

Wyczekiwany spadek inflacji

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczoraj na rynkach finansowych wzrósł apetyt na ryzyko, a uwaga inwestorów przesunęła się z sytuacji na rynku bankowym z powrotem na perspektywy stóp procentowych głównych banków centralnych. Indeksy giełdowe rosły, a dolar osłabiał się względem koszyka walut. Kurs EURUSD przekroczył w trakcie dnia 1,09 i był najwyższy od tygodnia. Rentowności amerykańskich obligacji wzrosły nieznacznie, bardziej zauważalny był ruch na krótkim końcu niemieckiej krzywej dochodowości, która zareagowała na dane inflacyjne. Nastaje rynkowe sprzyjały złotemu – kurs EURPLN obniżył się do 4,675, a USDPLN spadł poniżej 4,29. Rentowności krajowych obligacji 2-letnich nieznacznie wzrosły.
- Lokalnie kluczowym wydarzeniem będą dziś wstępne dane o inflacji CPI za marzec. Nasz szacunek wskazuje na znaczny spadek do 15,6% r/r wobec 18,4% r/r w lutym, a przedział szacunków rynkowych wg ankiety Parkietu to 15,2-17,7% z medianą na poziomie 15,8% r/r. Do obniżenia wskaźnika inflacji przyczyni się przede wszystkim efekt wysokiej bazy statystycznej na cenach energii (widoczny wyraźnie we wczorajszych danych CPI za marzec z Hiszpanii i Niemiec). Oczekujemy nieznacznego spadku cen paliw przy nadal mocnym impeccie cen żywności oraz cen bazowych (wszystko % m/m). Niemniej, w marcu inflacja CPI rozpocznie marsz w dół – do poziomów jednocyfrowych pod koniec 2023. **Dzisiaj poznamy też wstępne dane inflacyjne HICP za marzec dla strefy euro.** Również tu prym będzie wiodł efekt wysokiej bazy, który przyczyni się do znacznego spadku dynamiki cen (wg konsensusu do 7,1% r/r z 8,5% r/r w lutym). Istotniejsze z perspektywy EBC będzie jednak to co dzieje się z inflacją bazową. Ona ma nieprzerwanie rosnąć (kons. 5,7% r/r vs 5,6% r/r w lutym), co sygnalizowałoby nasilanie się jej uporczywości.
- Za oceanem opublikowane zostaną ważne dla oceny kondycji konsumentów dane o wydatkach i dochodach Amerykanów za luty. W szczególności dane o dochodach pokażą czy styczniowy wysoki wynagrodzeń wynikał tylko z noworocznych dostosowań siatki płac czy był to sygnał trwałej i silnej presji płacowej. **Poznamy również dane o deflatorze PCE oraz jego składowej bazowej.** Spodziewana jest stabilizacja inflacji bazowej PCE (4,7% r/r), co wskazywałoby że fundamentalna dezinflacja w USA jest powolna. **Na koniec dnia poznamy finalny odczyt indeksu**

Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

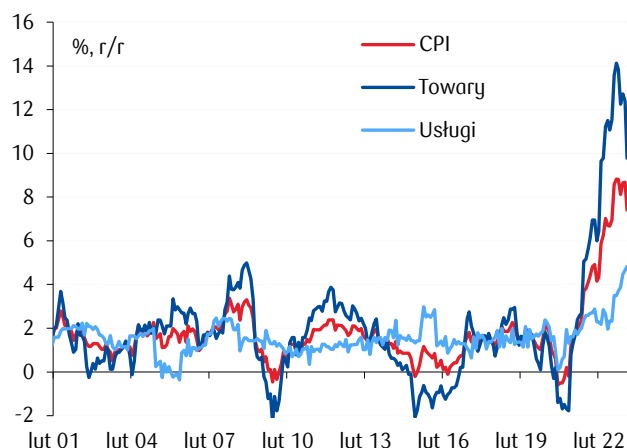
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

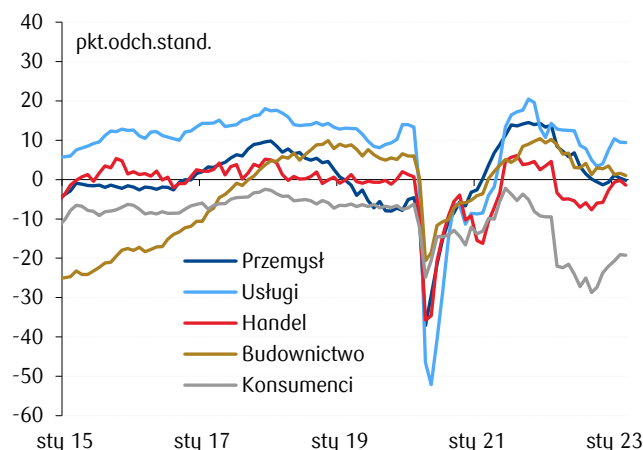
	Wartość 2023-03-30	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,6753	-0,3
USDPLN	4,2841	-1,0
CHFPLN	4,6916	-0,4
GBPPLN	5,3096	-0,2
EURUSD	1,0913	0,8
Obligacje:		
PL2Y	6,15	7
PL5Y	6,00	-1
PL10Y	6,08	0
DE10Y	2,37	6
US10Y	3,55	-1
Indeksy akcyjne:		
WIG	58 665,2	2,6
DAX	15 522,4	1,3
S&P500	4 050,8	0,6
Nikkei**	28 090,1	1,1
Shanghai Comp.**	3 269,4	0,3
Surowce:		
Złoto	1974,42	0,5
Ropa Brent	78,29	0,0

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 CPI w Niemczech



Wskaźnik ESI dla strefy euro

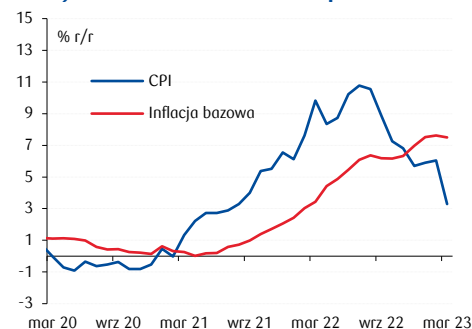


koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan za marzec. Wstępne dane pokazały pogorszenie nastrojów, a nie uwzględniały jeszcze reakcji na problemy amerykańskiego sektora bankowego.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

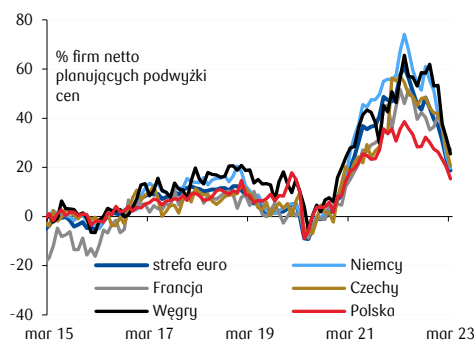
- GER:** Inflacja w marcu obniżyła się w porównaniu z lutym, jednak dane wskazują na uporczywość procesów inflacyjnych. Inflacja CPI spadła do 7,4% r/r z 8,7% r/r, a inflacja HICP do 7,8% r/r z 9,3% r/r – w obu przypadkach dane były wyższe od oczekiwań. W szczegółach danych widzimy, że marcowa dezinflacja dotyczyła w zasadzie tylko cen energii – ich wzrost wyhamował do 3,5% r/r z 19,1% r/r w lutym, co odzwierciedlało efekt bazy statystycznej (gwałtowny wzrost cen po ataku Rosji na Ukrainę w 2022) oraz działania rządu chroniące konsumentów przed wzrostem cen energii. Wzrost cen żywności przyspieszył do 22,3% r/r z 21,8% r/r w lutym, najbardziej może jednak niepokoić obserwowane w ostatnich miesiącach przyspieszenie wzrostu cen usług – w marcu do 4,8% r/r z 4,7% r/r w lutym. Wskazuje to na pewną uporczywość procesów cenowych w Niemczech, która odzwierciedla efekty drugiej rundy wcześniejszych szoków oraz nasilenie presji płacowej wynikające z gwałtownie rosnących kosztów utrzymania.
- ESP:** Inflacja CPI w marcu spadła do 3,3% r/r z 6,0% r/r w lutym. Głęboki spadek wynikał przede wszystkim z efektu wysokiej zeszłorocznej bazy na cenach energii – w marcu 2022 indeks CPI wzrósł o 3,0% m/m, a w marcu 2023 „tylko” o 0,4% m/m. Nadal wysoka i uporczywa pozostaje inflacja bazowa – w marcu obniżyła się o 0,1pp do 7,5% r/r wobec 7,6% r/r w lutym.
- UE:** Pewną nadzieję na spadki inflacji bazowej w dalszej części roku dają wyniki badania koniunktury ESI. Wskazuje ono na znaczące spadki odsetka europejskich firm przemysłowych, które planują podwyżki cen (odsetek ten w wielu przypadkach powrócił do poziomów z 2021), oraz dalsze złagodzenie oczekiwań inflacyjnych konsumentów (wyjątkiem jest lekka korekta w górę w Niemczech, por. wykresy na marginesie).
- EUR:** Indeks nastrojów w gospodarce strefy euro obniżył się w marcu do 99,3 pkt. z 99,6 pkt. w lutym. W porównaniu z poprzednim miesiącem pogorszyły się oceny koniunktury we wszystkich sektorach (przemysłe, handel, budownictwo i usługi). Nieco gorsze niż przed miesiącem były też nastroje konsumentów. Wynik ESI sugeruje, że popyt konsumencki pozostaje słaby, jednak sektor usługowy radzi sobie lepiej niż handel (wyższa ocena koniunktury i mniejsza korekta w ciągu miesiąca).
- USA:** Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu wzrosła do 198 tys. z 191 tys. Ten niski w porównaniu historycznym wynik pokazuje, że rynek pracy pozostaje napięty, a zwalniani pracownicy bez problemu znajdują zatrudnienie zmniejszając liczbę wakatów.
- USA:** Ostateczne wyliczenie PKB za 4q22 pokazało, że wzrost spowolnił silniej niż wynikało z danych wstępnych. PKB rósł w 4q22 w tempie 2,6% q/q saar, wobec 2,7% w poprzednim wyliczeniu i po wzroście o 3,2% q/q saar w 3q22. Rewizja wynikała przede wszystkim ze słabszego niż wcześniej szacowano wzrostu eksportu oraz wydatków konsumenckich. Te ostatnie rosły w tempie 1% q/q saar, po wzroście o 2,3% w 4q22, najślabiej od pandemii.
- POL:** L.Kotecki (RPP) w wywiadzie dla Business Insider powiedział, że jego zdaniem problem inflacji jeszcze się nie zakończył i nadal istnieje przestrzeń do podwyżek stóp procentowych, choć dokonywanych w mniejszych krokach ze względu na napływające bardzo słabe dane ze sfery realnej. Członek RPP nie widzi obecnie możliwości by RPP podwyższyła stopy, ale dostrzega, że większość w Radzie wycofała się z narracji o możliwości obniżek stóp procentowych w 2023. Uporczywość inflacji powinna skłonić RPP do rozważenia powrotu do cyklu podwyżek stóp. Członek RPP ocenia, że w Polsce

Inflacja CPI i bazowa w Hiszpanii



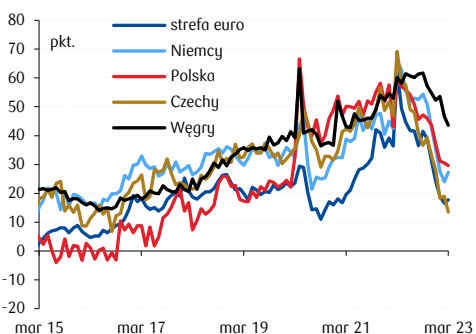
Źródło: Macrobond PKO Bank Polski

Oczekiwana cenowe firm przemysłowych



Źródło: Macrobond PKO Bank Polski

Oczekiwania inflacyjne konsumentów



Źródło: Macrobond PKO Bank Polski

występuje stagflacja, a od 2q22 gospodarka znajduje się w „niepodręcznikowej” recesji. Zdaniem Koteckiego w 2022 RPP zacieśniła politykę pieniężną, a polityka fiskalna obniżała jej skuteczność przez luzowanie fiskalne (wakacje kredytowe, 13. i 14. emerytura i inne świadczenia).

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 24 marca						
GER: PMI w przetwórstwie (mar, wst.)	9:30	pkt.	46,3	47,5	--	44,4
GER: PMI w usługach (mar, wst.)	9:30	pkt.	50,9	51,3	--	53,9
EUR: PMI w przetwórstwie (mar, wst.)	10:00	pkt.	48,5	48,8	--	47,1
EUR: PMI w usługach (mar, wst.)	10:00	pkt.	52,7	52,5	--	55,6
USA: Zamówienia na dobra trwałe (lut, wst.)	13:30	% m/m	-5,0	1,7	--	-1,0
USA: PMI w przetwórstwie (mar, wst.)	14:45	pkt.	47,3	47,3	--	49,3
Poniedziałek, 27 marca						
GER: Indeks Ifo (mar)	10:00	pkt.	91,1	91,0	--	93,3
EUR: Podaż pieniądza M3 (lut)	10:00	% r/r	3,5	3,2	--	2,9
Wtorek, 28 marca						
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	13,0	13,0	13,0	13,0
USA: Bilans handlowy (lut)	14:30	mld USD	-91,1	-90	--	-91,6
USA: Ceny nieruchomości (sty)	15:00	% r/r	4,62	2,50	--	2,66
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (mar)	16:00	pkt.	103,4	101,5	--	104,2
Środa, 29 marca						
CZ: Posiedzenie banku centralnego	14:30	%	7,0	7,0	7,0	7,0
Czwartek, 30 marca						
EUR: Koniunktura konsumencka (mar, rew.)	11:00	pkt.	-19,1	-19,2	--	-19,2
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (mar)	11:00	pkt.	99,6	99,4	--	99,3
GER: Inflacja CPI (mar, wst.)	14:00	% r/r	8,7	7,3	--	7,4
GER: Inflacja HICP (mar, wst.)	14:00	% r/r	9,3	7,5	--	7,8
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	191	196	--	198
USA: Wzrost PKB (4q)	14:30	%k/k saar	3,2	2,7	--	2,6
USA: Konsumpcja prywatna (4q)	14:30	%k/k saar	2,3	1,4	--	1,0
Piątek, 31 marca						
GER: Stopa bezrobocia (mar)	9:55	%	5,5	5,5	--	--
POL: Inflacja CPI (mar, wst.)	10:00	% r/r	18,4	15,9	15,6	--
EUR: Inflacja HICP (mar)	11:00	% r/r	8,5	7,1	--	--
EUR: Inflacja bazowa (mar, wst.)	11:00	% r/r	5,6	5,7	--	--
USA: Dochody Amerykanów (lut)	14:30	% m/m	0,6	0,3	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (lut)	14:30	% m/m	1,8	0,3	--	--
USA: Deflator PCE (lut)	14:30	% r/r	5,4	5,1	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (lut)	14:30	% r/r	4,7	4,7	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (mar, rew.)	16:00	pkt.	67,0	63,4	--	--

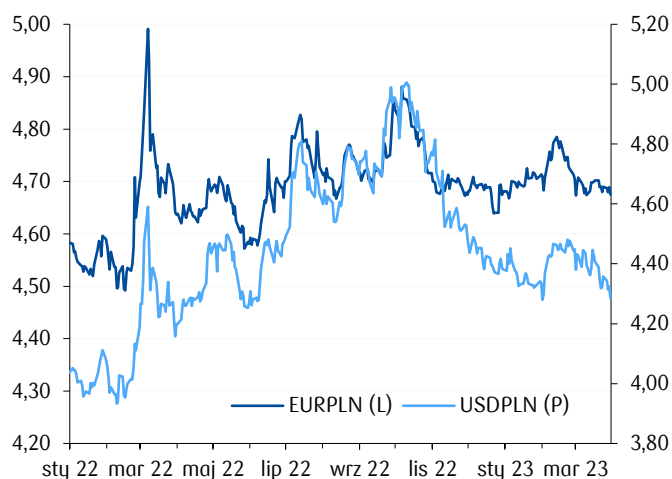
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

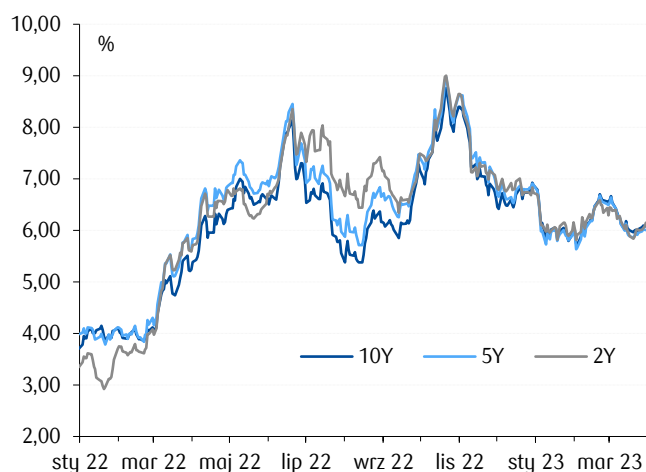
		Wartość 2023-03-30	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,6753	-0,3	-0,1	-0,4	0,7	3,3
	USDPLN	4,2841	-1,0	-0,3	-3,1	3,1	4,6
	CHFPLN	4,6916	-0,4	-0,2	-0,1	4,1	9,6
	GBPPLN	5,3096	-0,2	0,0	0,3	-2,8	4,6
	EURUSD	1,0913	0,8	0,2	2,9	-2,3	-1,3
	EURCHF	0,9966	0,1	0,1	-0,2	-3,2	-5,7
	GBPUSD	1,2381	0,6	0,5	3,6	-6,0	0,2
	USDJPY	132,74	0,2	1,3	-2,9	8,8	22,7
	EURCZK	23,53	-0,2	-0,3	0,3	-3,7	-14,0
	EURHUF	380,15	-0,2	-0,6	0,9	3,4	6,9
Obligacje	PL2Y	6,15	7	13	-28	55	499
	PL5Y	6,00	-1	9	-64	39	462
	PL10Y	6,08	0	12	-58	87	425
	DE2Y	2,74	11	24	-47	273	344
	DE5Y	2,40	10	22	-44	190	305
	DE10Y	2,37	6	18	-39	171	285
	US2Y	4,10	2	29	-81	177	384
	US5Y	3,66	-1	25	-66	122	324
	US10Y	3,55	-1	15	-52	119	281
Akcje	WIG	58 665,2	2,6	3,0	-1,4	-11,0	43,5
	WIG20	1 763,3	3,2	3,4	-3,0	-19,1	19,5
	S&P500	4 050,8	0,6	2,6	1,7	-12,0	59,4
	NASDAQ100	12 963,1	0,9	1,8	7,6	-14,0	70,8
	Shanghai Composite**	3 269,9	0,3	-0,5	-1,2	0,1	18,0
	Nikkei**	28 084,1	1,1	2,4	2,1	0,2	44,8
	DAX	15 522,4	1,3	2,1	1,3	6,3	61,1
	VIX	19,02	-0,5	-15,9	-2,9	-1,6	-71,0
Surowce	Ropa Brent	78,3	0,0	3,7	-7,8	-31,0	214,2
	Ropa WTI	74,4	1,9	6,3	-4,7	-31,0	379,5
	Złoto	1974,4	0,5	-0,7	7,5	1,9	21,4

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

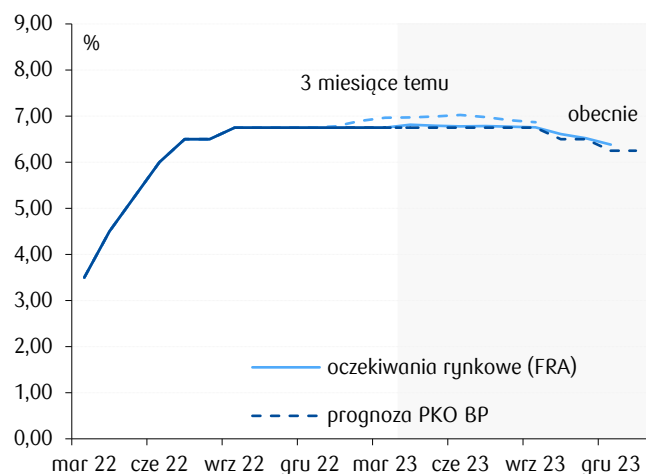
Notowania złotego wobec głównych walut



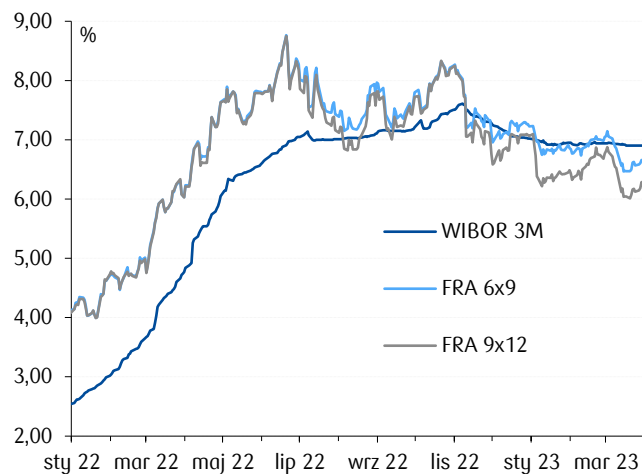
Rentowności polskich obligacji skarbowych



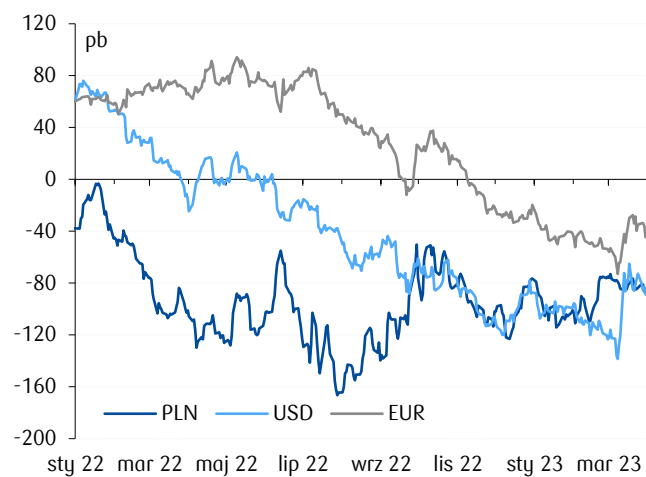
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



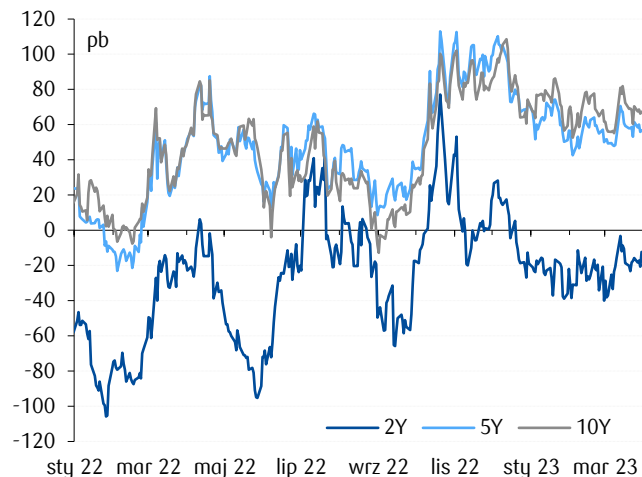
Krótkoterminowe stopy procentowe



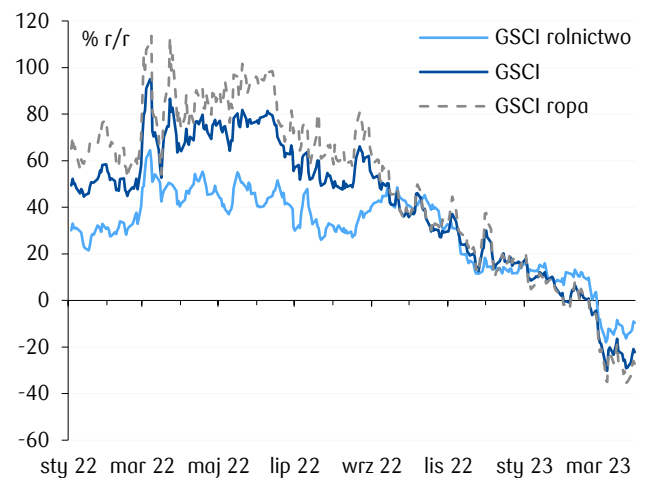
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



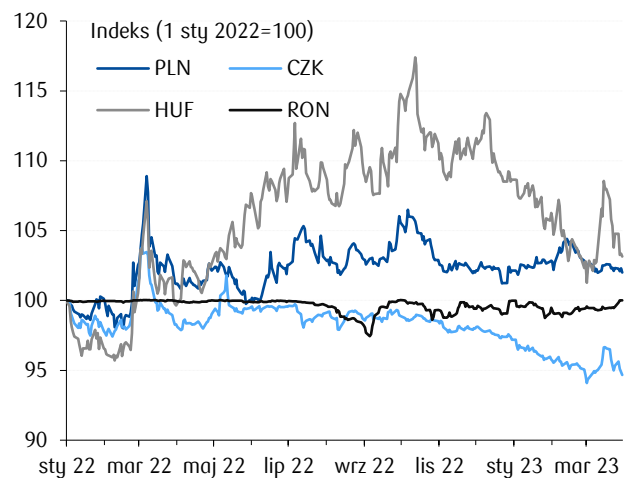
Spread asset swap dla PLN



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.

