

Majówkowy rozkład jazdy

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Brak negatywnej niespodzianki w danych o PCE uspokoił nieco nastroje rynkowe w USA, w rezultacie rentowności Treasuries obniżyły się po silnym wzroście w czwartek. Dodatkowym wsparciem dla rynków giełdowych były dalsze wzrosty notowań spółek technologicznych. Dolar umocnił się, a kurs EURUSD spadł w okolice 1,068. Sytuacja globalna nie sprzyjała notowaniom złotego – kurs EURPLN przejściowo przekroczył 4,33, a USDPLN testował poziom 4,05. Rentowności krajowych obligacji obniżyły się w ślad za rynkami bazowymi. Dziś rano wiele się działo na rynku finansowym w Japonii – przy ograniczonej przez święto płynności kurs USDJPY przejściowo wrósł powyżej 160, po raz pierwszy od 1990. Gwałtowne umocnienie waluty, które nastąpiło później, obudziło spekulacje na temat możliwej interwencji walutowej.
- Na ekonomicznej scenie w tym tygodniu główną rolę grać będą posiedzenie Fed (śr.) i kwietniowy raport z amerykańskiego rynku pracy (pt.), a w strefie euro kwietniowa wstępna inflacja HICP (wt.) i PKB za 1q24 (wt.). W kraju najistotniejsze będą wtorkowy wstępny szacunek inflacji za kwiecień oraz czwartkowy indeks PMI w przetwórstwie.
- Rezerwa Federalna w środę najpewniej pozostawi stopy procentowe bez zmian (5,25-5,50%), a najistotniejszym punktem programu będzie ocena perspektyw inflacyjnych. W 1q24 inflacja zasadniczo zaskakiwała w górę, co wzbudziło obawy o trwałość procesów dezinflacyjnych – zarówno wśród inwestorów, którzy wyceniają pierwszą obniżkę dopiero we wrześniu, jak i decydentów z Fed. W szczególności ostatnie wypowiedzi prezesa J.Powella sugerują większą cierpliwość i ostrożność przed decyzją o rozpoczęciu cyklu obniżek stóp. W pozostałych państwach banki centralne pozostaną w trybie majówkowym – poza Czechami i Norwegią. Przewidujemy, że w czwartek CNB będzie kontynuował cykl obniżek w ruchu po 50pb (z 5,75% do 5,25%), nie decydując się na głębsze cięcia z obawy przed uporczywością inflacji bazowej i jastrzębim nastawieniem Fed (wskazywał na to ostatnio J.Prochazka, członek zarządu CNB). Z kolei Norges Bank powinien pozostawić stopę bazową bez zmian (obecnie 4,50%), a do obniżek może dojść jesienią.
- Ważną rolę w kształtowaniu sentymentu rynkowego będą grać też dane z amerykańskiego rynku pracy, w tym piątkowy raport NFP za kwiecień.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

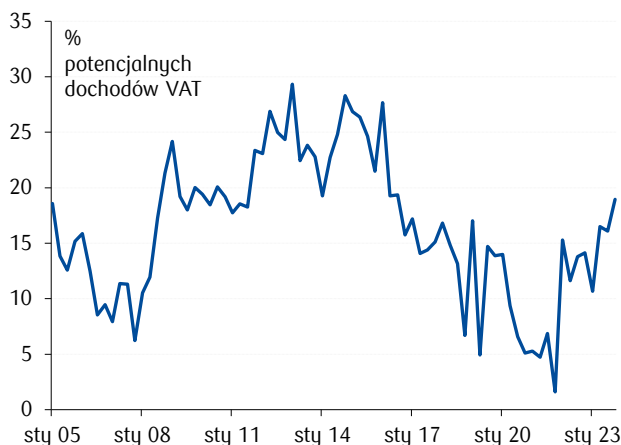
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

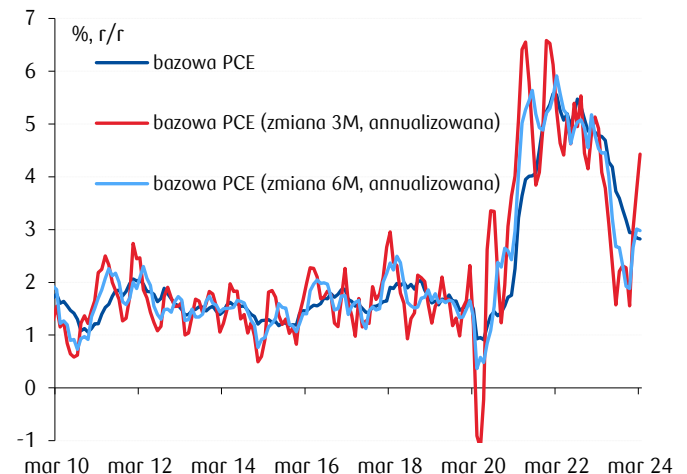
	Wartość 2024-04-26	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,3218	-0,1
USDPLN	4,0466	0,2
CHFPLN	4,4250	0,1
GBPPLN	5,0438	0,2
EURUSD	1,0680	-0,3
Obligacje:		
PL2Y	5,48	9
PL5Y	5,60	-5
PL10Y	5,75	-6
DE10Y	2,57	-5
US10Y	4,67	-3
Indeksy akcyjne:		
WIG	84 443,8	1,1
DAX	18 161,0	1,4
S&P500	5 100,0	1,0
Nikkei**	37 934,8	0,0
Shanghai Comp.**	3 115,0	0,9
Surowce:		
Złoto	2333,34	-0,1
Ropa Brent	89,50	0,6

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.

Luka VAT



Inflacja PCE w USA



Źródło: MinFin, Macrobond, PKO Bank Polski.

Powszechnie oczekiwane jest spowolnienie tempa wzrostu liczby etatów (kons. 250 tys.) po mocnym marcu (303 tys.). Jednocześnie stopa bezrobocia powinna pozostać na poziomie 3,8% r/r, a wzrost płac wyhamować do 4,0% r/r z 4,1% r/r w marcu. Przystawką do piątkowych danych będzie **środkowy raport ADP** o zatrudnieniu w sektorze prywatnym oraz **środkowy raport JOLTS o popycie na pracę** (za marzec). Wśród innych danych z USA poznamy też m.in. wskaźniki koniunktury – **ISM w przetwórstwie (śr.)**, **finalne wskaźniki PMI (śr. i pt.)** oraz **nastroje konsumentów wg Conference Board (wt.)** – a także **ceny nieruchomości** za luty (wt.) i **zamówienia fabryczne** za marzec (czw.).

- **W Europie najistotniejsze będą w tym tygodniu wstępne szacunki inflacji za kwiecień (wt.) oraz pierwszy szacunek PKB za 1q24 (wt.)**. Tydzień rozpoczniemy dzisiejszymi danymi z Niemiec (oczekiwany niewielki wzrost inflacji) i Hiszpanii, które będą przedsmakiem do **wtorkowej publikacji HICP dla całej strefy euro**. W tym przypadku oczekiwana jest stabilizacja inflacji ogółem na poziomie 2,4% r/r i dalszy spadek inflacji bazowej do 2,6% r/r z 2,9% r/r w marcu. Z perspektywy ECB istotna będzie ocena natężenia procesów inflacyjnych w kategoriach bazowych, w szczególności w usługach. **Wstępny szacunek PKB za 1q24** może wskazać na tylko marginalną poprawę tempa wzrostu – do 0,2% r/r z 0,1% r/r w 4q23 – wpisując się w narrację gospodarczej stagnacji. Na uwagę zasługuje też dzisiejsze dane o **koniunkturze gospodarczej w UE, inflacja CPI w Szwajcarii (czw.)** i **Turcji (pt.)** oraz **finalne raporty PMI za kwiecień (czw.)**.
- **W kraju najważniejszymi wydarzeniami ekonomicznymi będzie wzrost inflacji CPI w kwietniu (wt.) do około 2,5% r/r (kons. 2,4% r/r) po osiągnięciu lokalnego minimum na poziomie 2,0% r/r w marcu**, do czego przyczynił się powrót 5% stawki VAT na żywność od 1 kwietnia. Ze względu na hamującą dynamikę przychodów sieci handlowych i będącą jej konsekwencją „wojnę handlową” szacujemy, że podwyżki cen były rozłożone w czasie, a pełne przełożenie VAT na ceny końcowe będzie widoczne dopiero w maju. Drugim czynnikiem, który będzie oddziaływał w kierunku wyższej inflacji były podwyżki (m/m) cen paliw. Z kolei czwartkowy **wskaźnik PMI dla przetwórstwa** wg nas ustabilizuje się na poziomie 48 pkt.
- **W regionie jutro opublikowane zostaną wstępne szacunki PKB za 1q24**. Na Węgrzech oczekiwane jest przyspieszenie dynamiki wzrostu do 1,3% r/r z 0% r/r w 4q23. Z kolei w Czechach wzrost ma przyspieszyć tylko marginalnie do 0,3% r/r z 0,2% r/r.
- **Nowych informacji o stanie koniunktury w Chinach dostarczą raporty PMI** – zarówno oficjalny jak i przygotowywany przez Caixin ukażą się w nocy z poniedziałku na wtorek.

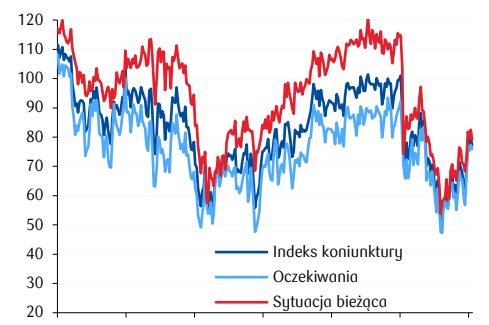
PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **USA:** Bazowy deflator PCE, czyli preferowana przez Fed miara inflacji, **utrzymał się w marcu na poziomie 2,8% r/r**, wobec oczekiwanego spadku do 2,7% r/r. W ujęciu miesięcznym ceny wzrosły o 0,3% m/m, podobnie jak miesiąc wcześniej, a słabszy wzrost, niż implikowały czwartkowe dane kwartalne był skutkiem rewizji w górę PCE za styczeń. Deflator PCE ogółem wzrósł do 2,7% r/r z 2,5% r/r miesiąc wcześniej, a w ujęciu miesięcznym był równy 0,3%. Bieżące rozpędzenie procesów inflacyjnych na początku 2024 znacząco przekracza cel inflacyjny Fed, dlatego dane za marzec mogą zmniejszyć apetyt na obniżki stóp procentowych w USA.
- **POL:** Podczas briefingu prasowego, **Minister A.Domański poruszył temat wzrastającej luki w VAT i podkreślił konieczność wdrożenia nowych rozwiązań mających na celu wzmocnienie systemu podatkowego**. Luka VAT, będąca różnicą między teoretycznymi a faktycznymi wpływami z tego podatku, zaczęła rosnąć po GFC, osiągając rekordowy poziom w 2015. Dzięki

takim inicjatywom, jak wprowadzenie obowiązku raportowania przez przedsiębiorstwa w formie Jednolitego Pliku Kontrolnego (JPK), nastąpiło zmniejszenie szarej strefy, a luka osiągnęła swoje minimum w 2021. Według naszych analiz, w 2022 luka wzrosła, wracając do poziomów sprzed pandemii, a w 2023 obserwujemy kontynuację trendu wzrostowego aż do poziomu 18% (por. wykres na pierwszej stronie). Planowane działania redukcyjne, takie jak rozbudowa systemu Krajowego Systemu e-Faktur (KSeF), mogą w perspektywie kolejnych lat ograniczyć skalę koniecznego dostosowania fiskalnego.

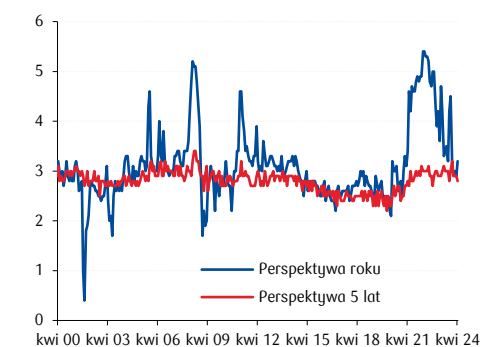
- USA: Wydatki amerykańskich konsumentów w marcu wzrosły o 0,8% m/m**, podobnie jak przed miesiącem i silniej od oczekiwań. Dochody Amerykanów wzrosły natomiast o 0,5% m/m po wzroście o 0,3% m/m miesiąc wcześniej. Pomimo pewnego rozczarowania wynikiem konsumpcji w 1q24 sektor konsumencki wydaje się być w dobrej formie, a jego wydatki kontynuują solidny wzrost i są motorem PKB.
- USA: Indeks nastrojów konsumentów opracowywany przez Uniwersytet Michigan obniżył się w kwietniu do 77,2 pkt. z 79,4 pkt. w marcu** a ostateczne dane były gorsze niż wstępnie szacowano. Od stycznia nastroje konsumentów są stabilne, a autorzy raportu zwracają uwagę, że ich wahania są nieistotne statystycznie. W kwietniu konsumenci byli nieco bardziej optymistyczni co do ogólnej sytuacji w gospodarce, natomiast pogorszyły się oceny ich finansów osobistych. W porównaniu z poprzednim miesiącem wzrosły zarówno krótkookresowe jak i długookresowe oczekiwania inflacyjne, a ich poziom pozostaje podwyższony.
- EUR: Krótkookresowe oczekiwania inflacyjne w strefie euro w marcu nadal się obniżyły** – mediana oczekiwanej w ciągu roku inflacji spadła do 3,0% z 3,1% w lutym a średnia do 5,0% z 5,5%. Postrzegana inflacja również się obniżyła, jednak na poziomie 8,3% była znacząco wyższa niż oficjalny wskaźnik HICP, który wynosił 2,4%. Oczekiwania inflacyjne na kolejne 3 lata pokazują pewne oznaki lekkości i przekraczają cel EBC – w marcu średnia wyniosła 4,4% (wobec 4,3% miesiąc wcześniej), a mediana 2,5%, podobnie jak miesiąc wcześniej. Opracowywany przez EBC szereg czasowy ma krótką historię, ale w drugiej połowie 2020 mediana oczekiwań była spójna celem inflacyjnym, dlatego dane nie gwarantują komfortu przedstawicieli EBC.
- EUR: Podaż pieniądza M3 wzrosła w marcu o 0,9% r/r** (kons.: 0,5% r/r), po wzroście o 0,3% r/r w lutym. Agregat M1 miał ujemny wkład do wzrostu szerokiego pieniądza, równy -4,6pp, depozyty krótkoterminowe inne niż depozyty *overnight* miały +4,4pp wkładu, a instrumenty rynkowe +1pp. Dynamika depozytów gospodarstw domowych wzrosła do 0,9% r/r w marcu z 0,6% r/r w lutym, a depozyty przedsiębiorstw niefinansowych wzrosły o 0,1% r/r w marcu po spadku o 1,2% r/r w lutym.
- POL: 30 kwietnia Rada Ministrów będzie debatować o pakiecie rewizyjnym KPO** – zapowiedziała ministra K. Pełczyńska-Nałęcz. Zaznaczyła, że prace nad dokumentem trwały poprzedni miesiąc, a rewizja obejmuje 11 z 55 reform (osiem z części grantowej i trzy z części pożyczkowej) oraz 22 z 56 inwestycji (14 z części grantowej i osiem z części pożyczkowej).

Nastroje konsumentów w USA



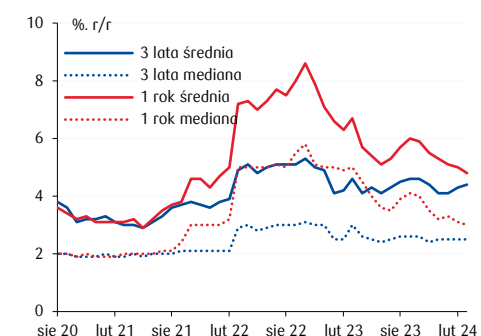
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

Oczekiwania inflacyjne w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

Oczekiwania inflacyjne w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 26 kwietnia						
USA: Dochody Amerykanów (mar.)	14:30	% m/m	0,3	0,5	--	0,5
USA: Wydatki Amerykanów (mar.)	14:30	% m/m	0,8	0,6	--	0,8
USA: Deflator PCE (mar.)	14:30	% r/r	2,5	2,6	--	2,7
USA: Inflacja bazowa PCE (mar.)	14:30	% r/r	2,8	2,7	--	2,8
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (kwi., rew.)	16:00	pkt.	79,4	77,9	--	77,2
Poniedziałek, 29 kwietnia						
EUR: Koniunktura konsumencka (kwi., rew.)	11:00	pkt.	-14,9	-14,7	--	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (kwi.)	11:00	pkt.	96,3	96,7	--	--
GER: Inflacja CPI (kwi., wst.)	14:00	% r/r	2,2	2,3	--	--
GER: Inflacja HICP (kwi., wst.)	14:00	% r/r	2,3	2,4	--	--
Wtorek, 30 kwietnia						
CHN: PMI w przetwórstwie (kwi.)	3:45	pkt.	51,1	51,0	--	--
HUN: Wzrost PKB (1q)	8:30	% r/r	0,0	1,3	--	--
CZE: Wzrost PKB (1q)	9:00	% r/r	0,2	0,3	--	--
POL: Inflacja CPI (kwi., wst.)	10:00	% r/r	2,0	2,4	2,5	--
GER: Wzrost PKB (1q)	10:00	% r/r	-0,4	-0,8	--	--
EUR: Inflacja HICP (kwi., wst.)	11:00	% r/r	2,4	2,4	--	--
EUR: Inflacja bazowa (kwi., wst.)	11:00	% r/r	2,9	2,6	--	--
EUR: Wzrost PKB (1q)	11:00	% r/r	0,1	0,2	--	--
USA: Ceny nieruchomości (lut.)	15:00	% r/r	6,59	6,70	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (kwi.)	16:00	pkt.	104,7	104,0	--	--
Środa, 1 maja						
USA: Raport ADP (kwi.)	14:15	tys.	184	180	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (kwi., rew.)	15:45	pkt.	51,9	49,9	--	--
USA: Raport JOLTS (mar.)	16:00	mln	8.756	8.680	--	--
USA: ISM w przetwórstwie (kwi.)	16:00	pkt.	50,3	50,1	--	--
USA: Posiedzenie Fed (maj.)	20:00	%	5,25-5,50	5,25-5,50	5,25-5,50	--
Czwartek, 2 maja						
POL: PMI w przetwórstwie (kwi.)	9:00	pkt.	48,0	47,8	48,0	--
GER: PMI w przetwórstwie (kwi., rew.)	9:55	pkt.	41,9	42,3	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (kwi., rew.)	10:00	pkt.	46,1	45,8	--	--
USA: Bilans handlowy (mar.)	14:30	mld USD	-68,9	-69,0	--	--
CZE: Posiedzenie banku centralnego (maj)	14:30	%	5,75	5,25	5,25	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (kwi.)	14:30	tys.	207	210	--	--
USA: Zamówienia fabryczne (mar.)	16:00	% m/m	1,4	1,6	--	--
Piątek, 3 maja						
NO: Posiedzenie Norges Banku (maj)	10:00	%	4,50	4,50	4,50	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (kwi.)	14:30	tys.	303	250	--	--
USA: Stopa bezrobocia (kwi.)	14:30	%	3,8	3,8	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (kwi.)	14:30	% r/r	4,1	4,0	--	--

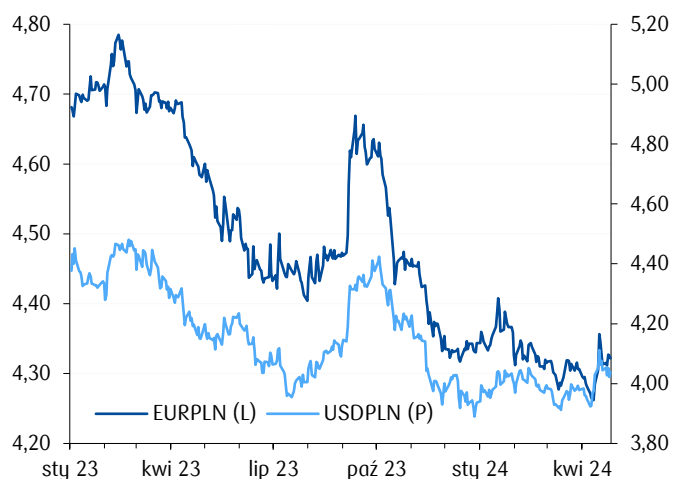
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

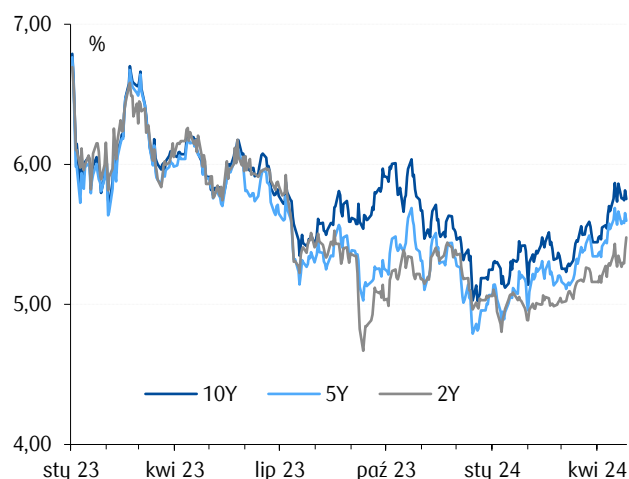
		Wartość 2024-04-26	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,3218	-0,1	0,2	0,3	-5,7	-5,2
	USDPLN	4,0466	0,2	0,1	1,5	-2,5	6,9
	CHFPLN	4,4250	0,1	-0,5	-0,1	-5,1	7,2
	GBPPLN	5,0438	0,2	0,8	0,4	-3,5	-3,5
	EURUSD	1,0680	-0,3	0,1	-1,1	-3,3	-11,4
	EURCHF	0,9767	-0,2	0,7	0,4	-0,6	-11,6
	GBPUSD	1,2462	-0,2	0,2	-1,4	-0,9	-10,0
	USDJPY	157,28	1,1	1,7	3,9	15,5	45,5
	EURCZK	25,16	0,0	-0,4	-0,5	7,2	-2,6
	EURHUF	393,03	0,1	-0,3	-0,3	5,3	8,1
Obligacje	PL2Y	5,48	9	13	32	-38	536
	PL5Y	5,60	-5	-7	25	-30	474
	PL10Y	5,75	-6	-11	31	-16	418
	DE2Y	2,99	-2	-2	17	26	368
	DE5Y	2,59	-4	6	27	27	319
	DE10Y	2,57	-5	7	28	25	283
	US2Y	5,00	1	2	37	97	484
	US5Y	4,69	-2	3	47	120	388
	US10Y	4,67	-3	5	46	124	310
Akcje	WIG	84 443,8	1,1	1,5	2,1	34,1	42,3
	WIG20	2 479,1	1,3	0,6	1,8	28,9	24,8
	S&P500	5 100,0	1,0	2,7	-2,9	22,3	22,0
	NASDAQ100	17 718,3	1,7	4,0	-2,9	33,8	27,1
	Shanghai Composite**	3 115,1	0,9	1,6	2,4	-6,3	-10,3
	Nikkei**	37 934,8	0,0	2,3	-6,0	31,5	30,7
	DAX	18 161,0	1,4	2,4	-1,8	14,1	18,9
	VIX	15,40	-3,8	-13,7	7,1	-16,5	-24,6
Surowce	Ropa Brent	89,5	0,6	2,5	2,3	12,5	35,4
	Ropa WTI	85,4	0,5	1,9	1,7	11,2	37,4
	Złoto	2333,3	-0,1	-2,5	5,4	17,2	31,4

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

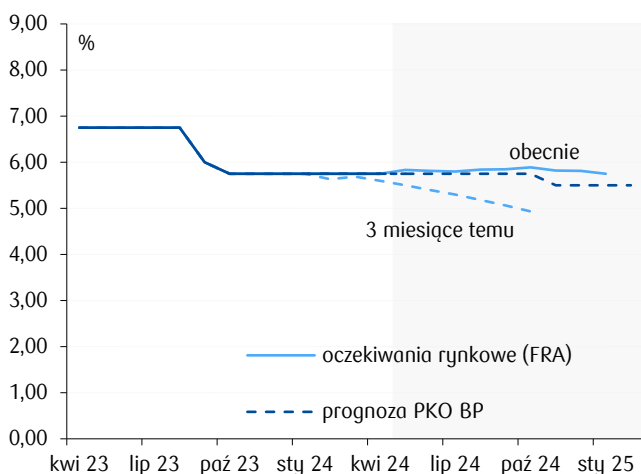
Notowania złotego wobec głównych walut



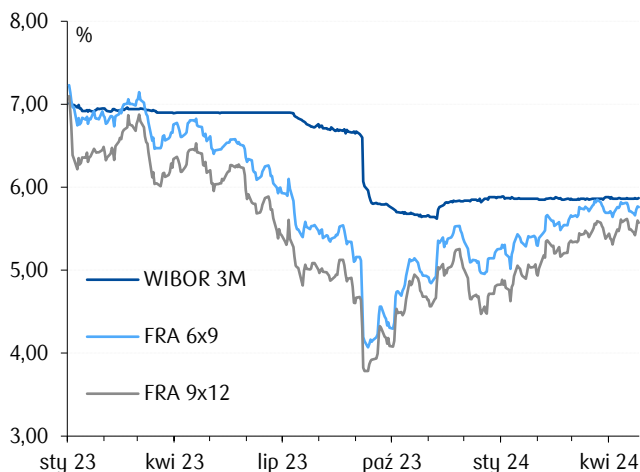
Rentowności polskich obligacji skarbowych



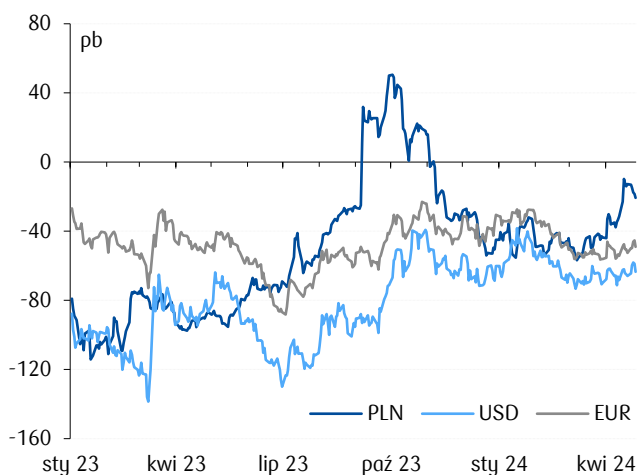
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



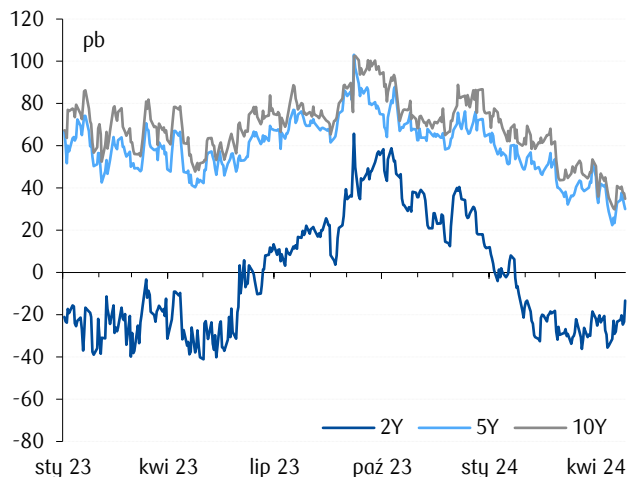
Krótkoterminowe stopy procentowe



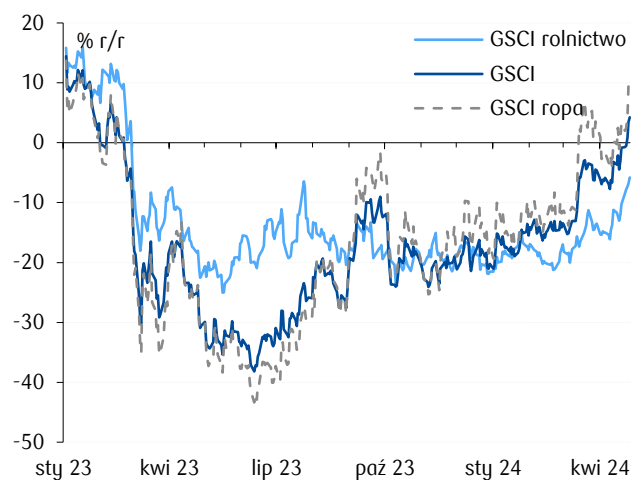
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



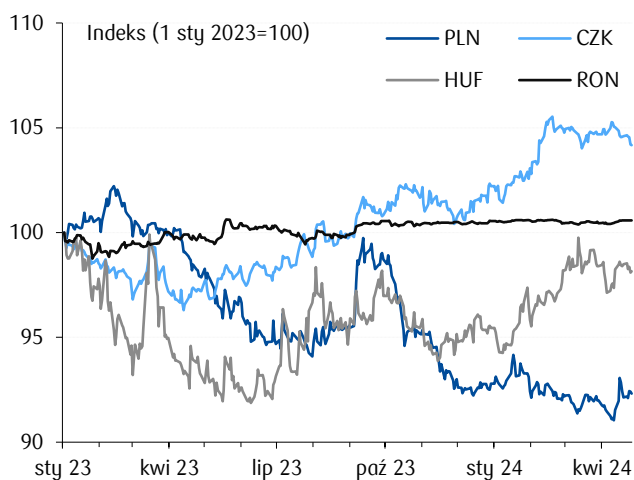
Spread asset swap dla PLN



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.

