

KOMENTARZ TYGODNIOWY

25 marca 2024

Prezes Fed poprawił globalne nastroje wspierając oczekiwania na obniżki stóp.

- Miniony tydzień przyniósł poprawę globalnych nastrojów rynkowych w oczekiwaniu na luzowanie polityki pieniężnej głównych banków centralnych w warunkach łagodnych dostosowań w sferze realnej gospodarki.
- Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami [komitet FOMC](#) utrzymał w minionym tygodniu niezmienione stopy procentowe (5,25% - 5,50%). Choć treść komunikatu, a w szczególności podwyższenie prognozowanej w I. 2025 - 2026 ścieżki stóp procentowych przez członków FOMC były raczej konserwatywnym sygnałem, niemniej wystąpienie prezesa Fed podczas konferencji prasowej zostało odebrane przez inwestorów jako łagodne. Powell ocenił skalę zmiany prognoz Fed jako nieznaczną, wskazywał na jej kierunkowy tylko charakter, na trwający proces dezinflacji oraz na wciąż poprawiające się z punktu widzenia polityki pieniężnej publikacje danych.
- Choć FOMC podtrzymał ocenę, że potrzebuje więcej danych, aby obniżyć stopy procentowe, to wypowiedzi prezesa Fed zostały zinterpretowane jako potwierdzenie, że w nieodległej perspektywie dojdzie do obniżenia stóp. Odnosząc się do opcji obniżki stóp na posiedzeniu w maju prezes Fed powiedział co prawda, że każde posiedzenie jest posiedzeniem decyzyjnym, jednak całość komunikatu oraz wypowiedzi Powella wskazują w naszej ocenie, że bardziej prawdopodobne jest, że do pierwszej obniżki stóp dojdzie w czerwcu.
- Wypowiedzi przedstawicieli EBC z minionego tygodnia także wsparły oczekiwania na obniżki stóp w połowie roku. Gotę bim zaskoczeniem była decyzja banku centralnego Szwajcarii (SNB) o redukcji stóp o 25 pkt. baz. do 1,50% dla głównej stopy banku już na marcowym posiedzeniu. SNB utrzymał także łagodny ton komentarza, co implikuje prognozę kolejnych obniżek stóp.
- W rezultacie w minionym tygodniu rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych obniżyły się o nieco ponad 10 pkt. baz. zarówno w przypadku papierów amerykańskich, jak i niemieckich. Solidnie wzrosły indeksy akcji, o ponad 2% w USA oraz ponad 1% w strefie euro. Pomimo spadku globalnej awersji do ryzyka oraz wzmocnienia oczekiwań na obniżki stóp w USA, dolar w minionym tygodniu zyskał na wartości (o 0,6% w relacji do koszyka walut) odrabiając wcześniejsze straty w efekcie kursu euro wobec dolara ponownie obniżył się w kierunku 1,08 USD/EUR.
- Poprawa nastrojów globalnych nie wpłynęła istotnie na krajowy rynek, gdzie rentowności wzrosły o ponad 10 pkt. baz. na całej długości krzywej. Kontynuacja wzrostu stawek IRS oraz FRA wskazuje na ugruntowywanie się oczekiwań braku obniżek stóp w najbliższych miesiącach w warunkach restrykcyjnej postawy większości członków RPP. Osłabienie kursu złotego o 0,4% w relacji do koszyka walut i powrót kursu względem euro powyżej 4,30 PLN/EUR oceniamy raczej jako korekcyjne dostosowanie, przy – w naszej ocenie – ograniczonej przestrzeni do trwałej aprecjacji złotego, czy to w aspekcie czynników strukturalnych czy też wyzwań geopolitycznych.

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

- Opublikowane w minionym tygodniu dane ze sfery realnej gospodarki globalnej w strefie euro oraz Chinach wskazały na stabilizowanie się sytuacji gospodarczej. Według wstępnych danych w marcu w strefie euro wyraźnie wzrosły indeksy koniunktury PMI w sektorze usługowym. Jednocześnie, choć słabsze okazały się wskaźniki dla przemysłu, to w części wynikało to z osłabienia indeksów czasu dostaw, które jednak w większym stopniu wynikały z poprawy warunków podaży (globalny transport morski) niż z osłabienia popytu. Wciąż słaba sytuacja utrzymuje się w niemieckim przemyśle, choć pewnym pozytywnym sygnałem jest marcowy solidny wzrost indeksu Ifo.
- Dane z Chin za okres styczeń – luty br. wskazały na solidną aktywność w przemyśle, handlu oraz w zakresie wydatków inwestycyjnych. Ponownie jednak pogarsza się sytuacja na rynku nieruchomości, przy wciąż wyraźnych spadkach nakładów inwestycyjnych w branży oraz pogłębieniu spadku liczby nowo rozpoczynanych inwestycji budowlanych i sprzedaży domów jak również osłabienia wskaźników finansowania deweloperów.
- Z kolei lutowe dane z gospodarki polskiej generalnie wpisały się w oczekiwany scenariusz rozwoju sytuacji gospodarczej: – silne odbicie (o 2,9% m/m SA) danych dot. [sprzedaży detalicznej](#) wsparło scenariusz ożywienia popytu konsumpcyjnego, – ustabilizowanie się [produkcji budowlano-montażowej](#) (wzrost o 2,0% m/m SA) potwierdziło istotny wpływ kalendarza wydatkowania środków uniijnych na skokowe zmiany produkcji na przełomie roku wskazując na wolniejsze tempo wzrostu w budownictwie, – stabilizacja [produkcji przemysłowej](#) (-0,1% m/m SA dla produkcji przemysłowej ogółem i +0,1% m/m SA dla przetwórstwa przemysłowego) potwierdziła bardzo powolną poprawę aktywności w przemyśle w warunkach powolnego procesu stabilizowania się sytuacji w przemyśle globalnym oraz wciąż bardzo trudnej sytuacji w przemyśle niemieckim. Choć w lutym utrzymał się roczny spadek dynamiki zatrudnienia, to nadal można wskazywać na jego stabilizację w ujęciu danych miesięcznych. Tak jak silne osłabienie aktywności gospodarczej nie przełożyło się na gwałtowny spadek zatrudnienia i wzrost bezrobocia, tak obecnie stopniowe ożywienie aktywności gospodarczej oraz ograniczenie podaży pracy w ograniczonym stopniu podwyższają dynamiki zatrudnienia. Na wyraźnie silniejszym poziomie (12,9% r/r w lutym) drugi miesiąc z rzędu utrzymała się natomiast [dynamika wynagrodzeń](#), co może wskazywać (łącznie z danymi styczniowymi) na silniejszy efekt podwyżki płacy minimalnej na wzrost płac ogółem, co dodatkowo będzie wspierać wzrost konsumpcji prywatnej.
- W bieżącym przedsięwziętym tygodniu można oczekiwać ograniczonej aktywności inwestorów. W kraju na koniec tygodnia opublikowany zostanie wstępny szacunek marcowej inflacji. Bardzo wstępnie prognozujemy spadek indeksu do 2,2% r/r, niemniej przy bieżącym restrykcyjnym nastawieniu Rady te dane nie będą miały istotnego znaczenia dla perspektyw polityki monetarnej NBP. Dopiero dane za II kw., które ukażą skalę wzrostu cen żywności po podwyżce VAT oraz dane za III kw. uwzględniające nieznaną jeszcze skalę podwyżki cen nośników energii, dadzą więcej informacji dot. ścieżki inflacji CPI w średnim okresie.
- Na rynku globalnym kluczowa będzie natomiast piątkowa publikacja inflacji PCE w USA oraz wydatków konsumentów w lutym.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Wskaźnik inflacji w marcu – szacunek *flash* (29 marca)**

Prognozujemy wstępnie, że w marcu wskaźnik inflacji CPI ukształtował się w przedziale 2,1-2,2% r/r. Według naszych szacunków w marcu w kierunku 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 – głównie efekt hamowania wzrostu cen towarów przy nadal wysokiej statystycznej bazie odniesienia sprzed roku. Jednocześnie nasze szacunki są przybliżone, gdyż nie dysponujemy jeszcze przeliczeniami danych za 2023 r. w ujęciu wag obowiązujących w 2024 r., niezbędnych do precyzyjnego prognozowania inflacji.

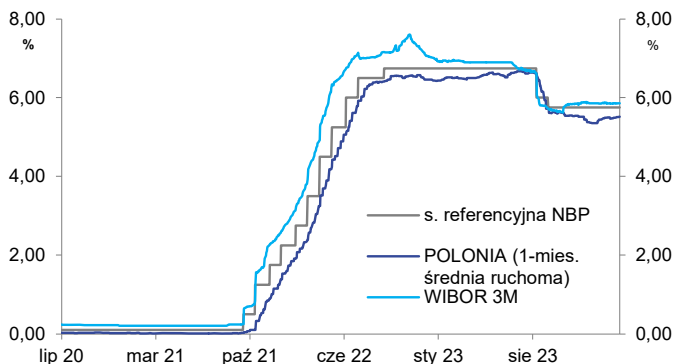
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 26 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	HU	Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych	mar	9,0%	8,25%	-
piątek 29 marca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	mar	2,8% r/r	-	2,2% r/r
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	mar	49,1 pkt.	50,1 pkt.	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	mar	51,4 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.	-	-

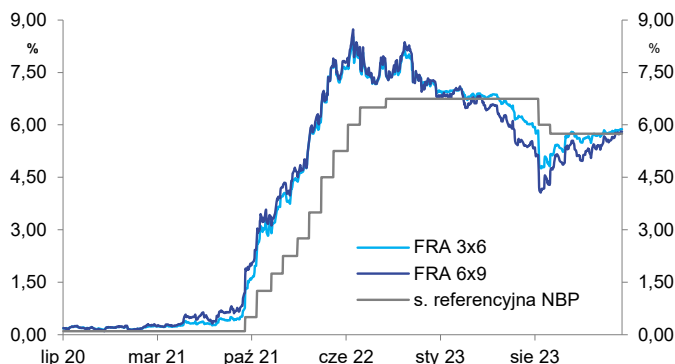
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

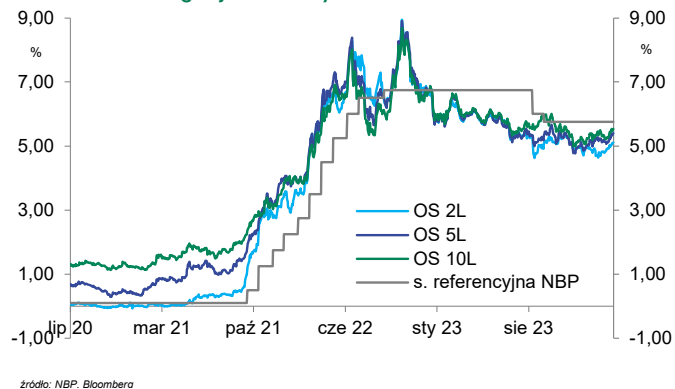
Krajowe stopy procentowe



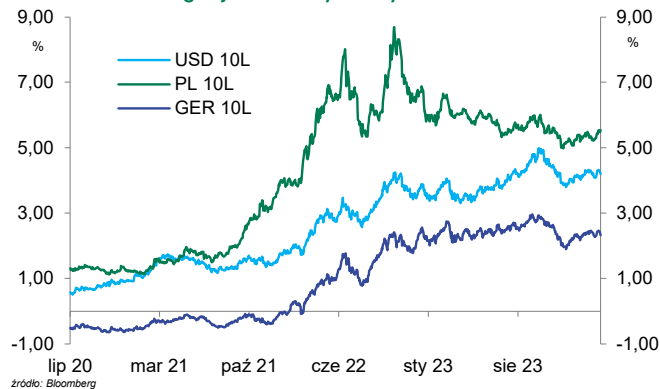
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



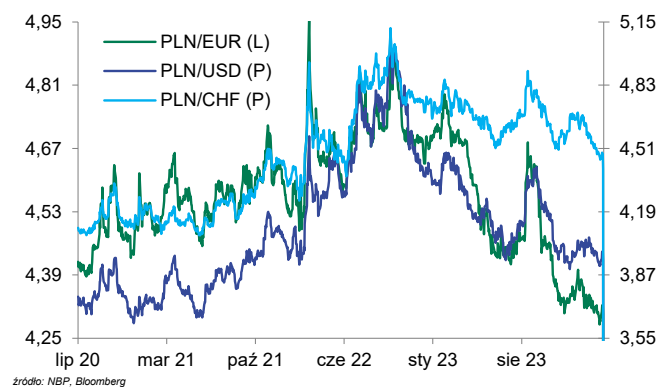
Rentowności obligacji skarbowych – Polska



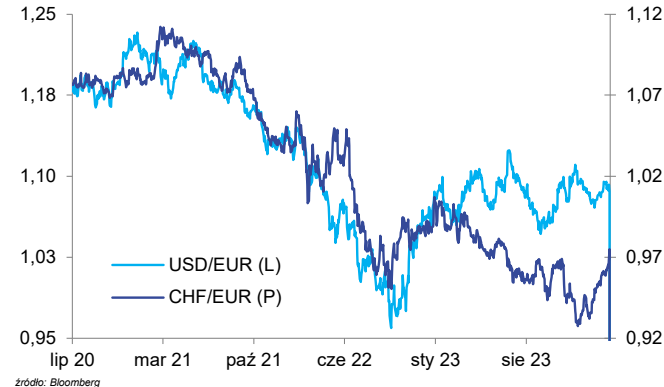
Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



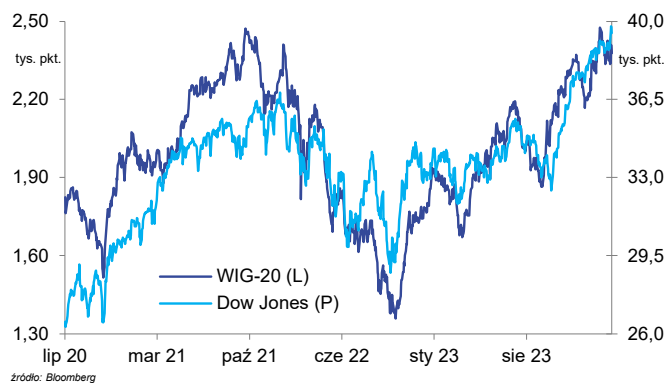
Notowania kursu złotego



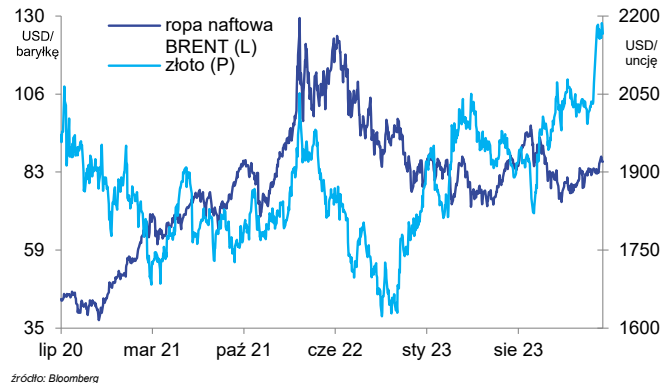
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

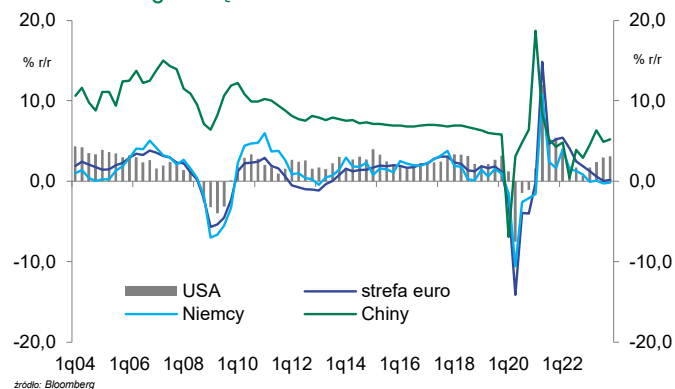


Ceny surowców

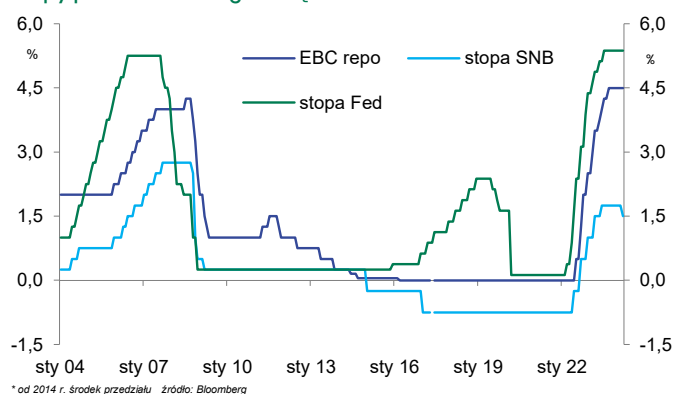


Sfera realna

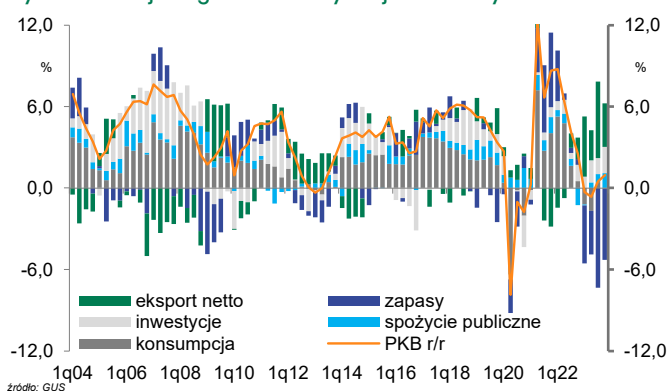
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



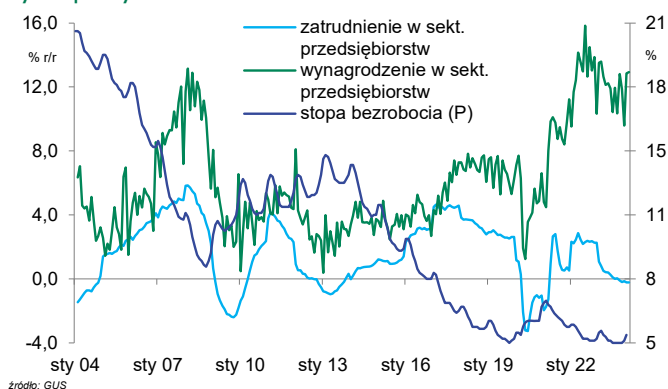
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



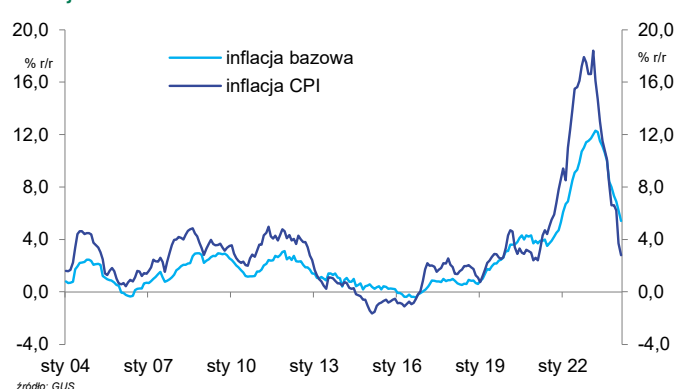
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



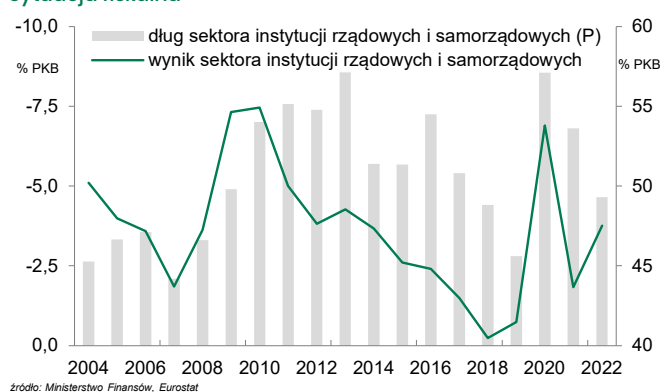
Rynek pracy



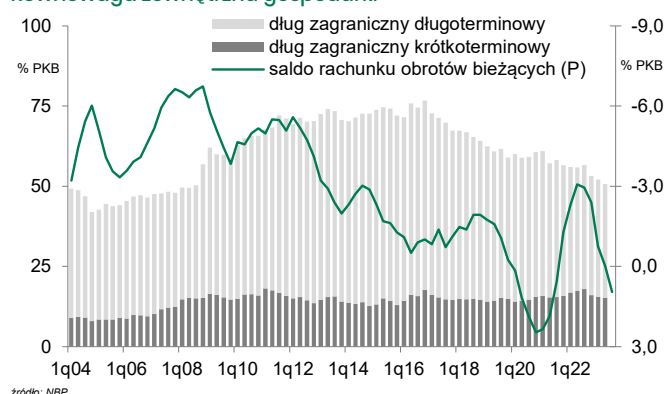
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		29.02.2024	15.03.2024	22.03.2024	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	5,85	5,86	5,90	5,90	5,90
FRA 3x6	%	5,83	5,85	5,88	-	-	-
FRA 6x9	%	5,66	5,73	5,81	-	-	-
FRA 9x12	%	5,36	5,42	5,56	-	-	-
IRS 2L	%	5,36	5,43	5,57	-	-	-
IRS 5L	%	4,84	4,93	5,08	-	-	-
IRS 10L	%	4,90	4,98	5,12	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,85	4,98	5,11	5,05	4,95	4,90
Obligacje skarbowe 5L	%	5,18	5,24	5,40	5,20	5,10	5,05
Obligacje skarbowe 10L	%	5,30	5,42	5,53	5,30	5,20	5,15
PLN/EUR	PLN	4,32	4,29	4,32	4,32	4,33	4,35
PLN/USD	PLN	3,98	3,94	3,99	3,98	4,00	4,02
PLN/CHF	PLN	4,53	4,46	4,43	4,50	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	4,31	4,20	4,05	4,00	3,95
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,41	2,44	2,32	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.