

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

15 kwietnia 2024

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

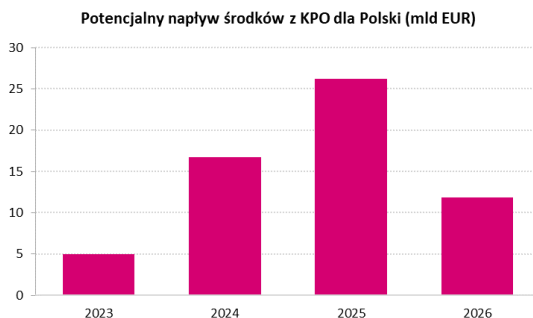
Andrzej Kamiński

Ekonomista
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Wykres tygodnia



Źródło: European Commission, Bank Millennium

Dziś ministra funduszy i polityki regionalnej ogłosiła wpłynięcie płatności z pierwszego wniosku z Krajowego Planu Odbudowy. Jest to największy jednorazowy przelew z Unii Europejskiej dla Polski. Rynkowy wpływ odblokowania tych funduszy został zdyskontowany w ostatnich tygodniach. Obecnie sprowadza się on do potencjalnej wymiany środków bezpośrednio na rynku walutowym i skuteczności pozyskiwania kolejnych transz środków.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Dane z handlu i przemysłu potwierdzą niezły wzrost PKB w USA w 1Q 2024

Ub. tydzień na globalnych rynkach finansowych został zdominowany przez niespodziankę inflacyjną w Stanach Zjednoczonych w marcu. Inflacja CPI wzrosła do 3,5% r/r z 3,2% r/r miesiąc wcześniej, a inflacja bazowa (CPI bez cen żywności i energii) ustabilizowała się na 3,8% r/r, poziomie blisko dwukrotnie wyższym od celu inflacyjnego Rezerwy Federalnej (średnio 2,0% r/r). W efekcie dolar amerykański umocnił się, a rynki finansowe przesunęły swoje oczekiwania co do terminu pierwszej w tym cyklu obniżki stóp procentowych z posiedzenia w połowie czerwca na koniec lipca. Jednocześnie rynki po danych inflacyjnych wyceniają tylko dwa cięcia stóp po 25 pkt baz. w tym roku. Różni się to od mediany oczekiwań członków Fed, którzy wskazywali na 3 obniżki do końca 2025 r. W tym tygodniu odczekiwania te będą poddawane weryfikacji po wypowiedziach członków Fed oraz, naszym zdaniem jednak, w mniejszym stopniu przez dane makroekonomiczne. W poniedziałek o godz. 14:30 opublikowane zostaną dane o sprzedaży detalicznej, która wg konsensusu prognoz wzrosła o 0,3% m/m po wzroście o 0,6% m/m w lutym. Jeszcze wcześniej w styczniu sprzedaż mocno spadła, bo o 1,1% m/m. Po danych za marzec będziemy mieli komplet informacji o sprzedaży detalicznej w całym 1Q 2024, a realizacja konsensusu oznaczałaby stagnację sprzedaży w USA. Nie byłby to jednak sygnał, że wydatki konsumenckie, które w ostatnich kwartałach stanowiły główną siłą napędową tej gospodarki, też były słabe. Amerykańskie gospodarstwa domowe przesunęły swoje dochody w kierunku usług, a sprzedaż detaliczna dotyczy niemal całkowicie z towarów. We wtorek (godz. 15:15) poznamy natomiast dane o produkcji przemysłowej w marcu. Konsensus prognoz wskazuje na wzrost o 0,4% m/m po wzroście o 0,1% m/m w lutym, a więc pewną poprawę względem wcześniejszych miesięcy. Naszym zdaniem dane te potwierdzą, że wzrost PKB w całym 1Q 2023 w gospodarce amerykańskiej był niezły, co byłoby zgodne z obecnym scenariuszem rynkowym, który w kontekście stóp proc. Fed oznacza tryb „higher for longer”, a więc nie powinny generować zwiększonej niż zwykle zmienności.

Gospodarka chińska przyspieszyła w 1Q 2024?

We wtorek nad ranem (godz. 4:00) opublikowane zostaną dane o PKB w Chinach w 1Q 2024. Według konsensusu prognoz PKB wzrósł o 1,4% kw/kw po wzroście o 1,0% kw/kw kwartał wcześniej. W przypadku dynamiki r/r oczekuje się 4,6% r/r wobec 5,2% r/r w 4Q 2023. Gdyby prognozy te uległy materializacji, to byłaby dobra informacja w kontekście obaw o kondycję drugiej największej gospodarki na świecie. Przyspieszający wzrost PKB w Chinach, wraz z lepszymi danymi z amerykańskiego przemysłu wskazują, że gospodarka globalna przyspiesza w 2024 r. po słabej końcówce ub. roku.

Spodziewany dalszy spadek inflacji bazowej

We wtorek NBP opublikuje dane o inflacji bazowej w marcu. Na podstawie opublikowanych przez GUS danych o inflacji cen towarów i usług konsumpcyjnych szacujemy, iż główna miara inflacji bazowej, wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii spadł w minionym miesiącu do 4,7-4,8% r/r z 5,4% r/r w lutym. Dezinflacja w zakresie komponentów bazowych to w dużej mierze efekt wyhamowania wzrostu cen towarów. W marcu uwagę zwraca jednak także spowolnienie wzrostu cen usług, który wyniósł 0,3% m/m i 6,6% r/r. Dane te nie powinny wpłynąć na rynkowe oczekiwania co do ścieżki stóp procentowych w Polsce.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2882	-0,4%
USD/PLN	4,0235	1,2%
CHF/PLN	4,4050	-0,5%
EUR/USD	1,0656	-1,6%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,82	-5
WIBOR 3M	5,86	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,33	8
5Y	5,56	9
10Y	5,70	12

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,63	8
5Y	5,27	19
10Y	5,33	20

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,40	4
US 10Y	4,56	33

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	83215,5	-1,7
S&P 500	5123,4	-1,6
Nikkei 225	39232,8	-0,3

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

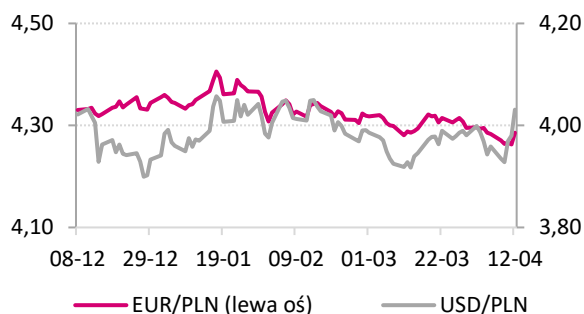
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN		W naszej ocenie kurs EUR/PLN ustabilizuje się w tym tygodniu wokół poziomu 4,28. Ubiegłotygodniowy ruch do 4,26 nie wytrzymał próby czasu a konkretnie umocnienia dolara na międzynarodowych rynkach. Po kilku dniach stabilizacji wokół wspomnianego poziomu polska waluta zaczęła mikro-osłabienie. Na gruncie technicznym widać, iż okolice 4,28 stanowią w tym roku punkt krótkoterminowej równowagi. Zważywszy na ubogie kalendarium danych makroekonomicznych w tym tygodniu uważamy, iż tym bardziej prawdopodobny jest trend horyzontalny w wykonaniu pary EUR/PLN. Informacje, iż Polska otrzymała dziś środki (ok. 27 mld PLN) w ramach pierwszej płatności z Krajowego Planu Odbudowy nie stanowią o zmienności złotego. Taki scenariusz był bowiem powszechnie oczekiwany. Potencjalnie źródłem wartości polskiej waluty byłaby informacja o chęci wymiany unijnych środków bezpośrednio na rynku walutowym tj. z wpływem na kurs EUR/PLN. Nie uważamy jednak, by Ministerstwo Finansów chciało dokonywać obecnie takich transakcji przy współudziale BGK.
USD/PLN		Oczekiwana stabilizacja notowań złotego w najbliższych dniach sprawi, sprawi, że decydujące dla kierunku notowań USD/PLN w tym tygodniu mogą okazać się zmiany rynku eurodolara. Tu natomiast - o czym szerzej piszemy poniżej - spodziewamy się ruchu wzrostowego. Konsekwencją takiego scenariusza dla pary USD/PLN będzie próba jej powrotu poniżej bariery 4,00.
EUR/USD		Po dynamicznym umocnieniu dolara w ubiegłym tygodniu na fali nieco wyżej inflacji w USA i łagodnej wymowie posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego kurs EUR/USD w naszej ocenie rozpocznie ruch korekcyjny. Notowania EUR/USD zawrócą z poziomu 1,0630 tj. minimum z listopada ubiegłego roku. Ruch wzrostowy nie powinien być jednak znaczący, gdyż wciąż opisywane na początku czynniki utrzymać będą relatywną siłę dolara i jednocześnie słabość euro. Mimo to po tak dynamicznym spadku eurodolara jak w ostatnim tygodniu rynek wymaga technicznej korekty, co sygnalizują już niektóre wskaźniki. Na gruncie makro sytuacja powinna być względnie stabilna. Nie poznamy w najbliższych dniach publikacji mogących w istotny sposób wpływać na sentyment inwestycyjny. W naszej ocenie rynek pozostanie przede wszystkim skupiony na licznych wystąpieniach bankierów centralnych. O ile jednak parę dni po posiedzeniu Europejskiego Banku Centralnego głosy tych członków mogą być mało interesujące, o tyle przedstawiciele Fed, którzy za nieco ponad dwa tygodnie będą obradować nad stopami procentowymi będą w orbicie zainteresowań inwestorów.

Rynek obligacji

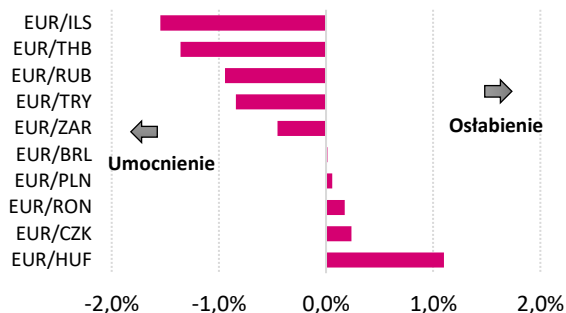
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)		Dochodowość polskiej 10-latki kontynuuje podróż na coraz to wyższe poziomy w ślad za ruchami rynków bazowych, ale i ograniczaniem części oczekiwań co do obniżek stóp procentowych w Polsce w tym roku. W naszej ocenie - podobnie jak przed tygodniem - potencjał do wzrostu dochodowości skarbowych papierów wartościowych jest niewielki. Zakładając, iż najbliższe dni nie przyniosą dalszych przetasowań w oczekiwanej ścieżce stóp procentowych największych banków centralnych świata uznajemy, iż rentowność polskiej 10-latki pozostanie względnie stabilna wokół bieżących poziomów tj. 5,65%. Wpływ dzisiejszych finalnych danych o krajowej inflacji CPI zgodnie z oczekiwaniami był marginalny. Niezmiennie bowiem większość przedstawicieli Rady Polityki Pieniężnej optuje za stabilizacją stóp procentowych w kolejnych miesiącach.
10Y DE (%)		Ubiegłotygodniowe posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego i dość jasna zapowiedź, iż w czerwcu dojdzie do obniżki stóp procentowych odebrała rentowności Bunda ochotę do kontynuacji wzrostów. Wciąż jednak dochodowość niemieckiej 10-latki oscyluje wokół poziomu 2,40%. W tym tygodniu nie znajdujemy natomiast argumentów za zmianą trendu bocznego. Niewykluczone, iż przed nami dość spokojne tygodnie na rynku Bunda, który zmienności nabierać może przede wszystkim w przypadku różniących się od oczekiwań istotnych danych makroekonomicznych. Tych jednak w najbliższych dniach zabraknie. Liczne wystąpienia członków EBC natomiast nie powinny wywoływać zmienności, gdyż ledwie kilka dni temu poznaliśmy ocenę banku centralnego co do kondycji gospodarki strefy euro, jak również perspektyw stóp procentowych w unii monetarnej.
10Y US (%)		Rynek konsekwentnie ogranicza oczekiwaną w tym roku skalę obniżek stóp procentowych w USA. Obecnie jest nawet mniej agresywny od oficjalnych oczekiwań przedstawicieli Fed z marca tj. zakłada cięcie rzędu 50 pkt. baz. wobec 75 pkt. baz. wpisanych w dot-plot Rezerwy Federalnej. Mimo, iż nasze oczekiwania zakładają dalsze studzenie oczekiwań, to prawdopodobnie nie w tym tygodniu. Jest on bowiem dość jałowy jeśli chodzi o publikacje makroekonomiczne. Potencjalnie to wypowiedzi przedstawicieli Fed mogą nadawać zmienność wycenie Treasuries, lecz nie uważamy, by komentarze członków FOMC były dalece inne od formułowanych przed kilkoma tygodniami, stąd i o zmienność może być trudno.

Wykresy rynkowe

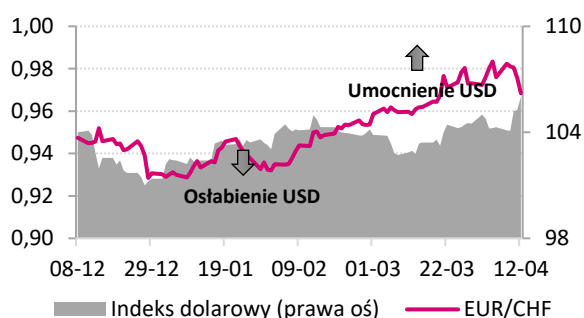
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



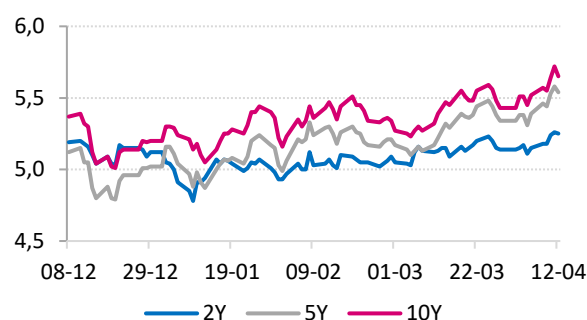
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



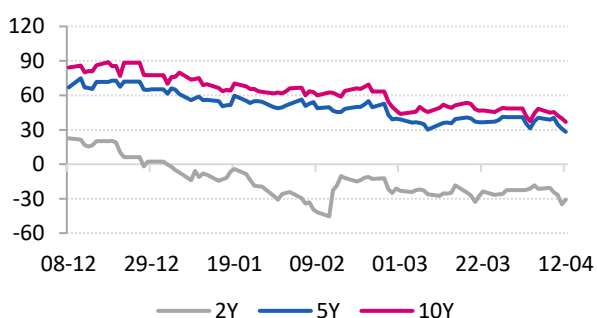
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



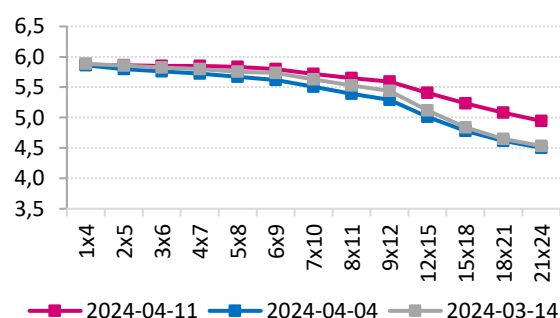
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



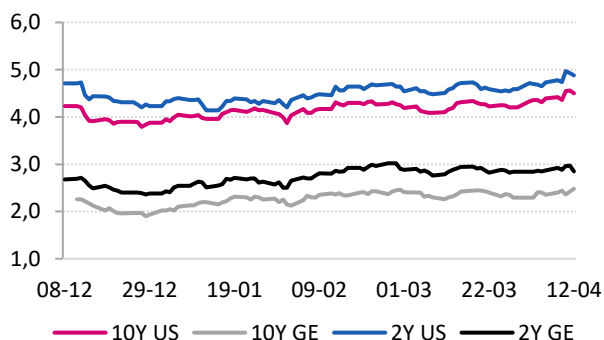
Krajowe stawki ASW [%]



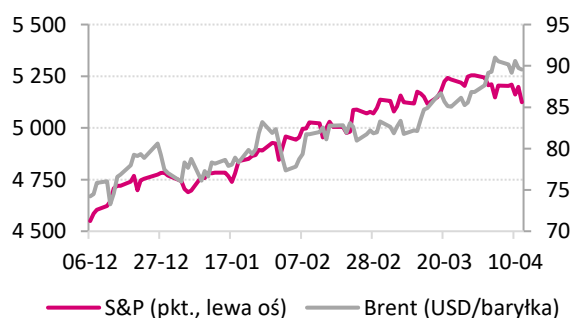
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, LSEG Data & Analytics

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 15 kwietnia					
10:00 Inflacja CPI fin r/r	Polska	Marzec	2.8%	1.9%	
11:00 Produkcja przemysłowa sa m/m	EZ	Luty	-3.2%	1.1%	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Marzec	0.6%	0.3%	
Wtorek 16 kwietnia					
04:00 PKB r/r	Chiny	1Q	5.2%	4.6%	
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Marzec	7.0%	5.4%	
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Marzec	5.5%	4.5%	
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Kwiecień	31.7	35.0	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Marzec	5.4%	4.6%	
15:15 Produkcja przemysłowa r/r	USA	Marzec	0.1%	0.4%	
Środa 17 kwietnia					
11:00 Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Marzec	2.6%	2.4%	
20:00 Beżowa Księga Fed	USA	Kwiecień			
Czwartek 18 kwietnia					
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	12 kwietnia	211k		
16:00 Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Marzec	4.38m	4.22m	
Piątek 19 kwietnia					
Brak istotnych publikacji					
Poniedziałek 22 kwietnia					
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Marzec	-10.1%	-9.5%	-9.1%
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Marzec	3.3%	-1.0%	-2.2%
10:00 Produkcja bud.-montażowa r/r	Polska	Marzec	-4.9%	-4.3%	-3.5%
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Marzec	12.9%	12.1%	11.8%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Marzec	-0.2%	-0.1%	-0.2%

Dane i prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
PKB	% r/r	6.9	5.3	0.2	2.9	-0.3	-0.6	0.5	1.0	2.3	3.0	3.1	3.4
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.8	5.2	5.1	5.1	5.4	5.0	5.0	5.1	5.3	5.0	4.9	5.1
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	5.1	14.4	11.4	4.0	17.0	13.1	9.7	6.4	2.8	2.5	4.8	5.4
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	70.8	98.7	82.0	81.4	82.1	77.7	85.6	82.7	81.5	82.8	81.0	79.4
Stopa referencyjna	%, k.o.	1.75	6.75	5.75	5.50	6.75	6.75	6.00	5.75	5.75	5.75	5.75	5.50
WIBOR 1M	%, k.o.	2.23	6.93	5.80	5.45	6.84	6.86	6.04	5.80	5.82	5.83	5.75	5.45
WIBOR 3M	%, k.o.	2.54	7.02	5.88	5.29	6.89	6.90	5.77	5.88	5.88	5.82	5.67	5.29
WIBOR 6M	%, k.o.	2.84	7.14	5.82	5.10	6.95	6.95	5.63	5.82	5.86	5.62	5.47	5.10
EUR/PLN	k.o.	4.60	4.69	4.35	4.27	4.68	4.45	4.64	4.35	4.30	4.31	4.29	4.27
USD/PLN	k.o.	4.06	4.40	3.94	3.79	4.29	4.11	4.37	3.94	3.99	3.99	3.89	3.79
EUR/USD	k.o.	1.14	1.07	1.10	1.13	1.09	1.09	1.06	1.10	1.08	1.08	1.10	1.13
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0.57	2.13	3.91	2.67	3.04	3.58	3.95	3.91	3.89	3.61	2.88	2.67
SOFR 3M (następca LIBOR 3M USD od 07.2023)	%, k.o.	0.21	4.77	5.59	4.11	5.19	5.55	5.66	5.59	5.35	5.09	4.59	4.11

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium, śr.o. - średnio w okresie, k.o. - na koniec okresu
Źródło: GUS, NBP, LSEG Datastream, Macrobond, Bank Millennium SA

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.