

EBC nie panikuje

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Zmienność rynkowa pozostaje podwyższona.** Kursy akcji europejskich banków wczoraj ustabilizowały się po silnej przecenie w środę. Cena akcji Credit Suisse nadal spadała, mimo nocnych komunikatów banku o zamiarze skorzystania z 50 mld CHF pożyczki płynnościowej z SNB. Po drugiej stronie oceanu nastąpiła znaczna przecena akcji First Republic Banku (prawie 40%) oraz w mniejszej skali innych regionalnych banków o najniższych bilansach. Obawy rynkowe zostały nieco uspokojone, po tym jak największe banki amerykańskie połączyły siły i zdeponowały w banku First Republic łącznie 30 mld USD, w celu wzmocnienia jego kondycji i powstrzymania efektu zarażenia oraz jako wyraz ich wiary w siłę amerykańskiego sektora finansowego. Doniesienia prasowe wskazują, że FRB rozważa opcje strategiczne, włączając w to sprzedaż aktywów. Rentowności obligacji na rynkach bazowych wczoraj rosły, odzwierciedlając większą wiarę w kolejne podwyżki stóp procentowych, podczas gdy rentowności w kraju notowały niewielkie spadki. EURPLN i USDPLN zakończyły dzień na podobnych poziomach jak na otwarciu, ale przy sporej zmienności w trakcie sesji.
- Finalne dane o inflacji HICP w strefie euro za luty** (flash: 8,5% r/r) nie powinny istotnie wpłynąć na nastroje rynkowe, ale mogą pozwolić dokładniej ocenić skalę presji inflacyjnej (szczególnie w kategoriach bazowych, w tym w usługach). Wraz z osłabieniem obaw o kondycję sektora bankowego dane inflacyjne ponownie mogą stać się najważniejsze dla decydentów z EBC.
- W USA opublikowane zostaną dane o **produkcji przemysłowej w lutym** (kons: 0,5% m/m vs 0,0% m/m w styczniu) oraz **wstępny odczyt koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan**. Uwzględnione zostaną wyniki ankiety do 8 lutego, czyli wstępne dane (w przeciwieństwie do finalnych) nie będą uwzględniać ewentualnego wpływu szoku bankowego na konsumentów.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL: Inflacja bazowa (CPI bez cen żywności i energii) w lutym wzrosła do 12,0% r/r z 11,7% r/r w styczniu i 11,5% r/r w grudniu.** Dane wskazują na dalsze narastanie fundamentalnej presji inflacyjnej i przenoszenie przez firmy wyższych kosztów na konsumentów. Na razie utrzymuje się wysoki impet inflacji bazowej, zbliżony do 1% m/m sa, co daje zannualizowaną dynamikę

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

@PKO_Research

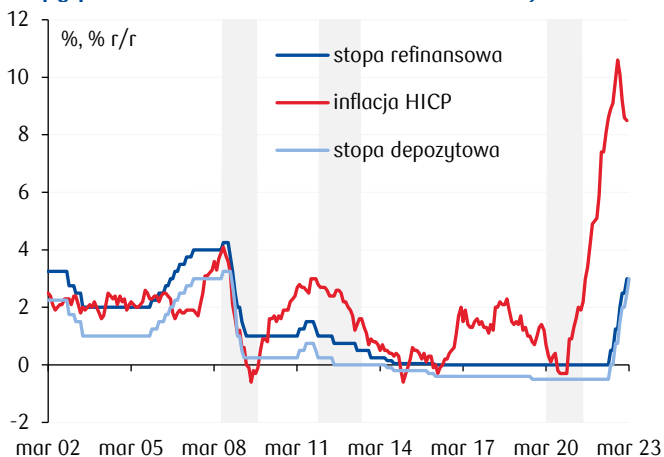
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

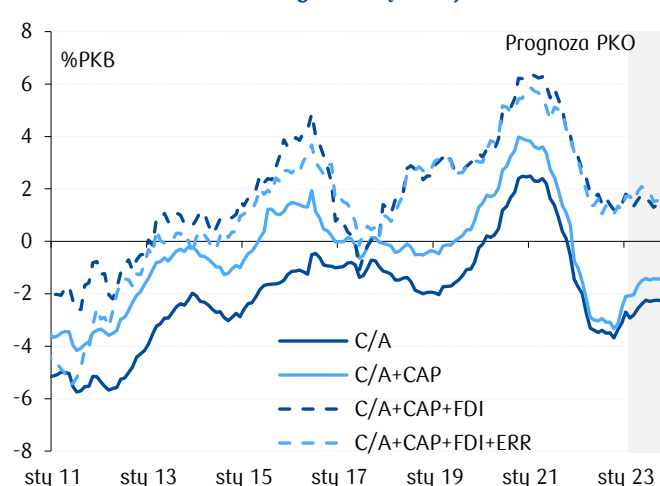
	Wartość 2023-03-16	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,6995	0,0
USDPLN	4,4250	-0,8
CHFPLN	4,7590	-1,4
GBPPLN	5,3604	-0,1
EURUSD	1,0621	0,8
Obligacje:		
PL2Y	5,96	-3
PL5Y	5,91	-4
PL10Y	6,02	-2
DE10Y	2,24	13
US10Y	3,58	9
Indeksy akcyjne:		
WIG	56 905,1	0,1
DAX	14 967,1	1,6
S&P500	3 960,3	1,8
Nikkei**	27 316,8	1,1
Shanghai Comp.**	3 271,2	1,4
Surowce:		
Złoto	1918,06	-0,6
Ropa Brent	74,61	-0,4

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Stopy procentowe w strefie euro na tle inflacji HICP*



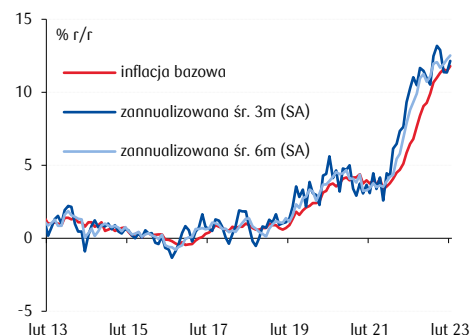
Wskaźniki miar równowagi zewnętrznej Polski



rzędu 12-13% % r/r (saar). Wzrost inflacji bazowej na początku roku był zgodny z naszą prognozą (choć należy podkreślić większe niż zazwyczaj znaczenie przypadku ze względu na noworoczne zmiany wag). Dostrzegamy wpływ noworocznych dostosowań cenników, który podobnie jak w poprzednim roku, częściowo przesunął się również na luty. Wzrosły także pozostałe miary inflacji bazowej – z przedziału 11,5-17,1% r/r w grudniu 2022 do 12,0-18,1% r/r w lutym 2023. Zakładamy, że dynamika roczna inflacji bazowej bez żywności i energii w lutym osiągnęła szczyt, a od kwietnia będzie spadać ze względu na bazę statystyczną oraz opóźniony efekt spadku realnych dochodów ludności. Dezinflacja w przypadku inflacji bazowej będzie jednak wolniejsza niż w przypadku inflacji ogółem. Dostrzegamy ryzyko dużej lepkości inflacji bazowej i jej utrwalenia na podwyższonym poziomie, aczkolwiek to ryzyko będzie ograniczane przez recesję w sektorze konsumenckim.

- POL: Oczekiwana przez nas poprawa bilansu płatniczego materializuje się.** W styczniu rachunek bieżący miał 1,429 mld EUR nadwyżki (PKO: -1,191 mld EUR, kons: -0,723 mld EUR), co było najlepszym miesięcznym wynikiem od końca 2020. Duża w tym zasługa pierwszej od półtora roku nadwyżki handlowej i słabego importu (+3% r/r), co wskazuje na odwrócenie cyklu zapasów i normalizację cen surowców. W ujęciu płynnego roku relacja deficytu bieżącego do PKB obniżyła się do 2,7% z 3,1% po grudniu 2022 i była najmniejsza od marca 2022. **Deficyt jest nadal zawiązką pokrywany przez napływ FDI co potwierdza brak zależności gospodarki od napływu kapitału portfelowego.** Więcej na ten temat w Makro Flash: [Bilans płatniczy jak tuż po wybuchu wojny](#).
- EUR: EBC podniósł stopy procentowe o 50pb – refinansową do 3,50% a depozytową do 3,00%,** zgodnie z oczekiwaniami. Tym razem w czasie konferencji prasowej zabrakło zdecydowanych zapowiedzi dot. kolejnych ruchów EBC, a prezes Ch.Lagarde podkreśliła, że decyzje będą zależne od napływających danych. W komunikacie dodano stwierdzenie, że zakres narzędzi jakimi dysponuje EBC, jest wystarczający, aby zapewnić wsparcie płynnościowe dla europejskich instytucji. Decyzji towarzyszyła publikacja nowej projekcji, która zawiera niższą ścieżkę inflacji oraz nieco wyższą dynamikę PKB w 2023, przy słabszym odbiciu w 2024 i 2025. Treść komunikatu oraz wypowiedzi Ch.Lagarde wskazują, że **cykl podwyżek stóp EBC prawdopodobnie będzie kontynuowany, choć pewne złagodzenie retoryki i wyraźne przywrócenie warunkowości decyzji mogą wskazywać, że jego koniec jest bliższy niż wydawało się jeszcze dwa tygodnie temu.** Więcej na ten temat w Makro Flash: [EBC nie poświęci inflacji dla stabilności finansowej](#).
- USA: Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wyniosła 192 tys.,** co sugeruje, że zeszlotygodniowy wyskok do 212 tys. należy interpretować raczej jako szum niż nowy trend. Cotygodniowe dane o wnioskach o zasiłek nieustannie wskazują więc na bardzo dobrą kondycję amerykańskiego rynku pracy i brak problemów ze znalezieniem zatrudnienia.
- USA: Rozpoczęte budowy domów i liczba pozwoleń na budowę w lutym zaskakująco wzrosły** (w przypadku rozpoczętych budów do 1,45mln z 1,32 mln w styczniu, w przypadku pozwoleń do 1,52 mln z 1,34 mln w styczniu). Obydwa odczyty były lepsze od prognoz, które zakładały stabilizację. W ujęciu rocznym nadal odnotowywane są znaczne spadki (odpowiednio o 18,4% r/r i 17,9% r/r). Dane wpisują się w sygnały płynące ze strony innych wskaźników amerykańskiego rynku nieruchomości sugerujące, że okres szybkich spadków został już zakończony i prawdopodobna jest stabilizacja/niewielka poprawa koniunktury.
- USA: Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie wg Fedu z Filadelfii wskazuje na pogłębianie się negatywnych tendencji.** Wskaźnik bieżący w lutym

Miary krajowej inflacji bazowej bez żywności i energii



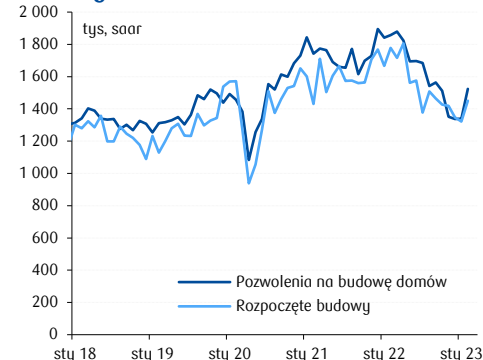
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w USA na tle śr. 4tyg.



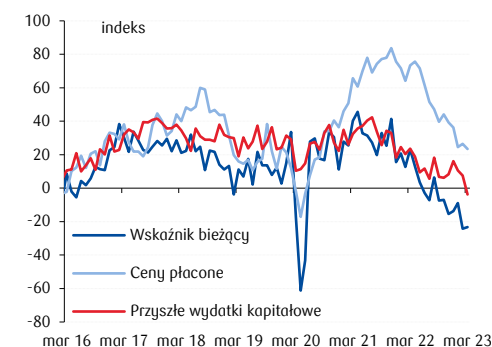
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Pozwolenia na budowę oraz rozpoczęte budowy domów w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wskaźniki koniunktury w przetwórstwie w USA wg Fedu z Filadelfii



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

nieznacznie poprawił się, ale pozostaje w trendzie spadkowym (por. wykres). Firmy z przetwórstwa wskazują na najłabsze od maja 2020 oceny dla zatrudnienia. Z kolei subindeksy dotyczące cen (zarówno płaconych jak i otrzymywanych) pozostają w trendzie spadkowym i obecnie zbliżyły się do historycznej średniej, szybko spadając ze szczytów z początku 2022.

- **HUF:** MNB utrzymał jednodniową stopę depozytową na poziomie 18%.
- **POL:** L.Kotecki (RPP) powiedział, że na podstawie projekcji NBP na dziś nie ma warunków do obniżenia stóp procentowych, chyba, że kolejne projekcje pokażą, że one występują. Na podstawie marcowej projekcji nie ma warunków do obniżek stóp, ponieważ aż do końca 2025 inflacja nie wraca do celu. Dopiero zejście do celu pozwoli myśleć o obniżkach stóp. Zdaniem L.Koteckiego w RPP nie ma obecnie dyskusji o tym by luzować politykę monetarną. Członek Rady uważa, że obecnie nie widać istotnych, trwałych oznak słabnięcia inflacji oraz zmniejsza się szansa osiągnięcia jednocyfrowej inflacji na koniec 2023. L.Kotecki podkreślił też, że nadal rośnie i będzie rosła inflacja bazowa.
- **USA:** J.Yellen powiedziała podczas wystąpienia przed komisją finansów Senatu USA, że upadek banków Silicon Valley Bank (SVB) i Signature Bank stwarza poważne ryzyko "zakażenia" całego sektora. W ten sposób sekretarz skarbu USA tłumaczyła decyzję administracji prezydenta J.Bidena o podjęciu interwencji i zagwarantowaniu klientom tych banków pełnego dostępu do depozytów. J.Yellen zapewniała jednak, że system bankowy USA jest mocny, a Amerykanie mogą być spokojni, że ich depozyty są bezpieczne, ponieważ kroki podjęte przez administrację pozwoliły uniknąć runu na kolejne banki.
- **EUR:** Wiceprezes EBC L.de Guindos powiedział we wtorek na regularnym spotkaniu Ecofin (spotkanie ministrów finansów UE), że niektóre unijne banki mogą być wrażliwe na konsekwencje podwyżek stóp procentowych ze względu na ich model biznesowy. Wskazał jednak, że europejskie banki są zdecydowanie bardziej odporne niż amerykańskie ze względu na wyższe bufora płynnościowe, które bazują również na aktywach wysokiej jakości. L.de Guindos zasignalizował jednak występowanie konfliktu w mandacie EBC między zwalczaniem inflacji, a będącymi jego konsekwencją potencjalnymi stratami instytucji finansowych ze względu na wyższe stopy procentowe. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu EBC L.de Guindos powtórzył argumenty o odporności europejskiego sektora bankowego bez wskazywania na ryzyka.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 10 marca						
JP: Posiedzenie BoJ ()	--	%	-0,1	-0,1	--	-0,1
GER: Inflacja CPI (lut, rew.)	8:00	% r/r	8,7	8,7	--	8,7
GER: Inflacja HICP (lut, rew.)	8:00	% r/r	9,2	9,3	--	9,3
CZ: Inflacja CPI (lut)	9:00	% r/r	17,5	16,5	--	16,7
USA: Przeciętna płaca godzinowa (lut)	14:30	% r/r	4,4	4,8	--	4,6
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (lut)	14:30	tys.	504	215	--	311
USA: Stopa bezrobocia (lut)	14:30	%	3,4	3,4	--	3,6
Wtorek, 14 marca						
USA: Inflacja CPI (lut)	13:30	% r/r	6,4	6,0	--	6,0
USA: Inflacja bazowa (lut)	13:30	% r/r	5,6	5,5	--	5,5
Środa, 15 marca						
POL: Inflacja CPI (lut)	10:00	% r/r	17,2	18,7	18,7	18,4
EUR: Produkcja przemysłowa (sty)	11:00	% r/r	-1,7	0,4	--	0,9
USA: Inflacja PPI (lut)	13:30	% r/r	5,7	5,4	--	4,6
USA: Sprzedaż detaliczna (lut)	13:30	% m/m	3,2	0,2	--	-0,4
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (lut)	13:30	%, m/m	2,4	-0,1	--	-0,1
Czwartek, 16 marca						
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	13:30	tys.	212	205	--	192
USA: Rozpoczęte budowy domów (lut)	13:30	tys.	1321	1310	--	1450
USA: Pozwolenia na budowę (lut)	13:30	tys.	1339	1350	--	1524
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (sty)	14:00	mld EUR	-2,526	-0,723	-1,119	1,429
POL: Eksport (sty)	14:00	% r/r	11,5	12,9	13,9	10,8
POL: Import (sty)	14:00	% r/r	12,1	14,7	12,3	3,1
POL: Inflacja bazowa (lut)	14:00	% r/r	11,9	11,9	11,9	12,0
EUR: Stopa refinansowa EBC	14:15	%	3,0	3,5	3,5	3,5
EUR: Stopa depozytowa EBC	14:15	%	2,5	3,0	3,0	3,0
Piątek, 17 marca						
EUR: Inflacja HICP (lut, rew.)	11:00	% r/r	8,6	8,5	--	--
EUR: Inflacja bazowa (lut, rew.)	11:00	% r/r	5,3	5,6	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (lut)	14:15	% m/m	0,0	0,5	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (mar, wst.)	15:00	pkt.	67,0	67,3	--	--

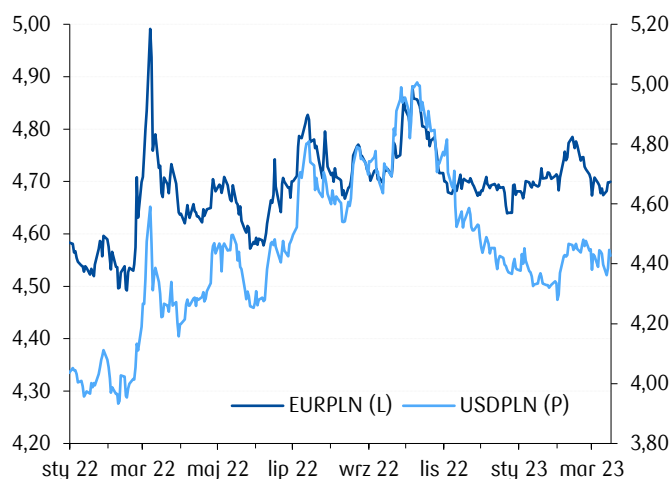
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

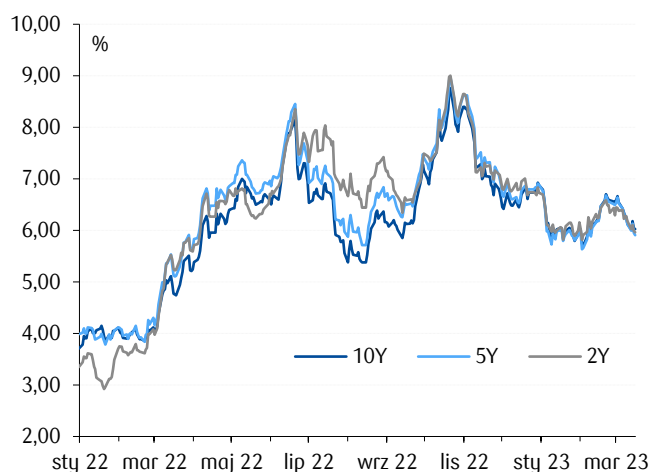
		Wartość 2023-03-16	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,6995	0,0	0,3	-1,6	0,6	7,3
	USDPLN	4,4250	-0,8	-0,2	-1,1	5,3	11,9
	CHFPLN	4,7590	-1,4	0,5	-1,5	5,9	14,8
	GBPPLN	5,3604	-0,1	1,4	0,0	-3,5	8,9
	EURUSD	1,0621	0,8	0,5	-0,5	-4,4	-4,2
	EURCHF	0,9875	1,4	-0,3	-0,1	-4,9	-6,6
	GBPUSD	1,2112	0,7	1,7	0,8	-7,9	-3,4
	USDJPY	132,99	0,1	-2,5	-0,9	12,3	25,8
	EURCZK	24,02	0,0	1,8	1,4	-2,7	-8,4
	EURHUF	398,01	-0,5	5,1	3,7	7,2	17,0
Obligacje	PL2Y	5,96	-3	-32	-41	74	459
	PL5Y	5,91	-4	-34	-44	80	416
	PL10Y	6,02	-2	-24	-33	126	419
	DE2Y	2,56	18	-72	-32	289	350
	DE5Y	2,27	15	-53	-27	215	316
	DE10Y	2,24	13	-40	-24	185	298
	US2Y	4,13	16	-77	-49	219	364
	US5Y	3,74	15	-48	-31	157	309
	US10Y	3,58	9	-34	-26	139	273
Akcje	WIG	56 905,1	0,1	-6,2	-6,1	-11,3	53,1
	WIG20	1 706,6	-0,1	-7,0	-8,5	-19,7	30,7
	S&P500	3 960,3	1,8	1,1	-3,2	-10,2	59,6
	NASDAQ100	12 581,4	2,7	4,9	1,1	-10,9	73,2
	Shanghai Composite**	3 271,2	1,4	-0,2	0,7	1,7	11,9
	Nikkei**	27 316,8	1,1	-4,6	-1,4	2,5	47,2
	DAX	14 967,1	1,6	-4,3	-3,6	4,0	63,4
	VIX	22,99	-12,1	1,7	14,0	-10,4	-69,5
Surowce	Ropa Brent	74,6	-0,4	-8,7	-12,4	-30,3	127,7
	Ropa WTI	68,3	1,1	-9,7	-13,0	-33,7	116,7
	Złoto	1918,1	-0,6	4,9	4,6	-1,3	22,1

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, **zamknięcie dnia bieżącego.

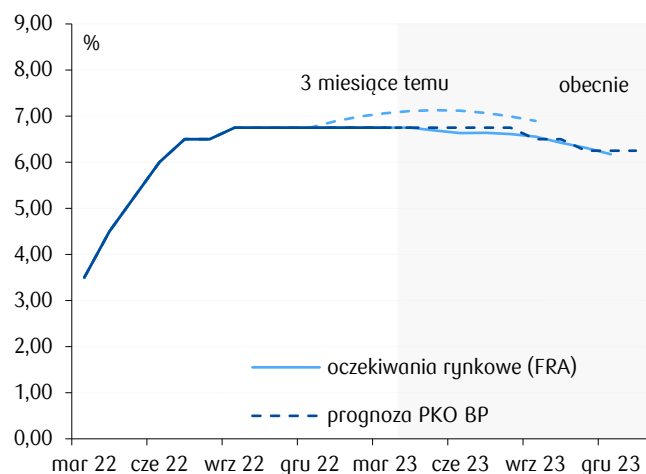
Notowania złotego wobec głównych walut



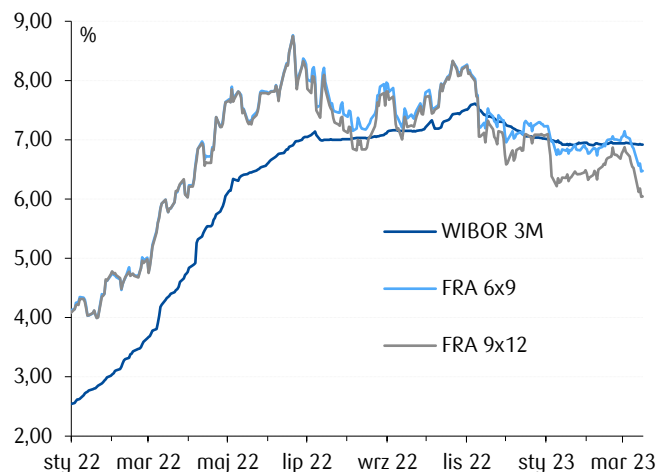
Rentowności polskich obligacji skarbowych



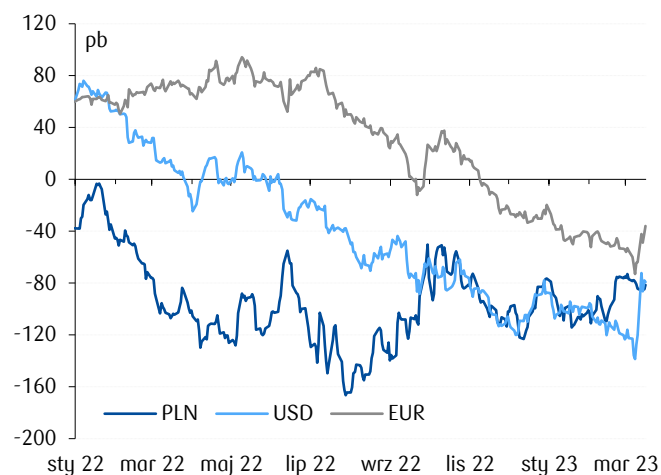
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



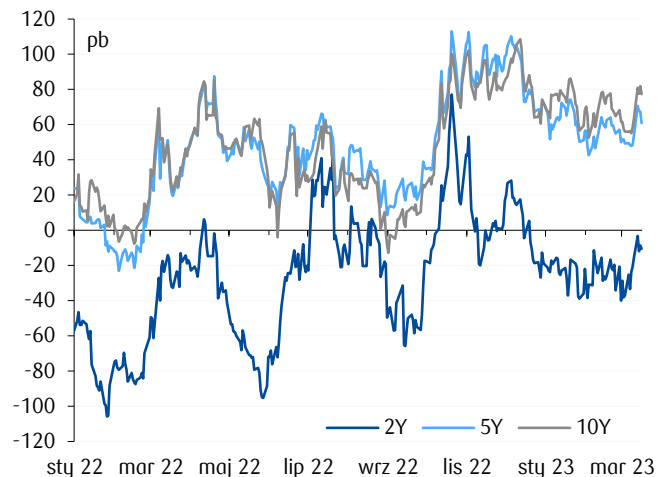
Krótkoterminowe stopy procentowe



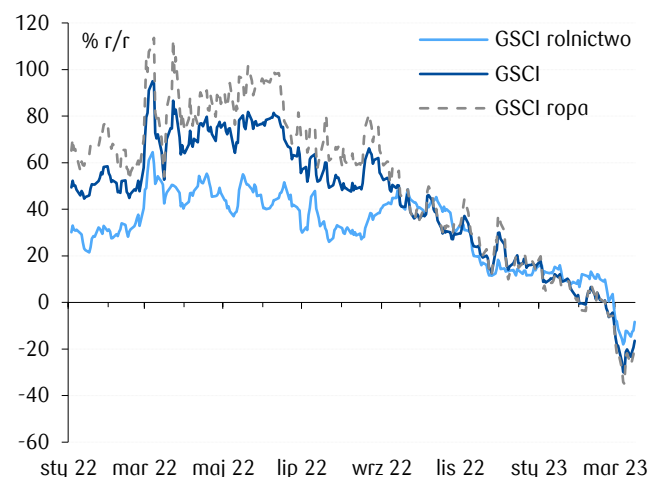
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



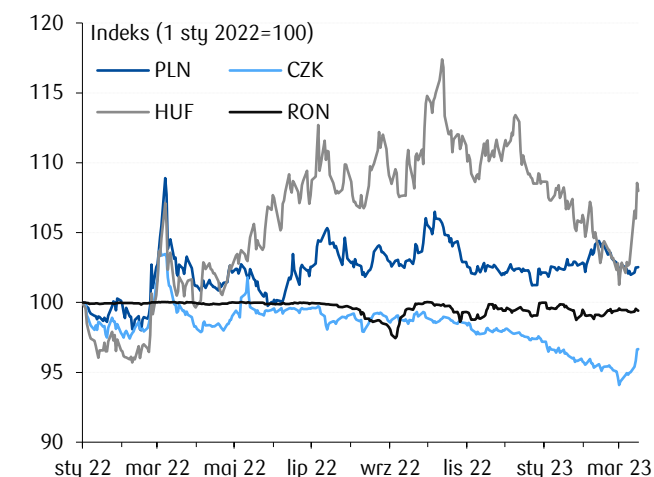
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel: 22 521 80 84
email: DAE@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84
-------------	----------------------	--------------

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97	
Marta Petka-Zagajewska (Kierownik)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	22 521 67 97
Urszula Kryńska	urszula.krynska@pkobp.pl	22 521 51 32
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	22 521 81 08
dr Michał Rot	michal.rot@pkobp.pl	22 580 34 22
Anna Wojtyniak	anna.wojtyniak@pkobp.pl	22 521 54 50

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas: DAE@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na **Twitterze** oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługi doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.