

Słodko-gorzki raport MFW

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Indeks S&P 500 wczoraj nieznacznie tracił, kontynuując trwający od piątku trend. Rentowności amerykańskich i niemieckich obligacji wzrosły. Kurs EURUSD nie zmienił się istotnie. Na krajowym rynku obserwowaliśmy znaczące osłabienie złotego – kurs EURPLN wzrósł powyżej 4,36, a USDPLN powyżej 4,10, za co odpowiadał przede wszystkim wzrost globalnej awersji do ryzyka, choć zarówno węgierski forint jak i czeska korona nie traciły aż tak silnie jak złoty. Spokojniejsza sesja miała miejsce na rynku długu – rentowności wzrosły śladem rynków bazowych, słabiej na krótszym, a silniej na dłuższym końcu krzywej.
- Dzisiejszy kalendarz publikacji makroekonomicznych ogranicza się do danych europejskich, wśród których znajdzie się **kolejny szacunek inflacji HICP w strefie euro** (wstępne dane wskazały na jej spadek w marcu do 2,4% r/r z 2,6% r/r w lutym). Z regionu napłynęły dane o produkcji przemysłowej w Rumunii.
- Zainteresowanie na rynkach globalnych wzbudzić mogą wystąpienia przedstawicieli EBC (P.Hernandez de Cos, I.Schnabel) oraz Fed (L.Mester, M.Bowman), a także ocena amerykańskiej gospodarki przedstawiona w Beżowej Księdze Fed.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL: Inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii) obniżyła się w marcu zgodnie z oczekiwaniami do 4,6% r/r z 5,4% r/r w lutym.** Wszystkie pozostałe miary inflacji bazowej znalazły się poniżej tego poziomu (najniższa była inflacja po wyłączeniu cen administrowanych, która wyniosła 1,8% r/r) i kontynuowały spadki. Impet inflacji bazowej bez żywności i energii (zmiany m/m po odsezonowaniu) pozostaje zbliżony do 0,3%, co po zannualizowaniu daje ok. 4%, a więc wynik wciąż nieco powyżej celu NBP. Inflacja bazowa w 1q24 wyniosła średnio 5,4% r/r i była o 0,2pp r/r niższa niż zakładała projekcja NBP z początku marca, co jest miarą pozytywnego zaskoczenia w tym aspekcie. Wczorajsze dane nie wpłyną wg nas na postawę RPP, którą charakteryzują obawy o upór inflacji bazowej, ale mogą być punktem

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

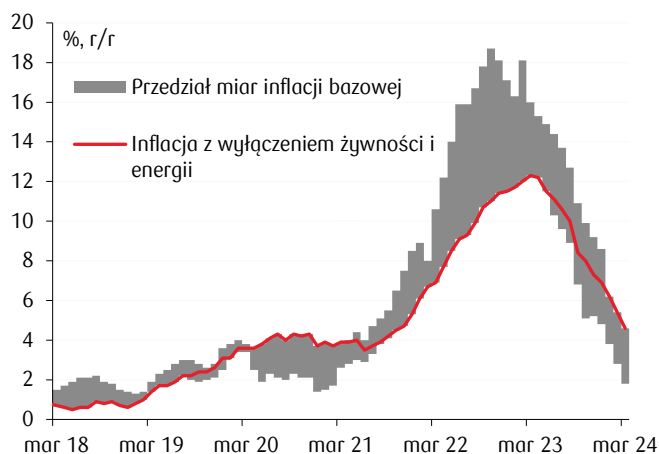
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

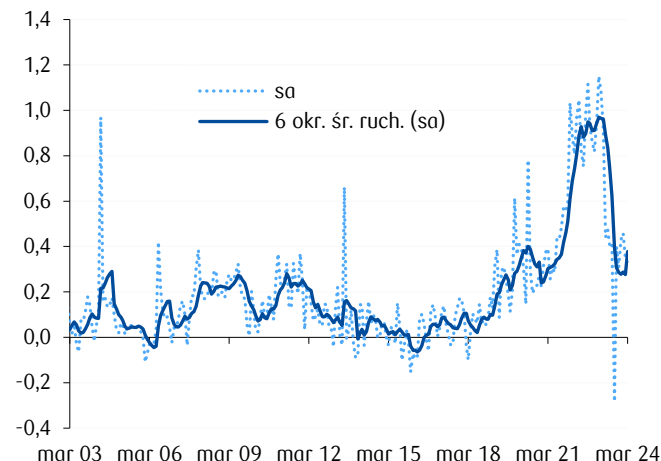
	Wartość 2024-04-16	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,3565	1,2
USDPLN	4,0977	1,2
CHFPLN	4,4889	1,3
GBPPLN	5,1092	1,3
EURUSD	1,0632	0,0
Obligacje:		
PL2Y	5,43	8
PL5Y	5,69	9
PL10Y	5,87	11
DE10Y	2,49	6
US10Y	4,66	5
Indeksy akcyjne:		
WIG	81 281,3	-2,3
DAX	17 766,2	-1,4
S&P500	5 051,4	-0,2
Nikkei**	38 288,7	-2,4
Shanghai Comp.**	3 044,3	-0,4
Surowce:		
Złoto	2386,23	1,7
Ropa Brent	90,02	-0,1

Źródło: 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 bazowa



Impet inflacji bazowej m/m



Źródło: NBP, Macrobond, PKO Bank Polski.

wyjścia do rewizji w dół ścieżki inflacyjnej przy okazji kolejnej rundy progностycznej NBP w lipcu.

- ŚWIAT: MFW we flagowym raporcie** dostrzegł odporność globalnej gospodarki i bardziej optymistycznie ocenił perspektywy gospodarcze. Według ekonomistów MFW nie spełniły się pesymistyczne prognozy kryzysu gospodarczego, bankowego czy żywnościowego, a inflacja spada prawie tak szybko jak wzrosła. **Globalna dynamika PKB, po osiągnięciu dołka pod koniec 2022, w 2023 wzrosła do 3,2%, a w dwóch kolejnych latach może pozostać na zbliżonym poziomie.** W raporcie podkreślano, że długoterminowe negatywne skutki pandemii dla ścieżki wzrostu PKB są prawdopodobnie nieco mniejsze niż wcześniej sądzono. Jedną z przyczyn jest solidne ożywienie gospodarcze w USA, napędzane niestabilnym w ujęciu długoterminowym wsparciem fiskalnym. W strefie euro wzrost gospodarczy w 2024 ma przyspieszyć, ale z bardzo niskiego poziomu, a skala tego ożywienia najpewniej będzie niewielka ze względu na planowaną konsolidację fiskalną. **Jednocześnie w szybszym tempie niż wcześniej zakładano ma postępować globalna dezinflacja – inflacja może spaść z 4,2% w 2023 do 2,6% w 2024, 2,1% w 2025 i 1,9% w 2026.** MFW docenił postępy w walce z inflacją, ale rekomenduje zachowanie ostrożności, m.in. ze względu na uporczywość presji cenowej w usługach i napięty rynek pracy. **MFW zasygnalizował też kilka istotnych wyzwań dla gospodarki światowej.** Po pierwsze, **dostrzegł różnicowanie perspektyw wzrostu** – w górę zrewidowane zostały prognozy dla rozwiniętych gospodarek, w dół dla najbardziej rozwiniętych. Po drugie, spadająca inflacja skutkowałą **istotnym wzrostem realnych stóp procentowych**, które są szczególnie dotkliwe dla wysoko zadłużonych gospodarek rozwijających się. Wymuszają one plany konsolidacji fiskalnej (ograniczania skali deficytu fiskalnego), które mogą być trudne do zrealizowania dla zmagających się z innymi wyzwaniami gospodarek oraz mogą utrudnić realizację koniecznych inwestycji (strukturalnych, obronnych, transformacji energetycznej i cyfrowej). Dodatkowo, historia wskazuje, że skuteczne epizody konsolidacji fiskalnej częściej miały miejsce w okresach prosperity, a nie wtedy kiedy to warunki rynkowe wymuszały jej realizację.

W przypadku Polski MFW oczekuje, że tempo wzrostu PKB w latach 2024-2026 wyniesie odpowiednio 3,1%; 3,5% i 3,0%, a inflacja spadnie z 11,4% do 5,0% w 2024 i 2025, by w 2026 wrócić do celu inflacyjnego. Oznacza to rewizję w górę prognoz PKB i w dół prognoz inflacji względem poprzedniej (październik 2023) rundy progностycznej. W szczególności poprzednio MFW oczekiwał powrotu inflacji do celu dopiero w 2028.

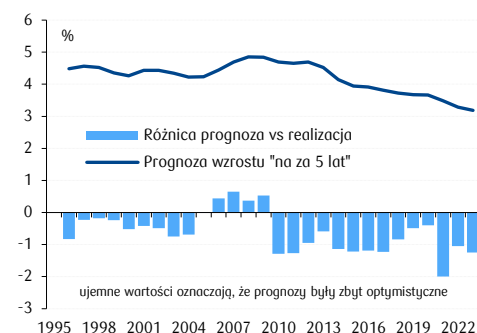
- ŚWIAT: MFW przeanalizował** przyczyny systematycznego pogarszania się średnioterminowych perspektyw gospodarczych. Od ok. 2010 systematycznie obniża się prognozowane przez MFW tempo wzrostu gospodarczego dla świata w horyzoncie pięcioletnim (por. wykres). Nie odpowiada za to pesymizm progностów – w rzeczywistości od ok. 2010 prognozy MFW systematycznie okazywały się być zbyt wysokie. Według raportu za spadkiem prognozowanego tempa wzrostu stoją czynniki strukturalne. W największym stopniu odpowiada za to istotny i mający szeroki zakres spadek tempa wzrostu TFP (*total factor productivity*, miara efektywności procesu produkcji, głównie odzwierciedlająca postęp techniczny), który odpowiadał za ponad połowę hamowania wzrostu PKB. Przyczyniła się do tego nieefektywna alokacja pracy i kapitału między firmami w poszczególnych branżach (nierówny wzrost produktywności między firmami przy ograniczonej skali procesu „kreatywnej destrukcji” skutkowałą nadmiernym wykorzystaniem pracy i kapitału w nieefektywnych firmach). Dodatkowymi czynnikami zmniejszającymi średnioterminowe tempo wzrostu gospodarczego były strukturalnie wolniejszy wzrost inwestycji prywatnych po kryzysie finansowym z 2008 (głębszy niż wynikałoby tylko ze skali obniżenia

Prognozy MFW – najważniejsze wskaźniki

	2023	2024	2025
PKB			
Świat	3,2	3,2	3,2
USA	2,5	2,7	1,9
strefa euro	0,4	0,8	1,5
Niemcy	-0,3	0,2	1,3
Chiny	5,2	4,6	4,1
Polska	0,2	3,1	3,5
Inflacja			
Świat	4,2	2,6	2,1
USA	4,1	2,9	2
strefa euro	5,4	2,1	1,9
Niemcy	6	2,4	2
Chiny	0,2	1	2
Polska	11,4	5	5
Deficyt fiskalny			
USA	-8,8	-6,5	-7,1
strefa euro	-3,5	-2,9	-2,6
Niemcy	-2,1	-1,5	-1,3
Chiny	-7,1	-7,4	-7,6
Polska	-5,6	-5,5	-4,8

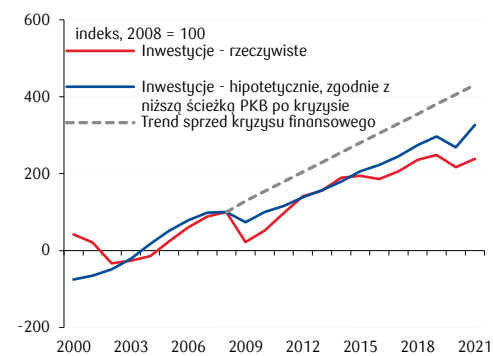
Źródło: MFW, PKO Bank Polski.

Prognozy wzrostu PKB na świecie „na za 5 lat” wg MFW oraz różnica względem realizacji*



Źródło: MFW, PKO Bank Polski. *np. dane za 2022 oznaczają prognozy na 2022 sprzed 5 lat (z kwietniowej edycji prognoz MFW).

Ścieżka inwestycji w państwach OECD

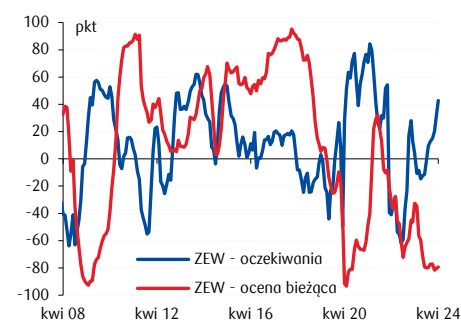


Źródło: MFW, PKO Bank Polski.

ścieżki PKB) oraz wolniejszy wzrost populacji w wieku produkcyjnym w wielu głównych gospodarkach. Do 2030 wkład podaży pracy do wzrostu PKB ma wynieść 0,2pp wobec 0,8pp w latach 2000-2019; wkład zmiany kapitału ma wynieść 1,7pp vs 2,1pp średnio w 2000-19, a wzrost TFP ma spowolnić do 0,9pp z 1,0pp. Według MFW oznacza to pilną potrzebę tworzenia polityk, które wspierałyby transfer pracy i kapitału do najbardziej produktywnych firm, zwiększanie aktywności zawodowej czy zmniejszanie nierówności płciowych w gospodarkach rozwijających się.

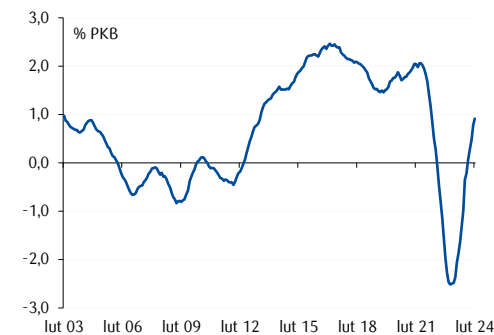
- POL:** W projektowanej ustawie o bonie energetycznym mają się znaleźć przepisy, na mocy których w 2h24 będzie obowiązywać maksymalna cena energii elektrycznej dla gospodarstw domowych w wysokości 500 PLN za MWh. Informacja na temat opracowywanych [rozwiązań](#), którymi Rada Ministrów ma się zająć w 2q24 została opublikowana na stronie Kancelarii Premiera. Obecnie obowiązująca cena maksymalna energii elektrycznej dla gospodarstw domowych to 412 PLN w przypadku odbiorców, którzy nie przekraczają wyznaczonych limitów, a planowane rozwiązanie oznacza jej wzrost o 21%. Projektowane przepisy nakładają na przedsiębiorstwa energetyczne obowiązek przedłożenia do zatwierdzenia Prezesowi URE zmiany taryfy z okresem jej obowiązywania nie krótszym niż do dnia 31 grudnia 2025. Zakładanym efektem będzie obniżenie poziomu cen energii elektrycznej obowiązujących w taryfach dla gospodarstw domowych. W proponowanym brzmieniu przepisów ustawy przewidziano wprowadzenie bonu energetycznego, który będzie świadczeniem pieniężnym dla gospodarstw domowych, których dochody nie przekraczają 2500 PLN na osobę w gospodarstwie jednoosobowym albo 1700 PLN na osobę w gospodarstwie wieloosobowym.
- GER:** Nastroje niemieckich analityków i inwestorów instytucjonalnych w kwietniu ponownie się poprawiły, a indeks ZEW, mierzący oczekiwania co do wzrostu gospodarczego, wyraźnie przewyższył prognozy i wyniósł +42,9 pkt. Do wzrostu optymizmu przyczyniają się lepsze oceny sytuacji bieżącej i perspektyw gospodarczych w niemieckich kierunkach eksportowych oraz rosnące prawdopodobieństwo obniżek stóp przez EBC. Oceny dot. bieżącej sytuacji wciąż są wyraźnie gorsze niż oczekiwania (-79,2 pkt), a w kwietniu poprawiły się tylko nieznacznie (i w skali mniejszej niż oczekiwano).
- USA:** Produkcja przemysłowa w marcu wzrosła o 0,4% m/m, zgodnie z oczekiwaniami, po takim samym wzroście w lutym (dane za ub. miesiąc zostały zrewidowane w górę). Pozytywnie zaskoczyło przetwórstwo przemysłowe (75% przemysłu), gdzie produkcja wzrosła o 0,5% m/m, również po korekcie w górę danych za luty. Wzrost w przetwórstwie był wspierany popytem konsumpcyjnym.
- USA:** W marcu zmniejszyła się aktywność na rynku nieruchomości. Liczba rozpoczętych budów domów spadła o 14,7%, do najniższego poziomu od sierpnia, i była niższa od minimum prognoz analityków ankietowanych przez Bloomberg. Spadki objęły zarówno budownictwo jedno- jak i wielorodzinne. Zmniejszyła się również liczba pozwoleń na budowę. Schłodzenie koniunktury na rynku nieruchomości może mieć związek ze wzrostem oprocentowania kredytów hipotecznych w okolice 7%.
- USA:** J.Powell powiedział, że ostatnie dane nie zwiększyły pewności Fed w kwestii powrotu inflacji do celu. Wręcz przeciwnie, sugerują, że Fed będzie potrzebował więcej czasu niż się dotychczas wydawało, aby się upewnić że inflacja zmierza do celu. Dodał, że biorąc pod uwagę siłę rynku pracy oraz dotychczasowe postępy dezinflacji właściwe będzie „danie restrykcyjnej polityce więcej czasu do działania” i podejmowanie kolejnych decyzji w polityce pieniężnej na podstawie napływających danych i zmieniających się perspektyw gospodarczych. Ph.Jefferson (wiceprezes Fed) oczekuje dalszego

Indeks koniunktury ZEW dla Niemiec



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Saldo handlowe strefy euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

spadku inflacji przy utrzymaniu stóp procentowych na obecnym poziomie. Jego zdaniem zadanie Fedu, polegające na stłamszeniu inflacji, nie zostało jeszcze wykonane. Bankier stwierdził, że jeśli napływające dane inflacyjne będą gorsze od jego oczekiwań, wskazane będzie utrzymanie restrykcyjnej polityki pieniężnej przez dłuższy czas.

- **EUR:** Prezes EBC Ch.Lagarde powiedziała, że obserwowana dezinflacja jest zgodna z oczekiwaniami banku i przy braku istotnych szoków EBC zmierza do momentu, kiedy będzie musiał złagodzić obecną restrykcyjną politykę monetarną, co będzie miało miejsce w „rozsądnie krótkim czasie”. O.Rehn (EBC, Bank Finlandii) powiedział, że niższa inflacja otworzyła drzwi do rozpoczęcia obniżek stóp procentowych tego lata, choć geopolityka (wojna w Ukrainie i napięcia na Bliskim Wschodzie) może jeszcze pokrzyżować te plany. F.Villeroy de Galhau (EBC, Bank Francji) wprost wskazał na czerwcowy termin obniżki, również zwracając uwagę na ryzyka zewnętrzne.
- **EUR:** W lutym nadwyżka handlowa strefy euro wyniosła 23,6 mld EUR i była wypadkową minimalnego wzrostu eksportu (o 0,3% r/r) i wyraźnego spadku importu (o 8,4% r/r). Do poprawy salda handlu zagranicznego względem stycznia przyczynił się przede wszystkim znaczny wzrost nadwyżki handlu pojazdami i maszynami oraz spadek deficytu w handlu surowcami energetycznymi. W ujęciu płynnego roku saldo handlowe strefy euro jest dodatnie od października, a w lutym osiągnęło niemal 1% PKB.
- **POL:** Premier D.Tusk powiedział, że jeśli Polsce nie uda się na czas skonsumować środków z KPO będzie rozmawiał z nową Komisją Europejską o ewentualnej potrzebie innej formuły planu albo o wydłużeniu czasu na wydatkowanie środków. Plan bazowy zakłada jednak zrobienie wszystkiego, żeby zmieścić się z realizacją KPO do 2026. Minister K.Pełczyńska-Nałęcz poinformowała z kolei, że Polska chce złożyć wnioski o kolejne płatności z KPO po wakacjach, tak aby środki wpłynęły do końca 2024. Jej zdaniem może to być maksymalnie 10 mld EUR, ale zapewne będzie mniej. Warunkiem do złożenia wniosków jest zakończenie negocjacji z Komisją Europejską w sprawie trwającej obecnie rewizji KPO.
- **POL:** MF poinformowało, że stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto na 2024 wynosi ok. 58%. Dodatkowo, według komunikatu GUS, deficyt sektora rządowego i samorządowego w 2023 wyniósł 173,8 mld PLN (5,1% PKB) i 105,9 mld PLN w 2022 (3,5% PKB) – to kolejna częściowa informacja o wyniku fiskalnym za 2023. Bardziej szczegółowe dane poznamy w piątek i w poniedziałek.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 12 kwietnia						
GER: Inflacja CPI (mar., rew.)	8:00	% r/r	2,5	2,2	--	2,2
GER: Inflacja HICP (mar., rew.)	8:00	% r/r	2,7	2,3	--	2,3
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (lut.)	14:00	mln EUR	1179	780	1030	465
POL: Eksport (lut.)	14:00	% r/r	-4,3	0,4	1,3	0,4
POL: Import (lut.)	14:00	% r/r	-3,5	0,6	0,3	0,9
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (kwi., wst.)	16:00	pkt.	79,4	79,0	--	77,9
Poniedziałek, 15 kwietnia						
POL: Inflacja CPI (mar., rew.)	10:00	% r/r	2,8	1,9	1,9	2,0
EUR: Produkcja przemysłowa (lut.)	11:00	% r/r	-6,6	-5,5	--	-6,4
USA: Sprzedaż detaliczna (mar.)	14:30	% m/m	0,9	0,4	--	0,7
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (mar.)	14:30	%, m/m	0,6	0,5	--	1,1
Wtorek, 16 kwietnia						
CHN: Wzrost PKB (1q)	4:00	% r/r	5,2	4,8	--	5,3
GER: Indeks instytutu ZEW (kwi.)	11:00	pkt.	31,7	33,0	--	42,9
EUR: Bilans handlowy (lut.)	11:00	mld	11,4	--	--	23,6
POL: Inflacja bazowa (mar.)	14:00	% r/r	5,4	4,6	4,7	4,6
USA: Pozwolenia na budowę (mar.)	14:30	mln	1,518	1,510	--	1,458
USA: Rozpoczęte budowy domów (mar.)	14:30	mln	1,521	1,480	--	1,321
USA: Produkcja przemysłowa (mar.)	15:15	% m/m	0,4	0,4	--	0,4
Środa, 17 kwietnia						
RO: Produkcja przemysłowa (lut.)	8:00	% r/r	2,5	--	8,2	--
EUR: Inflacja HICP (mar., rew.)	11:00	% r/r	2,6	2,4	--	--
EUR: Inflacja bazowa (mar., rew.)	11:00	% r/r	3,1	2,9	--	--
Czwartek, 18 kwietnia						
POL: Koniunktura konsumencka (kwi.)	10:00	pkt.	-12,3	-11,9	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (kwi.)	14:30	tys.	211	215	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mar.)	16:00	mln	4,38	4,09	--	--
Piątek, 19 kwietnia						
GER: Inflacja PPI (mar.)	8:00	% r/r	-4,1	-3,3	--	--

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

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

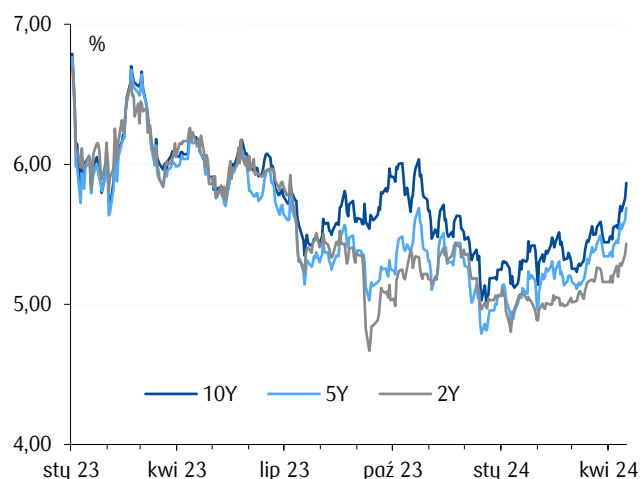
		Wartość 2024-04-16	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,3565	1,2	2,2	0,9	-5,8	-4,6
	USDPLN	4,0977	1,2	4,3	3,0	-2,8	7,0
	CHFPLN	4,4889	1,3	3,3	0,2	-4,5	8,2
	GBPPLN	5,1092	1,3	2,6	1,2	-2,3	-2,7
	EURUSD	1,0632	0,0	-2,1	-2,1	-3,0	-10,9
	EURCHF	0,9705	-0,1	-1,1	0,6	-1,4	-11,8
	GBPUSD	1,2443	-0,1	-1,8	-2,1	0,1	-9,4
	USDJPY	154,58	0,2	1,9	2,6	15,4	41,6
	EURCZK	25,27	-0,2	-0,6	0,0	7,8	-2,6
	EURHUF	394,90	0,1	1,1	0,1	6,5	9,9
Obligacje	PL2Y	5,43	8	24	27	-71	534
	PL5Y	5,69	9	25	32	-44	488
	PL10Y	5,87	11	32	37	-29	436
	DE2Y	2,93	3	4	4	4	364
	DE5Y	2,48	5	10	3	-2	311
	DE10Y	2,49	6	12	4	2	278
	US2Y	4,97	4	22	27	75	481
	US5Y	4,69	5	31	39	101	385
	US10Y	4,66	5	30	36	109	304
Akcje	WIG	81 281,3	-2,3	-2,9	2,0	30,1	36,8
	WIG20	2 392,5	-2,5	-3,3	2,4	26,1	21,2
	S&P500	5 051,4	-0,2	-3,0	-2,5	21,6	22,0
	NASDAQ100	17 713,7	0,0	-2,5	-1,8	35,3	26,6
	Shanghai Composite**	3 044,3	-0,4	-0,1	-0,6	-10,3	-10,4
	Nikkei**	38 288,8	-2,4	-3,7	-4,3	33,6	28,7
	DAX	17 766,2	-1,4	-1,7	-1,2	11,9	16,6
	VIX	17,46	-3,1	9,8	17,0	-10,2	-14,7
Surowce	Ropa Brent	90,0	-0,1	0,7	3,0	6,2	41,4
	Ropa WTI	86,2	-0,1	0,1	2,1	6,5	43,2
	Złoto	2386,2	1,7	1,7	10,8	18,8	36,9

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

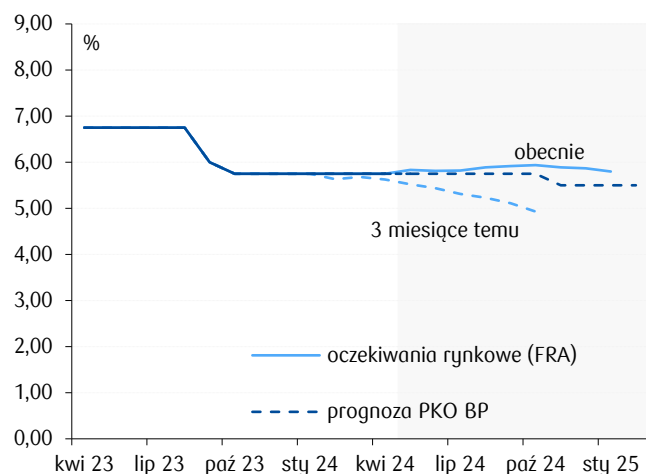
Notowania złotego wobec głównych walut



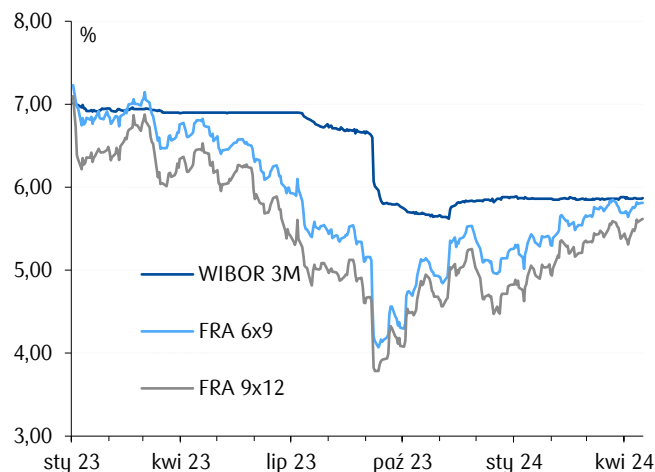
Rentowności polskich obligacji skarbowych



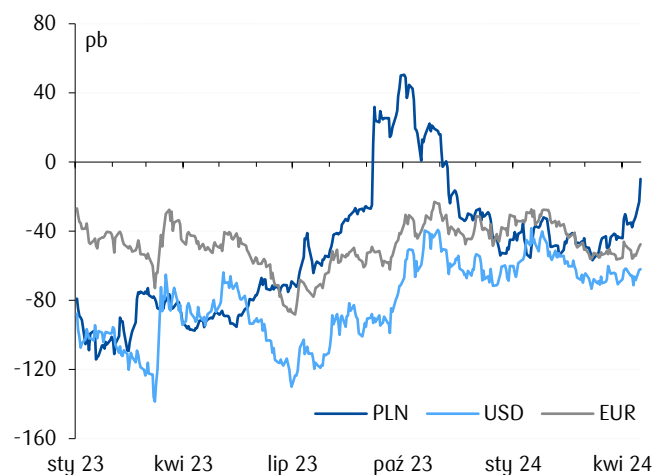
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



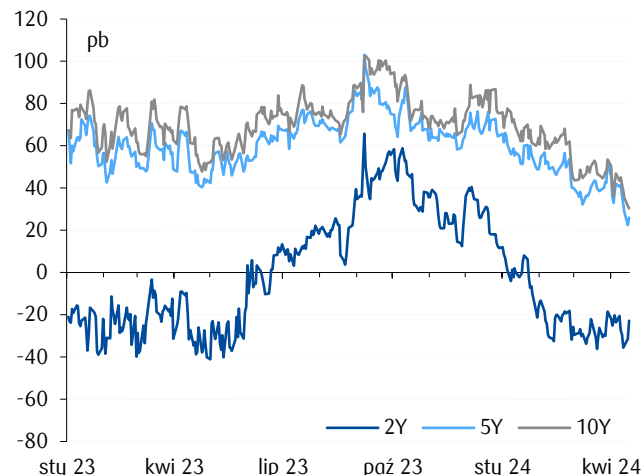
Krótkoterminowe stopy procentowe



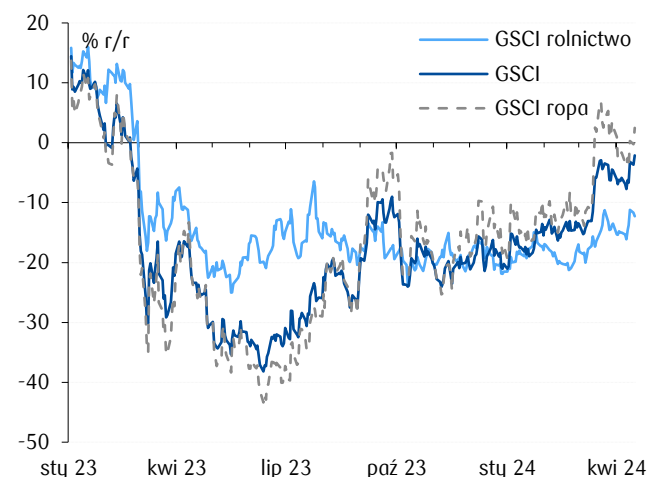
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



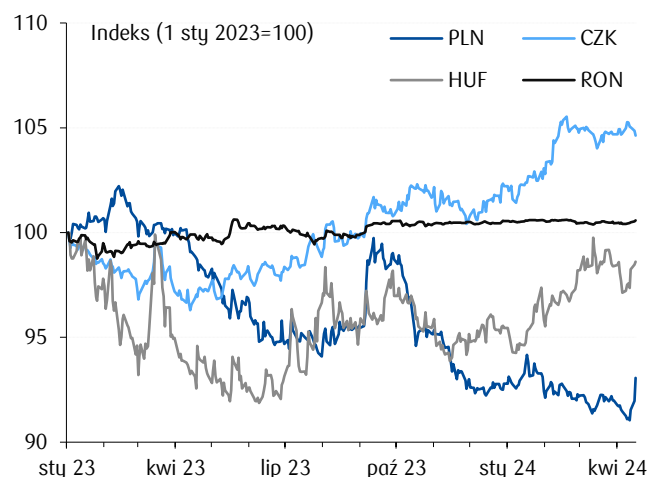
Spread asset swap dla PLN



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.

