

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

13 maja 2024

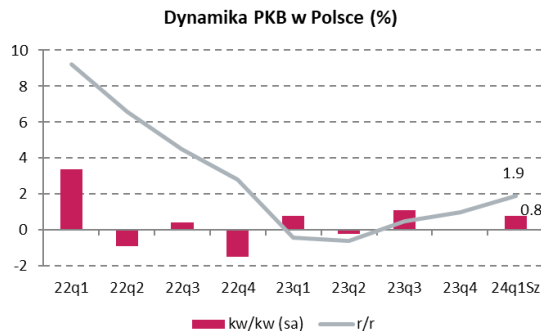
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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, Bank Millennium, Sz szacunek Banku Millennium

W środę poznamy wstępne dane o PKB w 1Q 2024. Według naszej prognozy wzrost r/r przyspieszył do 1,9% r/r z 1,0% r/r w 4Q 2023. Ciekawsze będą jednak informacje o wzroście w ujęciu kw/kw. Według naszych szacunków dynamika kw/kw wyniosła 0,8% kw/kw po stagnacji w 4Q 2023. Aktywność w gospodarce dobudowuje się, aczkolwiek ciężki jej słaby popyt z zagranicy.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Jak silnie przyspieszył wzrost PKB w 1Q br.?

W środę GUS opublikuje szybki szacunek PKB w 1Q br. W naszej ocenie dynamika PKB w minionym kwartale wzrosła do 1,9% r/r z 1,0% r/r w ostatnim kwartale 2023 r. To nieco słabszy wynik niż nasze oczekiwania z początku roku, na co wpływ miały słabe wyniki przetwórstwa przemysłowego oraz produkcji budowlano-montażowej w marcu. Niemniej gospodarka utrzymuje się na ścieżce odbudowy, czego potwierdzeniem powinna być także dodatnia dynamika PKB kw/kw w ujęciu odsezonowanym. W tym tygodniu nie zostaną podane szczegóły dotyczące struktury wzrostu, natomiast z danych wysokiej częstotliwości wynika, że głównym motorem gospodarki był popyt konsumpcyjny. Dodatnią dynamikę r/r powinny zanotować także inwestycje w środki trwałe, choć znacznie niższą niż w drugiej połowie minionego roku. Odbudowa wzrostu PKB w kolejnych kwartatach pozostaje naszym bazowym scenariuszem, jednak niekorzystne tendencje w otoczeniu zewnętrznym, szczególnie słaba koniunktura w Niemczech, ogranicza tempo odrodzenia wzrostu PKB w Polsce.

W środę poznamy szczegóły inflacji CPI w kwietniu

Wraz z wstępnymi danymi o PKB w 1Q 2024 poznamy finalne dane o inflacji CPI w kwietniu, wraz z bardziej szczegółowymi informacjami o zmianach cen w koszyku konsumpcyjnym. Przypomnijmy, że według wstępnych danych wskaźnik CPI wzrósł do 2,4% r/r z 2,0% r/r w marcu, m.in. w związku z powrotem stawki podatku VAT na podstawowe artykuły żywnościowe z 0% do 5%. Interesujące będą też informacje dotyczące inflacji cen usług, na które Rada Polityki Pieniężnej, explicite zwróciła uwagę w ostatnim komunikacie. Natomiast w czwartek poznamy dane o inflacji bazowej. W przypadku najczęściej analizowanego wskaźnika - CPI po wyłączeniu cen żywności i energii - szacujemy jego spadek w kwietniu do 4,1% r/r z 4,6% r/r w marcu, a w ujęciu m/m ustabilizował się na 0,5% m/m, co nie jest zgodne z celem inflacyjnym NBP.

Czy inflacja w USA ponownie przewyższy oczekiwania?

W środę o godz. 14:30 poznamy dane o inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych w kwietniu. Według konsensusu wskaźnik CPI wyniesie 3,4% r/r wobec 3,5% r/r w marcu. W przypadku inflacji bazowej oczekuje się spadku do 3,6% r/r z 3,8% r/r. Naszym zdaniem dane o CPI mają tym większe znaczenie, że wzrost cen w 1Q 2024 zaskakiwał w górę. W efekcie amerykańska Rezerwa Federalna napisała w komunikacie po ostatnim posiedzeniu, że w kontekście inflacji „w ostatnich miesiącach brakowało dalszych postępów w kierunku celu inflacyjnego 2,0% r/r”. Obecnie rynki finansowe przypisują największe prawdopodobieństwo, że do pierwszej obniżki stóp procentowych w USA w tym cyklu dojdzie we wrześniu br. a do końca roku, stopy będą niższe łącznie o 25-50 pkt baz. Sądzymy, że ewentualna niespodzianka w górę w danych będzie nasilała oczekiwania na późniejszy początek cyklu cięć stóp. Natomiast w przypadku danych niższych od oczekiwań powinny rosnąć szanse na realizację bieżącego scenariusza rynków finansowych. W tym tygodniu interesujące będą także dane o amerykańskiej sprzedaży detalicznej, po słabszym odczycie indeksu nastrojów konsumentów oraz cotygodniowe dane o liczbie wniosków o zasiłek dla bezrobotnych. Dane o liczbie tych wniosków, opublikowane w ub. czwartek, okazały się najstarsze od sierpnia, choć nadal ogólnie są dobre.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3292	0,2%
USD/PLN	4,0198	-0,3%
CHF/PLN	4,4432	0,4%
EUR/USD	1,0767	0,5%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,33	-1
5Y	5,54	-1
10Y	5,64	-8

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,51	-10
5Y	5,12	-14
10Y	5,29	-8

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,50	-2
US 10Y	4,50	-13




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	84871,6	1,6
S&P 500	5127,8	0,5
Nikkei 225	38236,1	-0,6

Źródło: LSEG Data & Analytics




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

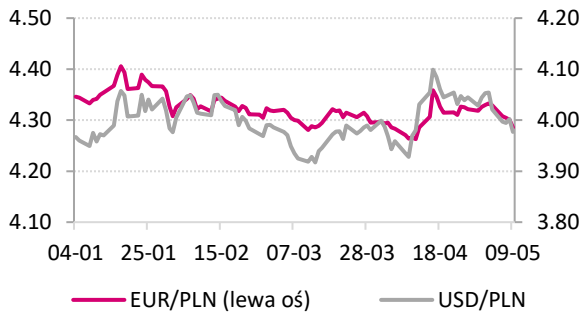
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Złoty ma potencjał do umocnienia w tym tygodniu i w naszej ocenie kurs EUR/PLN może kierować się w najbliższych dniach w stronę poziomu nawet 4,2650, czemu pomogą być jastrzębie nastawienie krajowej RPP. W warunkach spadających stóp procentowych w innych krajach naszego regionu, jest to mocny czynnik sprzyjający umocnieniu polskiej waluty. Dane o krajowym PKB, czy finalny odczyt inflacji CPI nie powinny naszym zdaniem mieć wpływu na polskie aktywa. Wynika to z faktu, iż publikacje nie przełożą się na zmianę oczekiwań co do stóp procentowych, po ubiegłotygodniowym wyraźnym przekazie Rady Polityki Pieniężnej. Piątkowe decyzje agencji S&P oraz Fitch o utrzymaniu ratingu i jego perspektywy na niezmiennym poziomie, nie powinny mieć również wpływu na rynki, szczególnie, że były one zgodne z oczekiwaniami. Źródłem ewentualnej zmienności mogą być tendencje na rynkach globalnych. W tym kontekście ważna pozostaje geopolityka, ale też dane z gospodarek rozwiniętych, szczególnie odczyt inflacji CPI w USA, który może wpłynąć na rynkowe oczekiwania co do decyzji Fed.
USD/PLN 	Kurs USD/PLN zgodnie z naszymi oczekiwaniami z ubiegłego tygodnia obniżył się poniżej psychologicznej bariery 4,00, czym otworzył sobie drogę do ruchu w kierunku 3,96. Zniżce notowań tej pary walutowej sprzyja umocnienie złotego względem euro oraz stabilizacja kursu EUR/USD. Źródłem zmienności notowań w tym tygodniu będzie zapewne odczyt inflacji w USA, który w przypadku odchylenia od konsensusu może wpłynąć na rynkowe oczekiwania co do ścieżki stóp procentowych w USA.
EUR/USD 	Z punktu widzenia analizy technicznej kurs EUR/USD może, wzorem ubiegłego tygodnia, próbować wybić się powyżej 200-dniową średnią ruchomą, tj. poziom 1,0796. Niemniej, w przeciwieństwie do ubiegłego tygodnia kalendarium publikacji danych makroekonomicznych jest w tym tygodniu bardziej rozbudowane. W centrum uwagi inwestorów będą dane o inflacji CPI (publikacja w środę 15 maja). Ewentualne odchylenie od konsensusu może spowodować wzrost zmienności notowań. W szczególności dane z USA, czy wypowiedzi prezesa Fed mogą okazać się kluczowe dla kierunku zmian kursu EUR/USD w tym tygodniu. Zgodny z oczekiwaniami odczyt inflacji lub nieco niższy, może dać impuls do wzrostu eurodolara. Szczególnie, że rynek obecnie wycenia scenariusz nie więcej niż dwóch podwyżek stóp procentowych w USA, wyraźnie mniej niż przedstawiony w marcu dot-plot.

Rynek obligacji

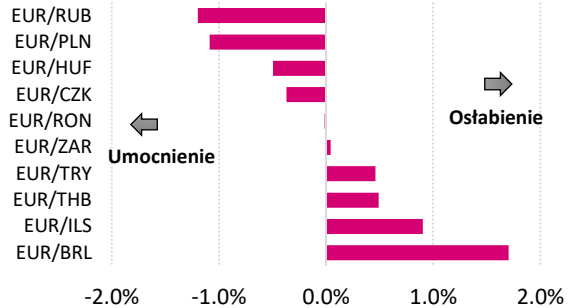
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Krajowe obligacje z długiego końca krzywej dochodowości podążają za trendami na rynkach bazowych, gdzie w ostatnich dniach nastąpił wyraźny spadek dochodowości. Po mocnym ruchu w minionym tygodniu zakres dalszej zniżki w naszej ocenie nie powinien być znaczny. Czynnikiem ograniczającym przestrzeń spadku dochodowości może być także wyraźny sygnał z RPP, sugerujący brak przestrzeni do cięć stóp procentowych w tym roku. Rewizja rynkowych oczekiwań co do ścieżki stóp procentowych w Polsce będzie miała jednak wpływ głównie na obligacje z krótkiego końca krzywej. Wydarzeniem tygodnia na polskim rynku długu będzie przetarg zamiany obligacji, który odbędzie się w środę 15 maja. Czynnikiem wspierającym stronę popytową jest niezmiennie wysoka nadpłynność polskich banków, które zwiększają zaangażowanie w obligacjach skarbowych. W maju na rynek trafią też środki z wykupu obligacji WZ0524. Obecnie wartość do wykupu wynosi 11,05 mld PLN, choć zapewne papiery te będą przedmiotem wymiany na zbliżającej się aukcji zamiany.
10Y DE (%) 	Rynek z coraz większym przekonaniem zakłada przyszły miesiąc jako moment rozpoczęcia cyklu cięć stóp procentowych w strefie euro. W efekcie trend spadku dochodowości powinien być zachowany, choć biorąc pod uwagę zakres ruchów w ostatnich dniach, przestrzeń do dalszych zniżek dochodowości nie jest w naszej ocenie duża.
10Y US (%) 	Amerykański rynek długu pozostaje w fazie spadku dochodowości, choć po ich wyraźnych zniżkach w minionym tygodniu sytuacja powinna się nieco bardziej ustabilizować. W centrum uwagi inwestorów są dane o amerykańskiej inflacji, która zostanie opublikowana w środę. Zgodny z oczekiwaniami odczyt lub nieco niższy powinien wesprzeć dalszą zniżkę dochodowości. Odchylenie w górę względem konsensusu zapewne osłabi rynki obligacji i ograniczy oczekiwania co do skali możliwych obniżek stóp procentowych w tym roku. Obecnie rynki wyceniają scenariusz spadku stóp w USA do końca tego roku o nie więcej niż 50 pkt. baz., a więc nieco mniej niż zaprezentowane w marcowym wykresie dot-plot. W tym też kontekście będą interpretowane wypowiedzi amerykańskich bankierów centralnych, włączając wystąpienie prezesa J. Powella. Publikacja danych o inflacji w USA może być zatem potencjalnym źródłem zmienności na globalnych rynkach finansowych.

Wykresy rynkowe

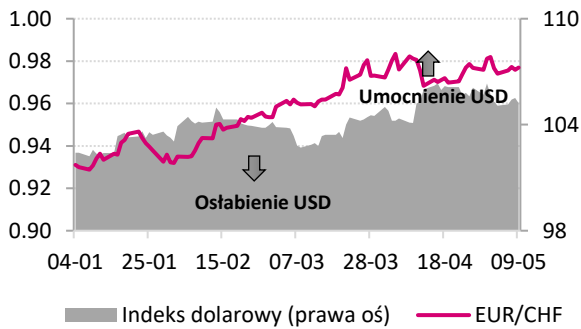
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



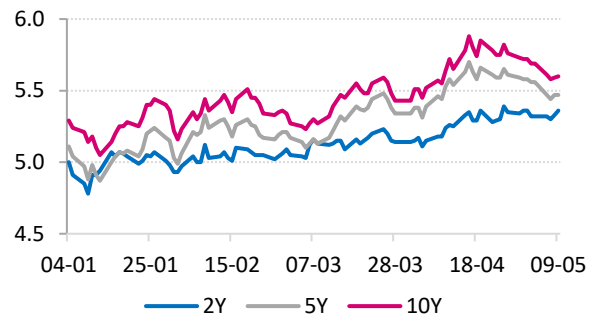
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



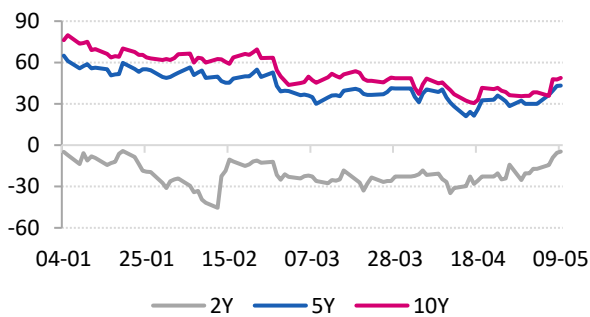
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



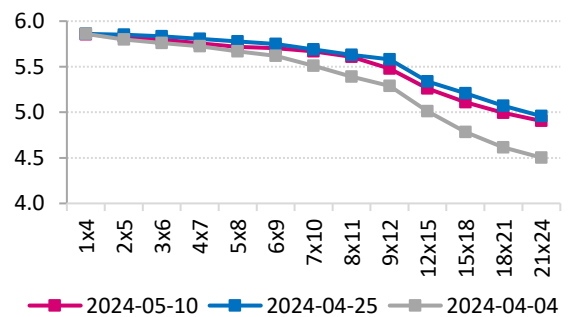
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



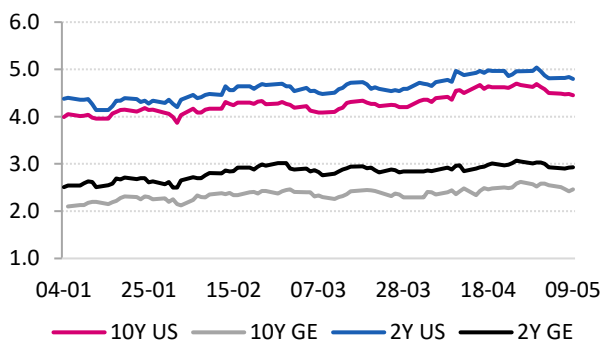
Krajowe stawki asset swap [%]



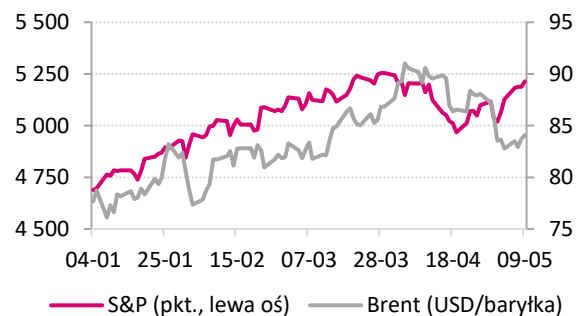
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, LSEG Data & Analytics

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 13 maja					
14:00 Opis posiedzenia banku centralnego	Polska	Kwiecień			
Wtorek 14 maja					
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Maj	42.9	46.1	
14:00 Saldo rachunku obrotów bieżących EUR	Polska	Marzec	465m	628m	120m
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Kwiecień	2.1%		
16:00 Wystąpienie prezesa Fed	USA	Maj			
Środa 15 maja					
Przetarg zamiany obligacji	Polska	Maj			
10:00 PKB r/r wst.	Polska	1Q	1.0%	1.8%	1.9%
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Kwiecień	2.0%	2.4%	2.4%
11:00 PKB r/r rew.	EZ	1Q	0.1%	0.4%	
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Kwiecień	3.5%		
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Kwiecień	0.7%	0.4%	
Czwartek 16 maja					
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Kwiecień	4.6%	4.1%	4.1%
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	10 maja	231k	220k	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Kwiecień	0.4%	0.2%	
Piątek 17 maja					
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Kwiecień	4.6%	4.1%	4.1%
Poniedziałek 20 maja					
11:00 Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Kwiecień	2.4%	2.4%	

Dane i prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
PKB	% r/r	6.9	5.3	0.2	3.1	-0.3	-0.6	0.5	1.0	1,9	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	5.75	6.75	6.75	6.00	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75
WIBOR 1M	%, k.o.	2.23	6.93	5.80	5.80	6.84	6.86	6.04	5.80	5.82	5.83	5.75	5.75
WIBOR 3M	%, k.o.	2.54	7.02	5.88	5.76	6.89	6.90	5.77	5.88	5.88	5.82	5.81	5.76
WIBOR 6M	%, k.o.	2.84	7.14	5.82	5.50	6.95	6.95	5.63	5.82	5.86	5.85	5.82	5.50
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.