

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

29 marca 2024

## Marcowa inflacja w Polsce poniżej 2%, co jednak nie zmieni konserwatywnego nastawienia RPP.

- Przedświadczeni, krótszy na wielu rynkach, tydzień mija pod znakiem ograniczonej zmienności notowań aktywów finansowych, po większych zmianach cen aktywów notowanych w poprzednich tygodniach.
- Przedświadczeni nastrój i przez większość tygodnia brak istotnych publikacji danych makroekonomicznych sprzyjały stabilizacji cen aktywów na większości rynków. W oczekiwaniu na najważniejsze wydarzenie tego tygodnia – piątkową publikację nt. wskaźnika inflacji PCE za luty oraz lutowych wydatków konsumentów na bazowych rynkach rentowności obligacji 10-letnich praktycznie nie zmieniły się od końca minionego tygodnia do czwartku (29.03) – w przypadku obligacji amerykańskich w okolicach 4,20% oraz 2,30% w przypadku obligacji niemieckich.
- Także na głównych rynkach akcji i rynku walutowym przeważały ograniczone zmiany. Globalny indeks rynku akcji MSCI lekko zyskał (- o 0,2%) w skali tygodnia do czwartku (28.03). W USA wzrost wyniósł 0,4%, a na rynkach wschodzących 0,2%. Nieco silniejszym wzrostem odznaczyły się rynki strefy euro notując do czwartku +0,9%.
- Kursy euro i dolara w relacji do koszyka walut praktycznie nie zmieniły się, Delikatnie dolar zyskał na wartości w relacji do euro notując pod koniec tygodnia poziom 1,79 dolara za euro.
- Na krajowym rynku finansowym działo się nieco więcej - jakby optymizm na globalnym rynku z minionego tygodnia dotarł na krajowy rynek z tygodniowym opóźnieniem. Do czwartku od początku tygodnia WIG zyskał na wartości solidne 2,2%, kurs złotego zyskał na wartości 0,2% w relacji do koszyka walut i na koniec tygodnia kształtuje się w okolicach 4,30% w relacji do euro i lekko poniżej 4,00% w relacji do dolara.
- Na krajowym rynku stopy procentowej bieżący tydzień przyniósł spadek rentowności obligacji. Do czwartku rentowności 10-latek spadły o 10 pkt. baz. w okolice 5,40%. Zapewne obok efektu opóźnionej reakcji wobec rynków bazowych czynnikiem wspierającym notowania polskich papierów skarbowych były rosnące oczekiwania na wyraźny spadek krajowej inflacji w marcu.
- Rynek się nie zawiódł i wstępny szacunek *flash* marcowej inflacji wyniósł 1,9% r/r - poniżej konsensusu rynkowego i naszej prognozy na poziomie 2,1% r/r oraz wyraźnie poniżej wyniku lutowego 2,8% r/r.
- Zgodnie z oczekiwaniami w marcu w kierunku wyraźnego spadku rocznego wskaźnika inflacji oddziaływał przede wszystkim dalszy spadek dynamiki rocznej cen żywności (efekt umiarkowanych bieżących zmian cen żywności w ujęciu m/m przy wysokich bazach odniesienia sprzed roku) oraz obniżająca się inflacja bazowa. Natomiast do niższego od oczekiwań odczytu przyczyniły się „po trochu” nieco niższe dynamiki cen żywności (lekki spadek m/m) i nośników energii (prawdopodobnie silniejszy od naszych oczekiwań spadek cen węgla).

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

Szacujemy, że inflacja bazowa spadła w marcu do 4,6-4,7% (wobec 5,4%), czyli do poziomów oczekiwanych przed dzisiejszą publikacją *flash*. Według naszych szacunków marcowa inflacja może zostać skorygowana w górę do 2,0%, gdyż w szacunku *flash* kształtuje się w okolicach 1,95% r/r.

- Tym samym wskaźnik bieżącej inflacji kształtuje się poniżej celu inflacyjnego NBP na poziomie 2,5% i pokonał kolejną psychologiczną barierę – tym razem na poziomie 2%. Niemniej pomimo bardzo niskiej inflacji trudno oczekiwać znaczącej zmiany w dotychczasowym konserwatywnym przekazie RPP. Po pierwsze, niemal na pewno marcowa inflacja to lokalne minimum inflacji i w kolejnych miesiącach inflacja wzrośnie. W związku z deklaracją Ministerstwa Finansów dot. przywrócenia z początkiem kwietnia podstawowej stawki VAT na żywność do poziomu 5% (z dotychczasowych 0%), kwietniowy wskaźnik CPI najprawdopodobniej powróci powyżej poziomu 2,5%. Natomiast sygnalizowane przez Ministerstwo Klimatu i Środowiska (póki co bez szczegółów) planowane podwyższenie opłat za energię elektryczną, gaz i ciepło przyniesie w połowie roku dalszy wzrost wskaźnika CPI powyżej 4%. Po drugie, zapewne tak jak dotychczas, większość członków RPP eksponować będzie fakt utrzymującej się podwyższonej inflacji bazowej, w tym inflacji cen usług oraz ryzyko dla inflacji w średnim terminie wobec wysokiej dynamiki płac oraz perspektywy ożywienia aktywności krajowej gospodarki.

- Wobec powyższych argumentów nie sądzimy by na kwietniowym posiedzeniu RPP, które odbędzie się w poświęconym tygodniu (niestandardowo w środę i czwartek), RPP istotnie zmieniła dotychczasową konserwatywną retorykę. Prezes NBP zapewne wskaże na to, że marcowy spadek inflacji był oczekiwany i że aktualne są wspomniane ryzyka dla inflacji w średniej perspektywie. Jednocześnie wobec wstrzeźliwości prezesa NBP podczas marcowej konferencji co do deklaracji nt. perspektyw polityki monetarnej w II połowie roku, trudno w tym obszarze oczekiwać konkretnych deklaracji prezesa.

- W poświęconym tygodniu sytuację na rynkach zdeterminuje wydarzenie z końca bieżącego tygodnia – dzisiejsza publikacja lutowego wskaźnika dynamiki cen PCE oraz lutowe wydatki konsumentów w USA. Po ostatnich niespodziankach w postaci wyższej od oczekiwań inflacji w USA, publikacja preferowanej przed FOMC miary inflacji będzie kluczowa dla szacunków momentu pierwszej obniżki stóp Fed. W przyszłym tygodniu kontynuowana będzie seria publikacji istotnych dla polityki monetarnej Fed – istotne z punktu widzenia kształtowania się inflacji w średnim okresie dane dotyczące rynku pracy w USA za marzec (zatrudnienie, dynamika płac) oraz wskaźniki koniunktury ISM.

- W przypadku strefy euro uwaga rynkowa skupi się na marcowym wstępnym szacunku inflacji HICP, z kolei z punktu widzenia oceny koniunktury w strefie euro istotne będą m.in. dane nt. lutowej produkcji i zamówień w przemyśle w Niemczech. Tradycyjnie z początkiem miesiąca opublikowany zostanie szereg wskaźników koniunktury w Chinach.

- W Polsce po obfitujących w publikacje ostatnich dwóch tygodniach – w kalendarzu na przyszły tydzień znajduje się jedynie marcowy wskaźnik koniunktury PMI w przemyśle.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (3-4 kwietnia)**

Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie **5,75%**. Pomimo niskiego odczytu marcowej inflacji nie oczekujemy znaczącej zmiany w dotychczasowym konserwatywnym przekazie RPP. Zapewne tak jak dotychczas, większość członków RPP eksponować będzie perspektywę wzrostu inflacji w kolejnych miesiącach, utrzymującą się podwyższoną inflację bazową, w tym inflację cen usług oraz ryzyko dla inflacji w średnim terminie wobec wysokiej dynamiki płac oraz perspektywy ożywienia aktywności krajowej gospodarki. Prezes NBP podczas konferencji prasowej zapewne wskaże, że marcowy spadek inflacji był oczekiwany i że aktualne są ryzyka dla inflacji w średniej perspektywie. Jednocześnie wobec wstrzeźliwości prezesa NBP podczas marcowej konferencji co do deklaracji perspektyw polityki monetarnej w II połowie roku, trudno oczekiwać konkretnych deklaracji w tym zakresie.

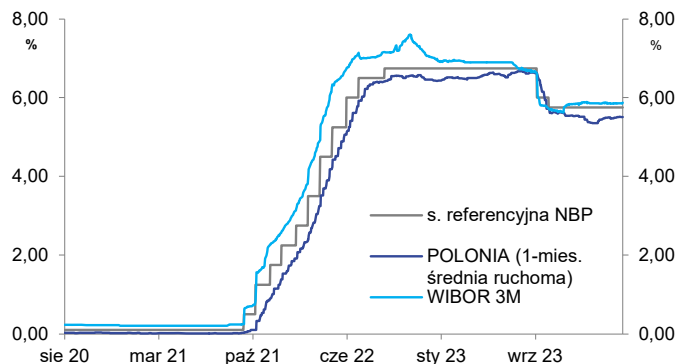
## Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

piątek 29 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
13:30	US	Dochody gospodarstw domowych	lut	1,0% m/m	0,4% m/m	-
13:30	US	Wydatki gospodarstw domowych	lut	0,2% m/m	0,5% m/m	-
13:30	US	Wskaźnik inflacji PCE	lut	2,4% r/r	2,5% r/r	-
13:30	US	Wskaźnik bazowy inflacji PCE	lut	2,8% r/r	2,8% r/r	-
niedziela 31 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł / usługi	mar	49,1 pkt. / 51,4 pkt.	50,1 pkt. / 51,6 pkt.	-
poniedziałek 1 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	mar	50,9 pkt.	50,8 pkt.	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	mar	47,8 pkt.	48,4 pkt.	-
wtorek 2 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł	mar	47,9 pkt.	47,9 pkt.	47,5 pkt.
środa 3 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	mar	52,5 pkt.	pkt.	-
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	mar	2,6% r/r	2,6% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	mar	3,1% r/r	3,0% r/r	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	mar	52,6 pkt.	52,8 pkt.	-
czwartek 4 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
-	PL	<b>Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych (st. ref. NBP)</b>	kwi	5,75%	5,75%	5,75%
13:30	EMU	Publikacja <i>minutes</i> z posiedzenia EBC	mar	-	-	-
piątek 5 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	lut	-11,3% m/m	0,5% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	lut	-0,1% m/m	-0,3% m/m	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	mar	275 tys.	200 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	mar	3,9%	3,9%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	mar	4,3% r/r	4,1% r/r	-
15:00	PL	<b>Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP</b>	kwi	-	-	-
poniedziałek 8 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	lut	1,0% m/m	-	-

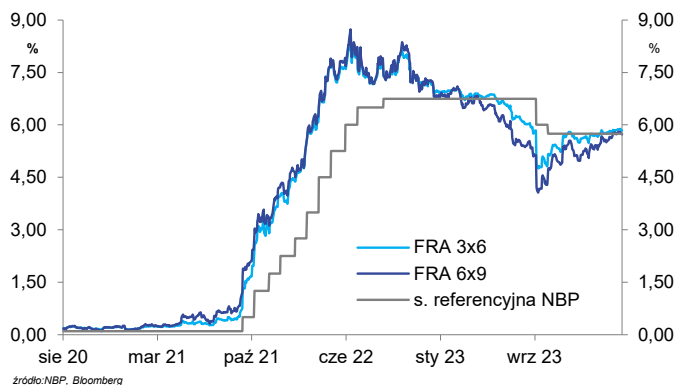
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

## Rynki finansowe

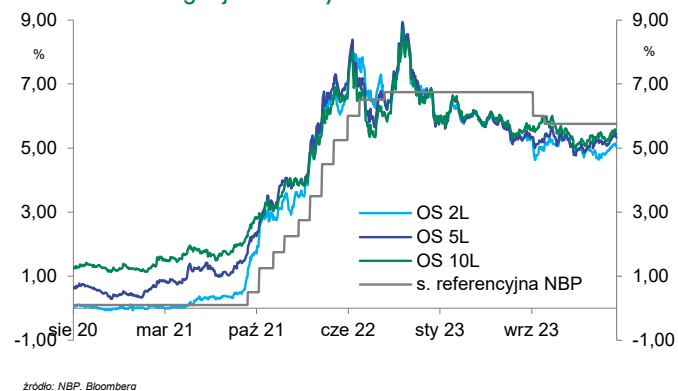
### Krajowe stopy procentowe



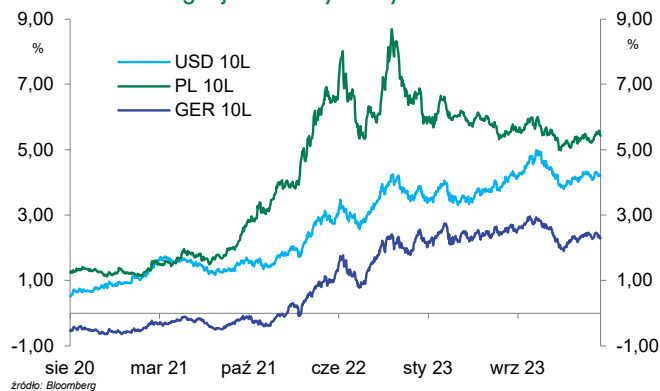
### Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



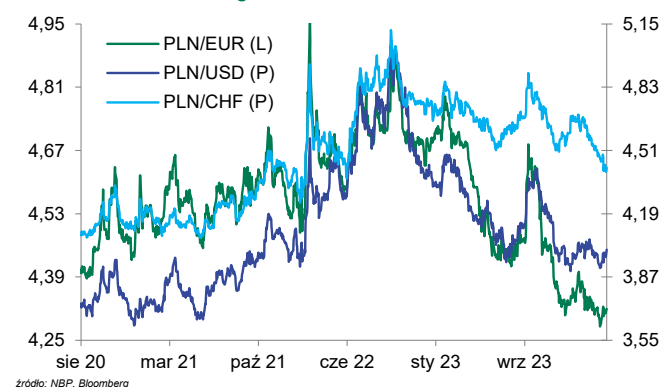
### Rentowności obligacji skarbowych - Polska



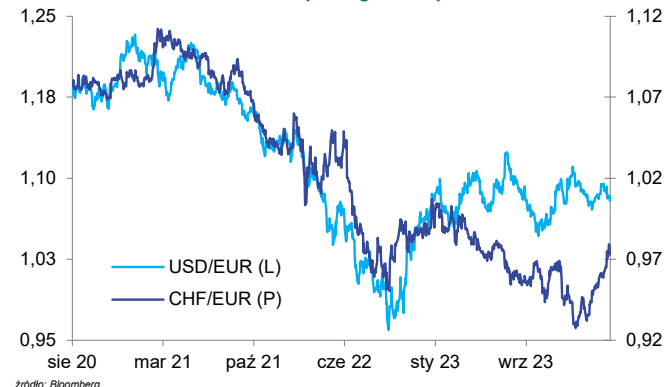
### Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



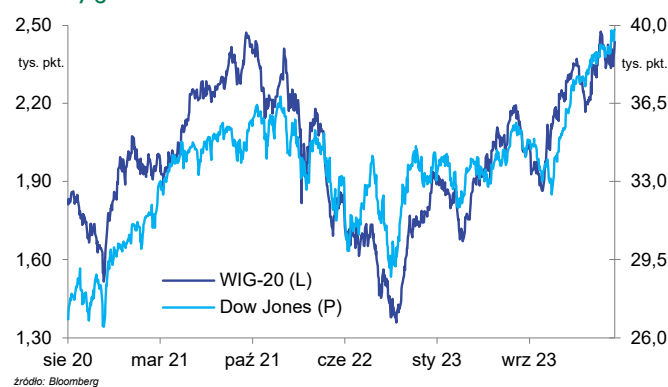
### Notowania kursu złotego



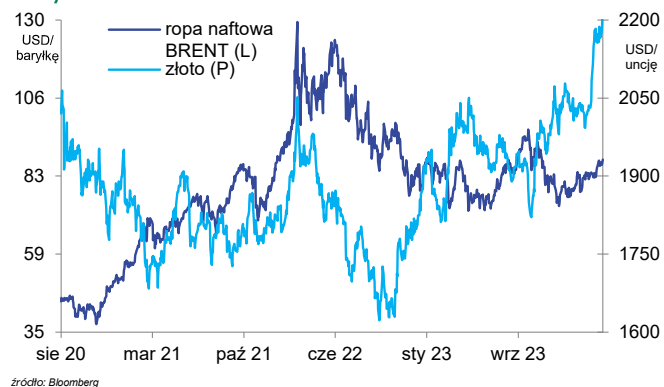
### Notowania kursów walut na rynku globalnym



### Indeksy giełtowe

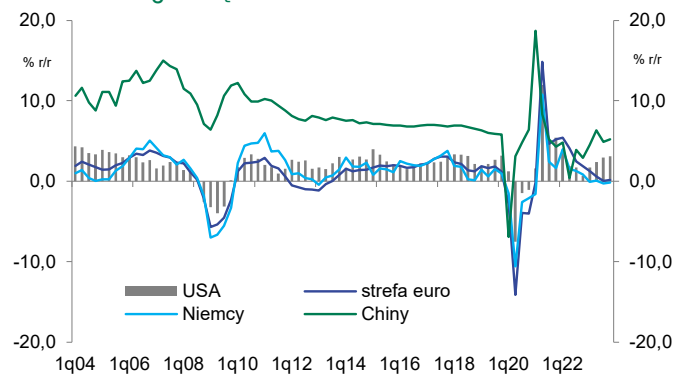


### Ceny surowców

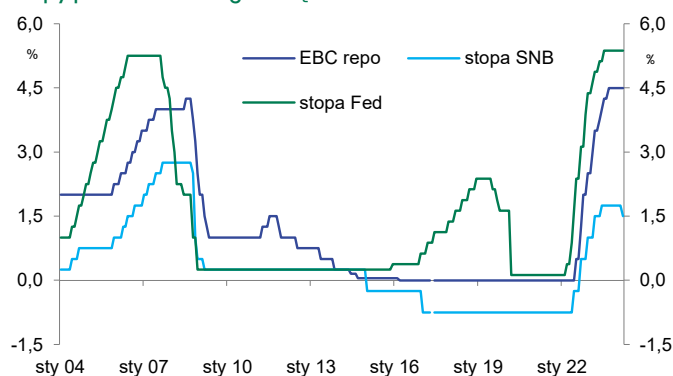


## Sfera realna

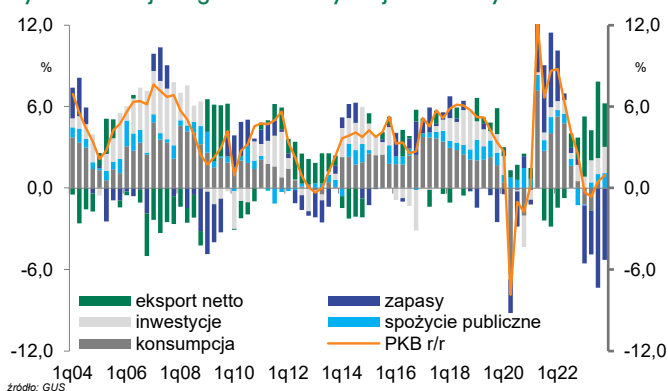
### Wzrost PKB za granicą



### Stopy procentowe za granicą



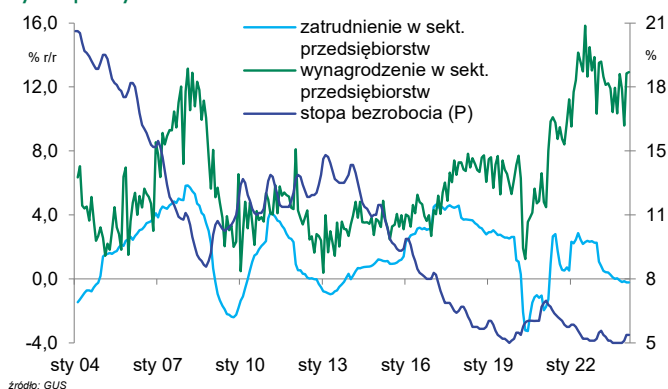
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



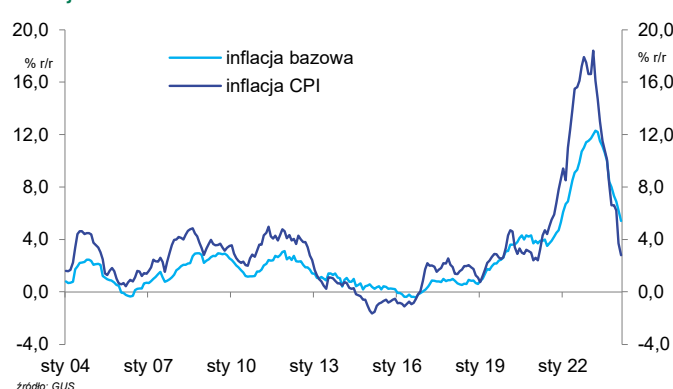
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



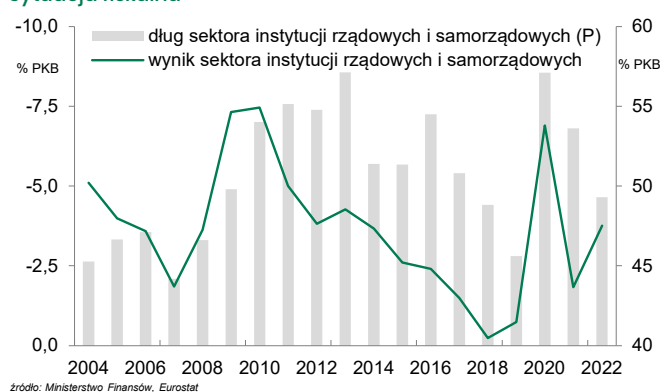
### Rynek pracy



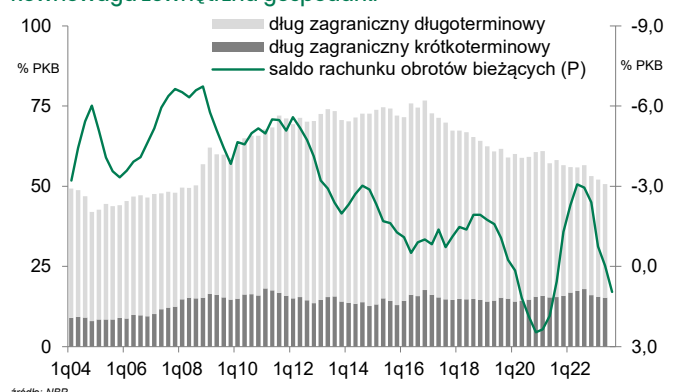
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		29.02.2024	19.03.2024	26.03.2024	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	%	5,86	5,86	5,86	5,90	5,90	5,90
Obligacje skarbowe 2L	%	4,85	5,07	5,11	5,05	5,00	4,95
Obligacje skarbowe 5L	%	5,18	5,33	5,43	5,30	5,25	5,15
Obligacje skarbowe 10L	%	5,30	5,48	5,54	5,44	5,40	5,30
PLN/EUR	PLN	4,32	4,32	4,31	4,33	4,33	4,35
PLN/USD	PLN	3,98	3,99	3,97	3,99	4,00	4,02
PLN/CHF	PLN	4,53	4,49	4,40	4,51	4,51	4,53
USD/EUR	USD	1,08	1,09	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	%	1,75	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,25	4,29	4,23	4,05	4,00	3,95
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,41	2,45	2,35	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: 000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.