



Makro i rynek

komentarz tygodniowy

11 marca 2024

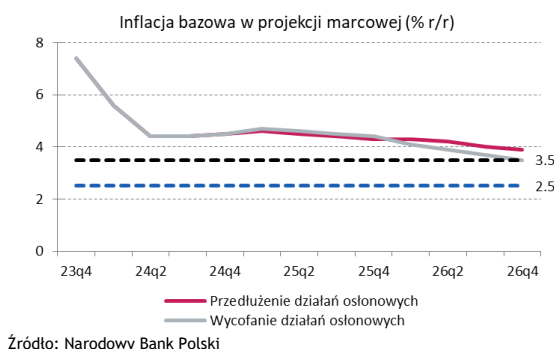
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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



Według projekcji marcowej, zakładając przedłużenie do końca 2026 działań osłonowych, wskaźnik inflacji bazowej nie mieści się w przedziale odchylenia od celu 2,5+/- 1 pkt proc. w całym horyzoncie projekcji. W scenariuszu wycofania wsparcia inflacja bazowa osiąga górną granicę przedziału dopiero w 4Q 2026 r. Projekcja przemawia zatem na stabilizację stóp procentowych w Polsce w najbliższych miesiącach.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Powrót inflacji CPI do celu NBP w lutym?

W piątek Główny Urząd Statystyczny opublikuje dane o inflacji CPI za luty, które oparte będą na zaktualizowanym koszyku inflacyjnym. Według naszych szacunków wskaźnik CPI spadł w minionym miesiącu do 3,1% r/r z 3,9% r/r w styczniu (konsensus rynkowy: 3,2% r/r). Oznacza to, iż inflacja znalazła się w przedziale celu inflacyjnego NBP po raz pierwszy od marca 2021 r. W oparciu o dane opublikowane przez Eurostat dla indeksów HICP oczekiwać można spadku wagi żywności i paliw, natomiast wzrostu wagi komponentów bazowych. Aktualizacja koszyka inflacyjnego skutkować może także rewizją odczytu inflacji za styczeń. Spadek inflacji CPI to w dużej mierze efekt zniżki cen surowców, a także przedłużenia działań osłonowych w zakresie cen żywności i energii. Wycofanie działań osłonowych spowoduje powrót wskaźnika CPI ponad cel inflacyjny w drugiej połowie roku. Dodatkowo, na wciąż podwyższonym poziomie pozostaje inflacja bazowa, która według naszych szacunków wyniosła w lutym 5,4% r/r. Wysoka dynamika płac, ekspansywna polityka fiskalna, a także działania rządu osłabiające kanał transmisji stóp procentowych (np. program „Bezpieczny kredyt”, wakacje kredytowe) utrudniają walkę z inflacją i opóźniają jej trwały powrót do celu, szczególnie inflacji bazowej. Znajduje to odzwierciedlenie w nowej projekcji NBP. Opublikowane dane nie powinny wpłynąć na rynkowe oczekiwania. RPP wyraźnie komunikuje chęć stabilizacji stóp procentowych w najbliższych miesiącach.

Dane inflacyjne z USA wpiszą się scenariusz „wait-and-see” Rezerwy Federalnej

Ten tydzień zapowiada się interesująco, jeśli chodzi o informacje z Oceanu. Wtorek to tzw. „Super Tuesday”, czyli prawyborczy, na których wybierani są delegaci na konwencje wyborcze Demokratów i Republikanów. Podczas tych konwencji kandydaci na prezydenta USA dostaną formalną nominację na możliwość ubiegania się o prezydenturę w USA. Wynik tych prawyborów powinien potwierdzić, że ostatecznie wystartują obecnie urzędujący prezydent J. Biden oraz D. Trump. Jest to już scenariusz bazowy, więc prawyborzy nie powinny wpływać na nastroje gospodarcze. Wtorek to także dzień publikacji szacunku inflacji CPI w USA w lutym. Według konsensusu prognoz wskaźnik CPI wyniesie 3,1% r/r, podobnie jak w styczniu. W przypadku inflacji bazowej konsensus wynosi 3,7% r/r, co oznacza niewielki spadek z 3,9% r/r w styczniu. Realizacja tych prognoz nie zmieniałaby oceny dotychczasowych trendów inflacyjnych w USA, tj. słabnącej inflacji, choć inflacja cen usług nadal pozostaje uporczywa. W tym tygodniu poznamy także dane o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej w lutym. Powinny potwierdzić one, że amerykańscy konsumenci nadal są skłonni do zwiększania wydatków, a przemysł znajduje się w stagnacji. Obecnie rynki oczekują pierwszego cięcia stóp procentowych w czerwcu i łączną skalę obniżek o 100 pkt baz. do końca bieżącego roku.

Spodziewana poprawa salda obrotów bieżących na początku roku

W piątek NBP opublikuje dane o saldzie obrotów bieżących w styczniu. Spodziewamy się, że poprawiło się ono do +1290 mln EUR z niewielkiego deficytu -24 mln EUR w grudniu. Za spodziewaną poprawę ogólnego salda odpowiada rachunek obrotów towarowych z zagranicą. W przypadku realizacji naszych oczekiwań całość salda obrotów bieżących, licząc jako sumę dwunastomiesięczną, wyniosłoby 1,6% PKB, czyli tak jak w grudniu. W dłuższej perspektywie saldo w odniesieniu do PKB powinno się powoli zmniejszać, aczkolwiek nie będzie to stanowić ryzyka dla stabilności kursu złotego.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2827	-0,9%
USD/PLN	3,9142	-1,6%
CHF/PLN	4,4662	-0,5%
EUR/USD	1,0940	0,8%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,09	6
5Y	5,17	3
10Y	5,31	6

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,42	10
5Y	4,85	6
10Y	4,88	4

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,27	-14
US 10Y	4,08	-15

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	80006,2	-1,5
S&P 500	45362,0	0,0
Nikkei 225	40109,2	2,2

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

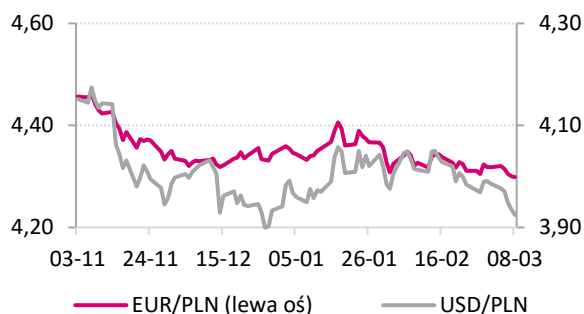
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN		Sytuacja złotego pozostaje niezmieniona. Kurs EUR/PLN konsekwentnie od ponad miesiąca oscyluje wokół poziomu 4,31 odchylając się jedynie nieznacznie, tj. o około +/- 2 grosze. Polska waluta wciąż ma problem z mocniejszym rozegraniem mimo, iż w ostatnim czasie napłynęły informacje wspierające prozłotowy scenariusz (odblokowanie funduszy unijnych, wzrost notowań eurodolara, czy wciąż mało łagodne nastawienie większości członków Rady Polityki Pieniężnej). Scenariusz prozłotowy wspiera ponadto opublikowany dziś raport o inflacji i PKB przygotowany przez Narodowy Bank Polski. Dotychczasowy brak większej reakcji udowadnia jednak, iż obecnie trudno będzie o większą zmienność polskiej waluty, stąd przyjmujemy rozciągnięcie stabilizacji jako scenariusz bazowy tego tygodnia. Zakłada on próby sforsowania bariery 4,30 za EUR, jednak w naszej ocenie nie będą one głębokie, a także prawdopodobne pozostaną mało skuteczne (przejściowy charakter zniżki). Tym bardziej, iż w najbliższych dniach oczekujemy niewielkiego spadku notowań eurodolara.
USD/PLN		Nastrój oczekiwanej względnej stabilizacji złotego sprawi, że decydujący dla losów kursu USD/PLN ponownie okazać się może kierunek zmian eurodolara. O ile w ubiegłym tygodniu słusznie założyliśmy spadek notowań USD/PLN, tak w najbliższych dniach spodziewamy się ruchu korekcyjnego w notowaniach eurodolara. Pociągnie to także wzrost pary USD/PLN, która powrócić powinna powyżej poziomu 3,9581. Wiele w tym względzie zależeć będzie od jutrzejszej wymowy danych inflacyjnych ze Stanów Zjednoczonych.
EUR/USD		Po tym jak w ubiegłym tygodniu byliśmy lekkimi optymistami co do możliwości wzrostu eurodolara obecnie stawiamy się w gronie pesymistów. W naszej ocenie osiągnięcie poziomu 1,0951 wyczerpuje w dużej mierze przestrzeń do wzrostu pary EUR/USD. Główną motywacją za oczekiwanym spadkiem eurodolara pozostają wskazania techniczne. Na gruncie fundamentalnym kluczową pozycją pozostają zaś jutrzejsze dane CPI ze Stanów Zjednoczonych. Będą one istotne jednak jedynie w przypadku odczytu różniącego się od oczekiwań. Zaplanowane na ten tydzień wypowiedzi członków Europejskiego Banku Centralnego pozostaną w centrum zainteresowań inwestorów. Z uwagi jednak na ledwie co zakończone posiedzenie EBC nie oczekujemy by wypowiedzi I.Schnabel, czy P.Lane'a (głównego ekonomisty banku) mogły być przełomowe dla oczekiwań co do terminu cięcia stóp procentowych w strefie euro. Tym bardziej, iż naszym zdaniem ciekawsze wystąpienie P.Lane'a będzie miało miejsce dopiero w piątek (godzina 15:30).

Rynek obligacji

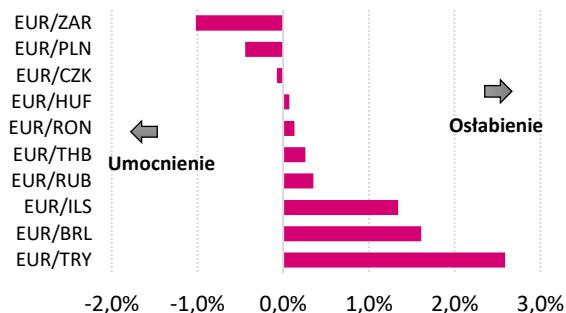
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)		Początek marca przyniósł utrzymanie różnicy w nastawieniu do cięć stóp procentowych pomiędzy Europejskim Bankiem Centralnym a NBP. Ten pierwszy dopuszcza możliwość cięć stóp procentowych (prawdopodobnie od czerwca). Z kolei w ocenie m.in. A.Głapińskiego stopy procentowe w Polsce mogą pozostać na niezmienionym poziomie przez cały 2024 rok. Efektem jest wzrost dochodowości krajowego długu wzdłuż całej krzywej, ale i szybka zwyżka spreadu do Bunda (obecnie utrzymuje się ona powyżej poziom 300 pkt. baz.). W tym tygodniu zakładamy natomiast stabilizację notowań skarbowych papierów wartościowych. W naszej ocenie zabraknie bowiem argumentów za zmiennością. Wciąż średnioterminowo dostrzegamy potencjał do zniżki dochodowości (począwszy już od kwietnia, gdy zapadająca seria obligacji odblokuje dodatkową nadpłynność), jednak w najbliższych dniach rentowność 10-latki powinna oscylować wokół 5,30%. Tym bardziej, iż w środowisku międzynarodowym nie spodziewamy się podbicia zmienności.
10Y DE (%)		Wycena niemieckiego długu pozostaje stabilna i taka też być powinna w naszej ocenie także w tym tygodniu. Jesteśmy świeżo po posiedzeniu Europejskiego Banku Centralnego uzupełnionym o najnowszy zestaw prognoz makroekonomicznych. Stąd zarówno napływające komentarze z EBC, jak i dane nie powinny w istotny sposób wpływać na zachowanie Bunda. Fluktuacja wokół poziomu 2,28% pozostaje scenariuszem bazowym w naszej ocenie.
10Y US (%)		Wtorkowe dane inflacyjne z USA wyrastają na najważniejszą publikację makroekonomiczną tego tygodnia. Pytaniem otwartym pozostaje, czy realizacja konsensusu wpłynie w jakikolwiek sposób na wycenę Treasuries? Naszym zdaniem nie, stąd zakładamy stabilizację dochodowości 10-latki amerykańskiej w najbliższych dniach. Uważamy, iż rynek może zechcieć „doczekać” do posiedzenia Fed, które zaplanowane jest na 19-20 marca. Wtedy to poznamy zarówno najnowszy zestaw prognoz, jak i wykres oczekiwanej przez bankierów centralnych ścieżki stóp procentowych w najbliższych latach (tzw. dot-plot), co może podbić zmienność Treasuries.

Wykresy rynkowe

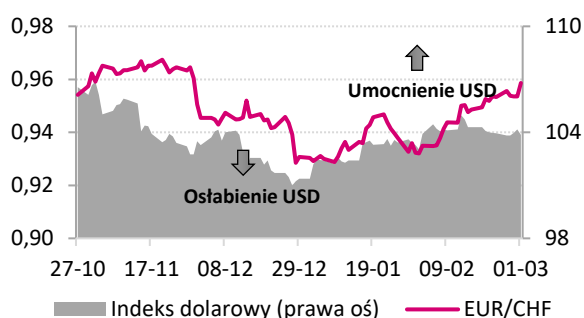
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



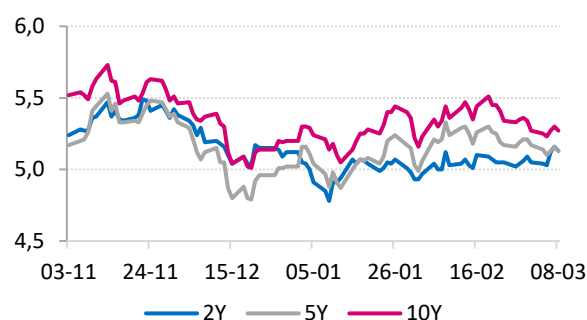
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



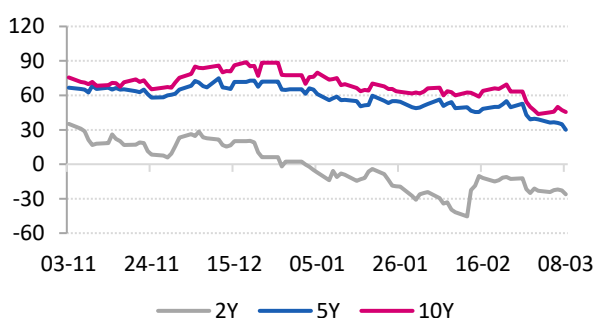
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



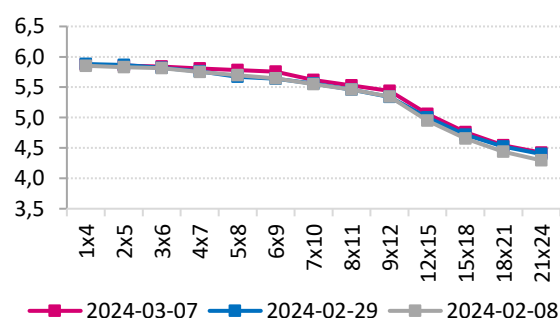
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



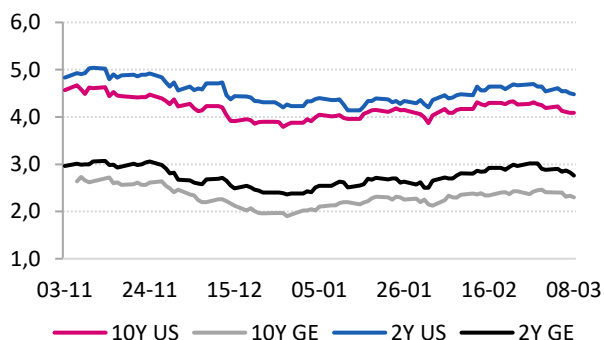
Krajowe stawki ASW [%]



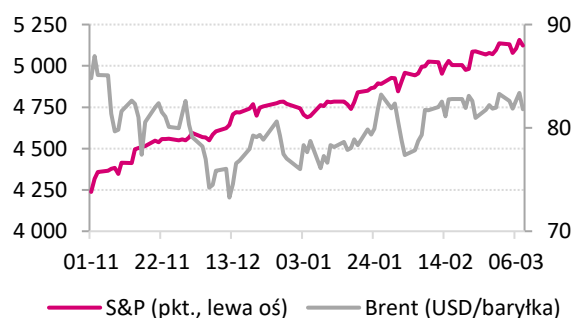
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 11 marca					
10:00 Raport o inflacji	Polska	Marzec			
Wtorek 12 marca					
08:00 CPI r/r fin.	Niemcy	Luty	2.9%	2.5%	
13:30 Inflacja CPI r/r	USA	Luty	3.1%	3.1%	
Środa 13 marca					
11:00 Produkcja przemysłowa r/r wda EZ		Styczeń	1.2%	-2.7%	
14:00 Opis posiedzenia banku centralnego	Węgry	Luty			
Czwartek 14 marca					
13:30 Inflacja PPI r/r	USA	Luty	0.9%	1.2%	
13:30 Sprzedaż detaliczna r/r	USA	Luty	-0.8%	0.7%	
13:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	08 marca	217k	218k	
Piątek 15 marca					
10:00 Inflacja CPI r/r	Polska	Luty	3.9%	3.2%	3.1%
14:00 Rachunek obrotów bieżących	Polska	Styczeń	-24m	1432m	1290m
14:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Luty	-0.1%	0.0%	
15:00 Raport uniwersytetu Michigan wst.	USA	Marzec	76.9	76.7	
Poniedziałek 18 marca					
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Luty	6.9%		

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	2.7	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	5.2	5.0	4.9	5.1
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	5.1	14.4	11.4	4.7	17.0	13.1	9.7	6.4	4.0	3.1	5.9	6.4
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	70.8	98.7	82.0	81.4	82.1	77.7	85.6	82.7	82.3	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	5.83	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	5.85	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	5.63	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	4.33	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	4.07	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	1.06	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	3.84	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	5.31	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.