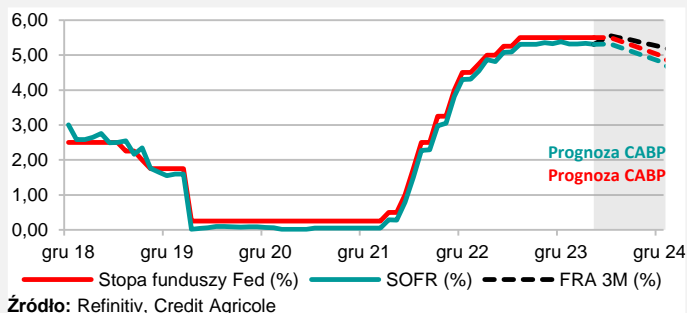


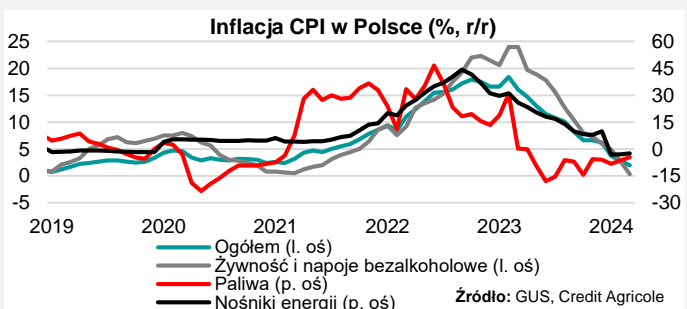
W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC. Oczekujemy, że Fed utrzyma niezmienny poziom stóp procentowych – docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej równy [5,25%, 5,50%].

Taka decyzja byłaby spójna z ostatnimi wypowiedziami przedstawicieli FOMC, jak również zgodna z konsensem rynkowym. Dużo ważniejsze od samej decyzji Fed będą informacje zawarte w komunikacie dotyczące momentu rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej i łącznej skali obniżek stóp procentowych w br. Uważamy, że konferencja zostanie utrzymana w jastrzębim tonie, a prezes J. Powell najprawdopodobniej powtórzy wyrażoną ostatnio ocenę, że pierwsza obniżka stóp procentowych może zmaterializować się później niż dotychczas zakładał. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy pierwszą obniżkę w lipcu br., jednak dostrzegamy ryzyko późniejszego rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Naszym zdaniem konferencja po posiedzeniu FOMC będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.



Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie wtorkowa publikacja wstępnych danych o kwietniowej inflacji w Polsce. Naszym zdaniem zwiększyła się ona do 2,5% r/r wobec 2,0% w marcu. Wyższa inflacja w kwietniu będzie przede wszystkim efektem przywrócenia 5% stawki VAT na produkty żywnościowe. Z kolei inflacja bazowa obniżyła się w naszym zdaniem do 4,1% r/r w kwietniu wobec 4,6% w marcu. Nasza prognoza jest zgodna z konsensem rynkowym, a tym samym jej materializacja neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane ze strefy euro i Niemiec. Oczekujemy, że kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększyła się do 0,2% w I kw. z -0,1% w IV kw. Dodatkowych informacji nt. wzrostu gospodarczego w strefie euro dostarczy wstępny szacunek PKB w Niemczech. Oczekujemy, że dynamika PKB zwiększyła się do 0,0% kw/kw w I kw. z -0,3% w IV kw. Ożywienie aktywności w strefie euro będzie spójne z poprawą koniunktury obserwowaną w wynikach badania PMI w I kw. We wtorek poznamy również inflację HICP w strefie euro. Prognozujemy, że nie zmieniła się ona w kwietniu w porównaniu do marca i wyniosła 2,4% r/r. Na stabilizację inflacji ogółem złożyły się spadek inflacji bazowej i wzrost dynamiki cen nośników energii i żywności. Oczekujemy, że publikacje z Niemiec i strefy euro będą neutralne dla rynków finansowych.

W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Na piątek zaplanowana jest publikacja danych z rynku pracy. Prognozujemy, że zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się o 255 tys. osób w kwietniu wobec wzrostu o 303 tys. w marcu, przy stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 3,8%. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 140 tys. w kwietniu wobec 184 tys. w marcu). W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Prognozujemy, że wartość indeksu ISM dla przetwórstwa nie zmieniła się w

kwietniu w porównaniu do marca i wyniosła 50,3 pkt., co będzie spójne z mieszanymi wynikami regionalnych badań koniunktury. Oczekujemy, że indeks Conference Board (104,0 pkt. w kwietniu wobec 104,7 pkt. w marcu) wskaże na nieznaczne pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych z uwagi na wzrost cen paliw w USA. Uważamy, że publikacje danych z USA pozostaną w cieniu posiedzenia FOMC i będą neutralne dla kursu złotego i cen polskich obligacji.

✓ **W tym tygodniu poznamy wyniki badań koniunktury dla chińskiego przetwórstwa.** We wtorek opublikowany zostanie wskaźnik NBS PMI. Oczekujemy, że zmniejszy się on w kwietniu do 50,1 pkt. wobec 50,8 pkt. w grudniu. Jutro poznamy również indeks Caixin PMI, który według oczekiwań rynkowych obniży się do 51,0 pkt. w kwietniu wobec 51,1 pkt. w marcu. Wyniki badań koniunktury zasygnalizują zatem ograniczoną skalę ożywienia w Chinach. Uważamy, że dane z Chin będą neutralne dla rynków finansowych.

✓ **W czwartek poznamy dane o koniunkturze w przetwórstwie przemysłowym w Polsce.** Oczekujemy, że wskaźnik PMI zmniejszył się do 47,1 pkt. w kwietniu z 48,0 pkt. w marcu. Wsparcie dla naszej prognozy stanowią pogorszenie koniunktury odnotowane w badaniach GUS oraz spadek kwietniowego indeksu PMI w przetwórstwie strefy euro (patrz niżej). Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu (47,8 pkt.), stąd jej materializacja byłaby lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

✓ **Produkcja przemysłowa w Polsce zmniejszyła się w marcu o 6,0% r/r wobec wzrostu o 3,3 % r/r w lutym, kształtując się znacząco poniżej konsensusu (-2,4%) i naszej prognozy (-3,0%).** Istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku zmniejszenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy lutym a marcem był efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zmniejszyła się w marcu o 5,5% m/m. Spadek odsezonowanej produkcji przemysłowej w marcu był zaskakująco silny i w naszej ocenie wynika on w znacznym stopniu z trudności w oczyszczeniu danych z silnych efektów kalendarzowych (por. MAKROpuls z 22.04.2024). Spadek dynamiki nieodsezonowanej produkcji miał szeroki zakres i został odnotowany w trzech głównych segmentach przemysłu, tj. w branżach eksportowych, powiązanych z budownictwem oraz pozostałych kategoriach. Tempo spadku w ostatnim segmencie jest niższe niż w pozostałych kategoriach z uwagi na silny popyt krajowy. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o produkcji budowlano-montażowej, której dynamika obniżyła się w marcu do -13,3% r/r wobec -4,9% w lutym, kształtując się wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego (-4,3%) i naszej prognozy (-8,5%). Istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku zmniejszenia dynamiki produkcji budowlano-montażowej pomiędzy lutym a marcem był wspomniany wyżej efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w marcu o 4,3% m/m, co podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej, mogło wynikać z trudności z oczyszczeniem danych z wpływu silnych efektów kalendarzowych. W kolejnych miesiącach spodziewamy się stopniowego ożywienia aktywności w budownictwie, wspieranego również przez wzrost aktywności w budownictwie mieszkaniowym i realizację projektów w ramach KPO. Wyraźnie niższe od naszych oczekiwań dane o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą w I kw. tempo wzrostu PKB w Polsce zwiększy się do 1,5% r/r wobec 1,0% w IV kw.

✓ **Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce zmniejszyła się w marcu do 6,0% r/r wobec 6,7% w lutym, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (7,6%) i naszej prognozy (7,3%).** Dynamika sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych nie zmieniła się w marcu w porównaniu do lutego i wyniosła 6,1%, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (6,7%) i naszej prognozy (6,8%). Istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku zmniejszenia dynamiki

sprzedaży detalicznej pomiędzy lutym a marcem był efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Niemniej stabilizacja realnej dynamiki sprzedaży detalicznej pomiędzy lutym a marcem stanowi pewne zaskoczenie z uwagi na efekt statystyczny związany z przesunięciem terminu świąt Wielkiejnocy (w 2024 r. data świąt przypadła na marzec, podczas gdy w 2023 r. był to kwiecień), który w tym roku sprzyjał zwiększonym wydatkom w marcu. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zmniejszyła się w marcu o 0,2% m/m. Choć realna dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się w większości kategorii to jej tzw. miary bazowe, w szczególności dane o sprzedaży po wyłączeniu żywności i paliw wskazują na utrzymujące się stopniowe ożywienie popytu konsumpcyjnego (por. MAKROpuls z 23.04.2024). Dane o sprzedaży detalicznej w marcu w połączeniu z opublikowanym w ubiegłym tygodniu danymi o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw (patrz poniżej) sugerują, że gospodarstwa domowe, mimo obserwowanego w ostatnich miesiącach wzrostu siły nabywczej, ostrożnie zwiększają konsumpcję. Może wskazywać to, że odbudowują one w ten sposób bufor oszczędności, który uległ zmniejszeniu w poprzednich kwartałach. Tym samym dane stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy znaczącego wzrostu dynamiki konsumpcji w I kw. br. (3,0% r/r wobec -0,1% w IV kw.).

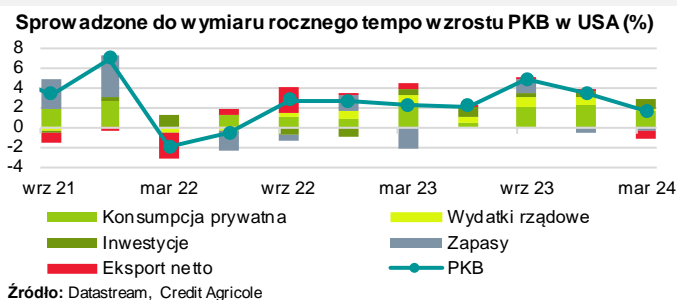
➤ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się w marcu do 12,0% r/r wobec 12,9% w lutym, kształtując się nieznacznie powyżej konsensusu rynkowego zgodnego z naszą prognozą (11,9%).** Kilkunastoprocentowy wzrost nominalnych wynagrodzeń miał szeroki zakres i został odnotowany w większości raportowanych przez GUS kategorii. W ujęciu realnym, po skorygowaniu o zmiany cen, wynagrodzenia w firmach zwiększyły się w marcu o 9,8% r/r, kształtując się tylko nieznacznie poniżej rekordowej dynamiki z lutego br. (9,9%). Jednocześnie dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w marcu w porównaniu do lutego i wyniosła -0,2%, kształtując się zgodnie z konsensem i poniżej naszej prognozy (0,0%). W porównaniu z lutym zatrudnienie zmniejszyło się w marcu o 9,7 tys. osób. Za zmniejszenie zatrudnienia ogółem odpowiadały głównie kategorie „administrowanie i działalność wspierająca” oraz „przetwórstwo przemysłowe”. Spadek zatrudnienia w przetwórstwie wskazuje na utrzymujące się procesy restrukturyzacyjne (por. MAKROpuls z 22.04.2024). Stabilizacja dynamiki zatrudnienia oraz wolniejszy wzrost realnych płac w sektorze przedsiębiorstw złożyły się na nieznaczne zmniejszenie realnej dynamiki funduszu płac w przedsiębiorstwach (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia skorygowanego o zmiany cen) z 9,6% r/r w lutym do 9,5% w marcu. W konsekwencji przeciętny wzrost realnego funduszu płac zwiększył się w I kw. do 9,2% r/r z 4,5% w IV kw. ub. r., co stanowi wsparcie dla naszego scenariusza ożywienia konsumpcji w kolejnych kwartałach.

➤ **Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się w kwietniu do 51,4 pkt. wobec 50,3 pkt. w marcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (50,7 pkt.).** Zwiększenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze wzrostu jego składowych zarówno dla aktywności biznesowej w usługach, jak również bieżącej produkcji w przetwórstwie. W ujęciu geograficznym poprawę koniunktury odnotowano we Francji i w Niemczech, podczas gdy w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem doszło do jej nieznacznego pogorszenia. Kluczowa z punktu widzenia sytuacji polskiego eksportu koniunktura w niemieckim przetwórstwie poprawiła się w kwietniu. Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa wzrósł do 42,2 pkt. w kwietniu wobec 41,9 pkt. w marcu. W kierunku wzrostu indeksu oddziaływały wyższe wkłady 4 z 5 jego składowych (dla zatrudnienia, bieżącej produkcji zapasów i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla nowych zamówień. Warto jednocześnie zauważyć, że indeks dla nowych zamówień obniżył się w kwietniu do najniższego poziomu od listopada 2023 r. Co ciekawe, indeks dla nowych zamówień eksportowych zwiększył się nieznacznie w kwietniu, co wskazuje, że źródłem przyspieszenia spadku nowych zamówień ogółem był słabszy popyt wewnętrzny. Mimo odnotowanego w kwietniu dalszego obniżenia nowych zamówień indeks dla oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12 miesięcy zwiększył się do najwyższego poziomu od marca 2023 r. Sugeruje to, że ankietowane

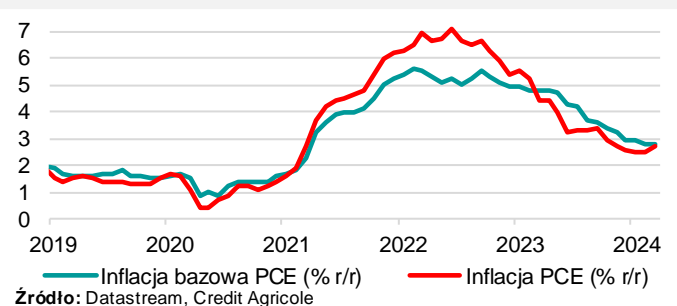
firmy oczekują w kolejnych kwartałach ożywienia popytu. W ubiegłym tygodniu opublikowany został indeks Ifo obrazujący nastroje w niemieckim przetwórstwie, budownictwie, handlu i usługach. Zwiększył się on w kwietniu do 89,4 pkt. wobec 87,9 pkt. w marcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (88,7 pkt.). Zwiększenie indeksu wynikało ze wzrostu składowych zarówno dla oczekiwań, jak i dla oceny bieżącej sytuacji. Poprawę koniunktury odnotowano we wszystkich czterech analizowanych działach (przetwórstwie przemysłowym, handlu, budownictwie i usługach). Ubiegłotygodniowe wyniki badań koniunktury w strefie euro stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB zwiększy się w I kw. do 0,2% wobec 0,0% w IV kw.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Zgodnie z pierwszym szacunkiem sprowadzona do wymiaru rocznego dynamika PKB w USA zmniejszyła się w I kw. do 1,6% wobec 3,4% w IV kw. 2023 r., kształtując się poniżej oczekiwań rynku (2,1%) oraz naszej prognozy (2,3%).

Obniżenie tempa wzrostu PKB wynikało z niższych wkładów eksportu netto, wydatków rządowych oraz konsumpcji prywatnej, podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady inwestycji oraz zapasów. W I kw. podobnie jak w IV kw. 2023 r. głównym źródłem wzrostu gospodarczego w USA była konsumpcja prywatna. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o inflacji PCE, która zwiększyła się w marcu do 2,7% wobec 2,5% w lutym, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (2,6%). Jednocześnie inflacja bazowa PCE nie zmieniła się w marcu w porównaniu do lutego i wyniosła 2,8%, podczas gdy konsensus zakładał jej spadek do 2,7%. Odsezonowana miesięczna dynamika cen bazowych nie zmieniła się w marcu w porównaniu do lutego i wyniosła 0,3% m/m, a tym samym pozostaje ona na relatywnie wysokim poziomie. Wskazuje to na utrzymującą się nadal silną presję inflacyjną w amerykańskiej gospodarce. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe, które zwiększyły się w marcu o 2,6% m/m wobec wzrostu o 0,7% w lutym (rewizja w dół z 1,3%) i ukształtowały się lekko powyżej oczekiwań rynku (2,5%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zwiększyła się w marcu do 0,2% wobec 0,1% w lutym. Jednocześnie dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe wzrosła w marcu do 1,1% r/r wobec 0,4% w styczniu. Tym samym jej trzymiesięczna średnia ruchoma nieznacznie zwiększyła się, co wskazuje na lekką poprawę perspektyw inwestycji w USA. W zeszłym tygodniu opublikowane



zostały również dane o sprzedaży nowych domów, która zwiększyła się w marcu do 693 tys. wobec 637 tys. w lutym. Uwzględniając jednak opublikowane dwa tygodnie temu dane o nowych pozwoleniach na budowę, rozpoczętych budowach domów i sprzedaży domów na rynku wtórnym (por. MAKROmapa z 22.04.2024) marzec przyniósł na ogół zmniejszenie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości związane ze wzrostem oprocentowania kredytów hipotecznych. Z kolei finalny indeks Uniwersytetu Michigan zmniejszył się w kwietniu do 77,2 pkt. wobec 79,4 pkt. w marcu i 77,9 pkt. we wstępnym szacunku. Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i dla oczekiwań. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA obniży się do



1,1% w II kw. Jednocześnie, zgodnie z naszym scenariuszem w całym 2024 r. PKB w USA zwiększy się o 1,8% wobec wzrostu o 2,5% w 2023 r.

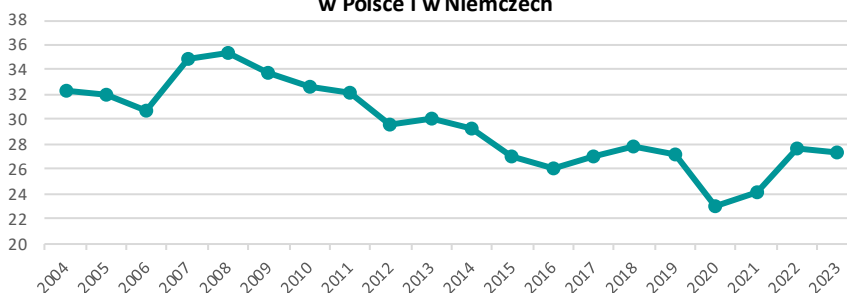
20 lat Polski w UE – jak zmieniła się struktura wydatków gospodarstw domowych?

W maju minie 20 lat członkostwa Polski w UE. Trzy tygodnie temu w MAKROmapie przeanalizowaliśmy, jak w tym czasie przebiegał proces konwergencji Polski do zamożniejszych gospodarek UE oraz jak wyglądają perspektywy konwergencji w kolejnej dekadzie (por. MAKROmapa z 08.04.2024). Dwa tygodnie temu przedstawiliśmy analizę na temat tego, jak przez ostatnie 20 lat zmieniła się rola Polski w światowym i unijnym eksporcie towarów (por. MAKROmapa z 15.04.2024). Z kolei tydzień temu przedstawiliśmy, jak od czasu wejścia Polski do UE zmieniła się struktura wartości dodanej wytwarzanej przez polską gospodarkę (por. MAKROmapa z 22.04.2024). W poniższym temacie tygodnia analizujemy, jak przez ostatnie 20 lat zmieniła się struktura wydatków gospodarstw domowych.

Naszą analizę przeprowadziliśmy w oparciu o wagi koszyka inflacyjnego wykorzystywanego przez Eurostat do obliczania inflacji HICP (harmonised index of consumer prices). Wagi w koszyku inflacyjnym ustalane są na podstawie struktury wydatków gospodarstw domowych w poprzednim roku. Innymi słowy wagi wykorzystywane w tym roku do obliczania inflacji HICP odzwierciedlają strukturę wydatków gospodarstw domowych w 2023 r. Naszą analizę ograniczyliśmy do 12 głównych kategorii koszyka inflacyjnego.

Jako punkt odniesienia dla naszej analizy, podobnie jak dwa tygodnie temu (por. MAKROmapa z 22.04.2024), wybraliśmy Niemcy. Przyjmujemy założenie, że wraz z postępującą konwergencją polskiej gospodarki do gospodarki niemieckiej obserwowane będzie stopniowe upodabnianie się struktury wydatków gospodarstw domowych w Polsce do struktury wydatków niemieckich gospodarstw domowych. Założenie to wynika z różnic w elastyczności dochodowej popytu w poszczególnych kategoriach wydatkowych. Wraz ze wzrostem zamożności wydatki w kategoriach, gdzie dominują towary i usługi luksusowe rosną szybciej niż w pozostałych kategoriach. W efekcie udział tych pierwszych w strukturze wydatków gospodarstw domowych rośnie kosztem pozostałych kategorii.

Współczynnik podobieństwa dla struktury wydatków gospodarstw domowych w Polsce i w Niemczech



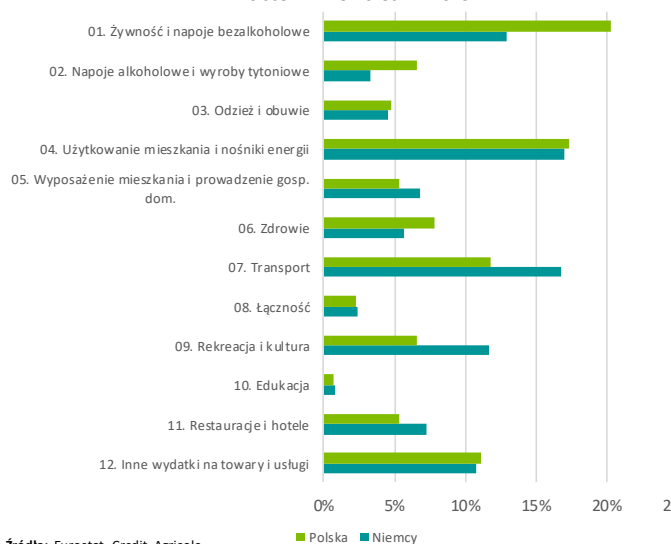
Źródło: Eurostat, Credit Agricole

Obserwacje za ostatnie 20 lat potwierdzają, że struktura wydatków gospodarstw domowych w Polsce stopniowo upodabnia się do tej w Niemczech wraz postępującą konwergencją polskiej gospodarki do gospodarki niemieckiej. Wsparcie dla takiej oceny stanowi obliczony przez nas wskaźnik podobieństwa dla struktury wydatków gospodarstw

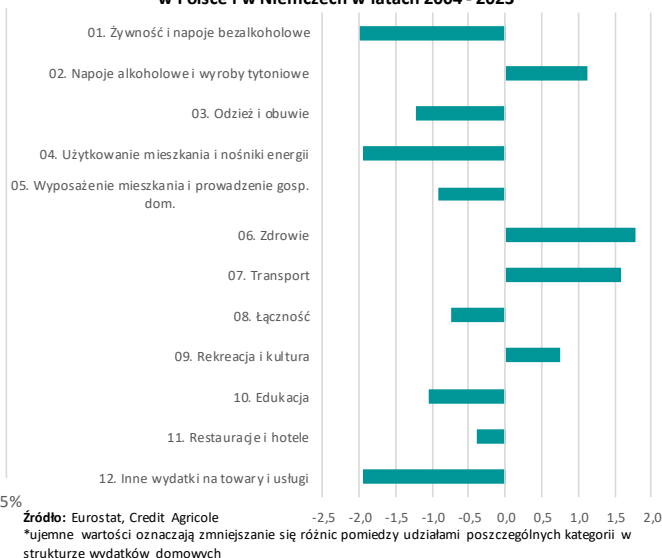
domowych w Polsce i w Niemczech odzwierciedlający sumę wartości bezwzględnych z różnic pomiędzy udziałami poszczególnych kategorii w koszykach inflacyjnych w Polsce i w Niemczech w latach 2004-2022. Wprawdzie proces ten został zahamowany w latach 2021-2023, co można jednak tłumaczyć silnymi zakłóceniami w strukturze wydatków gospodarstw domowych spowodowanymi szokiem inflacyjnym związanym z pandemią COVID-19 i wojną w Ukrainie. Ten szok inflacyjny był szczególnie widoczny w kategoriach zdominowanych przez dobra o niskiej dochodowej elastyczności popytu, takich jak żywność, paliwa i nośniki energii, których udział w wydatkach gospodarstw domowych w Polsce jest na ogół

nadrepzentowany w porównaniu do wydatków niemieckich gospodarstw domowych. W konsekwencji, gospodarstwa domowe, wraz ze spadkiem swojej siły nabywczej, chcąc utrzymać konsumpcję w tych podstawowych kategoriach na niezmiennym poziomie musiały ograniczyć ją w innych kategoriach.

Na upodabnianie się struktury wydatków gospodarstw domowych w Polsce do struktury wydatków niemieckich gospodarstw domowych wskazują również zmiany udziałów w poszczególnych kategoriach, gdzie aż w 8 z 12 kategorii różnice pomiędzy Polską a Niemcami uległy zmniejszeniu. Nie jest zaskoczeniem, że udział wydatków na żywność i napoje bezalkoholowe w strukturze wydatków gospodarstw domowych w Polsce zmniejszył się znacząco w ostatnich 20 latach, przy czym pozostaje on nadal wyraźnie wyższy niż w Niemczech. Zgodne z intuicją jest również zmniejszanie się udziału wydatków i zrównywanie różnic w takich kategoriach jak „użytkowanie mieszkania i nośniki energii”, czy też „łączność”. Podobnie, silny wzrost udziałów wydatków w kategorii „restauracje i hotele” jest także charakterystyczny dla bogacących się społeczeństw.

Struktura wydatków gospodarstw domowych w Polsce i w Niemczech w 2023 r.


Źródło: Eurostat, Credit Agricole

Ewolucja różnic w strukturze wydatków gospodarstw domowych w Polsce i w Niemczech w latach 2004 - 2023*


Źródło: Eurostat, Credit Agricole

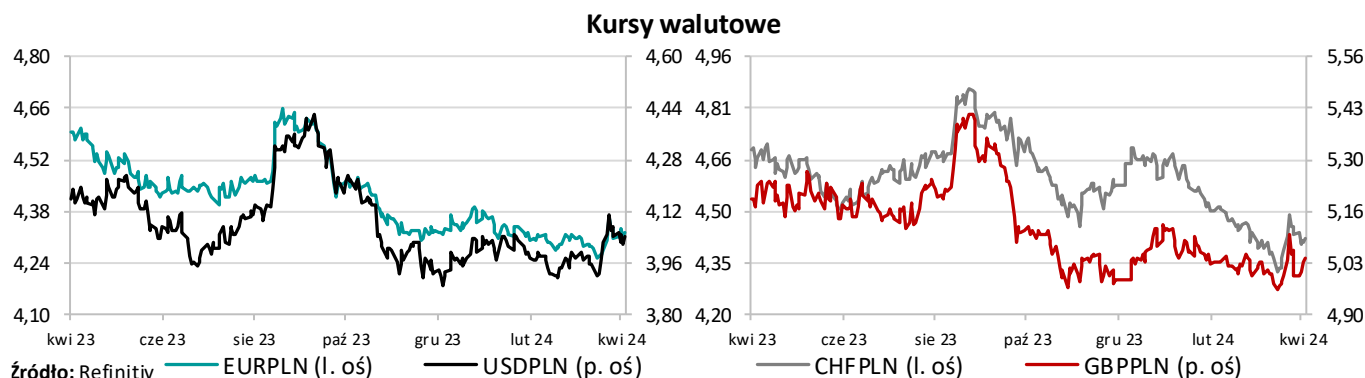
*ujemne wartości oznaczają zmniejszenie się różnic pomiędzy udziałami poszczególnych kategorii w strukturze wydatków domowych

Osobnego komentarza wymagają natomiast 4 kategorie, w których dysproporcje w strukturze wydatków pomiędzy Polską a Niemcami powiększyły się. W kategorii „alkohol i wyroby tytoniowe” wynikało to przede wszystkim z silniejszego spadku udziału tej kategorii w Niemczech niż w Polsce. Z kolei wydatki w kategorii „zdrowie” rosły w Polsce wyraźnie szybciej niż w Niemczech, co po części mogło wynikać z silniejszego popytu wśród polskich gospodarstw domowych na usługi prywatnej opieki medycznej. W przypadku transportu pogłębienie różnic wynikało ze wzrostu udziału tej kategorii w strukturze wydatków niemieckich gospodarstw, podczas gdy w Polsce pozostał on na niezmiennym poziomie. Duże zaskoczenie stanowi natomiast pogłębienie się różnic w wydatkach w kategorii „rekreacja i kultura”, gdzie zwiększonym wydatkom powinien sprzyjać rosnący poziom zamożności polskiego społeczeństwa. Wynika to jednak z dużej różnorodności tej kategorii. Z jednej strony w Polsce obserwowany jest spadek udziału wydatków w takich kategoriach jak sprzęt elektroniczny (co w znacznym stopniu jest związane ze postępem technicznym i relatywnym spadkiem cen w tej kategorii) czy prasa i książki (efekt spadku czytelnictwa) – w Niemczech ten spadek był o wiele mniejszy, gdyż już wcześniej te wydatki stanowiły mniejszą część budżetów gospodarstw domowych. Z drugiej strony rośnie w Polsce udział na usługi związane z rekreacją i kulturą oraz turystykę zorganizowaną, co jednak nie skompensowało spadków w wymienionych wyżej kategoriach.

Podsumowując, obserwowany w ostatnich latach wzrost zamożności polskiego społeczeństwa sprzyjał upodabnianiu się struktury wydatków gospodarstw domowych w Polsce i w Niemczech. Na szczególną

uwagę zasługuje spadek udziału kategorii o dużym udziale dóbr o niskiej elastyczności dochodowej popytu, które jednocześnie charakteryzują się relatywnie wysoką zmiennością cen, takich jak żywność, paliwa czy nośniki energii. Będzie to sprzyjać obniżeniu zmienności inflacji w polskiej gospodarce w kolejnych latach.

Spadek światowej awersji do ryzyka sprzyja osłabieniu dolara



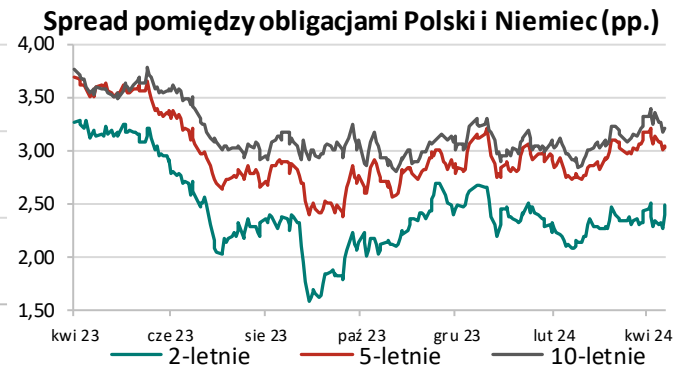
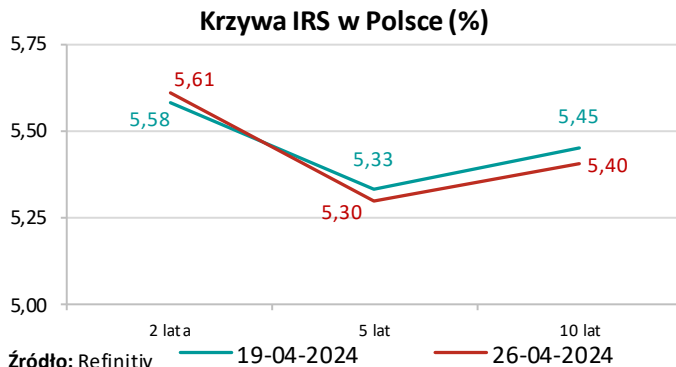
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł 4,3207 (osłabienie złotego o 0,3%). W zeszłym tygodniu kurs EURPLN charakteryzował się niską na tle ostatnich tygodni zmiennością. Sprzyjało temu obniżenie napięcia na linii Iran-Izrael. Jednocześnie publikacje licznych danych z krajowej gospodarki miały ograniczony wpływ na kurs złotego.

W ubiegłym tygodniu doszło również do wzrostu kursu EURUSD, czemu sprzyjało obniżenie światowej awersji do ryzyka związane z deeskalacją napięcia na linii Iran-Izrael. Z podwyższoną zmiennością kursu EURUSD mieliśmy z kolei do czynienia podczas publikacji pierwszego szacunku PKB w USA. Z kolei dane o inflacji PCE w USA przyczyniły się do lekkiego umocnienia dolara.

W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na czwartek publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa. W przypadku realizacji naszej niższej od konsensusu rynkowego prognozy może ona sprzyjać osłabieniu kursu polskiej waluty. W kierunku podwyższonej zmienności na rynku walutowym może oddziaływać natomiast zaplanowane na środę posiedzenie FOMC. Oczekujemy, że przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego. Jednocześnie w tym tygodniu spodziewamy się niższych obrotów na rynku z uwagi na weekend majowy.



Posiedzenie FOMC w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 5,61 (wzrost o 3pb), 5-letnie zmniejszyły się do 5,30 (spadek o 3pb), a 10-letnie do 5,40 (spadek o 5pb). W ubiegłym tygodniu stawki IRS charakteryzowały się obniżoną zmiennością. Publikacje licznych krajowych danych miały ograniczony wpływ na krzywą.

Uważamy, że w centrum uwagi rynku będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC, które może sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS. Naszym zdaniem czwartkowa publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa może oddziaływać w kierunku spadku stawek IRS. Uważamy, że pozostałe publikacje ze światowej gospodarki będą neutralne dla krzywej. Jednocześnie oczekujemy w tym tygodniu niższych obrotów na rynku z uwagi na weekend majowy.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,68	4,59	4,53	4,43	4,40	4,47	4,63	4,45	4,35	4,33	4,32	4,31	4,29	4,31
Kurs USDPLN*	4,31	4,16	4,23	4,06	4,00	4,12	4,37	4,21	4,00	3,93	4,00	3,99	3,97	4,05
Kurs CHFPLN*	4,71	4,66	4,64	4,52	4,59	4,66	4,78	4,62	4,56	4,64	4,64	4,52	4,40	4,45
Inflacja CPI (r/r, %)	16,1	14,7	13,0	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	6,6	6,2	3,7	2,8	2,0	
Inflacja bazowa (r/r, %)	12,3	12,2	11,5	11,1	10,6	10,0	8,4	8,0	7,3	6,9	6,2	5,4	4,6	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-3,7	-6,5	-3,3	-1,6	-2,7	-2,2	-3,3	2,0	-0,3	-3,5	3,0	3,2	-6,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	10,3	6,2	2,8	0,3	-2,1	-2,9	-2,7	-4,2	-5,1	-6,9	-10,6	-10,0	-9,6	
Sprzedż detaliczna (r/r, %)	4,8	3,4	1,8	2,1	2,1	3,1	3,6	4,8	2,6	0,5	4,6	6,7	6,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	12,6	12,1	12,2	11,9	10,4	11,9	10,3	12,8	11,8	9,6	12,8	12,9	12,0	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,5	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,4	5,3	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	
Saldo ROB (mln EUR)	1607	-2248	-257	4087	55	587	1184	2151	1352	199	1742	465		
Eksport (r/r, % EUR)	16,1	2,0	4,6	4,3	0,2	-2,1	-4,0	2,1	-2,0	-6,2	-4,5	0,4		
Import (r/r, % EUR)	3,0	-8,8	-4,2	-5,0	-6,4	-10,9	-13,8	-7,1	-7,2	-10,6	-5,3	0,9		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2024				2025				2023	2024	2025	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	1,5	2,7	3,5	3,5	5,0	4,7	4,2	4,5	0,2	2,8	4,6	
Konsumpcja (% r/r)	3,0	4,3	3,1	2,9	3,4	1,9	2,8	2,2	-1,0	3,3	2,7	
Inwestycje (% r/r)	2,3	2,1	1,6	0,7	8,4	9,2	10,2	10,3	13,1	1,5	9,8	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	2,8	0,6	4,9	7,8	7,9	5,7	4,3	7,1	3,4	4,0	6,6	
Import (ceny stałe, % r/r)	-0,4	2,3	8,8	9,2	8,9	7,3	5,4	7,3	-2,0	4,9	7,6	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,8	2,5	1,8	1,5	2,1	1,1	1,7	1,1	-0,5	1,9	1,5
	Inwestycje (pp.)	0,3	0,3	0,3	0,2	1,1	1,5	1,7	2,3	2,1	0,3	1,7
	Eksport netto (pp.)	2,0	-0,9	-1,7	-0,3	0,2	-0,5	-0,4	0,2	3,3	-0,2	-0,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,8	2,1	1,7	1,6	1,3	1,1	1,0	1,1	1,6	1,6	1,1	
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	4,9	4,8	4,9	5,2	4,8	4,7	4,8	5,1	4,9	4,8	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,4	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	0,8	0,1	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	10,5	13,0	12,3	12,5	10,7	7,9	7,6	7,0	12,8	12,1	8,3	
Inflacja CPI (%)*	2,8	2,7	3,9	3,9	4,5	3,8	3,0	3,3	11,6	3,3	3,6	
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,88	5,88	5,88	5,88	5,88	5,63	5,51	5,38	5,88	5,88	5,38	
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	5,75	5,75	5,25	
EURPLN**	4,29	4,28	4,26	4,24	4,23	4,22	4,21	4,20	4,33	4,24	4,20	
USDPLN**	3,97	4,00	4,02	4,04	3,95	3,87	3,83	3,75	3,93	4,04	3,75	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 29.04.2024 r.						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Kwiecień	-0,30		
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Kwiecień	2,3	2,4	2,3
Wtorek 30.04.2024 r.						
3:30	Chiny	Indeks NBS PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	50,8	50,1	50,4
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	51,1		51,0
10:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Kwiecień	2,0	2,5	2,5
10:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	I kw.	-0,3	0,0	0,1
11:00	Strefa euro	Wstępny szacunek PKB (% kw/kw)	I kw.	0,0	0,2	0,1
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Kwiecień	2,4	2,4	2,4
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Luty	0,1		0,2
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Kwiecień	41,4		46,0
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Kwiecień	104,7	104,0	104,2
Środa 01.05.2024 r.						
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Kwiecień	184		140
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	49,9		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	50,3	50,3	50,0
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Maj	5,50	5,50	5,50
Czwartek 02.05.2024 r.						
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	48,0	47,1	47,8
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	42,2	42,2	42,2
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	45,6	45,6	45,6
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Marzec	1,4	1,7	1,6
Piątek 03.05.2024 r.						
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Marzec	6,5		6,5
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Kwiecień	3,8	3,8	3,8
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Kwiecień	303	255	230
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Kwiecień	51,4	51,8	52,0

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus Refinitiv