makroekonomia.mbank.pl

Fed, CNB i krajowe dane

2024-03-20

Dziś dzień z decyzjami kilku banków centralnych. Najważniejszym z nich będzie Fed. W naszej ocenie FOMC nie zdecyduje się na zmianę stóp procentowych. CNB wręcz przeciwnie (cięcie). Otwartym pozostaje pytanie o skalę tego ruchu. W naszej ocenie można spodziewać się obniżki o 50pb, nie wykluczamy jednak też bardziej agresywnego scenariusza (tu problemem jednak jest słabość korony).

Do zestawu wydarzeń związanymi z bankami centralnymi można dodać też wypowiedź szefowej EBC C. Lagarde.

Ponadto czeka nas grad danych z Polski. GUS opublikuje dane o rynku pracy, produkcji przemysłowej i PPI.

W przypadku przeciętnego zatrudnienia prognozujemy 0% dynamiki r/r. Formułując prognozę mieliśmy wrażenie, że nie jest ona nadmiernie optymistyczna (dość dobra na tle poprzednich lat, ale nie ekstrawagancka). Konsensus myślał jednak inaczej (-0,2% r/r).

Przeciętne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wzrosły natomiast (w naszej ocenie) w lutym o 11,4% r/r. Tym razem jesteśmy niemal w punkt w konsensusie (11,3% r/r). Dwucyfrowe dynamiki nie chcą nas opuścić. Trudno się dziwić - spore wzrosty płacy minimalnej, silny rynek pracy, podwyżki w sferze publicznej (nie widzimy tego tutaj, ale mogą być jakimś benchmarkiem dla sektora przedsiębiorstw).

Wzrost produkcji przemysłowej prognozujemy na 2,6% r/r. Wydaje się, że w produkcji sprzedanej nie ma na razie większej historii. Pomaga jeden dzień roboczy więcej. Można spodziewać się nieco słabszej produkcji energii.

Nasza prognoza PPI to natomiast -8,7% r/r. Podobnie jak w przypadku produkcji, nie ma tutaj większej historii - zakładamy w zasadzie brak zmian w ujęciu miesięcznym i dopuszczamy do świadomości możliwość rewizji w dół danych za poprzedni miesiąc.

Co zrobi FOMC?

Posiedzenie FOMC może być dziś zarówno ekscytujące, jak i nudne. Dotyczy to wszystkich jego aspektów oprócz bieżących stóp (te pozostaną bez zmian).

Minął już rok odkąd gospodarka

amerykańska miała wpaść w recesję i do tej pory się nie udało. Kwestie carryover z ostatniego kwartału 2023 roku sprawiają w przypadku PLB, że prognozy Fed na 2024 rok zostaną zapewne znów podniesione. Dane ze sfery realnej są ostatnio (ogólnie, choć zdarzają się oczywiście wyjątki) jednak słabsze od oczekiwań, natomiast kompozycja inflacji zaskakuje raczej in plus. Za dobrą monetę można wziąć obniżającą się dynamikę wynagrodzeń w gospodarce oraz powszechne oczekiwania dot. zbliżającego się epizodu szybszego wzrostu produktywności. To wciąż wpisuje się w scenariusz oczekiwania na obniżki stóp (bo sfera realna działa z opóźnieniem na inflację), jednak nie gwarantuje natychmiastowego pociągnięcia za spust, o czym wspomni Powell podczas konferencji. Słoniem w pokoju pozostają rozluźniające się warunki finansowania (tu z kolei pytanie na ile

dynamika giełdy to zmiana strukturalna oparta na oczekiwaniach, na ile efekt podwyższenia realnej stopy równowagi). Inwestorzy odwalają w tym momencie robotę za Fed łagodząc nadchodzące lądowanie gospodarki amerykańskiej.

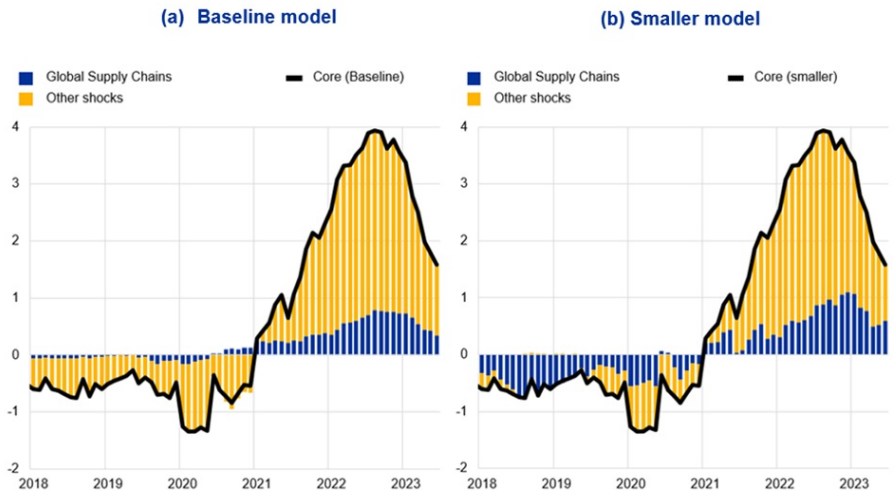
Podsumowując: do zmiany stóp nie dojdzie, jednak z uwagi na publikowane projekcje oraz destrukcyjny potencjał kropek do przesunięcia rynku (gdyby nagle okazało się, że mediana przesunie się na dwie obniżki zamiast trzech) to będzie bardzo ciekawe posiedzenie. Pocieszeniem w poszukiwaniu rozkładu potencjalnej reakcji rynkowej niech będzie fakt, że bardziej jastrzębie podejście jest lepiej wycenione niż gołębie.

Strefa euro: Co stoi za wzrostem inflacji bazowej po pandemii?

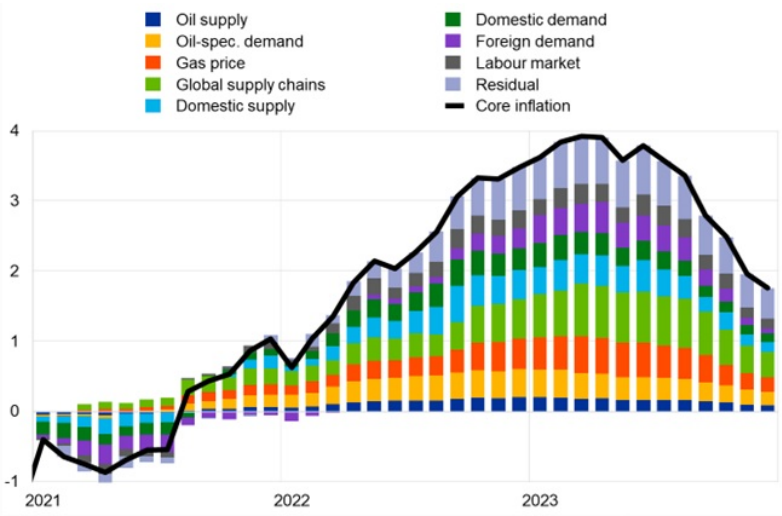
Wiemy, że temat ten został omówiony już co najmniej tysiąc razy, ale gdy pojawia się ciekawe badanie, to aż żal go nie przytoczyć. Choćby dlatego, że w świecie publicystycznych wytłumaczeń wzrostu inflacji po pandemii (złe firmy podnoszące marże, złe banki centralne drukujące pieniądz, itd.), każde poważne podejście ekonomiczne zasługuje na chwilę uwagi.

Zwracamy więc uwagę na analizę ekonomistek z EBC (Marta Bańbura, Elena Bobeica i Catalina Martínez Hernández), które wnioskują o przyczynach wzrostu inflacji bazowej na podstawie modelu BVAR, budowanego na 17 zmiennych (o miesięcznej częstotliwości). W modelu występuje 8 szoków - zarówno popytowych (szok popytu krajowego i szok popytu zagranicznego) jak i podażowych (tych w analizie jest zdecydowanie więcej: podaż i popyt na ropę naftową, ceny gazu, wąskie gardła w globalnym łańcuchu dostaw, krajowe kwestie podażowe i rynek pracy). Zainteresowanych sposobem doboru i identyfikacją tych szoków odsyłamy do źródłowego artykułu.

Po co brać aż tak dużo zmiennych i szoków? Bo mniejszy model może w tym obszarze prowadzić do mylnych konkluzji, jak pokazały autorki (mniejszy model nieco wyolbrzymia wpływ szoków związanych z łańcuchami dostaw). W omawianym przypadku mniejszy model, oznacza taki, gdzie uwzględniono jedynie cztery szoki: popyt, podaż, energia i łańcuchy dostaw:



Jakie wnioski wyciągają autorki w zakresie szoków odpowiadających za wzrost inflacji po pandemii? *Inflacja bazowa w strefie euro była w dużej mierze napędzana przez szoki podażowe podczas ożywienia po pandemii. W szczególności wstrząsy związane z presją globalnego łańcucha dostaw i cenami gazu miały znacznie większy wkład niż w poprzednich epizodach inflacyjnych. Szoki związane z energią odegrały szczególnie istotną rolę i odpowiadały za około jedną czwartą gwałtownego wzrostu inflacji bazowej od początku 2021 r. do szczytu na początku 2023 r. Szoki cen gazu stanowiły około połowy tego wkładu, podczas gdy w przeszłości zazwyczaj miały niewielki wpływ na inflację bazową. Szoki związane z globalnym łańcuchem dostaw miały znaczący wpływ na inflację bazową, zwłaszcza od drugiej połowy 2022 r.*



Uwaga: Wykresy z historyczną dekompozycją przedstawiają odchylenia od średniej dla inflacji bazowej stąd wartości na wykresie nie są równe z liczbami, które znamy jako wartości inflacji bazowej. Wykres przedstawia jedynie odchylenia od "normy", czyli średniej i warunków początkowych.

Analogiczną dekompozycję przeprowadzono dla inflacji headline i dla inflacji cen usług. W każdym z przypadków również widoczny był istotny wpływ aspektów podażowych:

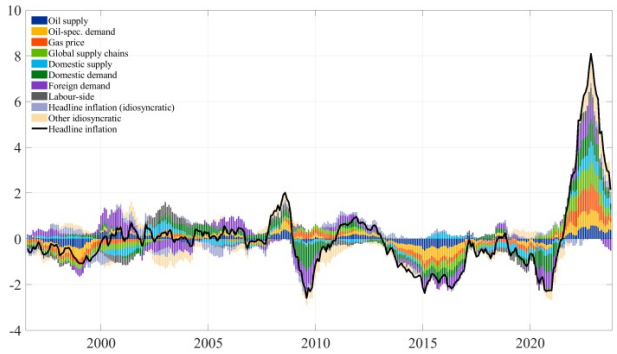


Figure 6: Historical decomposition of headline inflation

Note: The chart shows the point-wise mean of the posterior distribution of the historical decomposition of headline inflation (annual % change, in deviations from the mean and from the contribution of initial conditions).

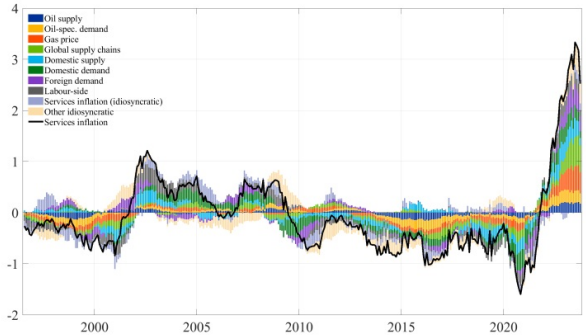


Figure 5: Historical decomposition of services inflation

Note: The chart shows the point-wise mean of the posterior distribution of the historical decomposition of services inflation (annual % change, in deviations from the mean and from the contribution of initial conditions).

Podejście modelowe pozwala powiedzieć też, co by było gdyby. Takie ćwiczenie również zostało przeprowadzone w omawianym artykule, gdzie starano się odpowiedzieć, jak wyglądałaby inflacja bazowa po odfiltrowaniu szoków energetycznych (podaż ropy, popyt na ropę, szoki cenowe gazu) i tych związanych z globalnymi łańcuchami

dostaw. Dlaczego akurat te? Bo to szoki, które można traktować jako stricte zewnętrzne, takie, które mogą zaniknąć bez ingerencji banków centralnych. Szoki, przez które można byłoby traktować inflację jako przejściową. Tak odfiltrowana inflacja bazowa byłaby zdecydowanie mniejsza niż jej rzeczywisty odpowiednik, ale wciąż **obserwowalny byłby jej istotny wzrost**. Polecamy ten wniosek wszystkim, którzy twierdzą, że inflacja spadłaby samoistnie (bez ingerencji banków centralnych). Nie chcemy przez to powiedzieć, że omawiane szoki podażowe nie wpłynęły na inflację, nie kwestionujemy tu tzw. putinflacji, w świetle tych badań byłoby to nieuczciwe, bo pokazują one istotny wpływ ww. czynników. Chcemy jedynie podkreślić, że wygaśnięcie szoków podażowych samo w sobie, nie wystarczyłoby do powrotu inflacji do celu.

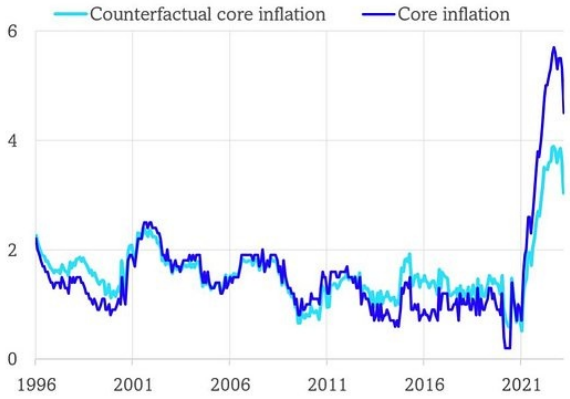


Figure 4: Core inflation and its counterfactual measure free of energy and global supply chain shock effects

C Underlying inflation measures and their counterfactual estimates free of certain supply-side shocks

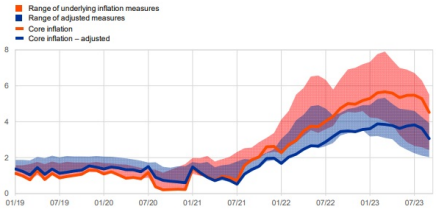


Figure 20: Range of underlying inflation measures and measures adjusted for impact of global supply chain and energy shocks

Note: The range covers the underlying inflation measures for the euro area regularly monitored by the European Central Bank. More precisely the measures included are: (1) core inflation, namely HICP excluding energy and food (HICPX); (2) HICPXX - HICP excluding energy, food, air travel-related items, clothing and footwear; (3) HICP inflation excluding energy; (4) HICP inflation excluding unprocessed food and energy; (5) Domestic inflation - aggregate of HICPX items for which the import intensity does not exceed 18 per cent; (6) Supercore - aggregate of HICPX items sensitive to slack, as measured by their forecast performance in a reduced-form Phillips curve using the output gap; (7) PCCI - the Persistent and Common Component of Inflation, see Bańbura and Bobeica (2020) and (8) PCCI excluding energy. The adjusted range includes these measures free of energy and global supply chain shocks impacts. The estimation is performed using the seasonally adjusted index in month-on-month terms for each measure, apart from the PCCIs, which are included at face value.

Wykresy i cytaty pochodzą albo z samego artykułu, którego treść można znaleźć pod linkiem, lub ze streszczenia omawianego artykułu ze stron EBC (link nr 2).

Garść newsów makroekonomicznych

• Polska: "Wniosek o Trybunał Stanu dla Adama Glapińskiego jest przygotowany i gotowy, zostanie złożony w najbliższych dniach" - powiedział premier Donald Tusk.

• Polska: Rząd przyjął projekt tzw. urlopu w opłacaniu składki ZUS dla mikroprzedsiębiorców - poinformował premier Donald Tusk po posiedzeniu rządu. Dodał, że rząd chciałby, aby rozwiązanie to weszło w życie jeszcze w tym roku. W skrócie projekt ma umożliwić małym przedsiębiorcom wskazanie jednego miesiąca w ciągu roku, kiedy mikroprzedsiębiorca nie będzie płacił składki zusowskiej i w tym samym czasie państwo pokryje jego składkę.

• Polska: Średnia wartość kredytu mieszkaniowego wzrosła w lutym o 26,3 r/r do 417,69 tys. zł - podało Biuro Informacji Kredytowej.

Wartość kredytów mieszkaniowych udzielonych w ramach Programu "Bezpieczny Kredyt 2 proc." w lutym wyniosła 4,39 mld zł, co stanowiło 48 proc. łącznej kwoty wszystkich kredytów. BIK odnotowuje, że brak nowych wniosków z tego programu widać już w liczbie osób wnioskujących o kredyt mieszkaniowy – w lutym br. było ich 26,66 tys. wobec 46,34 tys. w grudniu 2023 roku. (PAPbiznes)

Twitter Post

https://twitter.com/grupabik/status/1770318979141181 8

• MF: Na przetargu zamiany Ministerstwo Finansów sprzedało papiery serii OK0426, PS0729, WZ1129, DS1030 i DS1033 za 4.657,104 mln zł i odkupiło obligacje PS0424, WZ0524, OK0724 i PS1024 za 4.388,522 mln zł - poinformował resort finansów w komunikacie.

• UE: Państwa UE i Parlament Europejski zgodziły się w środę na ograniczenie od czerwca ukraińskiego importu produktów rolnych zwolnionych z ceł – jaj, drobiu, cukru, ale także owsa, kukurydzy i miodu – odpowiadając na protesty rolnicze w Europie (PAPbiznes).

• Niemcy: Spora niespodzianka na indeksie ZEW. Indeks mierzący oczekiwania analityków dot. niemieckiej koniunktury wyniósł +31,7 pkt. Analitycy spodziewali się indeksu na poziomie +20,5 pkt. wobec +19,9 pkt. miesiąc wcześniej.

Twitter Post

https://twitter.com/ZEW/status/1770031266584268965

• USA: Liczba nowych pozwoleń na budowę domów w lutym wyniosła 1,518 mln (konsensus: 1,496 mln). Liczba rozpoczętych inwestycji budowy domów też sprawiła pozytywną niespodziankę i wyniosła 1,521 mln (konsensus: 1,44 mln).