



Makro i rynek

komentarz dzienny

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

19 marca 2024

Informacje na dziś

- **GE:** Dziś o godz. 11:00 poznamy wyliczenie indeksu instytutu ZEW za marzec. Wskaźnik ten odzwierciedla oczekiwania analityków i inwestorów dotyczące gospodarki Niemiec w horyzoncie 6 miesięcy. Konsensus prognoz wynosi 20,2 pkt wobec 19,9 pkt. w lutym, co oznaczałoby stabilną ocenę przewidywanej koniunktury w Niemczech. Początek roku nie jest dobry dla gospodarki tego kraju i choć oczekiwania wskazują na poprawę aktywności, to nadal utrzymują się ryzyka spadku PKB w całym 2024 r. Słaby popyt z Niemiec, i szerzej ze strefy euro, jest odpowiedzialny za kurczenie się r/r polskiego eksportu w ostatnich miesiącach.

Wydarzenia i komentarze

- **PL:** Narodowy Bank Polski opublikował wczoraj wskaźniki inflacji bazowej w styczniu i w lutym br., obliczone już na zaktualizowanym koszyku konsumpcyjnym gospodarstw domowych. Najczęściej śledzona miara inflacji bazowej, tj. CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, obniżyła się w lutym do 5,4% r/r z 6,2% r/r w styczniu. Dane dla lutego są najniższe od ponad dwóch lat. Wraz ze słabszym popytem, poprawą sytuacji w łańcuchach dostaw oraz mocniejszym złotym szybciej obniża się inflacja cen towarów wchodzących w skład wskaźnika inflacji bazowej. Inflacja cen usług także jest w trendzie spadkowym, aczkolwiek jest ona bardziej uporczywa. Według danych Głównego Urzędu Statystycznego inflacja cen usług wyniosła w lutym 7,0% r/r wobec 7,6% r/r miesiąc wcześniej. Wynika to naszym zdaniem zwłaszcza z wysokiej dynamiki płac, wspieranej podwyżką płacy minimalnej oraz słabszego względem towarów przełożenia cen na popyt (niższa tzw. elastyczność cenowa popytu na usługi). Inflacja bazowa powinna dalej stopniowo się obniżać, choć perspektywy rynku pracy wskazują, że powrót do przedziału celu inflacyjnego NBP to odległa przyszłość. Stąd w latach 2024-2025 przestrzeń do obniżek stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej będzie mocno ograniczona.
- **EZ:** Eurostat potwierdził wstępne dane, według których inflacja HICP w strefie euro obniżyła się w lutym do 2,6% r/r z 2,8% r/r w styczniu, a bazowy wskaźnik HICP do 3,1% r/r z 3,3% r/r w styczniu. W szczególności interesującą informacją jest to, że inflacja cen usług w lutym czwarty miesiąc z rzędu kształtowała się na 4,0% r/r. Co więcej, w ujęciu m/m inflacja cen usług wyniosła aż 0,9% m/m, co potwierdza, że presja inflacyjna w cenach usług w strefie euro utrzymuje się, do czego przyczynia się rekordowo niskie bezrobocie i szybko rosnące płace. Obecnie czekamy na informacje o cenach usług w marcu, które poznamy w czwartek w wynikach ankiety PMI. Uporczywość wzrostów cen w usługach uzasadnia ostrożne podejście Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego do rozpoczęcia obniżek stóp procentowych w strefie euro.

Rynki na dziś

W naszej ocenie rynki pozycjonują się pod posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej przyjmując możliwy nieco bardziej jastrzębi scenariusz niż dotychczasowa komunikacja i prognozy członków Fed. Efektem jest umacniający się dolar, czy zwiększające rentowności obligacji USA. Pokłosiem jest także osłabiający się złoty - tym bardziej, iż przecenę wspiera analiza techniczna - oraz taniejący polski dług. Podtrzymujemy nasz scenariusz, iż korekta kursu EUR/PLN rozciągnie się do poziomu 4,3285. Jego przetłamanie uzależniamy zaś od wyniku kończącego się jutro posiedzenia Fed, tj. najważniejszego wydarzenia tygodnia. W tym tygodniu poznamy także decyzje innych banków centralnych, choć ich wpływ na polskie aktywa będzie wyraźnie mniejszy niż w przypadku Rezerwy Federalnej USA. Za nami już posiedzenia Banku Australii (utrzymanie stóp procentowych), czy Banku Japonii (wzrost do 0,00-0,10%), który jako ostatni bank centralny na świecie porzucił politykę ujemnych stóp procentowych.

Kursy walut

Δ %

EUR/PLN	4,3189	0,5%
USD/PLN	3,9646	0,5%
CHF/PLN	4,4808	0,2%
EUR/USD	1,0889	0,0%

Rynek Pieniężny

(%)

Δ bps

WIBOR 1M	5,85	0
WIBOR 3M	5,86	1

Obligacje PL

(%)

Δ bps

2Y	5,15	4
5Y	5,38	9
10Y	5,52	9

IRS PLN

(%)

Δ bps

2Y	5,43	4
5Y	4,95	3
10Y	5,00	6

Obligacje bazowe

(%)

Δ bps

DE 10Y	2,45	1
US 10Y	4,31	0

Giełdy

pkt.

Δ %

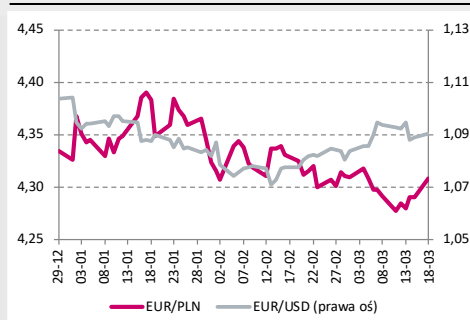
WIG	80534,2	0,4
S&P 500	5117,1	-0,6
Nikkei 225	39740,4	2,7

Źródło: LSEG Datastream

Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

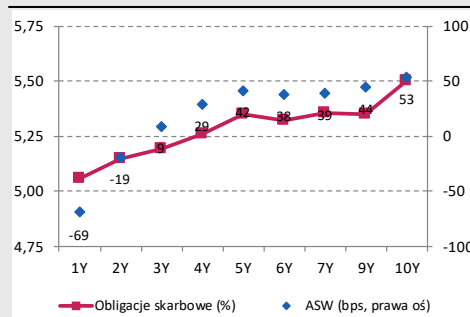
Millennium
bank

Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



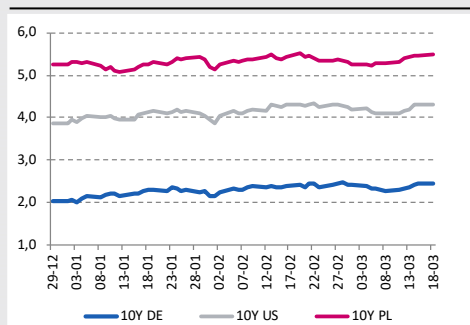
Źródło: LSEG Datastream

Krajowy rynek stopy procentowej



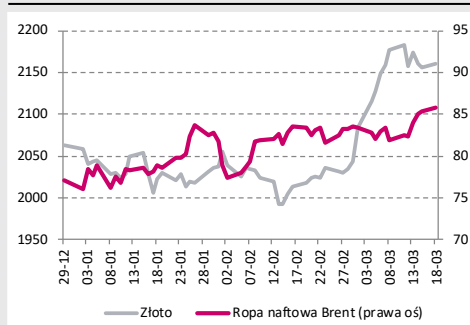
Źródło: LSEG Datastream

Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Źródło: LSEG Datastream

Ceny surowców [USD]



Źródło: LSEG Datastream

Rynek krajowy

Mimo, iż kurs EUR/PLN pozostaje w krótkoterminowym trendzie spadkowym, to fakt, iż w ubiegłym tygodniu osiągnięte zostało jego dolnego ograniczenie (4,28) otwiera przestrzeń do ruchu korekcyjnego. W naszej ocenie nie jest ona znacząca i wygasa w okolicy 4,3285. Uważamy zatem, iż o ile pierwsza połowa tygodnia zdominowana zostanie przez opisywane czynniki techniczne (ruch korekcyjny), tak w drugiej połowie liczyć się będzie przede wszystkim narracja zakończonego posiedzenia Fed (środa) uzupełniona o wstępne odczyty indeksów PMI w największych gospodarkach (czwartek). Oznacza to, iż dość rozbudowany zestaw danych krajowych w połączeniu z przetaczającymi się wypowiedziami członków Rady Polityki Pieniężnej pozostaną neutralne dla polskich aktywów. Dominować będą aspekty techniczne i wpływ rynków bazowych. Za główny scenariusz posiedzenia Fed uznajemy utrzymanie ostrożnego podejścia Rezerwy Federalnej do kwestii cięć stóp procentowych w tym roku i podtrzymanie gotowości do łagodzenia monetarnego w 2024 roku w wymiarze 75 pkt. baz. (powtórzenie oczekiwań członków Fed z grudnia ub. roku). Jednocześnie zastrzegamy, iż Fed może zdecydować się na bardziej jastrzębie nastawienie. Efektem będzie niewielka presja na mocniejszego dolara, a tym samym na słabsze waluty rynków wschodzących. Wspomniany poziom 4,3285 będzie zatem pod sporą presją w tym tygodniu.

Rynki zagraniczne

W naszej ocenie ubiegły tydzień dobitnie wskazał na trudności kursu EUR/USD z wyjściem ponad istotną barierę techniczną 1,0951. Uważamy, iż najbliższe dni zdominowane będą przez oczekiwanie a następnie wydźwięk posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Naszym zdaniem bankierzy centralni USA nie wykażą się chęcią szybkiego rozpoczęcia cięć stóp procentowych i podtrzymają grudniowe prognozy dot. plot zakładające cięcie stóp procentowych w 2024 roku o 75 pkt. baz. (z ryzykiem bardziej ostrożnego podejścia). W naszej ocenie może to być sygnał dla rynku nieco prodolarowy tj. nie dający miejsca na spekulację na temat bardziej agresywnej postawy Fed w kolejnych tygodniach. Tym bardziej, iż sygnały płynące ze strony przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego dają dość duży komfort dla oczekiwań premierowego cięcia stóp procentowych dopiero w czerwcu. Uważamy zatem, iż kurs EUR/USD przesunie się w stronę 200-dniowej średniej ruchomej tj. 1,0817, a potencjalne próby jej złamania uzależnimy od danych makroekonomicznych kolejnych dni, w szczególności czwartku, gdy poznamy wstępne odczyty indeksów PMI dla strefy euro, ale i USA.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 15 marca						
10:00 Inflacja CPI r/r	Polska	Luty	3.9%	2.8%	3.2%	3.1%
Poniedziałek 18 marca						
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Luty	2.8%	2.6%	2.6%	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Luty		5.4%	5.4%	
Wtorek 19 marca						
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Japonia	Marzec	-0.10%	0.00-0.10%	0.00%	
11:00 Indeks instytutu ZEW	Niemcy	Marzec	19.9		20.2	
Środa 20 marca						
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Czechy	Marzec	6.25%			
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Luty	-9.0%		-8.7%	-8.6%
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Luty	2.4%		1.6%	2.6%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Luty	-0.2%		-0.2%	-0.2%
10:00 Wynagrodzenie r/r	Polska	Luty	12.8%		11.3%	11.2%
19:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	USA	Marzec	5.25-5.50%		5.25-5.50%	5.25-5.50%
Czwartek 21 marca						
09:30 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Szwajcaria	Marzec	1.75%		1.75%	
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Marzec	42.5		43.5	
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Marzec	48.3		49.0	
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Marzec	46.5		46.9	
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Marzec	50.2		50.4	
10:00 Produkcja bud.-montaż. r/r	Polska	Luty	-6.1%		-2.0%	-4.5%
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Luty	3.0%		4.6%	4.5%
14:45 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Marzec	52.2		51.7	
14:45 Wstępny PMI w usługach	USA	Marzec	52.3		52.0	
Piątek 22 marca						
Decyzja Moody's w sprawie ratingu	Polska	Marzec				
10:00 Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Marzec	85.5		85.9	
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Luty	7.7%		7.1%	7.1%
Poniedziałek 25 marca						
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Luty	5.4%		5.5%	5.5%

Źródło: Bloomberg, Millennium Bank S.A., Parkiet