

KOMENTARZ TYGODNIOWY

18 marca 2024

Inflacja w USA ponownie rozczarowała. Tydzień pod znakiem banków centralnych, z Fed na czele.

- Miniony tydzień przyniósł kolejną w ostatnich tygodniach niespodziankę w postaci wyższej od oczekiwań inflacji w USA. Poskutkowało to dalszym spadkiem oczekiwań dot. skali i tempa obniżek stóp Fed w tym roku i ponownym nasileniem presji na wzrost rentowności obligacji na rynkach bazowych, po okresowym spadku rentowności we wcześniejszym tygodniu.
- Opublikowane w minionym tygodniu dane inflacyjne z USA – zarówno wskaźnik lutowej inflacji bazowej CPI (3,8% r/r), jak i wskaźnik cen producentów PPI (1,6% r/r), po raz kolejny zaskoczyły wyższymi od oczekiwań wynikami. Wskazały, że po tym jak inflacja wyraźnie spadła do umiarkowanych poziomów (z rekordów w 2023 r.), obecnie proces dezinflacji jest już większym wyzwaniem. Dane ponownie ostudziły oczekiwania rynkowe dot. polityki Fed, pomimo iż wyniki w sferze realnej USA (nastroje konsumentów czy sprzedaż detaliczna) okazały się słabsze od oczekiwań. W tych warunkach wyceniane obecnie przez rynek obniżki stóp to niespełna trzy w tym roku (75 pkt. baz.) i obecnie rynek pierwszą obniżkę stóp w czerwcu wycenia z prawdopodobieństwem 50%, a z początkiem roku spekulował o możliwości cięcia stóp już w marcu.
- W tych warunkach miniony tydzień przyniósł wyraźną przecenę obligacji skarbowych w USA, a w ślad za nimi obligacji niemieckich. W skali tygodnia rentowności 10-letnich obligacji USA wzrosły o ponad 20 pkt. baz. powyżej 4,30%, zaś rentowności 10-letnich Bundów wzrosły o blisko 20 pkt. baz. do poziomu 2,44%.
- Z ważnych dla rynku stopy procentowej wydarzeń należy odnotować ogłoszenie przez EBC zapowiadanych od 2 lat zmian ram operacyjnych polityki pieniężnej. Jako punkt odniesienia dla krótkookresowych stóp rynkowych w trefie euro służyć będzie obecnie stopa depozytowa. Spread między stopą depozytową, a stopą głównych operacji refinansujących zmniejszony zostanie do 15 pkt. baz. z 50 pkt. baz. obecnie. Z kolei spread między stopą lombardową a stopą repo pozostanie na poziomie 25 pkt. baz. Głównym instrumentem zapewniającym płynność bankom w nowym reżimie operacyjnym będą operacje refinansujące: krótkoterminowe MRO, trzymiesięczne LTRO, a w późniejszym terminie również nowe strukturalne operacje refinansujące oraz strukturalne portfolio papierów wartościowych. Te nowe instrumenty mają w przyszłości pokrywać strukturalne zapotrzebowanie banków na płynność, wynikającą z czynników autonomicznych oraz wymagań rezerwy obowiązkowej. EBC będzie kontynuował zmniejszanie portfolio aktywów skupionych w ramach programów APP i PEPP. Całość zmian wejdzie w życie 18 września 2024 r.
- Wyższe rynkowe stopy procentowe nieco ostudziły apetyt na ryzykowne aktywa. W skali tygodnia globalny indeks akcji MSCI praktycznie nie zmienił się (-0,2%), podobnie w USA i na rynkach wschodzących. Z kolei w strefie euro indeks MSCI lekko wzrósł 6-ty tydzień z rzędu (+0,4%). Na globalnym rynku walutowym dolar zyskał na wartości w relacji do koszyka walut (+0,3%) oraz umocnił się wobec euro powracając poniżej poziomu 1,09 dolara za euro.

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

- Krajowy rynek finansowy podążał w minionym tygodniu za tendencjami globalnymi. Rentowności 10-letnich obligacji wzrosły, w ślad za rynkami bazowymi – o ponad 15 pkt. baz. do poziomu 5,42%. WIG nie zmienił się w skali tygodnia. Z kolei złoty jeszcze lekko zyskał na wartości (+0,1% w relacji do koszyka walut), kończąc tydzień nieco poniżej 4,30 PLN/EUR.
- Z wydarzeń krajowych najistotniejszymi w minionym tygodniu były dane i informacje dot. inflacji i czynników, które będą je kształtować w przyszłości. Opublikowany pod koniec tygodnia [wstępny wynik inflacji lutowej](#) wskazał na spadek indeksu CPI do 2,8% r/r wobec 3,7% r/r w styczniu (po korekcie z 3,9%). Lutowy wskaźnik inflacji okazał się niższy od oczekiwań (3,2% r/r). Za niższy od oczekiwań wynik lutowej inflacji odpowiada niższa dynamika cen żywności oraz zmiana wag w koszyku inflacyjnym, która spowodowała obniżenie styczniowej inflacji (obniżając punkt wyjściowy dla tegorocznej inflacji).
- Jednocześnie w minionym tygodniu Ministerstwo Finansów ogłosiło, że nie zamierza przedłużyć obowiązującej do końca I kw. 0% stawki VAT na podstawowe produkty żywnościowe i od początku II kw. przywrócona zostanie stawka 5%.
- Uwzględniając informację MF oraz najnowsze dane inflacyjne oczekujemy, że w marcu inflacja spadnie poniżej 2,5%, a następnie w II kw. CPI powróci powyżej 3% r/r (wobec dotychczasowej prognozy ok. 2,5%). Zakładamy, że efekt przywrócenia podatku VAT nie przełoży się w pełni (o 5%) na ceny detaliczne żywności, gdyż część jego wzrostu zaabsorbują sieci handlowe. Z tego tytułu oczekujemy wyższej inflacji CPI o niespełna 1 pkt. proc. Zakładamy, że w III kw. inflacja ponownie wzrośnie za sprawą kolejnego czynnika o charakterze regulacyjnym – częściowego „odmrożenia” cen nośników energii (zakładamy wzrost rachunku za energię elektryczną dla odbiorców indywidualnych o 20% oraz wzrost opłat za gaz i za ciepło systemowe). W rezultacie oczekujemy, że w II połowie roku wskaźnik CPI wzrośnie do ok. 5% r/r i pozostanie w okolicach tego poziomu do końca roku. Przy obecnym konserwatywnym przekazie większości członków RPP, w naszej ocenie taki scenariusz inflacyjny, w tym szczególnie podwyższona inflacja bazowa, nie będzie sprzyjał poluzowaniu cięciom stóp w tym roku. Podtrzymujemy prognozę stabilizacji stóp NBP do końca 2024 roku.
- Najistotniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie śródowe posiedzenie FOMC oraz publikacja najnowszych prognoz makroekonomicznych i stóp procentowych członków FOMC. Oczekujemy, że komitet utrzyma stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, w tym stopę funduszy federalnych w przedziale 5,25% – 5,50%. Oceniamy, że ani komitet w komunikacie, ani prezes Fed podczas konferencji prasowej, nie wskażą jednoznacznie terminu oczekiwanej pierwszej obniżki stóp, ale jednocześnie wskaże, że aktualna jest perspektywa poluzowania polityki pieniężnej, co da komitetowi więcej elastyczności dla decyzji na najbliższych posiedzeniach.
- W tym tygodniu oczekiwane są posiedzenia innych banków centralnych – Banku Japonii (z prawdopodobnym odejściem od dotychczasowej polityki ujemnej stopy procentowej), Banku Anglii i Narodowego Banku Szwajcarii (tu polityka pieniężna bez zmian). Z pozostałych informacji zapewne istotne będą wstępne wyniki indeksów koniunktury PMI dla strefy euro za marzec.
- W Polsce z kolei zaplanowana jest comiesięczna seria publikacji nt. strefy realnej gospodarki (rynek pracy, produkcja i sprzedaż detaliczna) za luty.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (20 marca)**

Oczekujemy, że komitet FOMC utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym stopę funduszy federalnych w przedziale 5,25% – 5,50%. Stabilizacja stóp procentowych jest powszechnie oczekiwanym scenariuszem, na niskie prawdopodobieństwo zmian stóp na marcowym posiedzeniu wskazywał prezes Fed podczas ostatniej konferencji prasowej oraz podczas wypowiedzi w tygodniach minionych. Z tego względu bardziej istotnym wydarzeniem będzie konferencja prasowa prezesa Powella oraz wyniki projekcji członków FOMC dot. ścieżki stóp procentowych w kwartałach kolejnych.

Biorąc pod uwagę z jednej strony kontynuację procesu dezinflacji, lekkie osłabienie danych dot. aktywności gospodarczej, a z drugiej strony wolniejsze tempo dezinflacji z początkiem br. oraz wciąż bardzo mocne dane z rynku pracy, zakładamy, że ani komitet FOMC w komunikacie ani prezes Powell nie wskażą jednoznacznie terminu oczekiwanej pierwszej obniżki stóp, ale jednocześnie wskaże, że aktualna jest perspektywa poluzowania polityki pieniężnej. Taka retoryka da komitetowi więcej elastyczności dla decyzji na najbliższych posiedzeniach.

Biorąc pod uwagę dane makroekonomiczne z początku br., nie sądzimy, aby Fed zmienił oczekiwaną ścieżkę stóp procentowych w 2024 r., może z kolei ją obniżyć dla 2025 r.

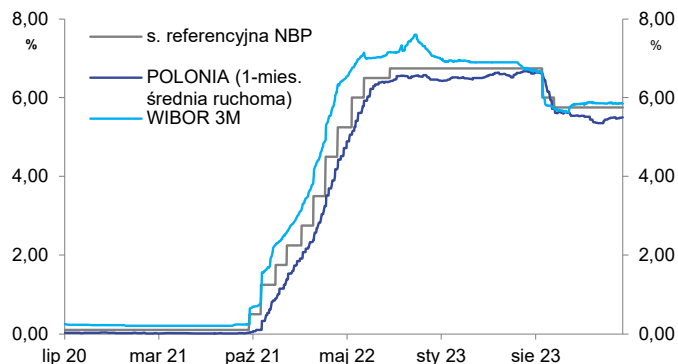
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 19 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
04:00	JP	Decyzja Narodowego Banku Japonii (BoJ) dot. stóp procentowych	mar	-0,1%	-0,1%	-
środa 20 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	lut	-0,2% r/r	-0,2% r/r	-0,2% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	lut	12,8% r/r	11,3% r/r	11,0% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	lut	1,6% r/r	2,4% r/r	2,6% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	lut	-9,0% r/r	-8,7% r/r	-8,6% r/r
19:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	mar	5,25% - 5,50%	5,25% - 5,50%	5,25% - 5,50%
19:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	mar	-	-	-
czwartek 21 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	mar	42,5 pkt.	43,0 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	mar	48,3 pkt.	48,8 pkt.	-
09:30	CH	Decyzja Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) dot. stóp procentowych	mar	1,75%	1,75%	-
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	lut	3,0% r/r	4,6% r/r	4,8% r/r
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	lut	-6,1% r/r	-2,0% r/r	-2,9% r/r
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	mar	46,5 pkt.	47,0 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	mar	50,2 pkt.	50,5 pkt.	-
13:00	UK	Decyzja Narodowy Banku Anglii (BoE) dot. stóp procentowych	mar	5,25%	5,25%	-
piątek 22 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	DE	Indeks koniunktury Ifo	mar	85,5 pkt.	85,9 pkt.	-
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	lut	7,7% r/r	7,1% r/r	6,8% r/r
poniedziałek 25 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Stopa bezrobocia	lut	5,4%	5,5%	5,5%

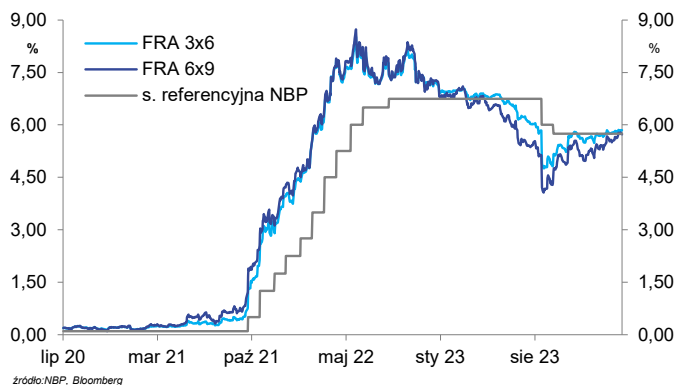
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

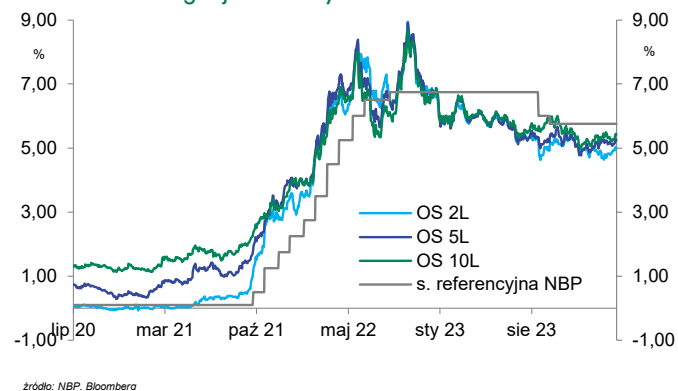
Krajowe stopy procentowe



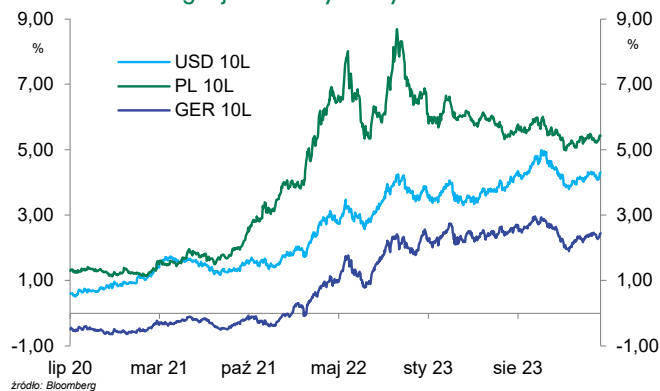
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



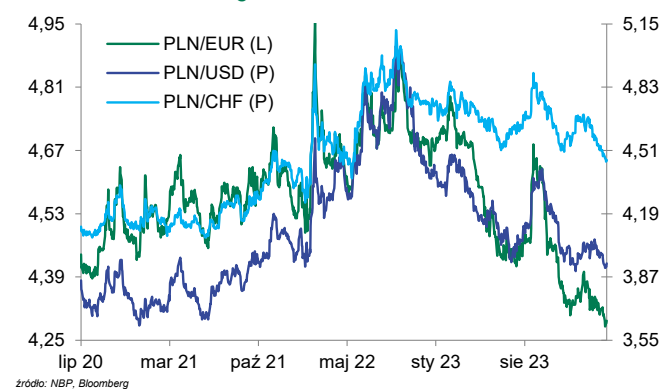
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



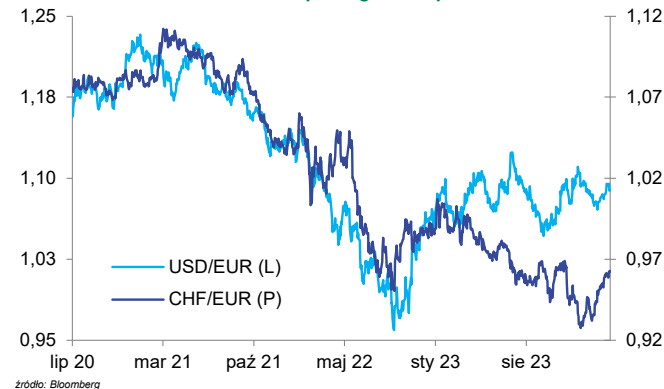
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



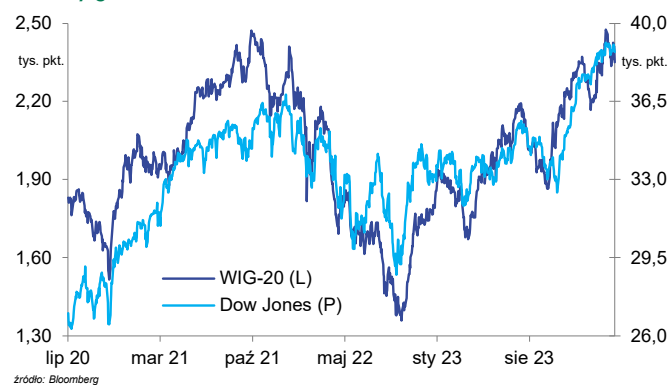
Notowania kursu złotego



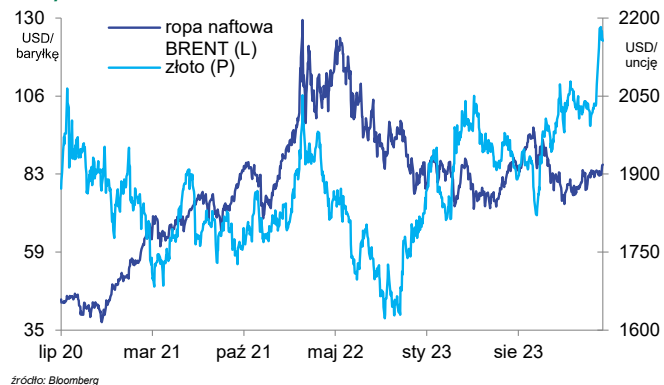
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

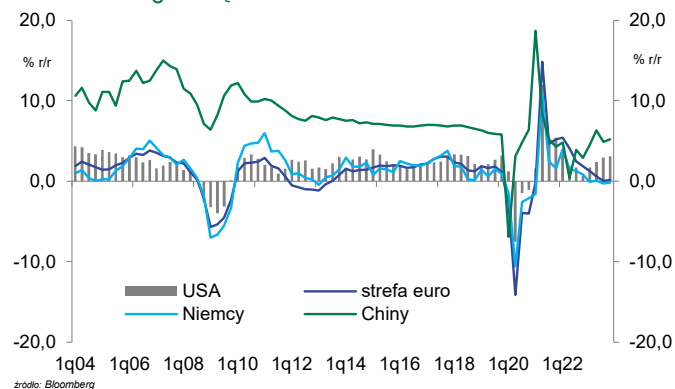


Ceny surowców

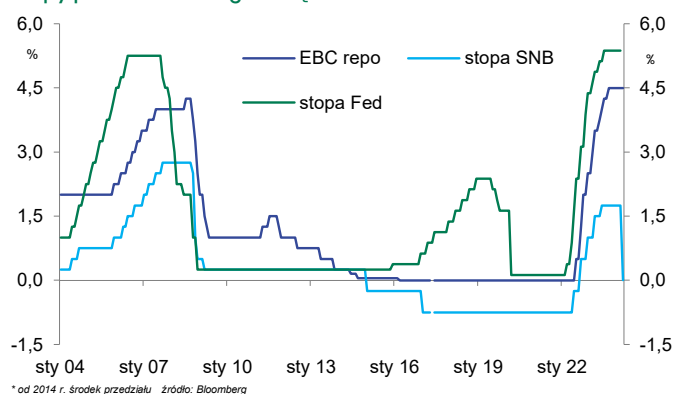


Sfera realna

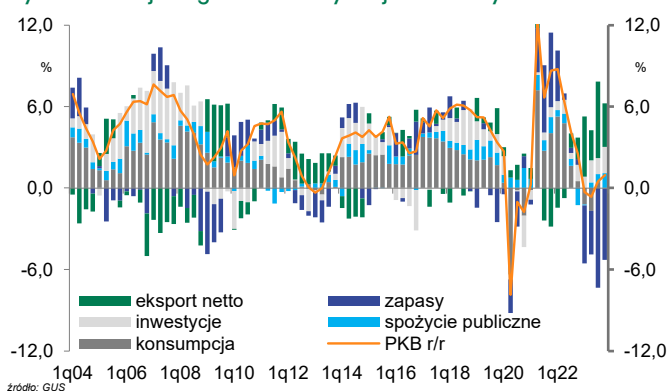
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



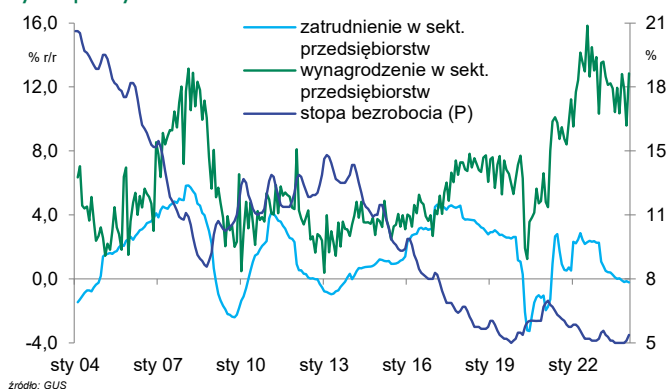
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



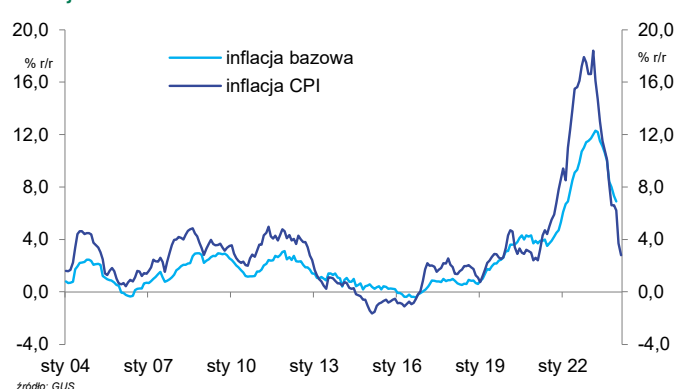
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



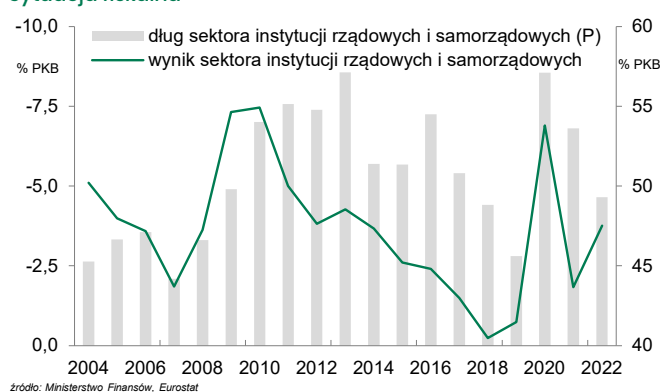
Rynek pracy



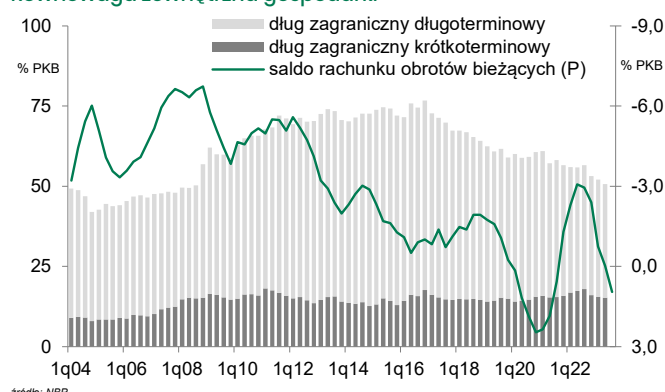
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		29.02.2024	08.03.2024	15.03.2024	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	5,85	5,90	5,90	5,90
FRA 3x6	%	5,83	5,85	5,85	-	-	-
FRA 6x9	%	5,66	5,76	5,73	-	-	-
FRA 9x12	%	5,36	5,44	5,42	-	-	-
IRS 2L	%	5,36	5,43	5,43	-	-	-
IRS 5L	%	4,84	4,85	4,93	-	-	-
IRS 10L	%	4,90	4,87	4,98	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,85	4,93	4,98	4,95	4,90	4,90
Obligacje skarbowe 5L	%	5,18	5,11	5,24	5,10	5,05	5,05
Obligacje skarbowe 10L	%	5,30	5,26	5,42	5,25	5,20	5,15
PLN/EUR	PLN	4,32	4,31	4,29	4,32	4,33	4,35
PLN/USD	PLN	3,98	3,94	3,94	3,98	4,00	4,02
PLN/CHF	PLN	4,53	4,49	4,46	4,57	4,57	4,59
USD/EUR	USD	1,08	1,09	1,09	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	1,75	1,75	1,75	1,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,25	4,08	4,31	4,05	4,00	3,95
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,41	2,27	2,44	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.