

KOMENTARZ TYGODNIOWY

8 kwietnia 2024

Stopy i retoryka RPP bez zmian, w bieżącym tygodniu posiedzenie EBC.

- W minionym tygodniu zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami [Rada Polityki Pieniężnej](#) utrzymała stabilne stopy procentowe (w tym stopę referencyjną na poziomie 5,75%). Nie zaskoczyły także wypowiedzi prezesa NBP podczas piątkowej konferencji prasowej, generalnie spójne z scenariuszem braku obniżek stóp do końca tego roku.
- Prezes Glapiński powiedział podczas konferencji prasowej, że nie ma żadnych argumentów za obniżaniem stóp procentowych w Polsce oraz że RPP takiego scenariusza nie dyskutowała. W ocenie prezesa NBP nie ma także powodów do dyskusji o podwyżkach stóp. Prezes podtrzymał dotychczasowy przekaz dot. ryzyka wzrostu inflacji w średnim okresie z powodu czynników regulacyjnych. Z tego powodu Rada nie widzi przestrzeni do złagodzenia polityki pieniężnej pomimo spadku bieżącej inflacji CPI poniżej celu inflacyjnego NBP. Ponadto Glapiński wskazał na silny wzrost płac realnych jako istotne zagrożenie dla perspektyw inflacji. Podobnie jak przed miesiącem jako korzystne ocenił bieżące umocnienie złotego, które pomaga obniżyć inflację.
- Brak zaskoczenia decyzją i retoryką RPP odzwierciedla generalna stabilizacja stawek notowań FRA. Wydaje się, że wzrost rentowności krajowych obligacji oraz stawek IRS w większym stopniu wynikał z czynników zewnętrznych, szczególnie że koncentrował się na dłuższym końcu krzywej dochodowości. Rentowności 10-latek wzrosły o 10 pkt. baz. do 5,53%, z kolei 2-latek minimalnie obniżyły się. W skali tygodnia złoty nieznacznie zyskał na wartości (0,3% w relacji do koszyka walut), w relacji do euro kurs ponownie obniżył się poniżej 4,30 PLN/EUR.
- Na rynku globalnym miniony tydzień przyniósł wzrost obaw przed odsunięciem w czasie obniżek stóp procentowych Fed oraz generalny wzrost niepewności dot. skali poluzowania polityki pieniężnej przez główne banki centralne, co poskutkowało pogorszeniem globalnych nastrojów rynkowych.
- Wątek polityki pieniężnej w gospodarkach rozwiniętych zdominował generalnie pozytywne sygnały dalszej poprawy koniunktury gospodarki globalnej wg wskaźników PMI (dalszy lekko wzrost globalnego indeksu *composite*). Szczególnie pozytywne informacje nt. krótkookresowych perspektyw aktywności napływały z Chin i obszaru rynków wschodzących. Już wcześniej opublikowane wstępne odczyty potwierdziły także stopniową poprawę aktywności w strefie euro. Tego wydzźwięku nie zmienił dość słaby odczyt indeksu ISM koniunktury w sektorze usług USA, który utrzymał się wyraźnie powyżej 50 pkt. baz., ponadto na solidnym poziomie utrzymał się subindeks nowych zamówień oraz zatrudnienia.
- Silną koniunkturę na amerykańskim rynku pracy potwierdziła publikacja miesięcznych danych dot. liczby nowych etatów, których liczba w marcu wzrosła aż o 303 tys., wyraźnie przewyższając oczekiwania, notując po raz kolejny bardzo dobry wynik. Ponadto, inaczej niż przed miesiącem, w marcu pozytywnie

Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista

+48 696 405 159

lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista

+48 515 111 698

aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

zaskoczyły także wyniki z rynku pracy w ramach badania prowadzonego wśród gospodarstw domowych. przy wzroście liczby pracujących marcowa stopa bezrobocia obniżyła się o 0,1 pkt. proc. do 3,8%. Na stabilnym, solidnym poziomie 4,1% r/r utrzymała się także dynamika płac.

- Dane z amerykańskiego rynku pracy umocniły wpływ na rynek pojawiających się w trakcie tygodnia raczej ostrożnych wypowiedzi członków FOMC. O ile wszyscy wskazywali na scenariusz luzowania polityki pieniężnej, to większość wskazywała na ostrożność dot. momentu jego rozpoczęcia oraz tempa tego cyklu. Najbardziej łagodny wydźwięk miała wypowiedź prezesa Powella, który podtrzymał retorykę w tonie zbliżonym do marcowej konferencji po posiedzeniu FOMC.
- Na skutek tych wypowiedzi oraz publikacji danych oczekiwania rynkowe co do pierwszej obniżki stóp Fed przesunęły się na lipiec (dotychczas czerwiec). Przyznajemy, że dane z rynku pracy USA zwiększają takie ryzyko, niemniej dla tej prognozy kluczowe będą publikacje danych dot. wskaźnika inflacji, w tym marcowa inflacja publikowana w bieżącym tygodniu.
- Wyższe ryzyko dot. polityki Fed wpłynęło na spadki notowań akcji w USA (ponad 1,0% w skali tygodnia) oraz wzrost rentowności obligacji skarbowych, w tym aż o 20 pkt. baz. w przypadku papierów 10-letnich. W niewielkim stopniu ta sytuacja wspierała notowania dolara, a kurs dolara wobec euro utrzymał się na poziomie nieco powyżej 1,08 USD/EUR.
- Nastrojom w strefie euro tylko w ograniczonym stopniu pomógł niższy od oczekiwań odczyt marcowej inflacji – spadek inflacji bazowej do 2,9% r/r z 3,1% w lutym. Mało optymistycznie wygląda bowiem struktura inflacji. Wskaźnik ogółem głównie obniża bowiem niższa dynamika cen żywności, a w przypadku wskaźnika inflacji bazowej, spadki koncentrują się w grupie towarów, przy stabilizacji na poziomie 4,0% r/r inflacji cen usług zaliczanych do wskaźnika bazowego.
- W rezultacie rentowności obligacji skarbowych w Niemczech wzrosły w minionym tygodniu, choć w mniejszej skali niż w USA, tj. o 10 pkt. baz. Słabsze nastroje odzwierciedlały spadki indeksów giełdowych (o ponad 1%), na które dodatkowo mogły wpływać bardzo słabe dane dot. sprzedaży detalicznej, potwierdzające, że ewentualne ożywienie konsumpcji (i aktywności) w strefie euro będzie bardzo powolne.
- W bieżącym tygodniu, poza publikacją danych dot. inflacji w USA weryfikując prognozy dot. redukcji stóp Fed, najistotniejszym wydarzeniem będzie posiedzenie rady EBC. Powszechnie oczekiwana jest stabilizacja stóp procentowych, a kluczowa będzie konferencja prasowa weryfikująca prognozę redukcji stóp na kolejnym posiedzeniu w czerwcu. Uwaga rynkowa będzie także skupiała się na kwestiach dot. tempa i skali luzowania polityki pieniężnej w II połowie roku, choć nie sądzimy, aby w tej kwestii padły konkretniejsze zapowiedzi ze strony prezesa Lagarde.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie rady Europejskiego Banku Centralnego (11 kwietnia)**

Oczekujemy, że rada EBC utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 4,50% i stopę depozytową na poziomie 4,00%.

Sama decyzja o stabilizacji stóp procentowych jest powszechnie oczekiwana, stąd dużo ważniejsze będą wypowiedzi prezes Lagarde podczas konferencji prasowej w kontekście terminu rozpoczęcia obniżek stóp procentowych.

Zakładamy, że prezes EBC wskaże, że sytuacja gospodarcza rozwija się zgodnie ze scenariuszem EBC i jeżeli kolejne tygodnie potwierdzą ten scenariusz, to rada będzie mogła rozważyć obniżkę stóp procentowych w czerwcu. Taka komunikacja byłaby potwierdzeniem „zapowiedzi” z marcowego posiedzenia EBC, stąd zapewne większa uwaga rynkowa będzie skupiała się na wypowiedziach dot. tempa i skali luzowania polityki pieniężnej w II poł. roku.

Biorąc pod uwagę jedynie stopniowe tempo spadku inflacji bazowej, wciąż niekorzystną jej strukturę, przy założeniu jedynie stopniowego spadku dynamiki wynagrodzeń nie zakładamy, że rada EBC zdecyduje się na zapowiedź „szybkich” obniżek stóp i raczej prezes Lagardę utrzyma ostrożną retorykę, w tym przekaz o zależności kolejnych decyzji od napływających danych.

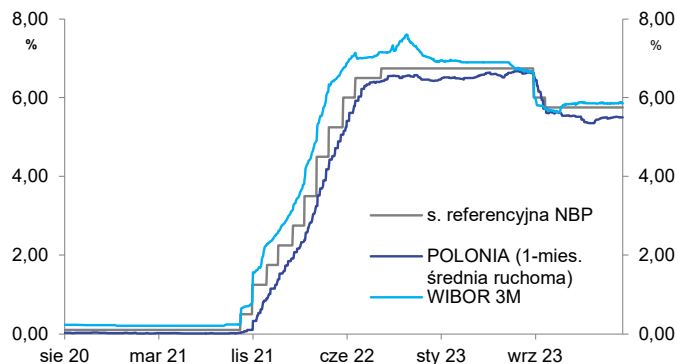
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 8 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Publikacja protokołu z posiedzenia RPP w marcu	kwi	-	-	-
środa 10 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Inflacja CPI	mar	3,2% r/r	3,4% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	mar	3,8% r/r	3,7% r/r	-
czwartek 11 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Inflacja CPI	mar	0,7% r/r	0,4% r/r	-
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych (st. depo / ref.)	kwi	4,00% / 4,50%	4,00% / 4,50%	4,00% / 4,50%
14:45	EMU	Konferencja prasowa prezes EBC po posiedzeniu rady EBC	kwi	-	-	-
piątek 12 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
04:00	CHN	Eksport	mar	7,1% r/r	-2,0% r/r	-
04:00	CHN	Import	mar	3,5% r/r	1,0% r/r	-
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	lut	1,179 mld EUR	0,780 mld EUR	0,887 mld EUR
poniedziałek 15 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Inflacja CPI (ost.)	mar	1,9% r/r (wst.)	-	1,9% r/r
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	lut	-6,7% m/m	-	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

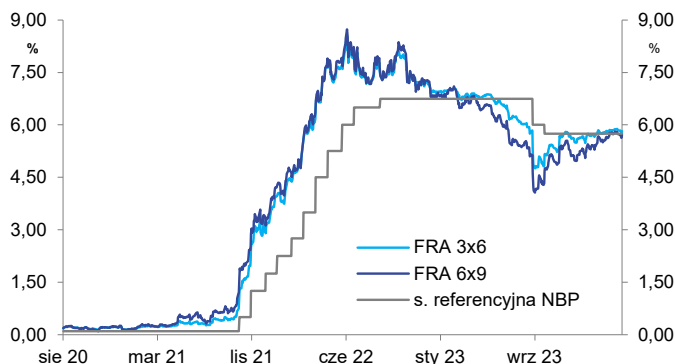
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



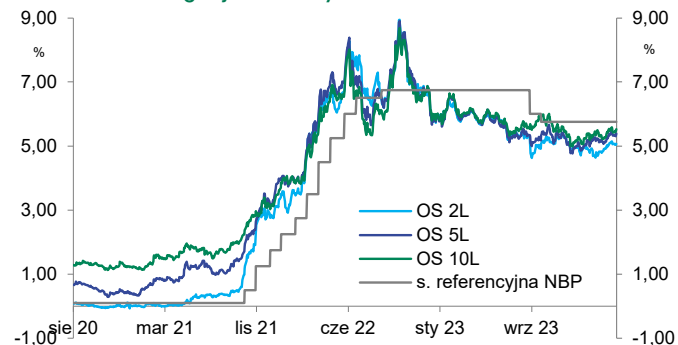
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



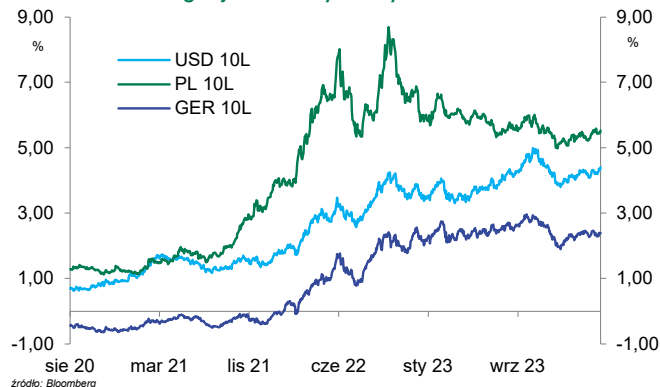
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



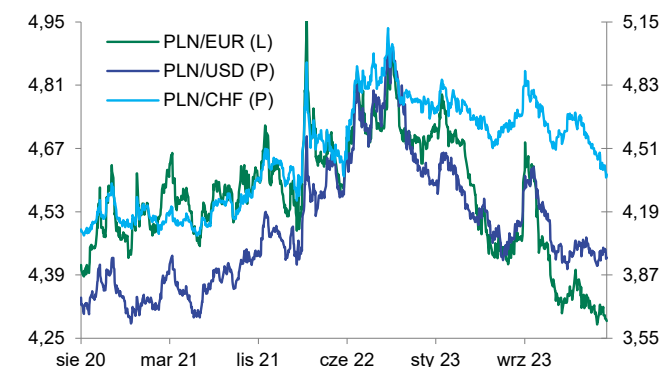
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



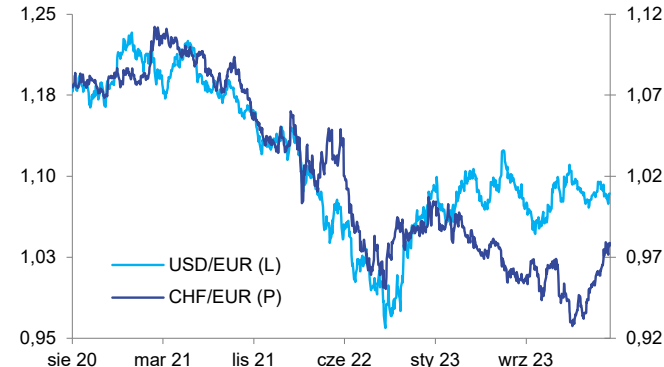
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



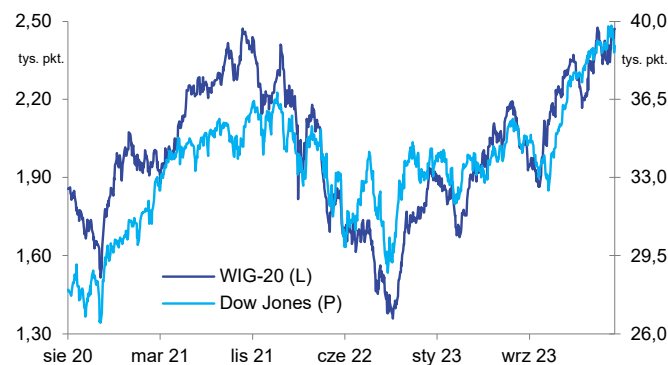
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



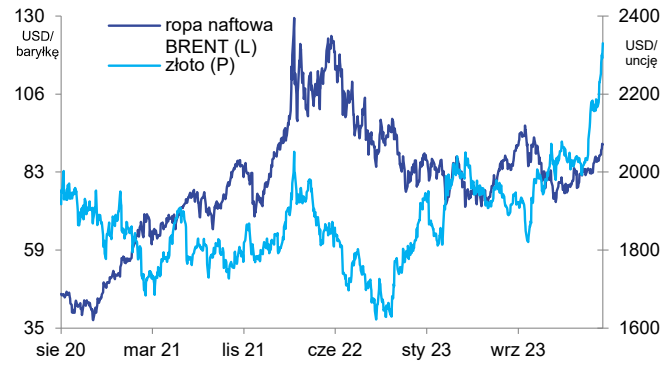
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

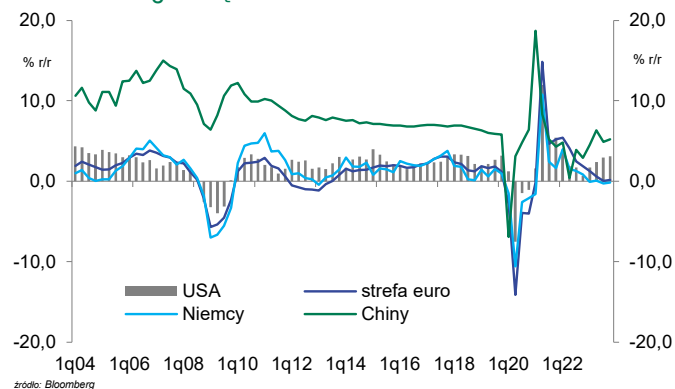
Ceny surowców



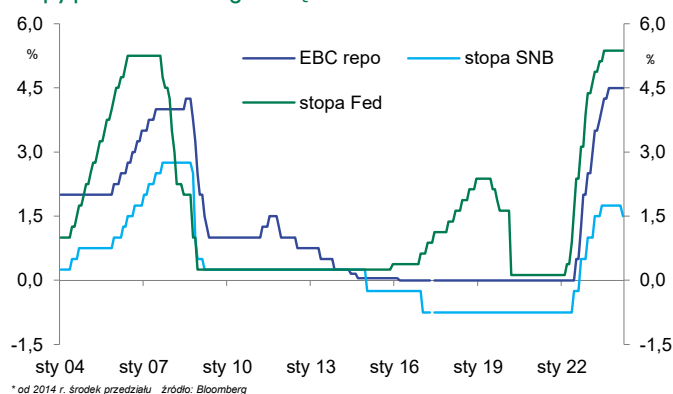
źródło: Bloomberg

Sfera realna

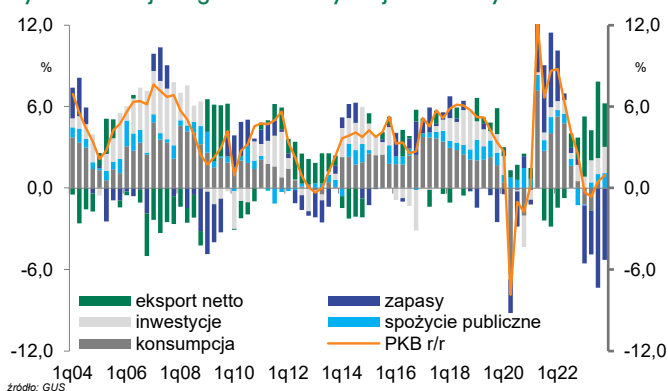
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



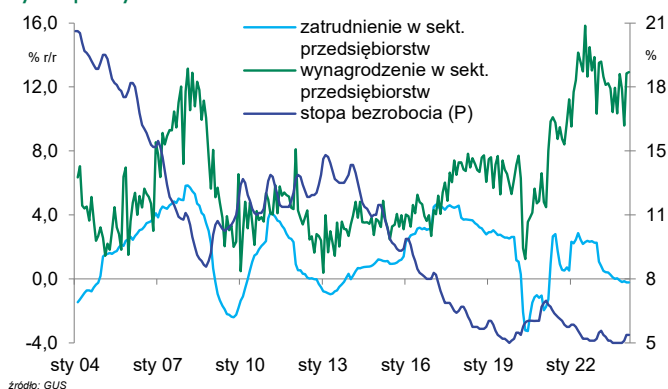
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



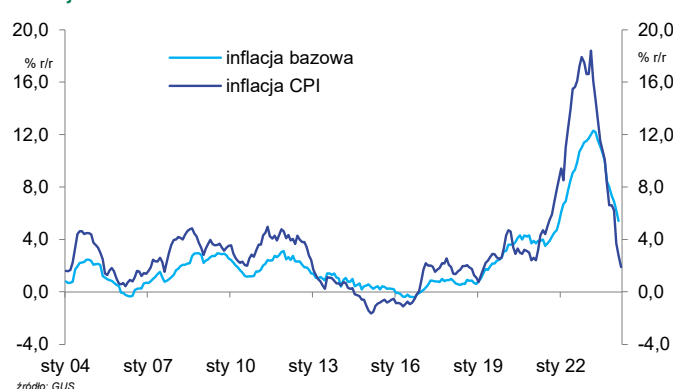
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



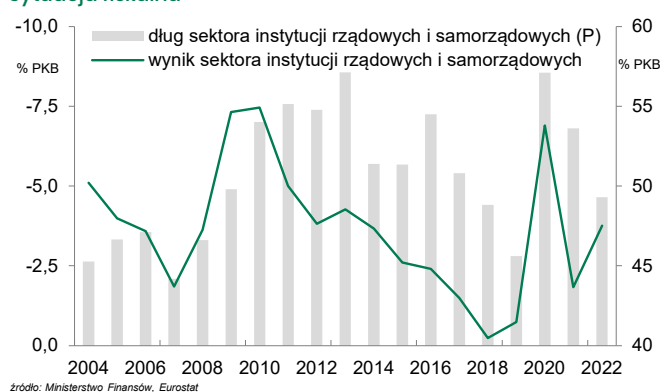
Rynek pracy



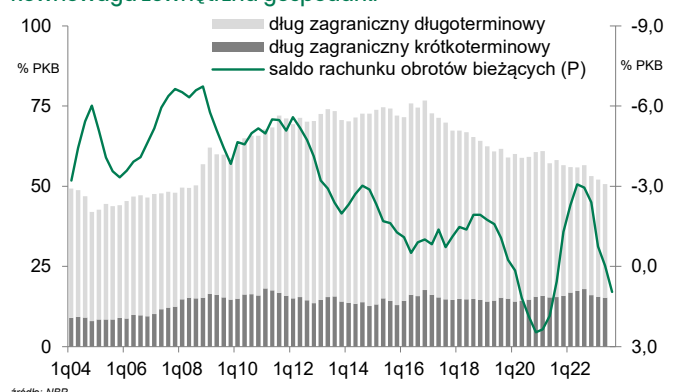
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.03.2024	29.03.2024	05.04.2024	30.04.2024	31.05.2024	30.06.2024
Stopa lombardowa NBP	%	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
Stopa referencyjna NBP	%	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Stopa depozytowa NBP	%	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	5,88	5,88	5,86	5,90	5,90	5,90
FRA 3x6	%	5,84	5,84	5,83	-	-	-
FRA 6x9	%	5,73	5,73	5,72	-	-	-
FRA 9x12	%	5,42	5,42	5,42	-	-	-
IRS 2L	%	5,45	5,45	5,48	-	-	-
IRS 5L	%	4,97	4,97	5,03	-	-	-
IRS 10L	%	5,02	5,02	5,11	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,07	5,07	5,06	5,05	5,00	4,95
Obligacje skarbowe 5L	%	5,32	5,32	5,38	5,30	5,25	5,15
Obligacje skarbowe 10L	%	5,43	5,43	5,53	5,44	5,40	5,30
PLN/EUR	PLN	4,30	4,30	4,29	4,33	4,33	4,35
PLN/USD	PLN	3,99	3,99	3,96	3,99	4,00	4,02
PLN/CHF	PLN	4,43	4,43	4,38	4,46	4,49	4,53
USD/EUR	USD	1,08	1,08	1,08	1,09	1,08	1,08
Stopa Fed	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25
Stopa repo EBC	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25
Stopa SNB	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,20	4,20	4,40	4,15	4,05	3,95
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,30	2,30	2,40	2,20	2,20	2,15

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.