

KOMENTARZ TYGODNIOWY

15 kwietnia 2024

Marcowa inflacja w USA oddaliła obniżki stóp w USA, EBC „zapowiedział” obniżkę stóp w czerwcu.

- Miniony tydzień przyniósł kolejną przecenę obligacji skarbowych po publikacji wyższego od oczekiwań wskaźnika marcowej inflacji CPI w USA. Ten trend w niewielkim stopniu i tylko na rynku europejskim zahamowało [posiedzenie rady EBC](#), na którym *de facto* zapowiedziano redukcję stóp w czerwcu.
- W marcu wskaźnik bazowy inflacji CPI w USA utrzymał się na poziomie 3,8% r/r, wbrew oczekiwaniom na lekki spadek. Dane marcowe oraz za styczeń i luty w ujęciu zmian miesięcznych wskazują na wyraźne odbicie inflacji po jej obniżeniu w IV kw. ub.r. Co więcej, w marcu, wyraźnie wzrósł indeks inflacji bazowej wykluczający ceny zakwaterowania – ważna dla FOMC miara inflacji.
- Wyraźne i obejmujące szereg kategorii dóbr i usług odbicie inflacji w połączeniu z silniejszymi od prognoz danymi z amerykańskiego rynku pracy poskutkowało nasileniem oczekiwań na odsunięcie w czasie redukcji stóp procentowych Fed. Te nastroje wzmocniła także publikacja stenogramów z marcowego posiedzenia FOMC akcentująca silniej wzrost obaw członków komitetu dot. tempa spadku inflacji.
- Po publikacji danych inflacyjnych przesunęliśmy prognozę pierwszej obniżki stóp Fed na lipiec wobec dotychczas czerwca. Póki co nie zmieniamy prognozy skali obniżki stóp do końca br. (75 pkt. baz.), choć jako wysokie oceniamy ryzyko odsunięcia pierwszej obniżki stóp nawet na wrzesień, co ograniczyłoby tegoroczną skalę obniżek do 50 pkt. baz. Biorąc pod uwagę tę niepewność, publikacje kolejnych danych makroekonomicznych z USA, przede wszystkim dot. inflacji i z rynku pracy, mogą generować wysoką zmienność rynkową.
- W minionym tygodniu nie zaskoczył natomiast EBC, który utrzymał stabilne stopy procentowe (4,00% dla stopy depozytowej) oraz „zapowiedział” obniżkę stóp na posiedzeniu w czerwcu. Opcja redukcji stóp została po raz pierwszy uwzględniona w komunikacie, w którym odnotowano także postępujący proces dezinflacji, spowolnienie dynamiki płac oraz ograniczenie „przerzucania” wyższych kosztów pracy przez firmy na ceny detaliczne. Całościowy wydźwięk konferencji prasowej prezes Lagarde potwierdził, że opcja obniżki stóp w czerwcu jest dla rady scenariuszem bazowym i w najbliższym tygodniu rada oczekuje, że publikacje danych potwierdzą scenariusz spadku inflacji do celu w 2025 r., co na kolejnym posiedzeniu pozwoli poluzować politykę monetarną.
- Wpływ EBC na sytuację rynkową był ograniczony, gdyż w trakcie konferencji prasowej prezes Lagarde nie przedstawiła sugestii dot. kolejnych decyzji banku centralnego. Wobec sytuacji inflacyjnej w USA oraz wysokiej marcowej inflacji w usługach strefy euro, perspektywa rozpoczęcia w czerwcu obniżek stóp w strefie euro miała ograniczone znaczenie dla globalnego rynku, przy wyższej niepewności dot. skali podwyżek stóp w kolejnych miesiącach.
- W skali tygodnia rentowności obligacji skarbowych w USA wzrosły o 12 pkt. baz. do ponad 4,50% w przypadku papierów 10-letnich, najwyższego poziomu

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

od listopada 2023 r. Rentowności obligacji niemieckich obniżyły się z kolei o 4 pkt. baz. do 2,36%. Perspektywa większego zróżnicowanie tempa obniżek stóp Fed i EBC wyraźnie wzmocniło dolara (aprecjacja o 0,9% w relacji do koszyka walut) i osłabiło euro (o 0,9%), co poskutkowało spadkiem kursu USD/EUR do 1,065. Nie można wykluczyć, że silniejsze wzmocnienie dolara potęgował także wzrost globalnej awersji do ryzyka przed oczekiwanym atakiem Iranu na Izrael. Ten sam czynnik, wraz z główną kwestią tempa luzowania polityki pieniężnej przez główne banki centralne, mógł też osłabiać ceny akcji. Globalny indeks MSCI w skali tygodnia obniżył się o 1,1%, przy spadku o 1,5% w USA i strefie euro.

- Słabsze nastroje globalne wpłynęły także na sytuację na GPW, indeks WIG spadł w skali tygodnia o 0,9%. Choć w trakcie tygodnia złoty wzmocnił się do 4,26 PLN/EUR, to w weekend i z początkiem bieżącego tygodnia powrócił w kierunku 4,28 PLN/EUR. Wpływ retoryki EBC jedynie ograniczył skalę rentowności krajowych obligacji skarbowych, które ostatecznie wzrosły o 10–13 pkt. baz. w tenorach 2–10 lat. Jeszcze silniej (o ok. 20 pkt. baz.) wzrosły natomiast stawki IRS, w dłuższym horyzoncie o ok. 15 pkt. baz. wzrosły także stawki FRA w warunkach kontynuacji ograniczania oczekiwań na obniżki stóp NBP w 2024 r.
- Na dominujący scenariusz stabilizacji stóp NBP w 2024 r. wskazuje większość wypowiedzi członków RPP. Dzisiejsza publikacja ostatecznego marcowego wskaźnika inflacji potwierdziła solidny spadek inflacji (do 2,0% r/r), jednak dla polityki pieniężnej kluczowe znaczenie będzie miała skala jego odbicia od II kw. związana z podwyżką stawki podatku VAT na żywność od kwietnia i oczekiwanymi podwyżkami cen nośników energii od lipca.
- Marcowe dane ze sfery realnej krajowej gospodarki zostaną opublikowane za tydzień poniedziałek. Biorąc pod uwagę niesprzyjający układ kalendarzowy (mniejsza liczba dni roboczych / handlowych) oczekujemy okresowego pogorszenia dynamik r/r. Uwzględniając natomiast kwestie kalendarzowe zakładamy utrzymanie dotychczasowego trendu poprawy konsumpcji prywatnej dzięki silnej poprawie realnych wynagrodzeń oraz stopniowo stabilizującej się sytuacji w krajowym przemyśle i budownictwie.
- Tak jak wskazywaliśmy, dla inwestorów na rynku globalnym kluczowe będą publikacje danych makroekonomicznych, w bieżącym tygodniu najważniejsze będą dane dot. sprzedaży detalicznej w USA. Dodatkowo w tym tygodniu zaplanowane są wystąpienia członków FOMC i EBC co, szczególnie w przypadku przedstawicieli Fed, może być istotne dla sytuacji rynkowej.
- Nie oczekując znaczących zmian trendów gospodarczych w krótkim okresie należy w naszej ocenie liczyć się z podwyższoną zmiennością notowań przy istotnie wyższej niepewności dot. decyzji Fed. Cały czas jednak scenariuszem bazowym pozostaje stopniowe luzowanie polityki pieniężnej w II poł. br. i w 2025 r., co w średniej perspektywie powinno sprzyjać silniejszym redukcjom rentowności obligacji skarbowych, wspierając także ceny polskich obligacji.
- Weekendowy atak rakietowy Iranu na Izrael ma póki co ograniczony wpływ na sytuację rynkową. Choć trudno nie zakładać reakcji Izraela, a skala eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie jest niepewna, to wciąż wskazujemy na sytuację geopolityczną jako istotny czynnik ryzyka, a nie pierwszoplanowy czynnik determinujący ceny aktywów finansowych.

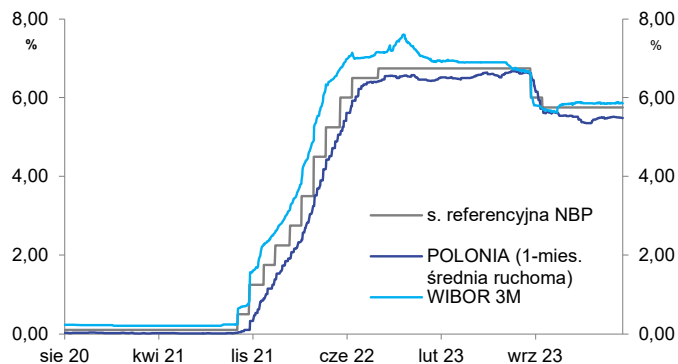
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 15 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	mar	0,6% m/m	0,4% m/m	-
wtorek 16 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
04:00	CHN	Wzrost PKB	I kw.	5,2%r/r	5,0%r/r	-
04:00	CHN	Produkcja przemysłowa	mar	7,0% r/r	6,6% r/r	-
04:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	mar	5,5% r/r	5,5% r/r	-
04:00	CHN	Inwestycje	sty-mar	4,2% r/r	4,0% r/r	-
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	mar	5,4% r/r	4,7% r/r	4,6% r/r
15:15	US	Produkcja przemysłowa	mar	0,1% m/m	0,4% m/m	-
poniedziałek 22 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	mar	3,3% r/r	-1,0% r/r	-3,0% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	mar	-10,1% r/r	-9,5% r/r	-9,9% r/r
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	mar	-0,2% r/r	-0,1% r/r	-0,2% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	mar	12,9% r/r	12,1% r/r	11,3% r/r
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	mar	-5,7% r/r	-4,3% r/r	-7,2% r/r

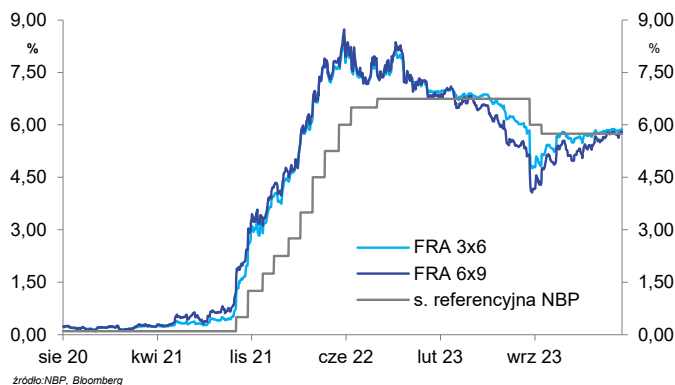
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

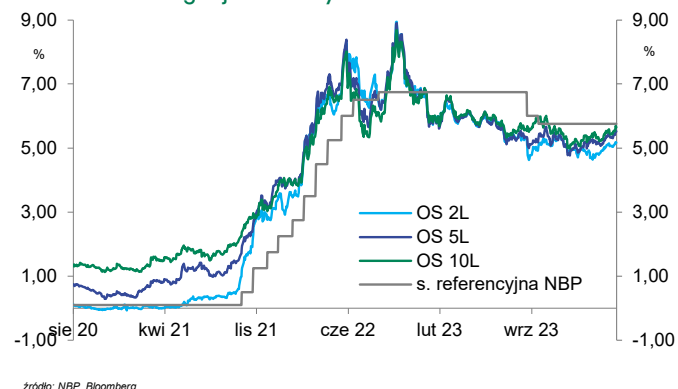
Krajowe stopy procentowe



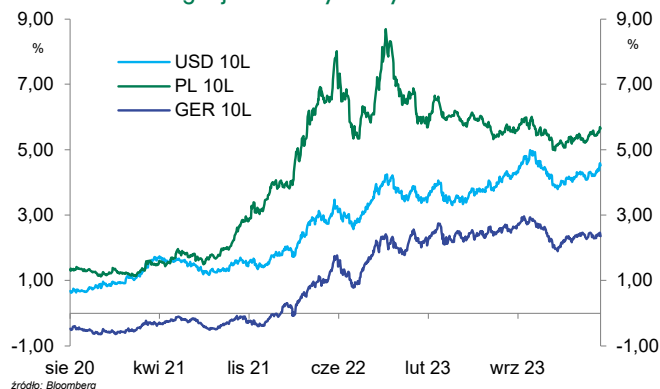
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



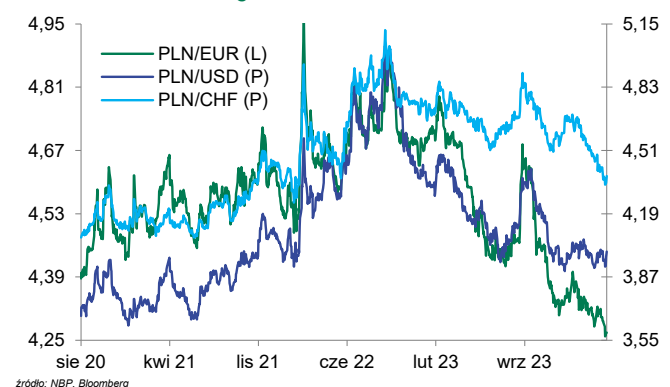
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



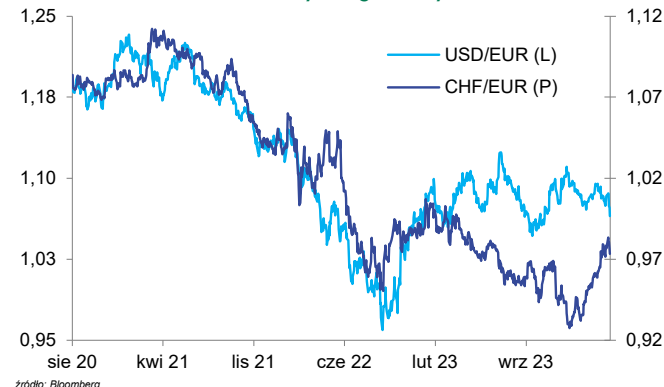
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



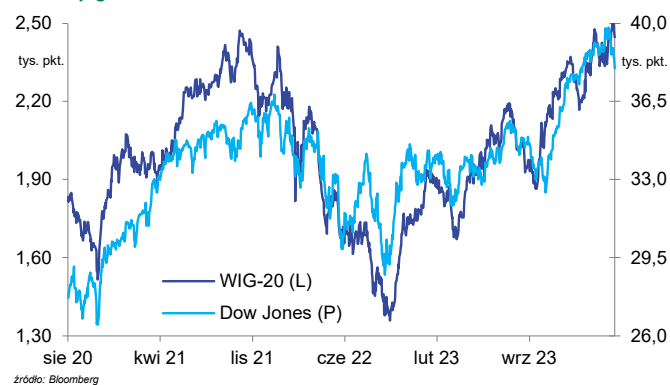
Notowania kursu złotego



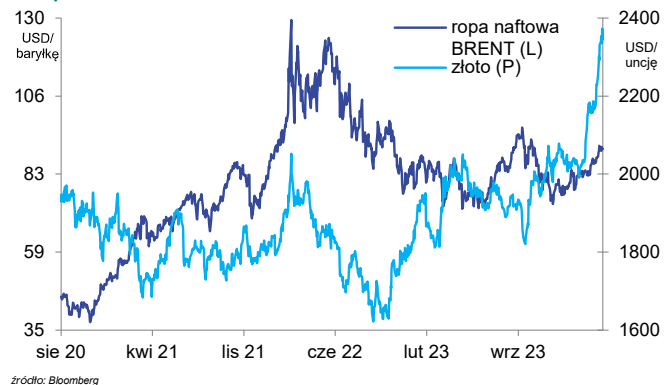
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

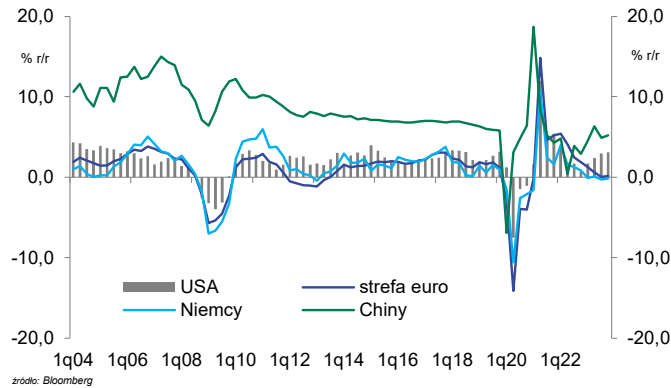


Ceny surowców

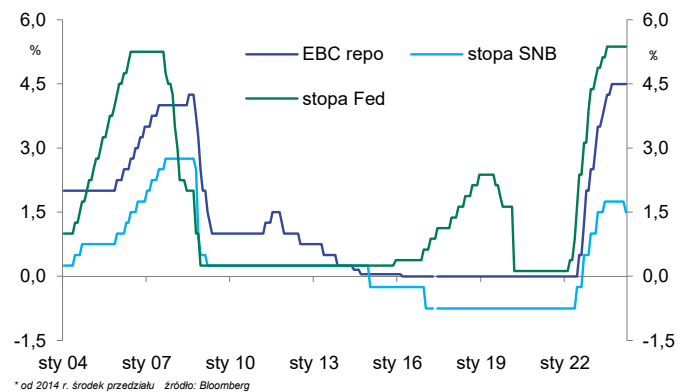


Sfera realna

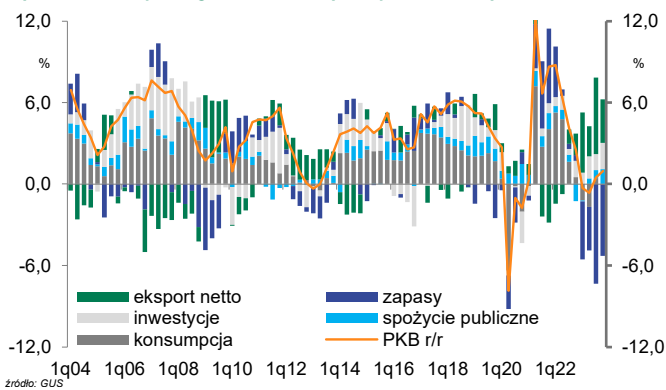
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



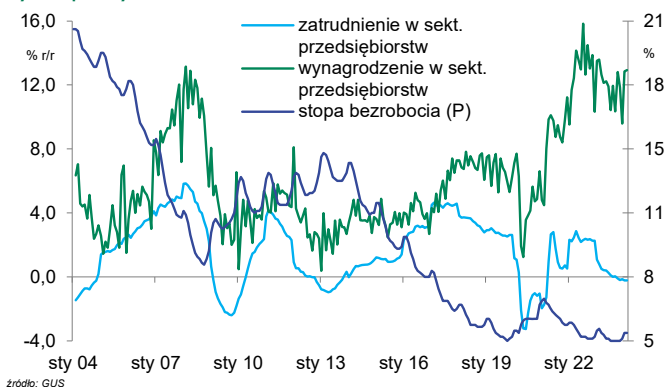
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



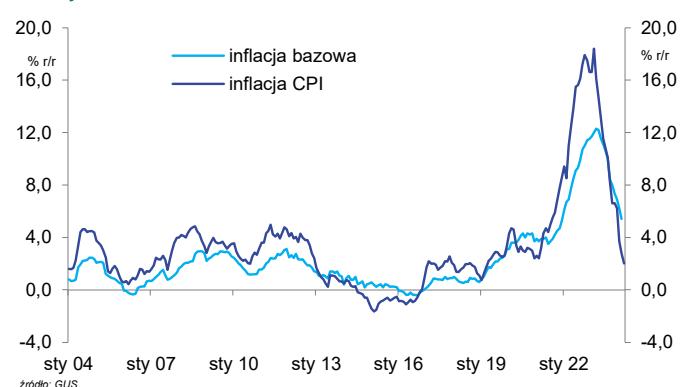
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



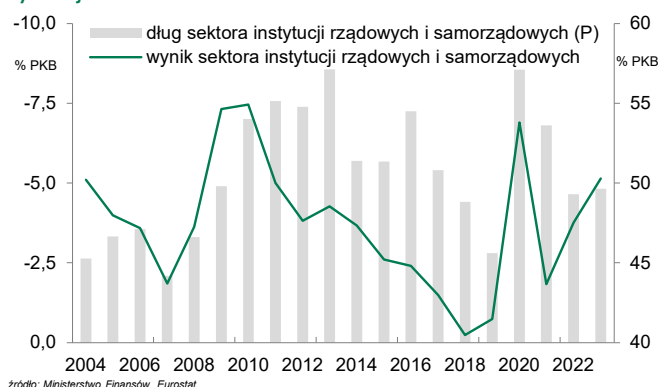
Rynek pracy



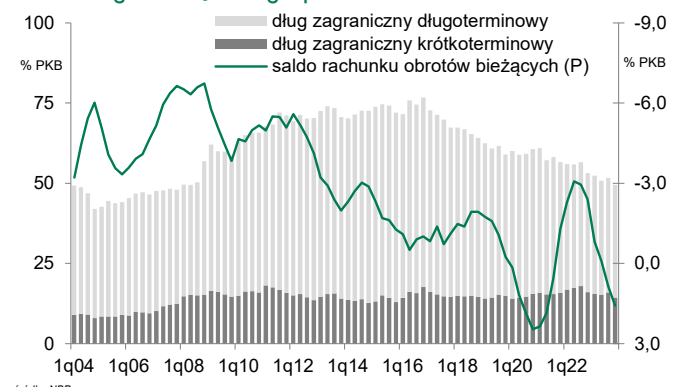
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.03.2024	05.04.2024	12.04.2024	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	5,86	5,86	5,90	5,90	5,90
FRA 3x6	%	5,84	5,83	5,87	-	-	-
FRA 6x9	%	5,73	5,72	5,79	-	-	-
FRA 9x12	%	5,42	5,42	5,58	-	-	-
IRS 2L	%	5,45	5,48	5,66	-	-	-
IRS 5L	%	4,97	5,03	5,30	-	-	-
IRS 10L	%	5,02	5,11	5,35	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,07	5,06	5,16	5,10	5,10	5,05
Obligacje skarbowe 5L	%	5,32	5,38	5,51	5,40	5,35	5,25
Obligacje skarbowe 10L	%	5,43	5,53	5,65	5,50	5,45	5,35
PLN/EUR	PLN	4,30	4,29	4,27	4,30	4,30	4,31
PLN/USD	PLN	3,99	3,96	4,00	4,02	4,02	4,03
PLN/CHF	PLN	4,43	4,38	4,38	4,43	4,46	4,49
USD/EUR	USD	1,08	1,08	1,06	1,07	1,07	1,07
Stopa Fed	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
Stopa depozytowa EBC	%	4,00	4,50	4,50	4,00	4,00	3,75
Stopa SNB	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,20	4,40	4,52	4,40	4,35	4,25
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,30	2,40	2,36	2,30	2,25	2,20

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.