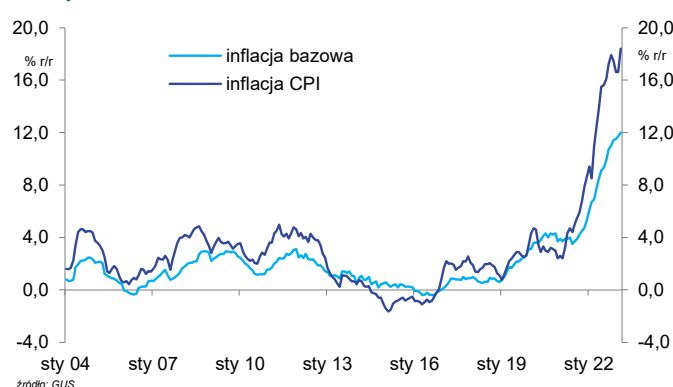
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



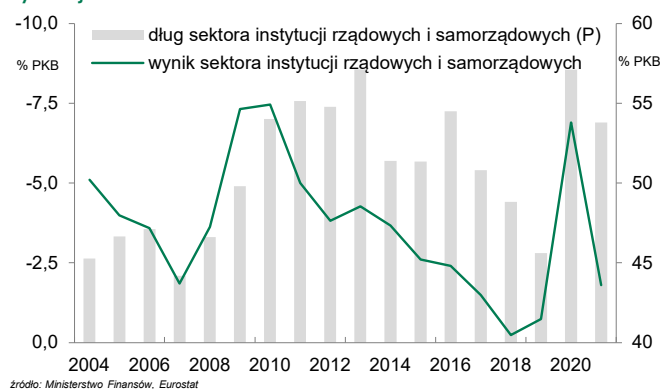
Rynek pracy



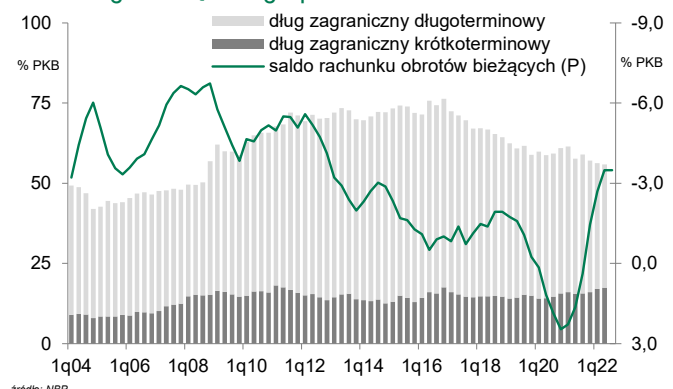
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		28.02.2023	10.03.2023	17.03.2023	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	6,93	6,90	6,95	6,95	6,95
Obligacje skarbowe 2L	%	6,22	6,01	5,83	6,20	6,15	6,10
Obligacje skarbowe 5L	%	6,44	6,06	5,84	6,35	6,25	6,20
Obligacje skarbowe 10L	%	6,52	5,94	5,96	6,35	6,30	6,20
PLN/EUR	PLN	4,72	4,68	4,71	4,70	4,70	4,69
PLN/USD	PLN	4,45	4,43	4,42	4,43	4,43	4,41
PLN/CHF	PLN	4,74	4,76	4,77	4,80	4,80	4,77
USD/EUR	USD	1,06	1,07	1,07	1,06	1,06	1,06
Stopa Fed	%	4,75	4,75	4,75	5,00	5,00	5,00
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	5,00	5,00	5,00
Stopa repo EBC	%	3,00	3,00	3,50	3,50	3,75	4,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	3,05	3,25	3,50
SARON	%	-	-	-	1,25	1,25	1,50
Obligacje skarbowe USD 10L	%	3,92	3,70	3,43	3,60	3,55	3,50
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,65	2,50	2,10	2,45	2,45	2,40

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.