

KOMENTARZ TYGODNIOWY

11 marca 2024

Przybliża się perspektywa obniżki stóp Fed i EBC, znacznie odleglejszy horyzont obniżenia stóp NBP.

- Podczas ubiegłotygodniowego [posiedzenia RPP](#) utrzymała, zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami, stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 5,75%.
- Choć podczas konferencji prasowej prezes NBP odmówił powtórzenia swojej opinii sprzed miesiąca, że „nie sądzi, aby w br. w Radzie powstała większość gotowa poprzeć obniżkę stóp”, niemniej nie sądzimy, aby oznaczało to zmianę oceny nastawienia większości Rady co do perspektyw polityki monetarnej NBP. W świetle całości przekazu z konferencji prasowej lekką korektę narracji prezesa NBP interpretujemy jako objaw większej rezerwy prezesa NBP wobec powtórzenia jednoznacznej deklaracji, w szczególności wobec komunikowanej jednocześnie zależności decyzji RPP od napływających danych, lub jako objaw pewnych problemów komunikacyjnych wewnątrz Rady.
- W trakcie konferencji prasowej prezes NBP ponownie bardzo mocno podkreślił niepewność dot. ścieżki inflacyjnej w II poł. br., zależnej od decyzji administracyjnych (VAT na żywność, odmrożenie cen nośników energii). Prezes NBP podkreślał, że w I poł. br. inflacja generalnie „jest w celu inflacyjnym”, ale ryzyko dla inflacji w kolejnych miesiącach jest bardzo wysokie, stąd Rada nie może, wg prezesa, uznać bieżącej sytuacji za bezpieczną.
- Na marcowym posiedzeniu Rada zapoznała się z wynikami najnowszej projekcji inflacyjnej. Odzwierciedleniem niepewności związanej z decyzjami administracyjnymi jest przedstawienie prognozy inflacji w dwóch wariantach, tj. prognozy utrzymania wskaźnika CPI w okolicach 3,0% w sytuacji utrzymania dotychczasowych działań osłonowych (ścieżka bazowa inflacji w najnowszej projekcji), jak również wzrostu inflacji do ponad 8,0% r/r w II poł. br. w sytuacji całkowitego wycofania się z dotychczasowych działań. W obu scenariuszach nie różni się natomiast istotnie inflacja bazowa, która w całym horyzoncie projekcji (tj. do 2026 r.) nie spada poniżej poziomu 3,5% r/r.
- Biorąc pod uwagę naszą ocenę niskiego prawdopodobieństwa scenariusza braku podwyżek cen regulowanych w całym horyzoncie projekcji, uważamy, że prawdopodobieństwo obniżki stóp nie zwiększyło się wobec lutego. Z tego względu podtrzymujemy prognozę bazową stabilizacji stóp procentowych NBP na obecnym poziomie do końca 2024 r.
- W naszej ocenie podczas konferencji prasowej prezes NBP nawet zaadresował pewne czynniki, które mogłyby być odbierane jako proobniżkowe tj. aprecjację złotego oraz luzowanie polityki pieniężnej Fed i EBC. Prezes NBP powiedział, że „Rada jest zadowolona z umocnienia złotego” jak również, że „dla RPP obniżki FED i ECB nie będą przesłanką dla obniżek stóp”.
- Scenariusz stopniowego luzowania polityki pieniężnej w USA i strefie euro wzmocniły natomiast w ubiegłym tygodniu wystąpienie prezesa Powella przed

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

Kongresem USA oraz wypowiedzi prezes Lagarde podczas konferencji prasowej po posiedzeniu EBC.

- Podczas ubiegłotygodniowego posiedzenia [rada EBC](#) utrzymała, zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami, stopy procentowe na niezmienionym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 4,50% i stopę depozytową na poziomie 4,00%. Generalnie, zgodnie z wypowiedziami Lagarde, rada EBC zaczęła dyskusję nt. łagodzenia polityki pieniężnej, jednak nie dyskutowała nt. obniżki na marcowym posiedzeniu. W ocenie członków rady proces dezinflacji postępuje, co daje więcej pewności co do średnioterminowych perspektyw inflacji w kierunku celu, niemniej wciąż rada potrzebuje więcej tej pewności co do tempa spadku inflacji.
- W tym kontekście prezes EBC nieco precyzyjniej niż dotychczas wskazała na potencjalne ramy czasowe kolejnych decyzji, mówiąc, że „nieznacznie więcej” takich informacji rada będzie znała na posiedzeniu w kwietniu, natomiast „dużo więcej” danych będzie dostępnych przed posiedzeniem czerwcowym. Tym samym, choć nie wprost, prezes EBC jako niskie oceniła prawdopodobieństwo obniżki stóp na najbliższym posiedzeniu i jako pierwszy prawdopodobny termin takiej decyzji wskazała posiedzenie czerwcowe, zgodnie z naszym bazowym scenariuszem obniżki stóp w czerwcu o 25 pkt. baz.
- W podobnym tonie wypowiadał się prezes Fed, który wskazał na postępujący proces dezinflacji w gospodarce, na prawdopodobne łagodzenie polityki pieniężnej „w pewnym momencie w bieżącym roku”. Jednocześnie powtórzył przekaz z konferencji prasowej w styczniu, że ten moment jeszcze nie nastąpił i komitet będzie analizował napływające dane makroekonomiczne, aby upewnić się co do trwałości trendu spadkowego inflacji.
- Choć perspektywy polityki pieniężnej Fed oraz EBC nie zmieniły się wobec oczekiwań sprzed tygodnia, to generalnie te wystąpienia zostały przez rynki odebrane pozytywnie, co pozwoliło na dalsze spadki rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. Rentowności 10-latek amerykańskich spadły w minionym tygodniu o 10 pkt. baz., z kolei papierów niemieckich o 14 pkt. baz. oddalając się już silnie wobec dotychczasowych lokalnych maksimów.
- Na sytuację rynkową nie wpłynęły natomiast publikacje danych makroekonomicznych, być może dlatego, że pewne niespodzianki nie miały jednoznacznego wydźwięku. Z jednej strony w lutym liczba nowych etatów w USA pozostała bardzo mocna i dodatkowo zaskoczyła wyraźnie *in plus* rosnąc o 275 tys., z drugiej korekty za 2 poprzednie miesiące ostatecznie obniżyły skalę wcześniejszego wzrostu łącznie o ok. 150 tys. Dodatkowo lutowy wzrost stopy bezrobocia o 3,9% wynikał ze spadku zatrudnienia wg ocen ankietowych wśród gospodarstw domowych. Po wyraźnym spadku długości tygodnia pracy w styczniu, w lutym ten wskaźnik lekko poprawił się, obniżyła się także dynamika płac do 4,3% r/r, wciąż jednak pozostając na relatywnie mocnym poziomie. Wyniki ankiety JOLTS w USA dot. nieobsadzonych miejsc pracy wskazały na lekki spadek ich liczby, wciąż jednak utrzymujący się zdecydowanie powyżej poziomów sprzed pandemii.
- Pozostałe dane nie wskazały także na istotne zmiany sytuacji gospodarczej. Indeks ISM w usługach lekko obniżył się do 52,6 pkt., pozostając jednak w dotychczasowym wąskim przedziale zmienności. Po słabych grudniowych

danych dot. sprzedaży detalicznej w strefie euro czy też sytuacji w przemyśle Niemiec indeksy styczniowe odreagowały pozytywnie, nie wskazując jednak jeszcze na silniejsze trwalsze przyspieszenie, a raczej właśnie na odreagowanie zmienności danych miesięcznych.

- W Chinach, odczyt indeksu koniunktury w usługach nie zaskoczył, utrzymując się na silniejszych poziomach dzięki ożywieniu aktywności turystycznej w okresie noworocznym dzięki zniesieniu restrykcji epidemicznych. Ważniejszą informacją były natomiast decyzje w zakresie polityki gospodarczej w Chinach stawiające w 2024 r. cel wzrostu PKB o 5,0% i tym samym planujące (dla osiągnięcia tego celu) dodatkowe wsparcie z tytułu polityki fiskalnej (utrzymanie relatywnie wysokiego poziomu deficytu budżetowego) oraz monetarnej.
- Choć globalny indeks cen akcji MSCI nie zmienił się w skali tygodnia, a indeks dla USA lekko obniżył się, to wzrosty indeksów w strefie euro oraz dla rynków wschodzących (o 0,8% dla indeksu MSCI) wskazują na lekką poprawę globalnych nastrojów. Z tą oceną jest także spójne wzmocnienie notowań euro (o 0,5% w relacji do koszyka walut) i osłabienie dolara (o 0,7%) skutkujące wzrostem kursu euro wobec dolara do 1,095 USD/EUR na koniec tygodnia.
- Na rynku krajowym generalne niezłe nastroje globalne pomogły złotemu, który wzmocnił się o 0,7% w relacji do koszyka walut i zbliżył do poziomu 4,30 PLN/EUR (chwilowo nawet ten poziom przebijając). Spadek indeksu WIG w większym stopniu wynikał zapewne natomiast z korekcyjnych dostosowań przy notowanych od kilku tygodni bardzo silnych zmianach wskaźnika.
- Spadki rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych w ograniczonym stopniu pomogły natomiast polskim obligacjom. Spadki rentowności ograniczały zapewne dalsze wzrosty stawek FRA (w dłuższych terminach) oraz IRS w warunkach utrzymującego się restrykcyjnego stanowiska RPP.
- Biorąc pod uwagę, jak istotne znacznie dla ścieżki inflacji mają decyzje regulacyjne w II i III kw., zapewne ograniczony wpływ na sytuację rynkową będzie miała publikacja w tygodniu bieżącym lutowego wskaźnika inflacji (oraz korekty wskaźnika styczniowego). Oczekujemy spadku lutowej inflacji do 3,2% r/r. W naszej ocenie kluczowe będą dane dot. kształtowania się inflacji bazowej w styczniu i lutym, które obrazując szerokość (kategorie) i wysokość corocznych podwyżek cen będą ważną informacją dot. skali presji inflacyjnej przy z jednej strony wygasających szokach surowcowych, ale z drugiej strony utrzymującej się presji kosztowej na rynku pracy.
- Z pewnością dla inwestorów (także na rynku krajowym) ważniejsza będzie publikacja lutowego wskaźnika w USA silniej wpływającego na decyzje FOMC w najbliższych miesiącach.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Wskaźnik inflacji w lutym (15 marca)**

Prognozujemy, że w lutym wskaźnik inflacji CPI obniżył się do 3,2% r/r wobec 3,9% r/r stycznia. Według naszych szacunków w lutym w kierunku spadku rocznego wskaźnika inflacji oddziaływał przede wszystkim dalszy spadek dynamiki rocznej cen żywności (efekt umiarkowanych zmian cen żywności w ujęciu m/m przy wysokich bazach odniesienia sprzed roku) oraz obniżająca się inflacja bazowa – głównie efekt hamowania wzrostu cen towarów przy wysokich efektach statystycznej bazy odniesienia sprzed roku. **Szacujemy, że wskaźnik inflacji bazowej wyniósł w lutym 5,6% wobec prognozowanego w styczniu 6,4% i wobec 6,9% w grudniu 2023 r.**

Tradycyjnie przy okazji publikacji wskaźnika CPI za luty zostanie opublikowany ostateczny wynik CPI za styczeń (w oparciu o nowy system wag). W historii danych od 2005 r. korekty styczniowego wskaźnika wahały się od (-0,3) do +0,6 pkt. proc., przy średniej korekcie -0,08 pkt. proc. Przed rokiem ostateczny wskaźnik inflacji za styczeń 2023 r. został podwyższony aż o 0,6 pkt. proc. w stosunku do wstępnej publikacji. Był to dotychczas jeden z dwóch przypadków korekty w górę styczniowej inflacji wobec szacunku *flash* w następstwie zmian koszyka inflacyjnego, niemniej przy bardzo silnym wzroście dynamiki cen żywności i energii

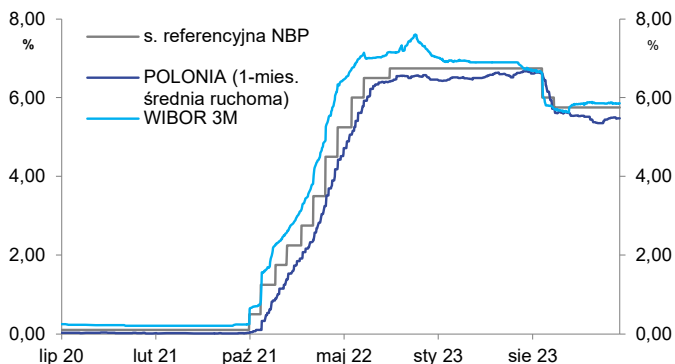
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 12 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
13:30	US	Inflacja CPI	lut	3,1% r/r	3,1% r/r	-
13:30	US	Inflacji CPI – wskaźnik bazowy	lut	3,9% r/r	3,7% r/r	-
środa 13 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	sty	2,6% m/m	-1,7% m/m	-
czwartek 14 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
13:30	US	Sprzedaż detaliczna	lut	-0,8% m/m	0,8% m/m	-
piątek 15 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Inflacja CPI (wst.)	lut	3,9% r/r (wst.)	3,2% r/r	3,2% r/r
10:00	PL	Inflacja CPI (ost.)	sty	3,9% r/r (wst.)	-	-
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	sty	-0,024 mld EUR	1,432 mld EUR	2,490 mld EUR
14:15	US	Produkcja przemysłowa	lut	-0,1% m/m	0,0% m/m	-
poniedziałek 18 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
04:00	CHN	Produkcja przemysłowa	lut	6,8% r/r	5,0% r/r	-
04:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	lut	7,4% r/r	5,0% r/r	-
04:00	CHN	Inwestycje	sty-lut	3,0% r/r	3,2% r/r	-
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	sty	6,9% r/r	6,2% r/r	6,4% r/r
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	lut	-	5,4% r/r	5,6% r/r

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

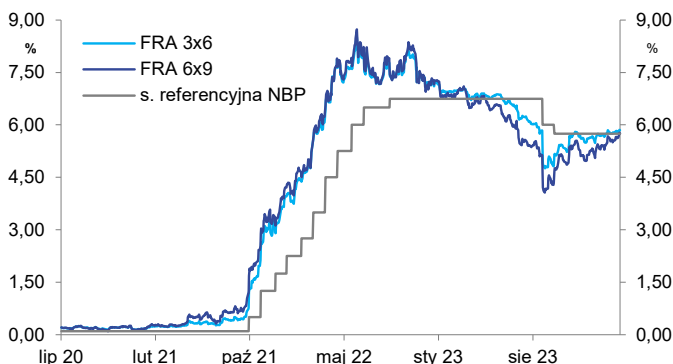
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



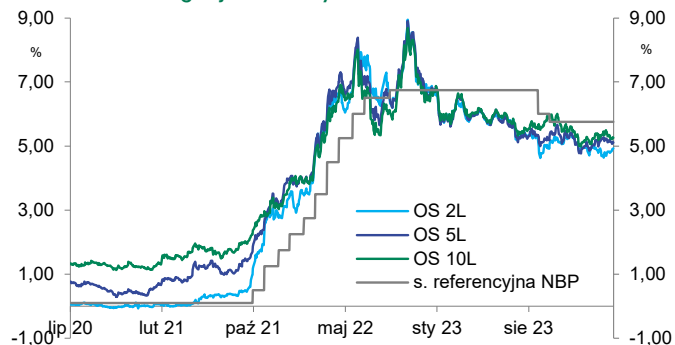
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



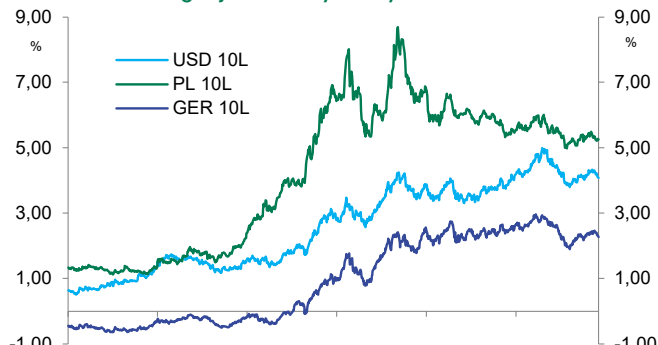
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



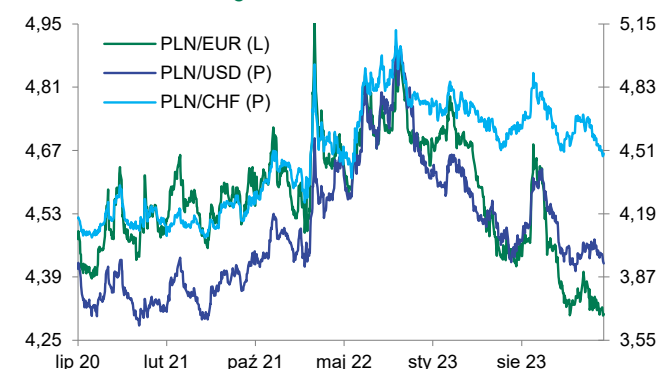
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



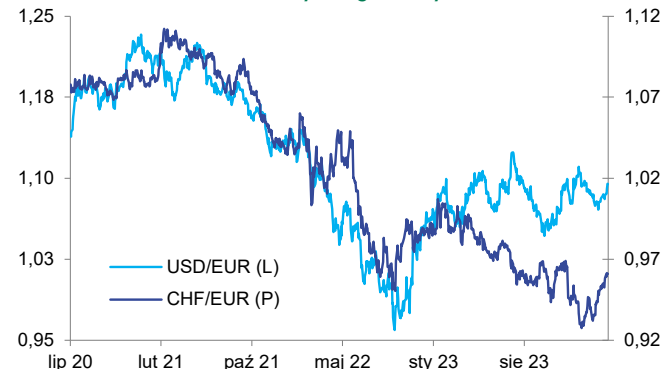
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



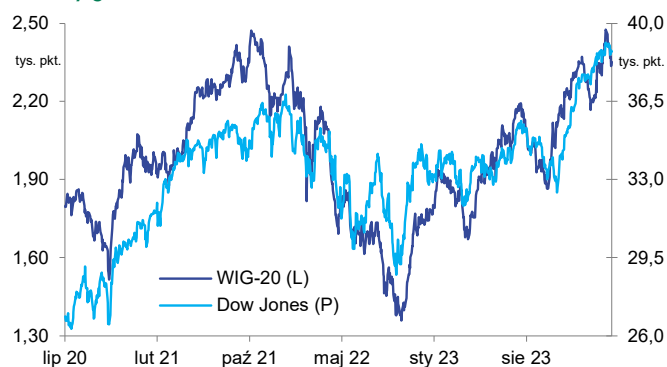
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



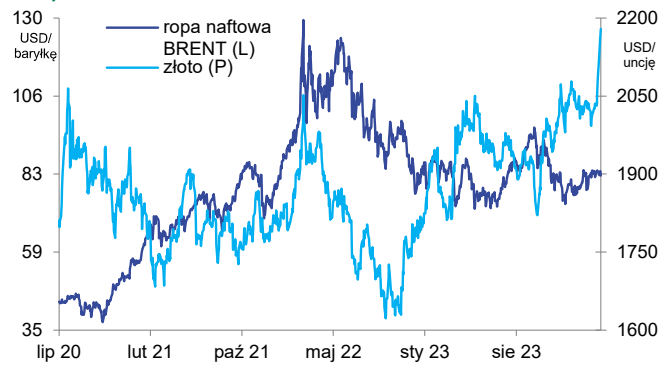
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



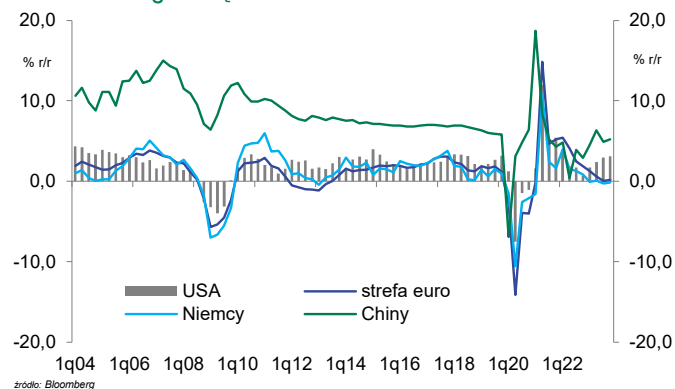
źródło: Bloomberg

2024-03-11

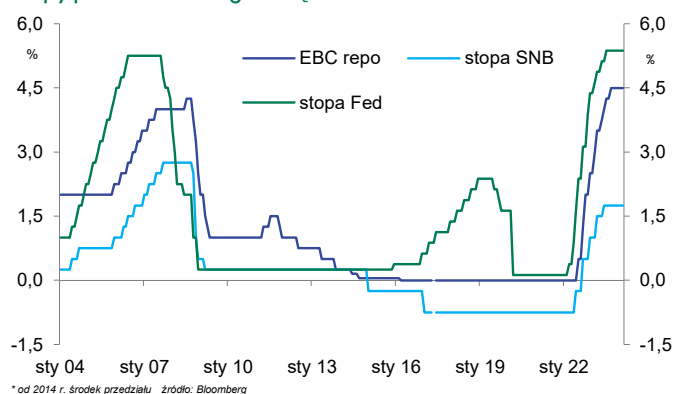
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

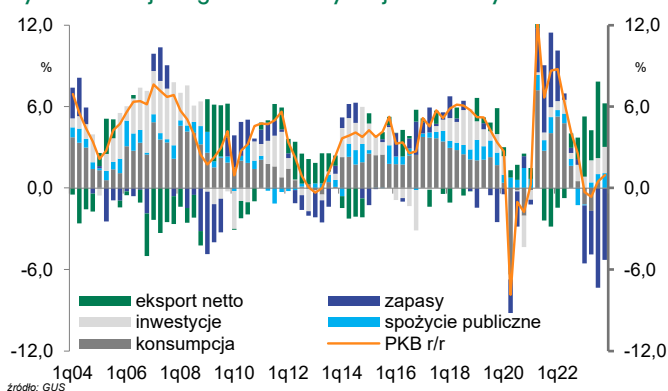
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



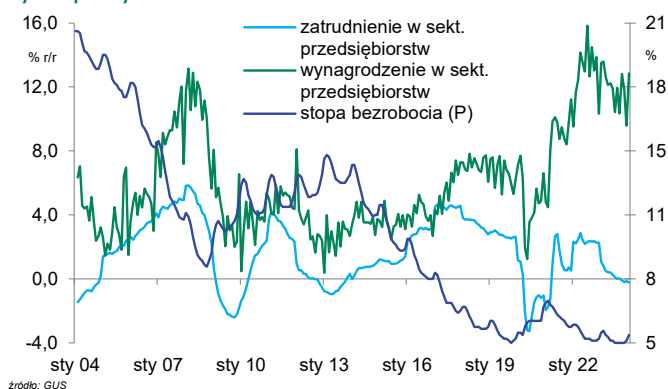
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



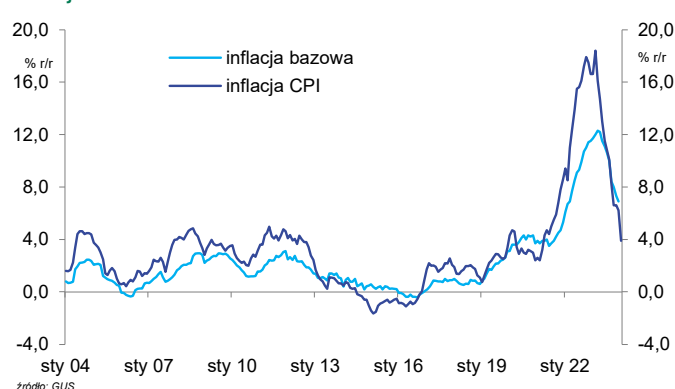
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



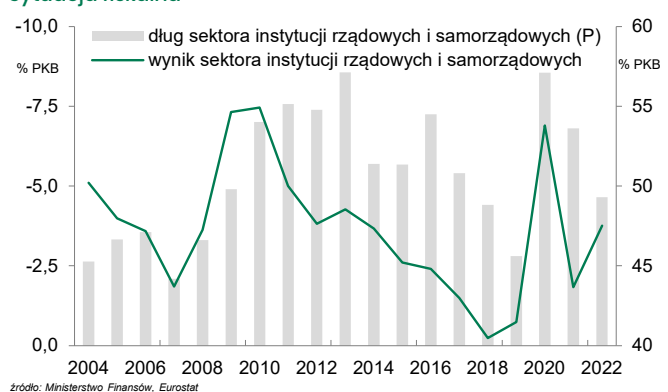
Rynek pracy



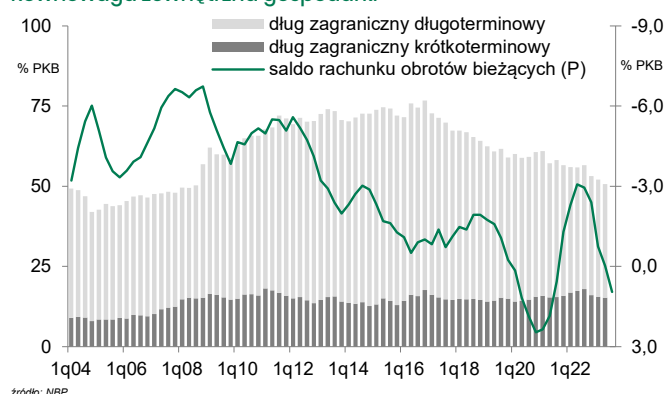
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		29.02.2024	01.03.2024	08.03.2024	31.03.2024	30.04.2024	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	5,85	5,86	5,90	5,90	5,90
FRA 3x6	%	5,83	5,79	5,85	-	-	-
FRA 6x9	%	5,66	5,62	5,76	-	-	-
FRA 9x12	%	5,36	5,33	5,44	-	-	-
IRS 2L	%	5,36	5,35	5,43	-	-	-
IRS 5L	%	4,84	4,81	4,85	-	-	-
IRS 10L	%	4,90	4,86	4,87	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,85	4,85	4,93	4,90	4,95	4,90
Obligacje skarbowe 5L	%	5,18	5,14	5,11	5,15	5,10	5,05
Obligacje skarbowe 10L	%	5,30	5,23	5,26	5,30	5,25	5,15
PLN/EUR	PLN	4,32	4,32	4,31	4,33	4,35	4,37
PLN/USD	PLN	3,98	3,99	3,94	3,99	4,01	4,04
PLN/CHF	PLN	4,53	4,51	4,49	4,58	4,60	4,61
USD/EUR	USD	1,08	1,08	1,09	1,09	1,09	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	1,75	1,75	1,75	1,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,25	4,18	4,08	4,10	4,05	3,95
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,41	2,41	2,27	2,25	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 jakiejkolwiek 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.