

# Makro i rynek

komentarz tygodniowy

22 kwietnia 2024

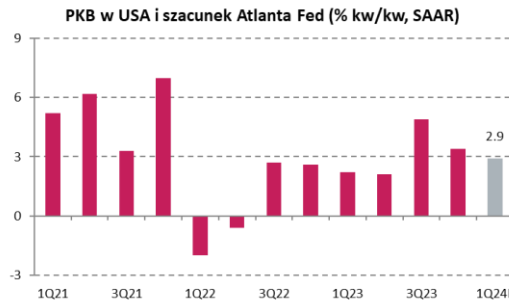
Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

**Grzegorz Maliszewski**  
Główny Ekonomista  
+48 22 598 22 38

**Andrzej Kamiński**  
Ekonomista  
+48 22 598 20 10

**Mateusz Sutowicz**  
Analityk rynków finansowych  
+48 22 598 22 36

## Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond, Atlanta Fed, P-prognoza

Publikacje danych o PKB w USA za 1Q 2024 i inflacji PCE za marzec będą kluczowe dla krótkoterminowych perspektyw dolara, czy obligacji amerykańskich. Uważamy, iż kolejne zaskoczenia in plus w danych mogą - obok ubiegłotygodniowych - mniej gołych komentarzy prezesa Fed - wspierać ograniczoną aprecjację amerykańskiej waluty oraz zwiększyć dochodowość długu USA.

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### Czy wzrost gospodarczy w USA znowu zaskoczy pozytywnie?

W czwartek o godz. 14:30 poznamy pierwsze wyliczenie PKB w Stanach Zjednoczonych w 1Q 2024. Według mediany prognoz ekonomistów w ankiecie firmy LSEG (dawniej Refinitiv i Reuters) PKB wzrósł o 2,3% kw/kw (SAAR - po odsezonowaniu i annualizacji) po wzroście o 3,3% kw/kw w 4Q 2023. Natomiast model ekonometryczny opracowany przez oddział Fed w Atlancie wskazuje na jeszcze szybszy wzrost, bo aż o 2,9% kw/kw. Warto przy tym odnotować, że w ostatnich kwartałach model Atlanta Fed dawał trafniejsze prognozy, gdyż na ogół jego prognozy były bardziej optymistyczne a dane zaskakiwały w górę. Niemniej, realizacja obu prognoz miałaby korzystną wymowę. Zapewne podstawowym motorem wzrostu był popyt konsumpcyjny gospodarstw domowych na towary i usługi, czemu sprzyjał w 1Q 2024 duży przyrost zatrudnienia i nadal niezły wzrost płac. Co więcej, pojawiały się w 1Q 2024 sygnały odreagowania w przemyśle USA. Naszym zdaniem najważniejszym wnioskiem z danych będzie brak argumentów dla amerykańskich bankierów centralnych do szybkiego rozpoczęcia obniżek stóp procentowych. Po mocnych danych z rynku pracy i inflacji CPI w marcu rynki spodziewają się pierwszego cięcia we wrześniu i tylko dwóch obniżek do końca roku. Dane o inflacji PCE (piątek godz. 14:30) w marcu naszym zdaniem nie zmienią obrazu procesów cenowych w USA i nie będą miały istotnego wpływu na notowania rynkowe. Tym bardziej, że rynki zdyskontowały już inne perspektywy polityki pieniężnej w USA i w strefie euro, gdzie obniżka stóp jest blisko. Wstępne dane PMI za kwiecień tych wniosków najpewniej nie zmieniają.

### Dane PMI nie zmienią oczekiwań, że EBC obniży w czerwcu stopy procentowe

We wtorek o godz. 10:00 poznamy wstępne wyliczenia za kwiecień indeksów PMI dla strefy euro. W centrum naszej uwagi będą przede wszystkim informacje o cenach w usługach. W marcu badanie PMI pokazało dalsze łagodzenie presji inflacyjnej. W przypadku, gdyby te pozytywne tendencje utrzymywały się w także na początku 2Q 2024, to byłby kolejny argument dla Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego do rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych na najbliższym posiedzeniu w czerwcu. Co więcej, dane PMI będą interesujące także w kontekście kondycji europejskiego przemysłu, zwłaszcza niemieckiego, po mocno negatywnej niespodziance o produkcji przemysłowej w Polsce w marcu. Konsensus prognoz pokazuje na wzrost wskaźnika PMI dla Niemiec, ale nadal poniżej neutralnego poziomu 50 pkt oddzielającego ożywienie od spowolnienia. Niemniej aktywność w usługach strefy euro poprawia się, a cała gospodarka unii walutowej przechodzi w fazę rosnącego PKB.

### Dane o sprzedaży detalicznej powinny pokazać obraz mocnej konsumpcji

Po zaskakująco słabych odczytach krajowej produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej w marcu, uwaga przesuwa się na wyniki sprzedaży detalicznej, które GUS opublikuje we wtorek. Według naszych szacunków jej dynamika w ujęciu realnym przyspieszyła w marcu do 7,8% r/r z 6,1% r/r w lutym. Wynikiem sprzedaży detalicznej w marcu sprzyjał okres przedświąteczny. Konsumpcja pozostaje głównym filarem gospodarki czemu sprzyja wysoka dynamik płac realnych, poprawa nastrojów konsumentów, a także stabilne zatrudnienie. Uwarunkowania te nie powinny zmienić się także w kolejnych kwartałach i konsumpcja indywidualna pozostanie głównym motorem wzrostu w całym bieżącym roku.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3215	0,3%
USD/PLN	4,0584	2,1%
CHF/PLN	4,4529	0,5%
EUR/USD	1,0646	-1,7%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,85	-2
WIBOR 3M	5,86	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,33	8
5Y	5,63	16
10Y	5,81	23

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,54	-1
5Y	5,29	21
10Y	5,42	28

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,54	19
US 10Y	4,66	43




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	83701,7	0,6
S&P 500	4967,2	-3,0
Nikkei 225	37438,6	-4,6

Źródło: LSEG Data & Analytics




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

**Millennium**  
bank

## Rynek walutowy

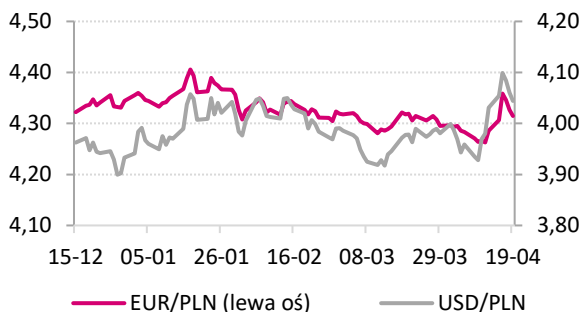
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Złoty powraca w okolice 4,30, a w miarę uspokajania się sytuacji geopolitycznej na Bliskim Wschodzie (konflikt Izrael - Iran) uważamy, iż polska waluta kierować się powinna w stronę 4,28. Wiele jednak może się zmienić w drugiej połowie tygodnia, gdy dane o amerykańskim PKB (czwartek) i inflacji (piątek) mogą ponownie ostudzić oczekiwania co do cięć stóp procentowych w USA. Byłby to kolejny w ostatnim czasie prodolarowy argument oraz czynnik potencjalnie osłabiający złotego oraz pozostałe waluty rynków wschodzących. W dalszym ciągu uważamy, iż polska waluta pozostanie pod dominującym wpływem otoczenia zewnętrznego. Dobrym przykładem był dzisiejszy rozbudowany zestaw krajowych danych, który był neutralny dla polskich aktywów, z uwagi na ich brak przełożenia na scenariusz Rady Polityki Pieniężnej. Wciąż jednak dostrzegamy podwyższoną - w stosunku do pierwszego kwartału - zmienność złotego jako cechę charakterystyczną najbliższych dni a być może i tygodni w wykonaniu polskiej waluty.
USD/PLN 	Kurs USD/PLN pozostaje rozchwiany jako konsekwencja zmian po stronie awersji do ryzyka oraz prodolarowych argumentów płynących z amerykańskiej gospodarki. W najbliższych dniach uważamy, iż o ile w pierwszej połowie tygodnia możliwe jest zbliżenie się notowań w okolice psychologicznej bariery 4,00 tak pod koniec tygodnia spodziewamy się kolejnego „mocnego” odczytu danych z USA i ponownego wyniesienia kursu USD/PLN w okolice 4,10. Dane o PKB i inflacji PCE ze Stanów Zjednoczonych uznajemy za kluczowe dla kierunku zmian pary USD/PLN w tym tygodniu.
EUR/USD 	Rozdzwięk pomiędzy perspektywami polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego a amerykańską Rezerwą Federalną nasila się. W przypadku strefy euro coraz mocniej akcentowane są szanse na czerwcowe cięcia stóp procentowych. W ostatnich wypowiedziach F.Villeroy de Galhau stwierdził, iż bieżące wyższe ceny ropy naftowej nie zachwieją chęcią obniżki kosztu pieniądza. Z kolei w przypadku USA pozostajemy w trendzie pozytywnych zaskoczeń co do kondycji gospodarki Stanów Zjednoczonych. Dobrym przykładem będzie koniec tego tygodnia, gdy poznamy odczyt tempa wzrostu gospodarczego w pierwszych trzech miesiącach tego roku oraz marcowy odczyt inflacji PCE - szczególnie śledzonej przez Fed miary wzrostu cen. W naszej ocenie kolejne solidne dane mogą nasilać trend ostudzenia oczekiwań na cięcia stóp procentowych w USA w tym roku wspierając dolara, ale i trend wzrostu dochodowości amerykańskiego długu.

## Rynek obligacji

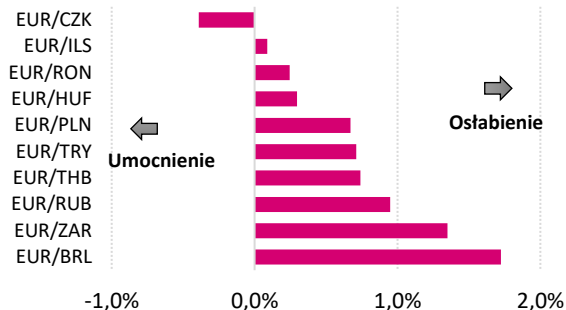
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	W naszej ocenie dochodowość polskiej 10-latki sięgając poziomu 5,80% prawdopodobnie osiągnęła już szczyt wynikający z 1) niemal całkowitego wykasowania oczekiwań co do cięć stóp procentowych w Polsce w tym roku i 2) wyraźnego ograniczania prawdopodobieństwa obniżek kosztu pieniądza w USA. Wspieraniem w trendzie wzrostu dochodowości były czynniki krajowe, ale też zewnętrzne. Ich miks wydaje się być jednak naszym zdaniem wyczerpany, co sugeruje, że trudno będzie obecnie o paliwo dla dalszych wzrostów rentowności. Ryzykiem pozostaje ponowny wzrost awersji do ryzyka związany z eskalacją konfliktów zbrojnych na świecie. W tym tygodniu lokalnym argumentem za wyższą dochodowością jest jutrzejszy przetarg sprzedaży długu skarbowego. Ministerstwo Finansów zaoferuje do sprzedaży obligacje o łącznej wartości 6 - 10 mld PLN w seriach OK0426, PS0729, WZ1129, DS0432, DS1034 i WS0437. Przetarg zwiększy stopień finansowania potrzeb pożyczkowych z obecnych - jak donosi Bloomberg powołując się na resort finansów - 63%, co zważywszy na chociażby wysoką poduszkę płynnościową resortu finansów, odblokowanie środków z Krajowego Planu Odbudowy itd. w średnim terminie powinno decydować o spadkowym charakterze ruchów dochodowości polskiego długu.
10Y DE (%) 	Mimo, iż dochodowość niemieckiego długu w ostatnich dwóch tygodniach pozostawała w trendzie wzrostowym, to warto zauważyć, iż ruch jest skromniejszy niż w przypadku obligacji USA. Wynika to z odmiennych krótkoterminowych perspektyw polityki pieniężnej pomiędzy strefą euro a Stanami Zjednoczonymi. W tym tygodniu brak jest istotnych publikacji z unii monetarnej a komentarze części członków EBC sugerują scenariusz cięcia stóp procentowych w czerwcu. W efekcie uważamy, iż rentowność Bunda powinna przejść w trend horyzontalny.
10Y US (%) 	Miks publikacji amerykańskiego PKB za 1Q i inflacji PCE za marzec będzie kluczowy dla kierunku notowań amerykańskiego długu w najbliższych dniach. Uważamy, iż mimo trwającego trendu dochodowości i wyznaczenia przez 10-latkę USA najwyższego poziomu rentowności od listopada ubiegłego roku rentowność ma jeszcze przestrzeń do kontynuacji wzrostów. Tym bardziej, jeśli dane z USA - po raz kolejny - zaskoczą rynek in plus. Co więcej w tym tygodniu USA zaoferuje do sprzedaży 2-, 5- i 7-letni dług, przy czym dwie krótsze serie (2 i 5 lat) oferowane będą na historycznie rekordowe kwoty, co sprzyjać powinno utrzymaniu trendu wzrostu rentowności. Podobnie jak ubiegłotygodniowe słowa prezesa J.Powella o możliwej potrzebie utrzymywanie stóp procentowych na dotychczasowym poziomie przez dłuższy czas.

## Wykresy rynkowe

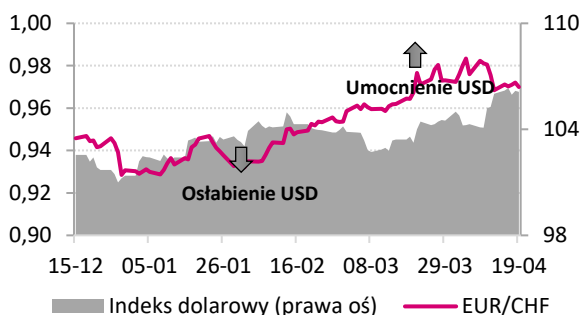
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



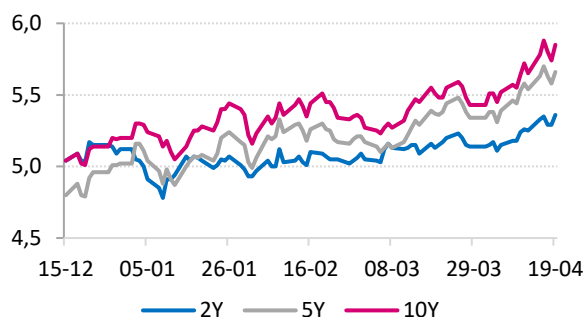
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



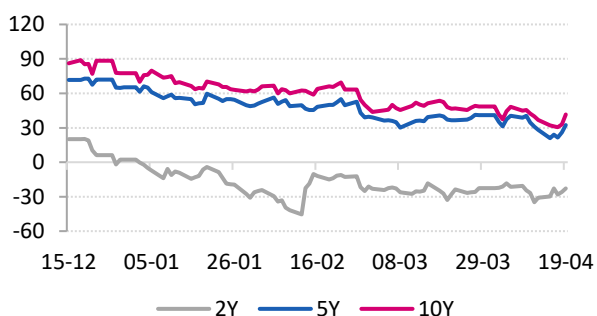
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



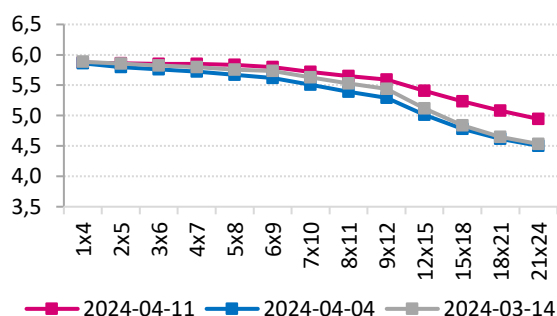
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



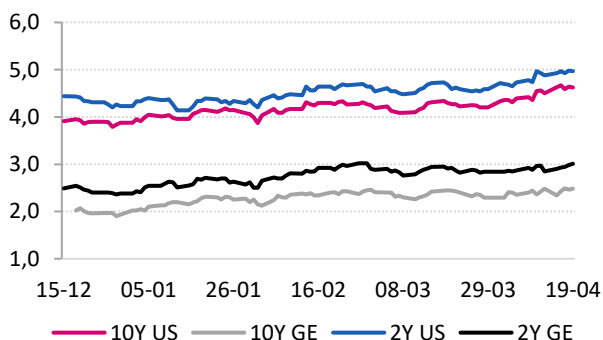
Krajowe stawki asset swap [%]



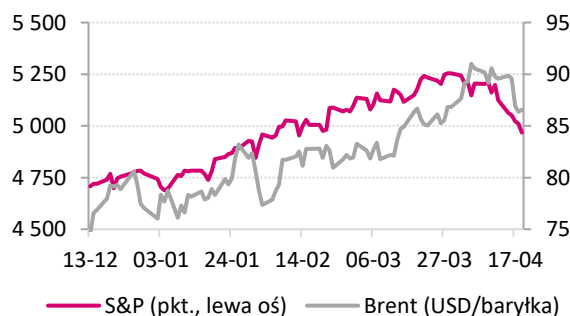
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, ISEG Data & Analytics

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Poniedziałek 22 kwietnia</b>					
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%
<b>10:00 Wynagrodzenia r/r</b>	<b>Polska</b>	<b>Marzec</b>	<b>12.9%</b>	<b>12.1%</b>	<b>11.8%</b>
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Marzec	-0.2%	-0.1%	-0.2%
<b>Wtorek 23 kwietnia</b>					
Przetarg sprzedaży obligacji	Polski				
09:30 PMI w przemyśle wst.	Niemcy	Kwiecień	41.9	42.9	
09:30 PMI w usługach wst.	Niemcy	Kwiecień	50.1	50.5	
10:00 PMI w przemyśle wst.	EZ	Kwiecień	46.1	46.5	
<b>10:00 PMI w usługach wst.</b>	<b>EZ</b>	<b>Kwiecień</b>	<b>51.5</b>	<b>51.8</b>	
<b>10:00 Sprzedaż detaliczna r/r</b>	<b>Polska</b>	<b>Marzec</b>	<b>6.1%</b>	<b>7.8%</b>	<b>6.7%</b>
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Marzec	7.4%	7.8%	7.8%
14:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Kwiecień	8.25%	7.75%	
15:45 PMI w przemyśle wst.	USA	Kwiecień	51.9	52.0	
15:45 PMI w usługach wst.	USA	Kwiecień	51.7	52.0	
<b>Środa 24 kwietnia</b>					
10:00 Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Kwiecień	87.8	88.9	
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Marzec	5.4%	5.3%	5.2%
16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m wst.	USA	Marzec	1.3%	2.5%	
<b>Czwartek 25 kwietnia</b>					
<b>14:30 PKB annualizowane r/r wst.</b>	<b>USA</b>	<b>1Q</b>	<b>3.4%</b>	<b>2.4%</b>	
<b>Piątek 26 kwietnia</b>					
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Marzec	0.3%	0.5%	
14:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Marzec	0.8%	0.3%	
<b>14:30 Inflacja PCE r/r</b>	<b>USA</b>	<b>Marzec</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.6%</b>	
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan fin.	USA	Kwiecień	79.4	77.9	
<b>Poniedziałek 29 kwietnia</b>					
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Kwiecień	2.2%		

## Dane i prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
<b>PKB</b>	% r/r	6.9	5.3	0.2	3.1	-0.3	-0.6	0.5	1.0	2.3	3.0	3.1	3.4
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, 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
<b>Inflacja CPI</b>	% 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
<b>Ropa naftowa Brent</b>	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
<b>Stopa referencyjna</b>	%, 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
<b>WIBOR 1M</b>	%, 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
<b>WIBOR 3M</b>	%, 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
<b>WIBOR 6M</b>	%, 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
<b>EUR/PLN</b>	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
<b>USD/PLN</b>	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
<b>EUR/USD</b>	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
<b>EURIBOR 3M</b>	%, 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
<b>SOFR 3M</b> (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.