

Presja inflacyjna w strefie euro słabnie

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Pod koniec ubiegłego tygodnia wzrosty cen akcji na amerykańskiej giełdzie wyhamowały, choć poziomy indeksów giełdowych wciąż oscylowały wokół historycznych maksimów, po powrocie oczekiwań na szybsze obniżki stóp Fed. W tych warunkach rósł popyt na aktywa rynków wschodzących i umacniały się waluty naszego regionu, choć w piątek trend aprecjacyjny wytracił impet. Kurs EURPLN pod koniec tygodnia utrzymał się w okolicy 4,26, a USDPLN 3,92. Mimo spadających rentowności obligacji na rynkach bazowych, ostatni tydzień nie przyniósł w Polsce istotnych kierunkowych zmian notowań, co mogło mieć związek z sygnalizowaną przez RPP długą stabilizacją stóp NBP.
- Po licznych, ważnych publikacjach w poprzednim tygodniu, bieżący będzie najpewniej spokojniejszy, zwłaszcza biorąc pod uwagę kluczowe dla nastrojów dane z USA. Z punktu widzenia rynków najważniejsze będą publikacja *minutes* z posiedzenia FOMC (śr.) oraz wstępne majowe indeksy PMI z USA i Europy. W regionie warto zwrócić uwagę na posiedzenie MNB (wt.), a krajowe dane pozwolą ocenić w jakiej kondycji gospodarka weszła w drugi kwartał.
- W obliczu uboższego kalendarza makro warto będzie słuchać przedstawicieli głównych banków centralnych – EBC, dla którego obniżka stóp w czerwcu wydaje się przesądzona, oraz z USA, gdzie lepsze dane inflacyjne rozbudziły na nowo nadzieje na obniżki. W środę Ch.Lagarde ma wystąpienie na konferencji o rynku kapitałowym, członkowie Fed będą się z kolei wypowiadali praktycznie codziennie. Dla polityki pieniężnej w strefie euro istotna będzie czwartkowa publikacja wskaźnika płac negocjowanych za 1q24.
- Minutes* FOMC mogą rzucić trochę nowego światła na posiedzenie, które ugruntowało przekonanie, że do obniżek stóp dojdzie później niż oczekiwano. Komitet ocenił wówczas, iż „w ostatnich miesiącach nie odnotowano dalszych postępów w realizacji celu inflacyjnego”.
- Indeksy PMI za maj pokażą wg konsensusu bardzo powolną poprawę koniunktury w Europie i jej stabilizację w USA. W przypadku strefy euro

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

@PKO_Research

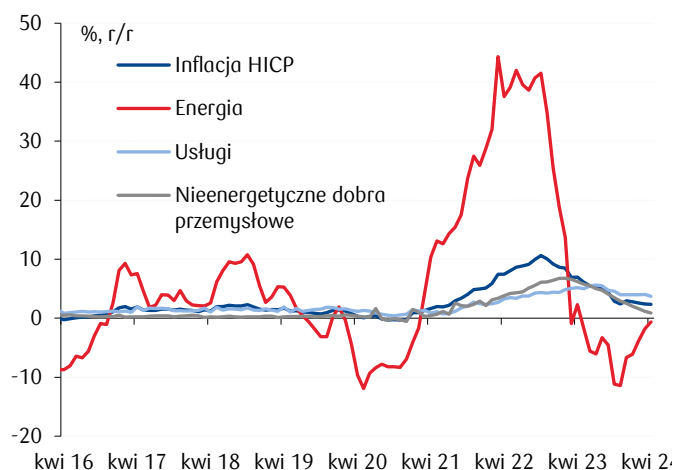
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

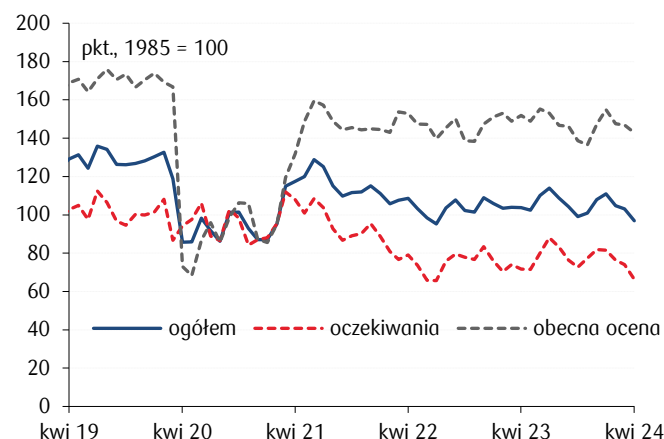
	Wartość 2024-05-17	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2610	0,0
USDPLN	3,9178	0,0
CHFPLN	4,3193	-0,3
GBPPLN	4,9789	0,3
EURUSD	1,0876	0,1
Obligacje:		
PL2Y	5,37	1
PL5Y	5,50	2
PL10Y	5,67	4
DE10Y	2,51	7
US10Y	4,42	4
Indeksy akcyjne:		
WIG	88 734,6	0,4
DAX	18 704,4	-0,2
S&P500	5 303,3	0,1
Nikkei**	39 153,4	0,6
Shanghai Comp.**	3 166,1	1,4
Surowce:		
Złoto	2408,25	1,3
Ropa Brent	83,98	0,9

: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Inflacja HICP w strefie euro



Koniunktura konsumencka w USA wg Conference Board



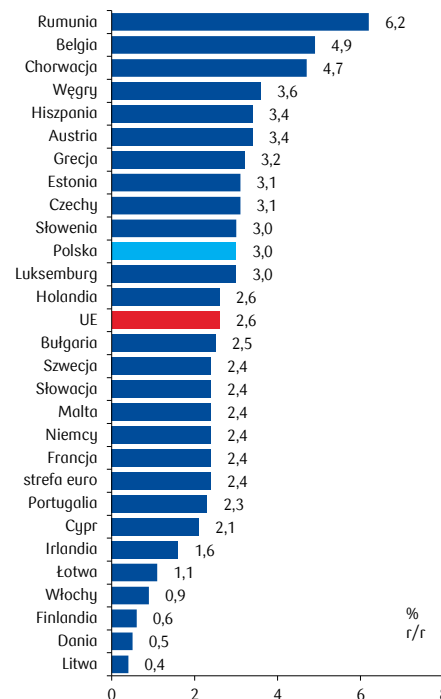
indeksy dla przemysłu najpewniej wzrosną, chociaż pozostaną poniżej granicy neutralnej. W przypadku USA oczekiwany jest z kolei wynik w okolicy 50 pkt.

- **Krajowe dane najprawdopodobniej pokażą, że gospodarka dobrze rozpoczęła 2q24.** Wśród danych o aktywności najpewniej tylko produkcja budowlana (publikacja w cz.) odnotowała w kwietniu spadek w ujęciu r/r, ale naszym zdaniem był on mniejszy niż -13,3% w marcu. Produkcja przemysłowa (śr.) najpewniej rosła w solidnym tempie 6,5% r/r, wspierana przez efekt kalendarzowy. Nasza prognoza sprzedaży detalicznej (cz.) znacząco odbiega od konsensusu – zakładamy, że wzrosła ona o 1,0% r/r wobec 6,1% r/r w marcu, podczas gdy konsensus wynosi 5,2% r/r. Oczekiwane przez nas hamowanie sprzedaży jest konsekwencją odwrócenia efektu Wielkanocy, która podbiła sprzedaż żywności i nie oznacza nagłego załamania wydatków konsumenckich, które są wspierane przez szybko rosnące wynagrodzenia. Naszym zdaniem przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (śr.) wzrosło w kwietniu o 11,5% r/r, po wzroście o 12,0% r/r w marcu.
- **Oczekujemy, że MNB obniży jutro stopy procentowe o 50pb, do 7,25%,** na taką decyzję wskazuje też konsensus rynkowy. Sytuacja na rynkach finansowych (aprecjacja forinta w minionym miesiącu) oraz w gospodarce (inflacja blisko celu MNB) uzasadniają kontynuację cyklu obniżek w takim samym tempie, jak w kwietniu. Na czwartkowym posiedzeniu Banku Turcji oczekiwana jest stabilizacja stóp na poziomie 50%.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

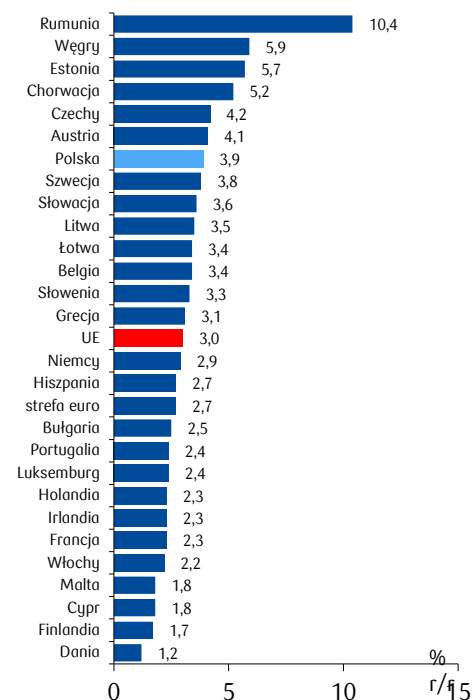
- **EUR: Ceny konsumpcyjne w kwietniu wzrosły o 2,4% r/r, zgodnie ze wstępnym szacunkiem, i tak samo jak przed miesiącem.** Z kolei inflacja bazowa (bez energii, żywności, alkoholu i tytoniu) wciąż powoli spada – w kwietniu obniżyła się do 2,7% r/r z 2,9% r/r w marcu. **W ubiegłym miesiącu, po raz pierwszy od listopada, obniżyła się dotychczas najbardziej uporczywa dynamika cen usług,** inflacja w tej kategorii spadła do 3,7% z 4% w 5 poprzednich miesiącach. Wciąż spowalniają też wzrosty cen towarów, w kwietniu nieco przyspieszyła natomiast dynamika cen żywności, alkoholu i tytoniu (do 2,8% r/r z 2,6% r/r w marcu). Spośród państw UE najwyższa inflacja jest w Rumunii (6,2% r/r), a najniższa na Litwie (0,4% r/r). Dla porównania, inflacja liczona według HICP w Polsce wyniosła w kwietniu 3,0% r/r, (wobec 2,7% r/r w marcu). **Zgodne z oczekiwaniami dane o inflacji w strefie euro utwierdzają nas w przekonaniu o obniżce stóp EBC na jego najbliższym posiedzeniu 6 czerwca.**
- **EUR: L.deGuindos (wiceprezes EBC)** ocenił, że presja cenowa w strefie euro słabnie, co zwiększa pewność, że w średnim terminie inflacja będzie zmierzać do celu. Przedstawiciel EBC zwrócił też uwagę, że w najbliższych miesiącach inflacja najprawdopodobniej będzie oscylować wokół bieżących wartości zanim zacznie wyraźnie spadać. W perspektywie średnioterminowej, w 2025, będzie już jednak stabilnie zmierzać w kierunku celu na poziomie 2%. **I.Schnabel (zarząd EBC)** potwierdziła, że w czerwcu właściwa może być obniżka stóp procentowych, ale zastrzegła, że to co wydarzy się po czerwcu jest mniej pewne. Powtórzyła, że naturalna stopa procentowa najprawdopodobniej wzrosła (m.in. wraz ze wzrostem popytu inwestycyjnego wymuszonego zieloną transformacją), ale ponieważ nie można jej zmierzyć, EBC powinien na bieżąco oceniać skutki gospodarcze swojej polityki. Im bliżej stopa EBC znajduje się stopy naturalnej, tym bardziej ostrożne powinny być decyzje. Według I.Schnabel aktualne dane nie uzasadniają kolejnej obniżki w lipcu, a podejście EBC przy bardzo wolnej dezinflacji powinno być ostrożne. Obniżki powinny następować, jeśli wzrost płać będzie spowalniał, a jednocześnie wzrośnie produktywność i firmy zaabsorbują wzrost kosztów płać redukując marże.

Inflacja HICP w kwietniu 2024



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Bazowa inflacja HICP w kwietniu



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

- **USA:** Indeks wyprzedzający koniunktury Conference Board w kwietniu spadł o 0,6% m/m do 101,8 (2016=100) – silniej niż oczekiwano (kons.: -0,3%). Wskaźnik sygnalizuje oczekiwane pogorszenie koniunktury w perspektywie 3-6 miesięcy. Źródłem gorszych ocen są słabsze nastroje konsumenckie i spadek zamówień.
- **CHN:** Rząd X.Jinpinga ogłosił program wsparcia rynku nieruchomości, łagodząc przepisy dotyczące kredytów hipotecznych i wzywając władze lokalne do kupowania niesprzedanych domów. Pakiet obejmuje niższe wymagania dotyczące wkładu własnego dla nabywców domów oraz 42 mld USD dofinansowania z banku centralnego na pomoc w zakupie nadwyżek zapasów od deweloperów, które mają zostać przekształcone w przystępne cenowo mieszkania.
- **POL:** I.Dąbrowski (RPP) ocenił, że zapowiadane przez rząd stopniowe uwolnienie cen energii, podbije inflację do 6-7% pod koniec roku. **Jego zdaniem nie ma obecnie potrzeby podnoszenia stóp procentowych, a ich poziom jest wystarczający do ograniczenia inflacji.** Podkreślił przy tym, że powrót inflacji do celu może zająć nieco dłużej, ze względu na szybko rosnące wynagrodzenia. Zdaniem I.Dąbrowskiego RPP jest zgodna, że wzrost płac jest zagrożeniem dla inflacji.
- **POL:** K.Pełczyńska-Nałęcz (MFIPR) poinformowała, że transformacja energetyczna po 2026 będzie finansowana z nowego unijnego Społecznego Funduszu Klimatycznego o wartości 50 mld PLN. Do 2026 transformację energetyczną będzie finansował KPO.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 17 maja						
CHN: Produkcja przemysłowa (kwi.)	04:00	%, r/r	4,5	5,4	--	6,7
CHN: Sprzedaż detaliczna (kwi.)	04:00	%, r/r	3,1	3,9	--	2,3
EUR: Inflacja HICP (kwi., rew.)	11:00	%, r/r	2,4	2,4	--	2,4
EUR: Inflacja bazowa (kwi., rew.)	11:00	%, r/r	2,9	2,7	--	2,7
Wtorek, 21 maja						
GER: Inflacja PPI (kwi.)	8:00	%, r/r	-2,9	-3,1	--	--
EUR: Bilans handlowy (mar.)	11:00	mld	17,9	20,0	--	--
HUN: Posiedzenie MNB (maj)	14:00	%	7,75	7,25	7,25	--
Środa, 22 maja						
POL: Koniunktura konsumencka (maj)	10:00	pkt.	-11,5	-11,4	-10,8	--
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (kwi.)	10:00	%, r/r	12,0	12,1	11,5	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (kwi.)	10:00	%, r/r	-0,2	-0,3	-0,3	--
POL: Produkcja przemysłowa (kwi.)	10:00	%, r/r	-6,0	5,6	6,5	--
POL: Inflacja PPI (kwi.)	10:00	%, r/r	-9,6	-8,3	-8,2	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (kwi.)	16:00	mln	4,19	4,22	--	--
USA: Minutes Fed (maj)	20:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 23 maja						
HUN: Wynagrodzenia (marzec)	8:30	%, r/r	14,0	13,1	--	--
GER: PMI w przetwórstwie (maj, wst.)	9:30	pkt.	42,5	43,3	--	--
GER: PMI w usługach (maj, wst.)	9:30	pkt.	53,2	53,5	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (maj, wst.)	10:00	pkt.	45,7	46,1	--	--
EUR: PMI w usługach (maj, wst.)	10:00	pkt.	53,3	53,6	--	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (kwi.)	10:00	%, r/r	-13,3	-5,0	-5,9	--
POL: Sprzedaż detaliczna (kwi.)	10:00	%, r/r	6,1	5,2	1,0	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (maj)	14:30	tys.	222	220	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (maj, wst.)	15:45	pkt.	50,0	49,9	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (maj, wst.)	16:00	pkt.	-14,7	-14,2	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (kwi.)	16:00	tys.	693	679	--	--
Piątek, 24 maja						
GER: Wzrost PKB (1q)	8:00	%, r/r	-0,4	-0,9	--	--
HUN: Stopa bezrobocia	8:30	%	4,4	4,4	--	--
POL: Podaż pieniądza M3 (kwi.)	14:00	%, r/r	6,6	6,8	6,7	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (kwi., wst.)	14:30	%, m/m	2,6	-0,7	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (maj, rew.)	16:00	pkt.	77,2	67,7	--	--

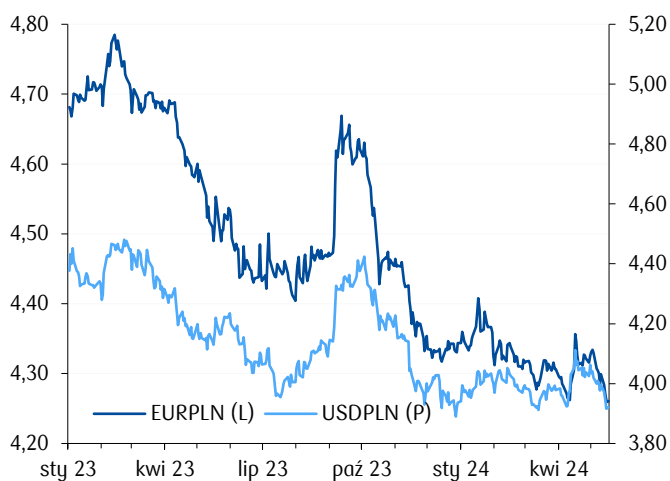
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

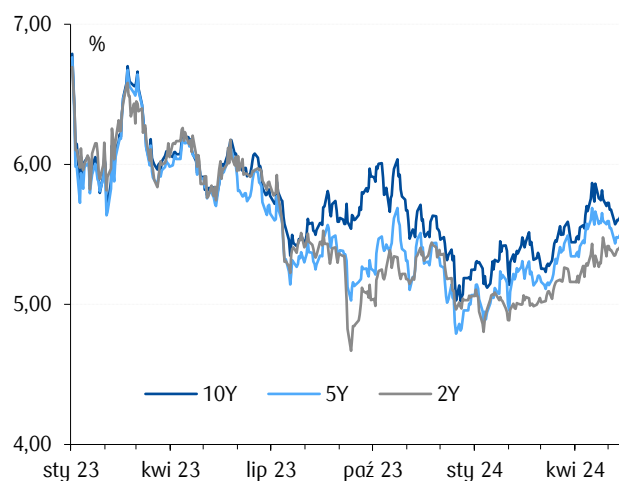
		Wartość	Δ (% , pb)*				
		2024-05-17	Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2610	0,0	-0,9	-1,2	-6,2	-6,0
	USDPLN	3,9178	0,0	-1,9	-3,1	-6,9	4,9
	CHFPLN	4,3193	-0,3	-1,9	-2,8	-7,4	4,4
	GBPPLN	4,9789	0,3	-0,5	-0,5	-4,7	-5,4
	EURUSD	1,0876	0,1	1,0	1,9	0,8	-10,4
	EURCHF	0,9866	0,3	1,0	1,7	1,4	-9,9
	GBPUSD	1,2699	0,2	1,5	2,1	2,1	-9,9
	USDJPY	155,42	0,1	-0,3	0,5	12,2	42,0
	EURCZK	24,69	-0,1	-0,9	-2,3	3,9	-3,1
	EURHUF	386,78	0,1	-0,2	-1,9	2,9	8,8
Obligacje	PL2Y	5,37	1	-3	2	-60	519
	PL5Y	5,50	2	3	-16	-44	417
	PL10Y	5,67	4	7	-19	-31	377
	DE2Y	2,99	7	2	-2	21	364
	DE5Y	2,56	7	1	3	16	307
	DE10Y	2,51	7	-1	1	9	264
	US2Y	4,83	3	-3	-15	57	468
	US5Y	4,45	4	-7	-21	76	363
	US10Y	4,42	4	-8	-19	77	279
Akcje	WIG	88 734,6	0,4	2,6	6,6	36,7	42,6
	WIG20	2 575,0	0,5	2,1	4,5	29,2	23,0
	S&P500	5 303,3	0,1	1,5	6,8	26,5	27,1
	NASDAQ100	18 546,2	-0,1	2,1	8,9	34,4	38,5
	Shanghai Composite**	3 166,1	1,4	0,4	3,3	-3,6	-9,3
	Nikkei**	39 153,4	0,6	2,4	5,6	27,1	39,4
	DAX	18 704,4	-0,2	-0,4	5,5	14,9	21,3
	VIX	13,61	-0,9	-5,3	-23,7	-30,7	-36,3
Surowce	Ropa Brent	84,0	0,9	1,4	-3,8	11,1	22,2
	Ropa WTI	81,7	1,0	2,3	-2,5	14,2	24,9
	Złoto	2408,3	1,3	2,0	0,6	22,4	31,1

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, **zamknięcie dnia bieżącego.

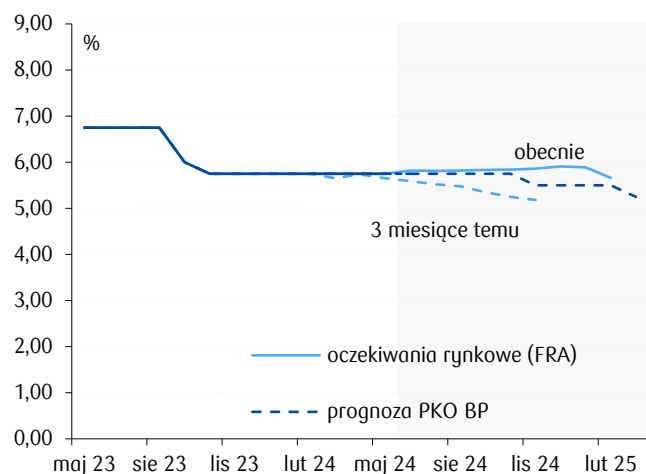
Notowania złotego wobec głównych walut



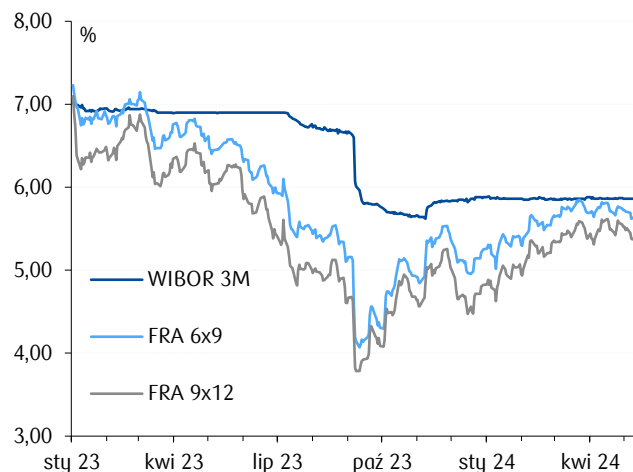
Rentowności polskich obligacji skarbowych



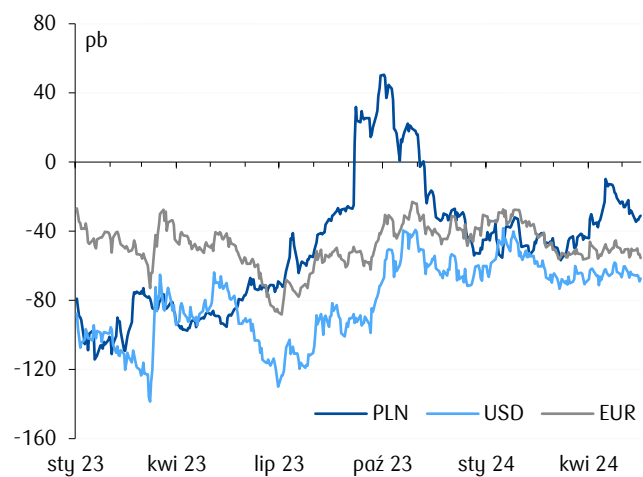
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



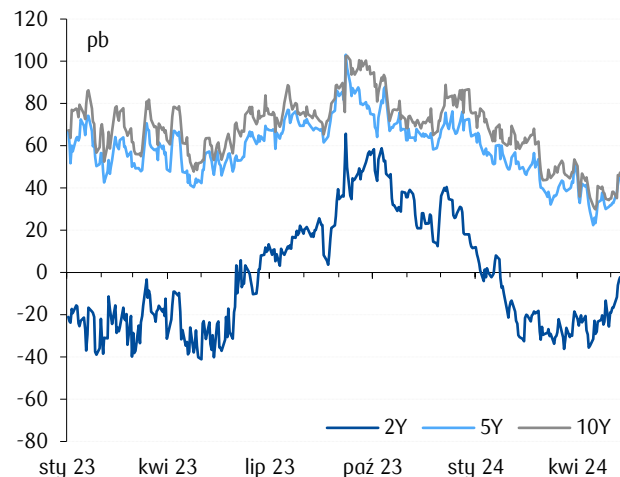
Krótkoterminowe stopy procentowe



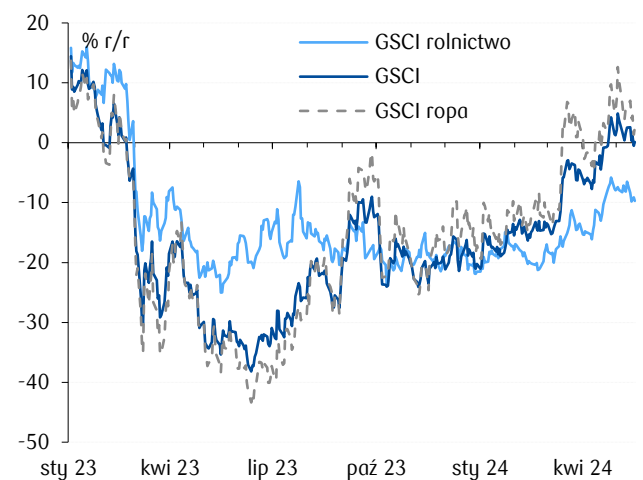
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



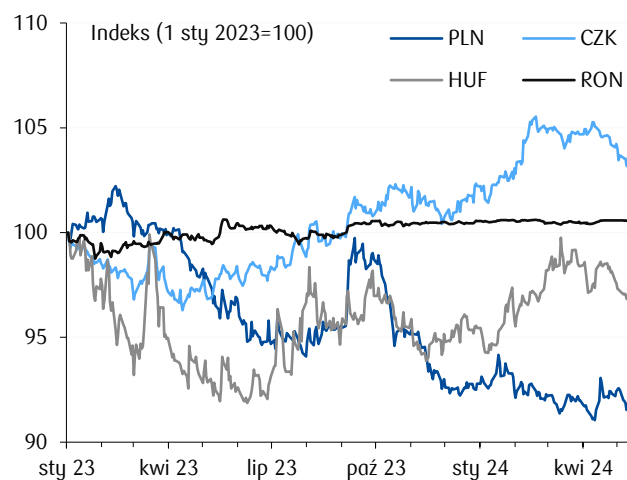
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

