

KOMENTARZ TYGODNIOWY

29 kwietnia 2024

Inflacja w USA trzyma się mocno. Majówka tradycyjnie pod znakiem posiedzenia FOMC.

- Miniony tydzień przyniósł kontynuację wzrostu rentowności obligacji na rynkach bazowych w reakcji na napływające dane z gospodarki USA.
- Opublikowany pod koniec minionego tygodnia marcowy wskaźnik inflacji bazowej PCE – deflatora konsumpcji, preferowanej przez Fed miary inflacji – pozostał na lutowym poziomie 2,8% r/r. Tym samym tężcznie dane za I kw. jednoznacznie wskazały na wyhamowanie trendu spadkowego inflacji bazowej.
- Jednocześnie ubiegłotygodniowa publikacja pierwszego szacunku PKB w I kw. wskazała na słabszy wzrost od oczekiwań – o 1,6% kw/kw w ujęciu zannualizowanym wobec oczekiwanych 2,5%. Pomimo niższego wzrostu PKB w I kw. trudno na tej podstawie wnioskować, że materializuje się scenariusz hamowania gospodarki USA ze spadkiem presji inflacyjnej w USA. Do niższego wzrostu PKB przyczyniły się bowiem nietrawne składowe PKB – zapasy i eksport netto (w obu przypadkach praktycznie zerowy wkład w PKB w I kw.). Natomiast udział konsumpcji prywatnej pozostał solidny i konsumpcja była w I kw. głównym motorem wzrostu gospodarki USA. Wobec takiej struktury wzrostu, potencjalnych korekt szacunku PKB, najistotniejszą informacją pozostaje wyższa od oczekiwań inflacja ograniczająca pole działania Fed, przynajmniej w krótkim okresie. W efekcie bieżące oczekiwania rynkowe w chwili obecnej wyceniają jedynie jedną pełną obniżkę stóp Fed w tym roku (niespełna 40 pkt. baz. obniżki do końca roku).
- W tych warunkach w minionym tygodniu kontynuowany był, trwający od połowy marca, trend wzrostowy rentowności obligacji skarbowych w USA. W przypadku 10-letnich obligacji skarbowych wzrost wyniósł 4 pkt. baz. powyżej 4,65%. W ślad za nim rosły rentowności obligacji w Europie – rentowności 10-letnich Bundów wzrosły o 7 pkt. baz. do 2,57%. Jednocześnie skala wzrostu rentowności na rynkach bazowych była ograniczona, bo rynek już w poprzednich tygodniach dokonał solidnej korekty oczekiwań wobec polityki Fed i w ślad za tym – przeceny papierów skarbowych.
- Co ciekawe kombinacja podwyższonej inflacji i słabszego wzrostu gospodarczego w USA nie przyniosła pogłębienia korekty spadkowej cen akcji obserwowanej w ostatnich tygodniach. Pomimo tej teoretycznie niepożądanego przez rynki akcji kombinacji danych makroekonomicznych, na giełdach akcji miały miejsce solidne wzrosty indeksów. Światowy indeks MSCI wzrósł o 2,5%, w podobnej skali indeks dla rynków strefy euro, a w jeszcze większej skali dla USA (o 2,8%) i dla rynków wschodzących (o 3,5%). Trudno znaleźć dla tych wzrostów inne wytłumaczenie niż to, że wystąpiła korekta wzrostowa po dwóch tygodniach sporych spadków notowań akcji.
- Na rynku euro – dolara tydzień minął bez większych zmian, przy kursie wahającym się w okolicach 1,07 dolara za euro. Jednocześnie miniony tydzień był kolejnym z rzędu ze spadkiem wartości jena, co lekko wzmocniło kurs dolara i euro w relacji do koszyków walut.

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

- Na polskim rynku finansowym kontynuacja korekty na rynkach bazowych obligacji spowodowała zmienność cen obligacji, ale ostatecznie w skali całego tygodnia rentowności krajowych obligacji spadły o 10 pkt. baz. na dłuższym końcu krzywej dochodowości – do 5,74% dla 10-latek, przy stabilizacji na krótkim końcu krzywej. Notowania FRA wzrosły w skali tygodnia i wskazują na bardzo wątpliwe oczekiwania na poluzowanie polityki NBP do końca tego roku. Kurs złotego w relacji do koszyka walut delikatnie zyskał na wartości, przy stabilizacji złotego w relacji do euro w okolicach 4,32 złotego za euro i przy umocnieniu złotego w relacji do dolara i franka. Krajowy rynek akcji podążył za światowymi giełdami, ze wzrostem WIG o 1,5% w skali tygodnia.
- Opublikowana w minionym tygodniu seria marcowych danych nt. gospodarki polskiej nie miała większego wpływu na krajowy rynek finansowy, pomimo kilku niespodzianek. Marcowe dane wskazały, że utrzymuje się wysoka dynamika płać w sektorze przedsiębiorstw (ponad 12% r/r), która przy skokowym spadku inflacji wzmacnia realne dochody gospodarstw domowych, co znajduje odzwierciedlenie w kontynuacji poprawy sprzedaży detalicznej. Jednocześnie dużą negatywną niespodzianką sprawiły produkcja przemysłu i budownictwa z bardzo dużymi spadkami produkcji w relacji do poprzedniego miesiąca po korekcie sezonowości. Gdyby te dane odzwierciedlały faktyczny stan polskiej gospodarki, należałoby je zinterpretować jako nawrót tendencji recesyjnych. Jednak na to, że dane te mają charakter jednorazowy wskazują np. solidne nastroje przedsiębiorstw zarówno w badaniach GUS, jak i w opublikowanym w minionym tygodniu kwartalnym raporcie „Szybki Monitoring” NBP. W naszej ocenie dominujący jednorazowy wpływ na głębokie spadki produkcji w marcu miał wcześniejszy termin Świąt Wielkanocnych, który nie został odpowiednio „wychwycony” w danych skorygowanych o sezonowość. Tym samym naszym zdaniem marcowe dane o produkcji nie podważają naszego scenariusza stopniowego ożywienia aktywności polskiej gospodarki. Najistotniejszym wnioskiem z serii opublikowanych w minionym tygodniu danych jest utrzymanie wysokiej dynamiki płać, która oznacza, że przy konserwatywnym podejściu RPP jeszcze silniej uprawdopodobnia się scenariusz braku obniżek stóp NBP w br.
- W bieżącym tygodniu najistotniejszym wydarzeniem będzie środowe posiedzenie FOMC. Przy praktycznie pewnym scenariuszu utrzymania stóp Fed bez zmian, uwaga rynkowa skupi się na narracji prezesa Fed. Oczekujemy, że prezes Powell potwierdzi, że opublikowane dotychczas dane nie dały FOMC podstawy dla rozważania redukcji stóp. Zakładamy, że podtrzyma prognozę redukcji stóp Fed w trakcie tego roku, niemniej zapewne prezes wskaże na napływające dane z gospodarki jako czynnik determinujący decyzje FOMC. W tym kontekście istotne będą pod koniec tygodnia publikacje danych z USA – z rynku pracy za marzec oraz kwietniowe wskaźniki koniunktury ISM.
- W strefie euro opublikowane zostaną wstępne dane o kwietniowej inflacji. Także tuż przed majówką poznamy wstępne wyniki krajowej inflacji CPI w kwietniu. Prognozujemy wzrost CPI do 2,4% r/r wobec 2,0% r/r w marcu, głównie za sprawą przywrócenia 5-proc. stawki VAT na produkty żywnościowe. W naszej prognozie założyliśmy, że podwyższenie stawki VAT zostanie jedynie częściowo odzwierciedlone w cenach detalicznych żywności (kwietniowy wzrost cen z tego tytułu o ok. 1,8%), biorąc pod uwagę deklaracje głównych sieci handlowych o utrzymaniu w kwietniu niezmiennych cen większości produktów żywnościowych pomimo wzrostu VAT.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Szacunek flash CPI w kwietniu (30 kwietnia)**

Prognozujemy wzrost CPI do 2,4% r/r wobec 2,0% r/r w marcu, głównie za sprawą przywrócenia 5-proc. stawki VAT na produkty żywnościowe. W naszej prognozie założyliśmy, że podwyższenie stawki VAT zostanie jedynie częściowo odzwierciedlone w cenach detalicznych żywności (kwietniowy wzrost cen z tego tytułu o ok. 1,8%), biorąc pod uwagę deklaracje głównych sieci handlowych o utrzymaniu w kwietniu niezmiennych cen większości produktów żywnościowych pomimo wzrostu VAT.

W przeciwnym kierunku będzie oddziaływała kontynuacja spadku inflacji bazowej – do 4,2% r/r wobec 4,6% r/r w marcu – efekt dalszego obniżenia dynamiki cen towarów (m.in. efekt wysokiej bazy sprzed roku), przy podwyższonej dynamice cen usług.

- **Komitetu Otwartego Rynku Fed (1 maja)**

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, stąd bardziej wyczekiwany przez inwestorów wydarzeniem będzie konferencja prasowa prezesa Powella.

Zakładamy, że ton wypowiedzi prezesa będzie zbieżny do jego wystąpienia z połowy kwietnia, tj. zakładamy, że prezes potwierdzi, że publikowane dotychczas dane nie dały komitetowi wystarczająco pewności dla rozważań redukcji stóp procentowych. W kontekście perspektyw polityki pieniężnej nie zakładamy także żadnych zmian w treści komunikatu.

Zakładamy, że podtrzymana zostanie prognoza redukcji stóp w trakcie br., niemniej bez żadnych konkretniejszych informacji dot. terminu możliwej obniżki stóp. Prezes będzie zapewne cały czas wskazywał na publikacje danych jako czynnik determinujący kolejne decyzje FOMC.

Choć podczas majowego posiedzenia FOMC nie będzie aktualizował prognozy ścieżki stóp procentowych, to bardzo istotne byłyby wszelkie ewentualne sugestie prezesa Powella czy członkowie komitetu sygnalizowali ryzyko zmiany tych prognoz (takie odniesienia czasami pojawiały się w przeszłości podczas konferencji prasowych prezesa).

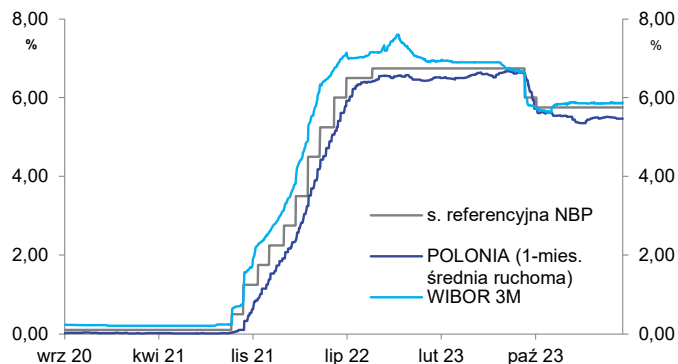
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 30 kwietnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	kwi	50,8 pkt.	50,3 pkt.	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	kwi	53,0 pkt.	52,3 pkt.	-
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	kwi	51,1 pkt.	51,0 pkt.	-
08:00	DE	Dynamika PKB	I kw.	-0,3% kw/kw	0,1% kw/kw	-
10:00	PL	Inflacja CPI (wst.)	kwi	2,0% r/r	-	2,4% r/r
11:00	EMU	Dynamika PKB	I kw.	0,0% kw/kw	0,1% kw/kw	-
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	kwi	2,4% r/r	2,4% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	kwi	2,9% r/r	2,6% r/r	-
środa 1 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	kwi	50,3 pkt.	50,1 pkt.	-
20:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	kwi	5,25% - 5,50%	5,25% - 5,50%	5,25% - 5,50%
20:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	kwi	-	-	-
czwartek 2 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł	kwi	48,0 pkt.	-	47,3 pkt.
14:30	C	Decyzja Czeskiego Banku Centralnego (CNB) dot. stóp procentowych	kwi	5,75%	5,25%	-
piątek 3 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	kwi	232 tys.	198 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	kwi	3,8%	3,8%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	kwi	4,1% r/r	4,0% r/r	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	kwi	51,4 pkt.	52,0 pkt.	-
poniedziałek 6 maja			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	kwi	52,7 pkt.	52,5 pkt.	-

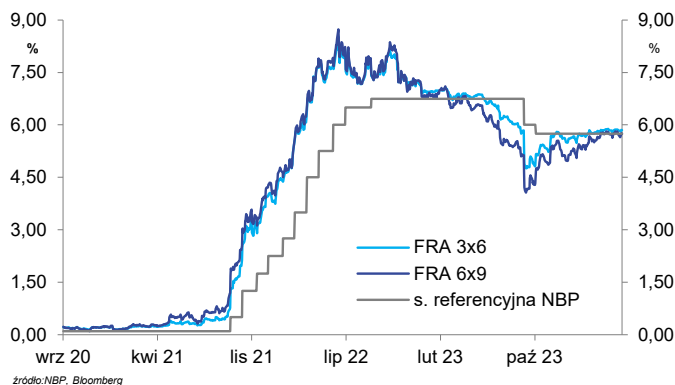
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

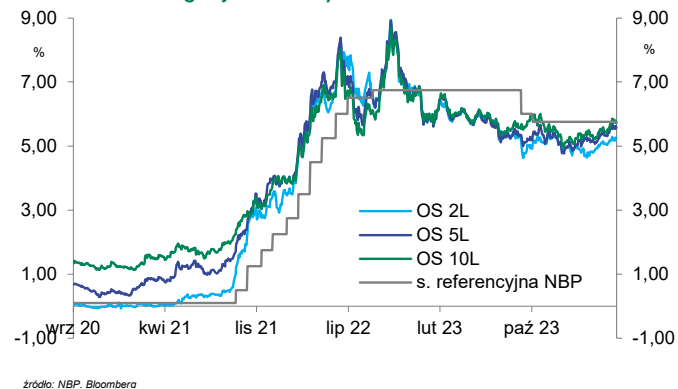
Krajowe stopy procentowe



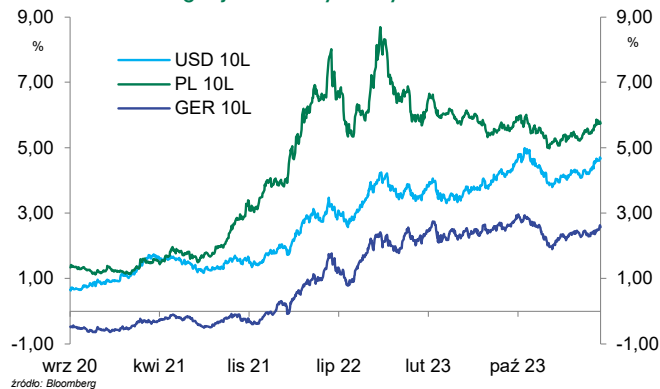
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



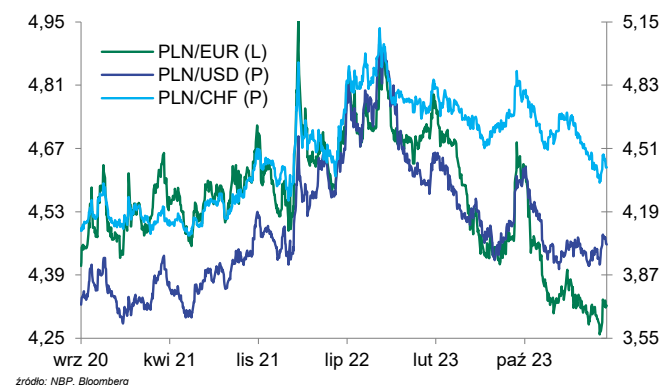
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



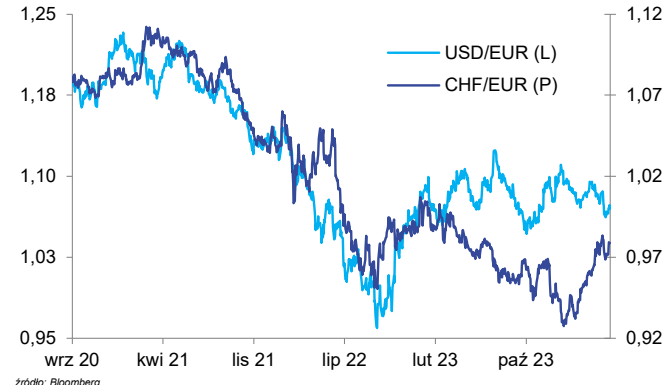
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



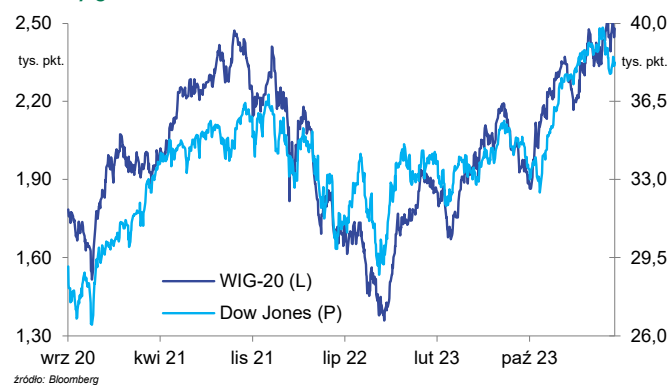
Notowania kursu złotego



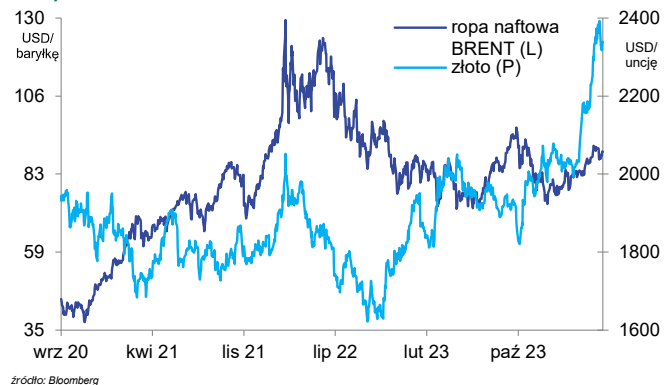
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

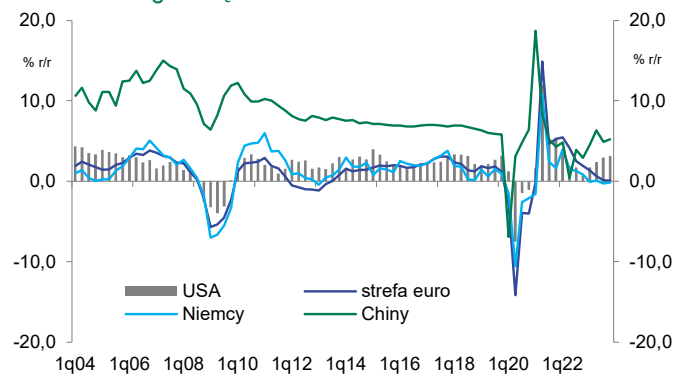


Ceny surowców



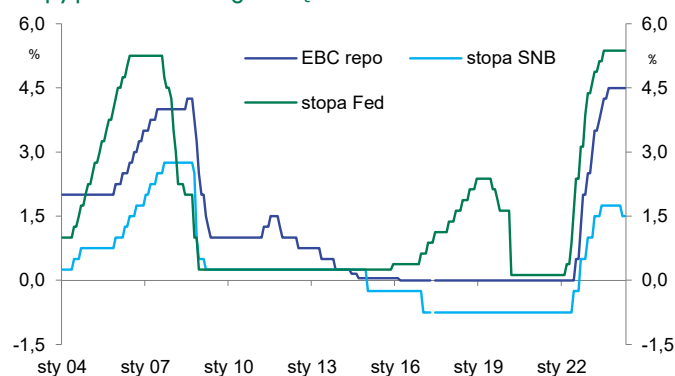
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



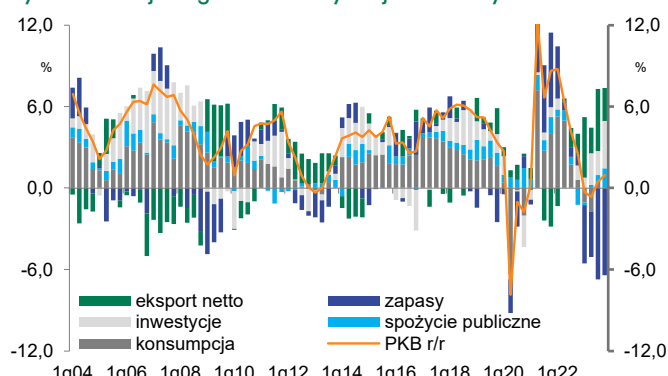
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



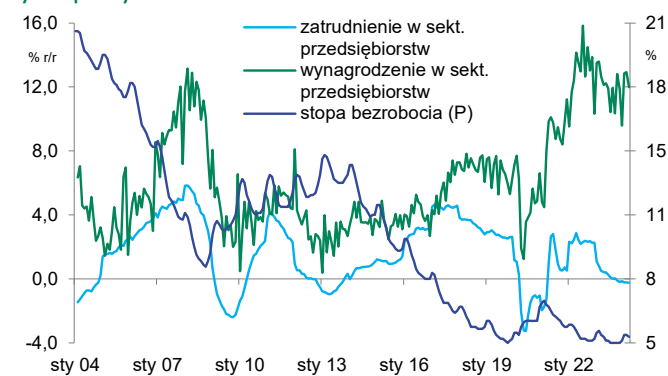
źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



źródło: GUS

Rynek pracy



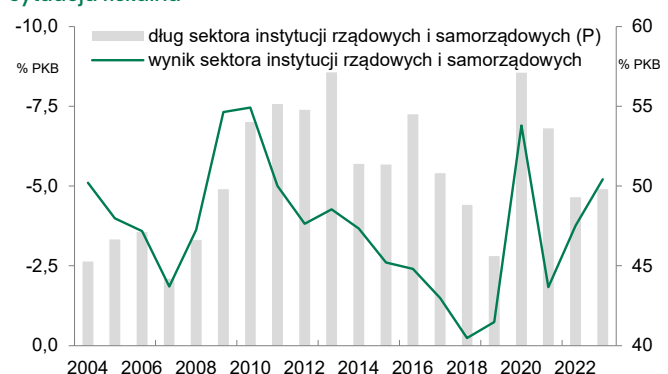
źródło: GUS

Inflacja



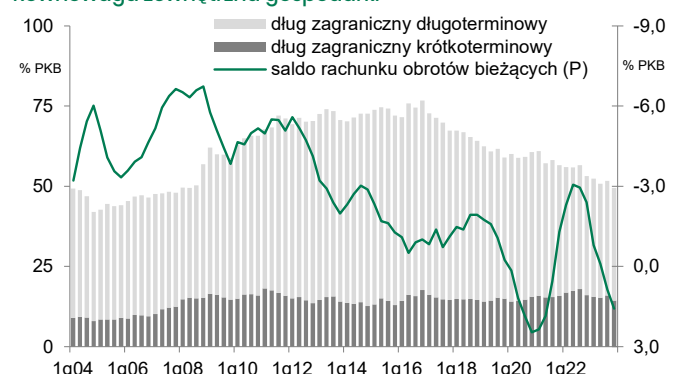
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.03.2024	19.04.2024	26.04.2024	31.05.2024	30.06.2024	30.09.2024
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	5,87	5,90	5,90	5,90
FRA 3x6	%	5,84	5,84	5,85	-	-	-
FRA 6x9	%	5,73	5,71	5,74	-	-	-
FRA 9x12	%	5,42	5,50	5,57	-	-	-
IRS 2L	%	5,45	5,61	5,65	-	-	-
IRS 5L	%	4,97	5,38	5,34	-	-	-
IRS 10L	%	5,02	5,50	5,45	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,07	5,24	5,24	5,25	5,20	5,05
Obligacje skarbowe 5L	%	5,32	5,63	5,57	5,45	5,35	5,05
Obligacje skarbowe 10L	%	5,43	5,84	5,74	5,60	5,50	5,20
PLN/EUR	PLN	4,30	4,33	4,32	4,31	4,33	4,37
PLN/USD	PLN	3,99	4,07	4,02	4,01	4,02	4,07
PLN/CHF	PLN	4,43	4,48	4,41	4,47	4,51	4,55
USD/EUR	USD	1,08	1,07	1,07	1,08	1,08	1,08
Stopa Fed	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,00
Stopa depozytowa EBC	%	4,00	4,50	4,50	4,00	3,75	3,50
Stopa SNB	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,25
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,20	4,62	4,66	4,50	4,35	4,00
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,30	2,50	2,57	2,45	2,35	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.