

## Perspektywa obniżek stóp Fed coraz bardziej odległa

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wyższe od oczekiwań dane o deflatorze PCE z USA za 1q24, wspierane mocnymi tygodniowymi danymi o zasiłkach dla bezrobotnych, przesunęły rynkowe oczekiwania pierwszej obniżki stóp Fed na grudzień 2024 i wywindowały rentowności amerykańskich Treasuries do najwyższych poziomów od początku roku. Obawy o stagflację odbiły się negatywnie na nastrojach inwestorów giełdowych, które już wcześniej pogorszyły słabsze od oczekiwań wyniki Meta Platforms. Dolar po sporych wahaniami w ciągu dnia ostatecznie nieznacznie się osłabił, a waluty regionu EŚiW zyskały na wartości. Kurs EURPLN pod koniec dnia kształtował się w okolicy 4,32, a USDPLN 4,03. Rentowności krajowych SPW wzrosły w ślad za rynkami bazowymi. Decyzja Banku Japonii o utrzymaniu niezmiennych stóp procentowych przyczyniła się do deprecjacji jena, który w relacji do dolara był najsłabszy od 1990. Słabość jena rozbudza spekulacje na temat możliwej interwencji rządu na rynku walutowym.
- Dziś w centrum uwagi znajdują się najistotniejsze z punktu widzenia Fed dane inflacyjne z USA, czyli inflacja PCE. Na podstawie opublikowanych wczoraj informacji za 1q24 można szacować, że bazowy deflator PCE będzie wyższy o 0,1-0,2 pp od wcześniejszych prognoz. Równocześnie opublikowane zostaną dane o dochodach i wydatkach Amerykanów za marzec, które powinny potwierdzić dobrą kondycję finansową gospodarstw domowych w USA. Marcowe dane mogą kontrastować ze słabszymi ocenami kwietniowej koniunktury konsumenckiej wg Uniwersytetu Michigan, które wg wstępnych szacunków pogorszyły się.
- Ze strefy euro poznamy dziś dane o podaży pieniądza za marzec (kons.: 0,6% r/r wobec 0,4% r/r w lutym).

### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- USA:** Miary inflacyjne w rachunkach narodowych zaskoczyły w górę, znacząco przebijając prognozy. Deflator PCE w 1q24 wzrósł do 3,4% q/q saar z 1,8% q/q saar, a bazowy deflator PCE wzrósł do 3,7% q/q saar (kons.: 3,4% q/q saar) z 2,0% q/q saar. Jednocześnie tak dużej skali wzrostu cen nie tłumaczą rewizje historyczne - ich zakres był ograniczony. Dane wskazują na

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO\_Research

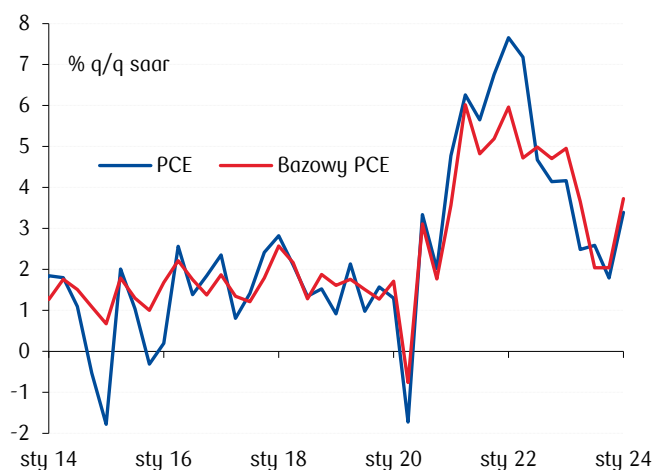
www.centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

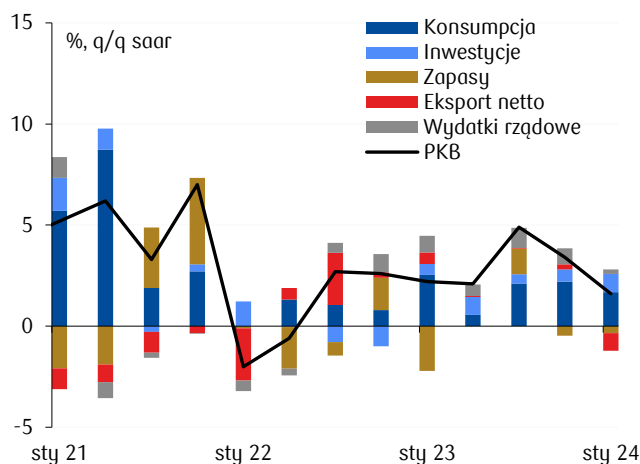
|                         | Wartość<br>2024-04-25 | (%, pb)*<br>Δ 1D |
|-------------------------|-----------------------|------------------|
| <b>Waluty:</b>          |                       |                  |
| EURPLN                  | 4,3258                | 0,0              |
| USDPLN                  | 4,0379                | -0,3             |
| CHFPLN                  | 4,4195                | -0,2             |
| GBPPLN                  | 5,0327                | -0,3             |
| EURUSD                  | 1,0713                | 0,2              |
| <b>Obligacje:</b>       |                       |                  |
| PL2Y                    | 5,39                  | 10               |
| PL5Y                    | 5,65                  | 7                |
| PL10Y                   | 5,82                  | 7                |
| DE10Y                   | 2,62                  | 4                |
| US10Y                   | 4,70                  | 6                |
| <b>Indeksy akcyjne:</b> |                       |                  |
| WIG                     | 83 535,0              | -0,8             |
| DAX                     | 17 917,3              | -0,9             |
| S&P500                  | 5 048,4               | -0,5             |
| Nikkei**                | 38 027,1              | 1,1              |
| Shanghai<br>Comp.**     | 3 088,1               | 1,2              |
| <b>Surowce:</b>         |                       |                  |
| Złoto                   | 2334,59               | 0,1              |
| Ropa Brent              | 89,01                 | 1,1              |

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.

### Deflatory PCE w USA



### Struktura PKB w USA

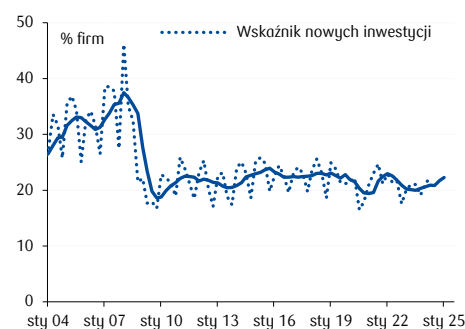


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

uporczywość procesów inflacyjnych na początku 2024, szczególnie w przypadku usług, które zdrożały o 5,4% q/q saar, czyli w tempie zbliżonym do tego z 2022, wobec ok. 3,5% q/q saar w trzech poprzednich kwartałach. Szacujemy, że bazowy deflator w marcu wyniósł 0,4% m/m, przy oczekiwaniach na poziomie 0,2% m/m, a deflator PCE wyniósł 0,5% m/m - dokładne dane poznamy dzisiaj. Niewielkim pocieszeniem w danych za 1q24 jest dalszy spadek miar w ujęciu rocznym - w przypadku PCE do 2,6% r/r z 2,8% r/r w 4q23, a w przypadku miary bazowej do 2,9% r/r z 3,2% r/r. Wynika on jednak przede wszystkim z efektu bazy statystycznej. Z perspektywy polityki pieniężnej wczorajsze dane interpretujemy jako istotne wzmocnienie frakcji jastrzębiej, obawiającej się przedwczesnego rozpoczęcia obniżek stóp procentowych.

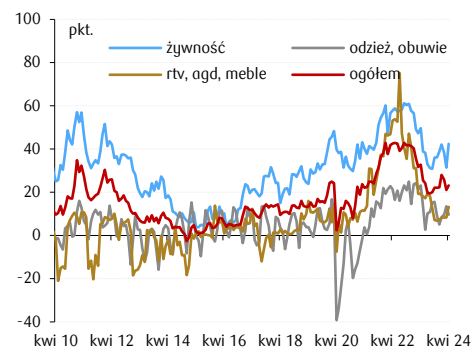
- **USA: PKB wzrósł w 1q24 o 1,6% q/q saar** - słabiej od najniższej prognozy w ankiecie Bloomberga (kons.: 2,5%). Wzrost gospodarczy w USA był na początku 2024 najniższy od niemal 2 lat i spowolnił wyraźnie wobec 4q23 (3,4%). Rozczarowała przede wszystkim konsumpcja prywatna, która wzrosła o 2,5% q/q saar (kons.: 3,0%) wobec 3,3% przed kwartałem. Po raz pierwszy od 2 lat wzrost PKB obniżany był przez eksport netto.
- **POL: Szybki Monitoring NBP sygnalizuje, że przedsiębiorstwa spodziewają się ożywienia popytu krajowego i zagranicznego** - zarówno w horyzoncie kwartału, jak i roku. Wyraźny wzrost prognoz popytu, do poziomów przekraczających wieloletnią średnią, obserwowany jest w usługach konsumenckich i w budownictwie. Oczekiwane ożywienie koniunktury nie przekłada się jednak na rewizję w górę planów firm w zakresie zatrudnienia (bez zmian względem poprzedniego kwartału) ani polityki płacowej - **mniej firm planuje zwiększać wynagrodzenia, mniejsza jest też skala przewidywanych podwyżek**. Skłonność do zwiększania wynagrodzeń jest najpewniej ograniczana przez spowolnienie dynamiki wydajności pracy oraz spadek presji cenowej (w zakresie cen producentów oraz konsumentów). **W 1q24 oczekiwania inflacji CPI w horyzoncie najbliższych 12 miesięcy sformułowane przez przedsiębiorstwa wyraźnie się obniżyły. Nastroje inwestycyjne największych firm w 2q24 nadal nie są optymistyczne, ale poprawiły się względem 1q24.** Niska pozostaje m.in. (ważona zatrudnieniem) oczekiwana dynamika nakładów i skłonność do rozpoczynania nowych inwestycji. W ujęciu branżowym wzrostu aktywności inwestycyjnej oczekuje przede wszystkim budownictwo, które spodziewa się wyższego popytu na swoje usługi m.in. w związku z napływem środków unijnych.
- **POL: Kwietniowe badania koniunktury GUS pokazują, że prognozy cenowe detalistów wyraźnie wzrosły w odniesieniu do żywności** (wzrost VAT), w dużo mniejszej skali dla innych produktów, a w przypadku odzieży i obuwia obniżyły się. Jednocześnie w branży spożywczej obniżyła się bariera popytowa. Brak klientów nadal jest największym wyzwaniem dla sprzedawców mebli i sprzętu RTV i AGD.
- **USA: Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu wyniosła 207 tys.** i wpisała się w serię dominujących ostatnio pozytywnych niespodzianek. Liczba nowych bezrobotnych była mniejsza niż oczekiwano (215 tys.) oraz niższa niż przed tygodniem. **Zmniejszyła się również liczba osób kontynuujących pobieranie zasiłku**, co może odzwierciedlać nie tylko dotychczasowe niskie tygodniowe przyrosty, ale również zmniejszenie problemów ze znalezieniem pracy.
- **USA: Deficyt w bilansie handlowym w marcu minimalnie się pogłębił** i wyniósł 91,8 mld USD wobec 90,3 mld USD w lutym. W marcu oczekiwana była marginalna poprawa salda handlowego, która nie nastąpiła, ale w dół zrewidowano deficyt za luty.

## Wskaźnik nowych inwestycji vs trend



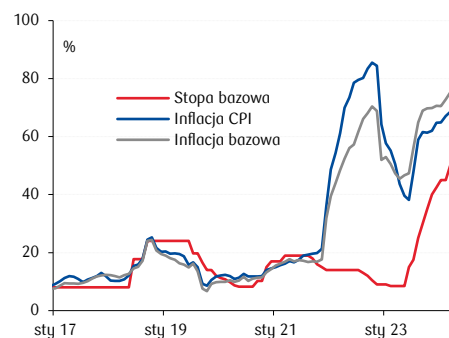
Źródło: Szybki Monitoring NBP, PKO Bank Polski

## Przewidywane ceny w handlu detalicznym w Polsce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski

## Inflacja CPI i stopa bazowa w Turcji



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

- **TUR:** Bank centralny postanowił utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie, a jednotygodniowa stopa repo nadal wynosi 50%. Decyzja była zgodna z przewidywaniami. Bank centralny podkreślił, że pozostaje ostrożny z uwagi na ryzyko inflacyjne, i że polityka pieniężna pozostanie restrykcyjna do momentu spadku inflacji. Decydenci prognozują, że przerwa od podwyżek stóp potrwa kilka miesięcy.
- **JPN:** Bank Japonii pozostawił benchmarkową stopę procentową na poziomie 0-0,1%, co było zgodne z oczekiwaniami. Bank zapowiedział, że będzie skupował obligacje, zgodnie ze swoją marcową decyzją, usunął jednak wzmiankę podkreślającą, że w przeszłości kupował papiery warte ok. 6 bilionów jenów miesięcznie. Bank oczekuje, że inflacja pozostanie w okolicy lub powyżej celu w roku fiskalnym 2026 oraz podkreśla, że realizacja tej prognozy zaowocuje dostosowaniem parametrów polityki pieniężnej.
- **GER:** J.Nagel (Bundesbank i EBC) przyznał, że poprze obniżkę stóp procentowych na czerwcowym posiedzeniu EBC. Znany z jastrzębich poglądów bankier podkreślił jednak, że za pierwszą obniżką nie muszą przyjść kolejne.

## Kalendarz makroekonomiczny

| Wskaźnik   | Godz. | Jednostka  | Poprzednio | Konsensus | PKO BP    | Odczyt    |
|--|-------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|
| <b>Piątek, 19 kwietnia</b>                           |       |            |            |           |           |           |
| GER: Inflacja PPI (mar.)                             | 8:00  | % r/r      | -4,1       | -3,3      | --        | -2,9      |
| <b>Poniedziałek, 22 kwietnia</b>                     |       |            |            |           |           |           |
| POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (mar.) | 10:00 | % r/r      | 12,9       | 12,1      | 11,8      | 12,0      |
| POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (mar.)  | 10:00 | % r/r      | -0,2       | -0,1      | -0,1      | -0,2      |
| POL: Produkcja przemysłowa (mar.)                    | 10:00 | % r/r      | 3,3        | -1,0      | -4,0      | -6,0      |
| POL: Inflacja PPI (mar.)                             | 10:00 | % r/r      | -10,0      | -9,5      | -9,9      | -9,6      |
| POL: Produkcja budowlano-montażowa (mar.)            | 10:00 | % r/r      | -4,9       | -4,3      | -6,0      | -13,3     |
| EUR: Koniunktura konsumencka (kwi., wst.)            | 16:00 | pkt.       | -14,9      | -14,5     | --        | -14,7     |
| <b>Wtorek, 23 kwietnia</b>                           |       |            |            |           |           |           |
| GER: PMI w przetwórstwie (kwi., wst.)                | 9:30  | pkt.       | 41,9       | 42,8      | --        | 42,2      |
| GER: PMI w usługach (kwi., wst.)                     | 9:30  | pkt.       | 50,1       | 50,5      | --        | 53,3      |
| EUR: PMI w przetwórstwie (kwi., wst.)                | 10:00 | pkt.       | 46,1       | 46,5      | --        | 45,6      |
| EUR: PMI w usługach (kwi., wst.)                     | 10:00 | pkt.       | 51,5       | 51,9      | --        | 52,9      |
| POL: Sprzedaż detaliczna (mar.)                      | 10:00 | % r/r      | 6,1        | 6,7       | 7,0       | 6,1       |
| POL: Podaż pieniądza M3 (mar.)                       | 14:00 | % r/r      | 7,4        | 7,8       | 7,7       | 6,6       |
| HUN: Posiedzenie MNB (kwi.)                          | 14:00 | %          | 8,25       | 7,75      | --        | 7,75      |
| USA: PMI w przetwórstwie (kwi., wst.)                | 15:45 | pkt.       | 51,9       | 51,8      | --        | 49,9      |
| USA: Sprzedaż nowych domów (mar.)                    | 16:00 | tys.       | 637        | 670       | --        | 693       |
| <b>Środa, 24 kwietnia</b>                            |       |            |            |           |           |           |
| GER: Indeks Ifo (kwi.)                               | 10:00 | pkt.       | 87,9       | 88,9      | --        | 89,4      |
| POL: Stopa bezrobocia (mar.)                         | 10:00 | %          | 5,4        | 5,3       | 5,3       | 5,3       |
| USA: Zamówienia na dobra trwałe (mar., wst.)         | 14:30 | % m/m      | 0,7        | 2,8       | --        | 2,6       |
| <b>Czwartek, 25 kwietnia</b>                         |       |            |            |           |           |           |
| USA: Wzrost PKB (1q)                                 | 14:30 | % k/k saar | 3,4        | 2,3       | 2,5       | 1,6       |
| USA: Konsumpcja prywatna (1q)                        | 14:30 | % k/k saar | 3,3        | 2,8       | 3,0       | 2,5       |
| USA: Bilans handlowy (mar.)                          | 14:30 | mld USD    | -90,3      | -90,4     | --        | -91,8     |
| USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (kwi.)       | 14:30 | tys.       | 212        | 215       | --        | 207       |
| <b>Piątek, 26 kwietnia</b>                           |       |            |            |           |           |           |
| JPN: Decyzja o stopach procentowych                  | --    | %          | 0,00-0,10  | 0,00-0,10 | 0,00-0,10 | 0,00-0,10 |
| EUR: Podaż pieniądza M3 (mar.)                       | 10:00 | % r/r      | 0,4        | 0,6       | --        | --        |
| USA: Dochody Amerykanów (mar.)                       | 14:30 | % m/m      | 0,3        | 0,5       | --        | --        |
| USA: Wydatki Amerykanów (mar.)                       | 14:30 | % m/m      | 0,8        | 0,6       | --        | --        |
| USA: Deflator PCE (mar.)                             | 14:30 | % r/r      | 2,5        | 2,6       | --        | --        |
| USA: Inflacja bazowa PCE (mar.)                      | 14:30 | % r/r      | 2,8        | 2,7       | --        | --        |
| USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (kwi., rew.)       | 16:00 | pkt.       | 79,4       | 77,9      | --        | --        |

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

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

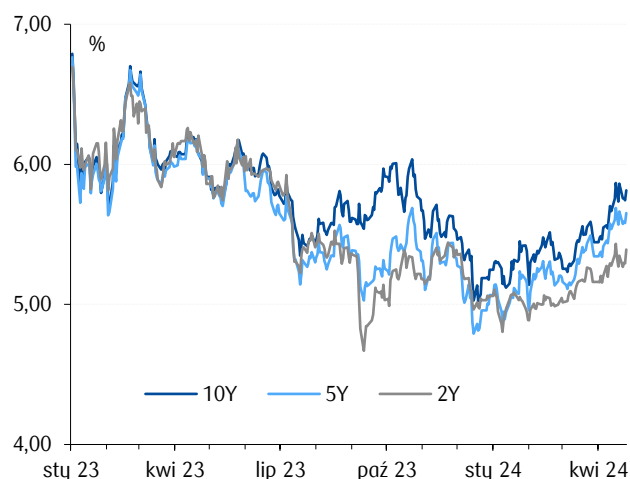
|                  |                      | Wartość<br>2024-04-25 | Δ 1D | Δ 1W | Δ (% , pb)* |       |       |
|------------------|----------------------|-----------------------|------|------|-------------|-------|-------|
|                  |                      |                       |      |      | Δ 4W        | Δ 12M | Δ 36M |
| <b>Waluty</b>    | EURPLN               | 4,3258                | 0,0  | 0,0  | 0,4         | -5,6  | -5,1  |
|                  | USDPLN               | 4,0379                | -0,3 | -0,6 | 1,3         | -3,0  | 6,5   |
|                  | CHFPLN               | 4,4195                | -0,2 | -0,7 | -0,2        | -4,8  | 6,9   |
|                  | GBPPLN               | 5,0327                | -0,3 | -0,7 | -0,2        | -2,9  | -4,2  |
|                  | EURUSD               | 1,0713                | 0,2  | 0,5  | -0,8        | -2,7  | -10,9 |
|                  | EURCHF               | 0,9788                | 0,2  | 0,7  | 0,6         | -0,9  | -11,2 |
|                  | GBPUSD               | 1,2491                | 0,5  | 0,4  | -1,1        | 0,2   | -9,8  |
|                  | USDJPY               | 155,57                | 0,4  | 0,6  | 2,8         | 16,0  | 44,0  |
|                  | EURCZK               | 25,17                 | -0,3 | -0,3 | -0,5        | 7,2   | -2,6  |
|                  | EURHUF               | 392,80                | -0,3 | -0,3 | -0,3        | 5,2   | 8,0   |
| <b>Obligacje</b> | PL2Y                 | 5,39                  | 10   | 12   | 23          | -63   | 528   |
|                  | PL5Y                 | 5,65                  | 7    | 8    | 31          | -34   | 472   |
|                  | PL10Y                | 5,82                  | 7    | 8    | 37          | -16   | 424   |
|                  | DE2Y                 | 3,01                  | -2   | 2    | 18          | 16    | 369   |
|                  | DE5Y                 | 2,63                  | 4    | 12   | 31          | 18    | 323   |
|                  | DE10Y                | 2,62                  | 4    | 13   | 33          | 17    | 288   |
|                  | US2Y                 | 4,99                  | 7    | 0    | 36          | 90    | 484   |
|                  | US5Y                 | 4,71                  | 6    | 4    | 50          | 112   | 391   |
|                  | US10Y                | 4,70                  | 6    | 7    | 50          | 118   | 315   |
| <b>Akcje</b>     | WIG                  | 83 535,0              | -0,8 | 0,4  | 1,0         | 31,4  | 40,7  |
|                  | WIG20                | 2 446,9               | -0,9 | -0,6 | 0,4         | 25,6  | 23,0  |
|                  | S&P500               | 5 048,4               | -0,5 | 0,7  | -3,9        | 22,1  | 22,1  |
|                  | NASDAQ100            | 17 430,5              | -0,5 | 0,2  | -4,5        | 32,5  | 26,7  |
|                  | Shanghai Composite** | 3 089,3               | 1,2  | 0,5  | 2,6         | -6,0  | -10,8 |
|                  | Nikkei**             | 38 015,9              | 1,0  | -0,2 | -5,4        | 33,6  | 30,2  |
|                  | DAX                  | 17 917,3              | -0,9 | 0,4  | -3,1        | 13,4  | 16,9  |
|                  | VIX                  | 16,00                 | 2,4  | -7,9 | 11,4        | -17,7 | -24,4 |
| <b>Surowce</b>   | Ropa Brent           | 89,0                  | 1,1  | 2,2  | 1,7         | 13,6  | 36,1  |
|                  | Ropa WTI             | 84,9                  | 1,0  | 1,7  | 1,1         | 13,6  | 38,2  |
|                  | Złoto                | 2334,6                | 0,1  | -2,0 | 5,4         | 17,6  | 30,8  |

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

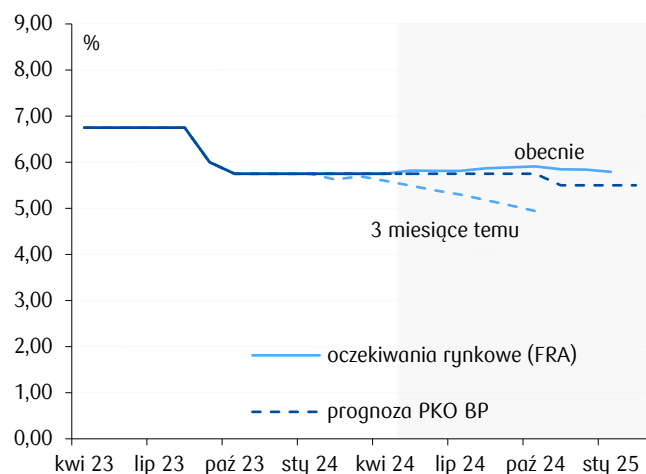
## Notowania złotego wobec głównych walut



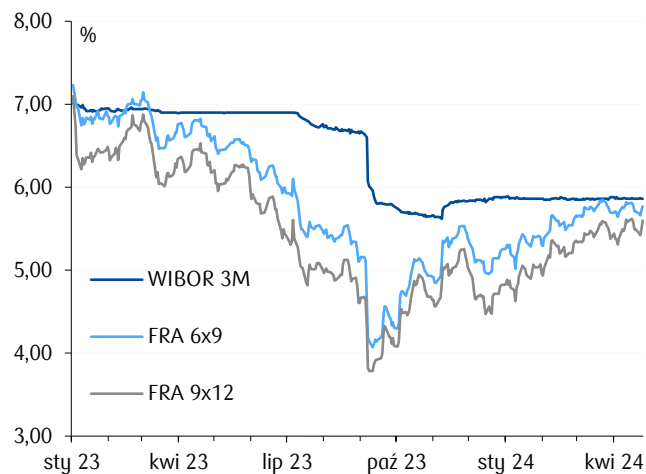
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



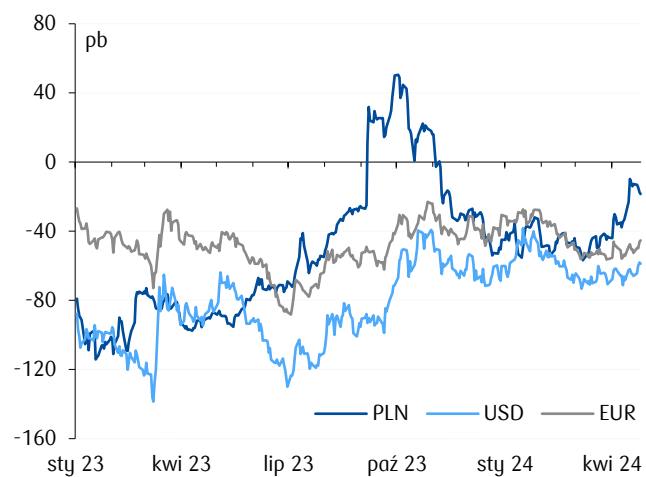
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



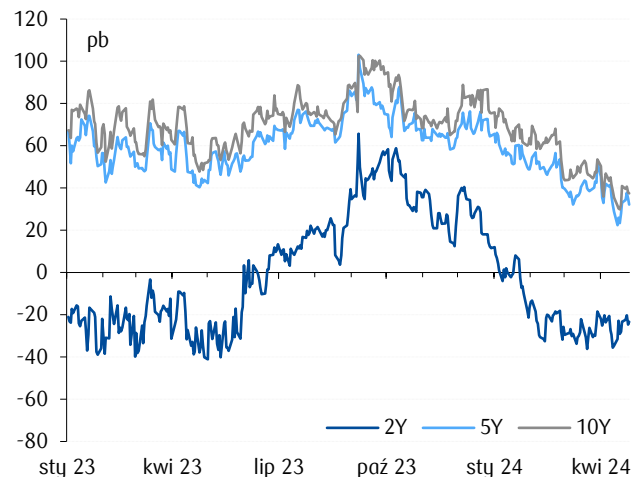
### Krótkoterminowe stopy procentowe



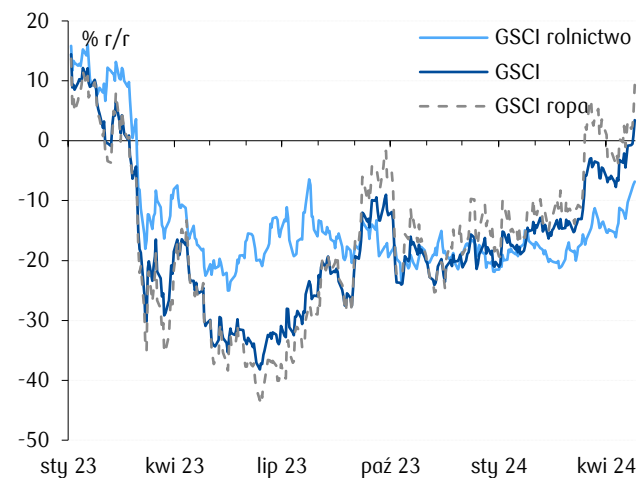
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



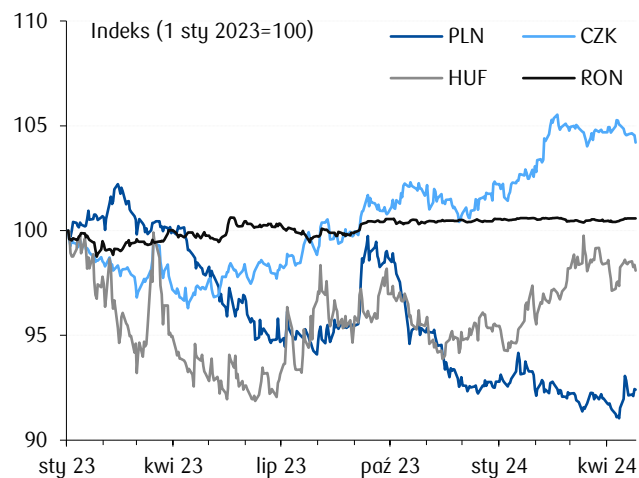
### Spread asset swap dla PLN



### 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.

