

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

19 lutego 2024

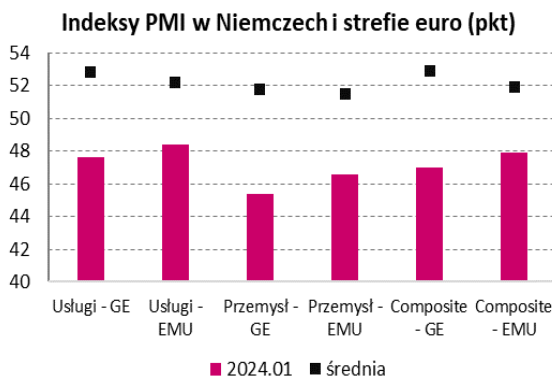
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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

W tym tygodniu najważniejszymi danymi będą wstępne odczyty PMI dla gospodarek strefy euro. Indeksy zapewne wzrosną w lutym kolejny miesiąc z rzędu, jednak nadal będą znacząco poniżej średniej wieloletniej. Pomimo słabej koniunktury EBC obawia się przede wszystkim o inflację, stąd bardzo ciekawe będą dane PMI o cenach w usługach, które w styczniu wzrosły najszybciej od czerwca ub. roku.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Wstępne PMI dla gospodarek strefy euro najważniejszymi danymi tego tygodnia

W czwartek poznamy wstępne wyliczenia za luty indeksów PMI dla gospodarek strefy euro. Konsensus prognoz sugeruje, iż wskaźniki dla przemysłu i usług całociści Eurolandu będą kontynuować trwający już 4 miesiące okres systematycznych wzrostów. W przypadku indeksu dla przemysłu oczekuje się wzrostu do 47,2 pkt z 46,6 pkt w styczniu, a dla usług do 48,7 pkt z 48,4 pkt. Aktywność gospodarcza w strefie euro na przelocie 2023 i 2024 roku jest słabsza od prognoz Europejskiego Banku Centralnego. Choć naszym zdaniem, dopóki stopa bezrobocia pozostaje zbliżona do rekordowo niskiej, większą wagę bankierzy centralni będą przypisywać perspektywom inflacji. Z tego względu istotny będzie komponent cen, który wchodzi w skład łącznego indeksu PMI. Przypomnijmy, że w styczniowym badaniu miesięczny wzrost cen usług był najszybszy od czerwca 2023 r. Wstępne dane PMI za luty nie przesądzą o terminie pierwszej w tym cyklu obniżki stóp procentowych przez EBC, jednak będą istotne z punktu widzenia oceny presji inflacyjnej w usługach. W tym tygodniu opublikowany zostanie także protokół z ostatniego posiedzenia EBC, choć zapewne nie wniesie on informacji zmieniających perspektywy polityki pieniężnej w strefie euro.

Dane z polskiej gospodarki za styczeń bez wpływu na oczekiwania co do stóp

W tym tygodniu GUS opublikuje zestaw krajowych danych z gospodarki realnej za styczeń. We wtorek poznamy dane o produkcji przemysłowej, w środę o produkcji budowlano-montażowej, natomiast w czwartek sprzedaży detalicznej. Styczniowe dane będą pod korzystnym wpływem większej w tym roku liczby dni roboczych, co poprawi roczne dynamiki zmiennych. Miesięczne dynamiki po odsezonowaniu pozwolą ocenić natomiast, czy początek nowego roku przyniesie kontynuację osłabienia aktywności ekonomicznej widoczne w grudniowych odczytach. Szacujemy, że dynamika produkcji przemysłowej wzrosła w styczniu do +3,8% r/r z -3,9% r/r w grudniu, natomiast sprzedaż detaliczna wzrosła o 0,2% r/r wobec spadku o 2,3% r/r w grudniu. Nieco wyhamuje natomiast dynamika produkcji budowlano-montażowej (do 13,4% r/r z 14,0% r/r miesiąc wcześniej) jako efekt wygasania projektów infrastrukturalnych. W naszej ocenie zestaw danych za styczeń będzie wpisywał się w obraz stopniowej odbudowy aktywności ekonomicznej i nie powinny istotnie zmienić oceny perspektyw polskiej gospodarki, która pozostaje na ścieżce odbudowy koniunktury napędzanej przez popyt konsumpcyjny.

Czy wynagrodzenia w sektorze przeds. pokażą wpływ wzrostu płacy minimalnej?

We wtorek o godz. 10:00 poznamy pierwsze w tym roku dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw. W przypadku przeciętnego zatrudnienia oczekujemy wzrostu o 0,1% r/r po spadku o 0,1% r/r w grudniu. Należy jednak zaznaczyć, że co do danych o zatrudnieniu utrzymuje się niepewność związana z coroczną zrewizją próby statystycznej badanych przedsiębiorstw. Różnice mogą być dość znaczne, stąd dla lepszej oceny rynku pracy musimy poczekać na dane za luty. Wpływ rewizji próby badanych firm jest na ogół dużo mniej widoczny w płacach, ale w tym roku czynnikiem mogącym mieć wpływ na dane jest silna podwyżka płacy minimalnej. Nie sądzimy jednak, aby jej wpływ był istotny. Spodziewamy się wzrostu płac w styczniu o 11,6% r/r wobec 9,6% r/r w grudniu. Naszym zdaniem rynek pracy na początku 2024 r. pozostaje stabilny.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3402	0,4%
USD/PLN	4,0281	0,4%
CHF/PLN	4,5722	-0,2%
EUR/USD	1,0773	0,0%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,06	31
5Y	5,27	4
10Y	5,48	11

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,26	-3
5Y	4,79	4
10Y	4,85	8

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,39	5
US 10Y	4,28	12




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	80536,8	1,4
S&P 500	5005,6	-0,4
Nikkei 225	38470,4	4,3

Źródło: LSEG Data & Analytics




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

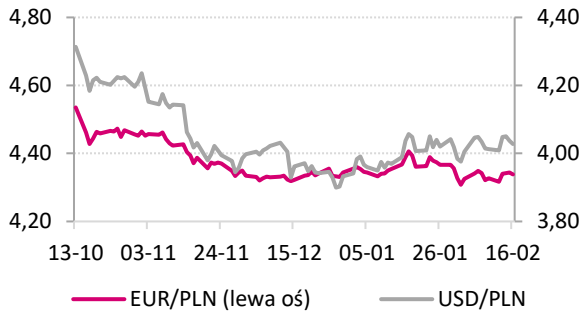
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Kurs EUR/PLN od kilku tygodni oscyluje wokół poziomu 4,34 i zważywszy na wydarzenia tego tygodnia trudno oczekiwać, aby obraz ten miał ulec zmianie w najbliższych dniach. Zakładamy zatem, że notowania pozostaną w trendzie horyzontalnym. Odporność na rozbudowany zestaw krajowych danych makroekonomicznych jakie napłyną w najbliższych dniach zapewniają jasno określone przez większość członków Rady Polityki Pieniężnej krótkookresowe perspektywy stóp procentowych w Polsce. Zakładają one stabilne stopy procentowe w najbliższych miesiącach, a w ocenie samego prezesa Narodowego Banku Polskiego niewykluczone, że i przez cały 2024 rok nie ulegną zmianie. W rezultacie wrażliwość na krajowe dane makroekonomiczne jest obecnie niska. Z kolei rozluźnienie korelacji kursu EUR/PLN z eurodolarem sprawia, że wpływ wydarzeń zewnętrznych w symbolicznym stopniu przekłada się obecnie na notowania polskiej waluty. W szerszym układzie, tj. od niemal czterech miesięcy kurs EUR/PLN niezmiennie porusza się w przedziale 4,31-4,40. Nie znajdujemy obecnie powodów, by notowania złotego miały ten trend boczny opuszczać.
USD/PLN 	Mimo, iż w przypadku notowań EUR/PLN oczekujemy stabilizacji, to para USD/PLN w naszej ocenie może w tym tygodniu podlegać wahaniom. Wynikają one przede wszystkim z przetasowania na rynku amerykańskiego dolara. Zakładamy, iż w krótszym tygodniu pracy dla inwestorów amerykańskich (poniedziałek jest dniem wolnym od pracy) dolar raz jeszcze może udowodnić swoją siłę względem euro utrzymując kurs USD/PLN powyżej poziomu 4,02.
EUR/USD 	Notowania eurodolara doskonale odnajdują się od ponad miesiąca w trendzie spadkowym. Fakt, iż obecnie kurs EUR/USD porusza się blisko górnego ograniczenia kanału i 200-dniowej średniej ruchomej (1,0805) sugeruje, że przed nami powrót do presji na umocnienie dolara. Na gruncie kalendarium makroekonomicznym dominować będą publikacje ze strefy euro. Niewykluczone zatem, iż ponownie okażą się one słabsze od oczekiwań sprowadzając kurs EUR/USD na niższe poziomy. Rynkową historią niezmiennie pozostają próby oszacowania momentu pierwszego cięcia stóp procentowych w USA i strefie euro i to pod tym kątem będą analizowane wszystkie publikacje najbliższych dni.

Rynek obligacji

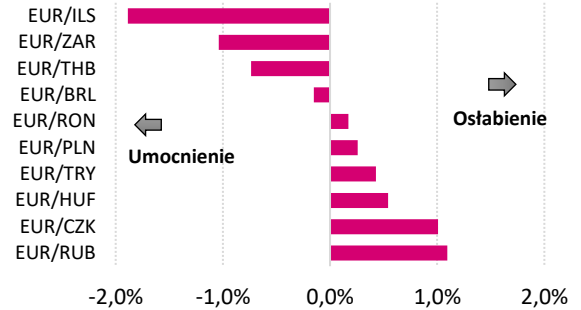
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Długi koniec krajowej krzywej pozostaje zdominowany przez wydarzenia globalne, a dokładnie przetasowania w oczekiwanym przez inwestorów momencie rozpoczęcia obniżek stóp procentowych w USA i strefie euro. W ślad za ruchami Bunda i Treasuries podąża polski dług. W tym tygodniu jednak dług krajowy może pozostawać pod dodatkową presją wynikającą z planu podaży, a konkretnie z kumulacji przetargów sprzedaży długu przez Ministerstwo Finansów w drugiej połowie lutego. W środę bowiem resort finansów zaoferuje obligacje o wartości 5-9 mld PLN a w przyszłym tygodniu zostanie zorganizowany kolejny przetarg. Niezmiennie proces wzrostu dochodowości wspiera ponadto wykasowywanie oczekiwań na szybkie obniżki stóp procentowych w Polsce, w ślad za mniej gołębią od oczekiwań narracją większości przedstawicieli Rady Polityki Pieniężnej.
10Y DE (%) 	Wycena niemieckiego długu pozostaje zmienna i uzależniona od wymowy napływających danych. Konsekwentnie w ostatnich tygodniach są one interpretowane pod kątem startu cyklu obniżek stóp procentowych przez Europejski Bank Centralny. Najnowsze dane ze strefy euro z uwagi na postępującą dezinflację, ale i słabość realnej gospodarki sugerują maj jako moment cięcia kosztu pieniądza. W efekcie dochodowość Bunda. Naszym zdaniem przy braku niespodzianek w odczytach makro najbliższych dni (przede wszystkim we wstępnych indeksach PMI) rentowność Bunda powinna utrzymywać się w okolicy 2,40%.
10Y US (%) 	Dochodowość amerykańskiego długu utrzymuje trend wzrostowy napotykać na coraz to nowsze argumenty w danych makro przemawiających za możliwością opóźnienia pierwszej obniżki stóp procentowych Fed. W tym tygodniu potencjalnych impulsów może zabraknąć - tym bardziej w świetle dzisiejszej nieobecności inwestorów amerykańskich - co sprawi, że notowania mogą w większym stopniu być zdominowane przez wskazania techniczne. Te jak wspomnieliśmy na początku sugerują zaś możliwość kontynuacji wzrostów dochodowości, choć w niewielkim zakresie.

Wykresy rynkowe

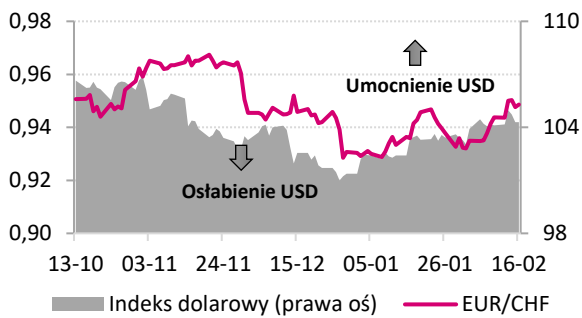
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



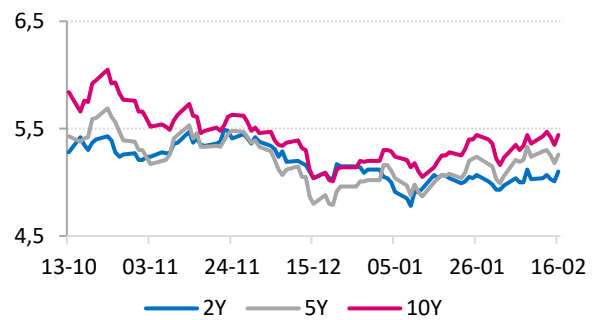
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



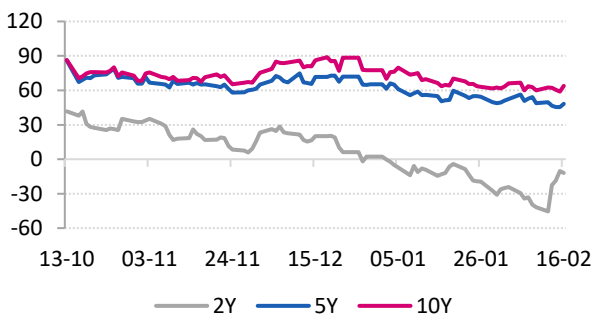
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



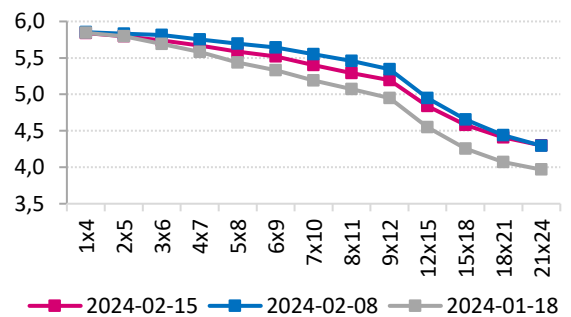
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



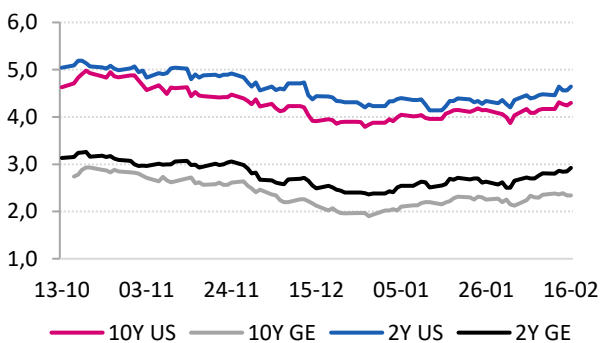
Krajowe stawki ASW [%]



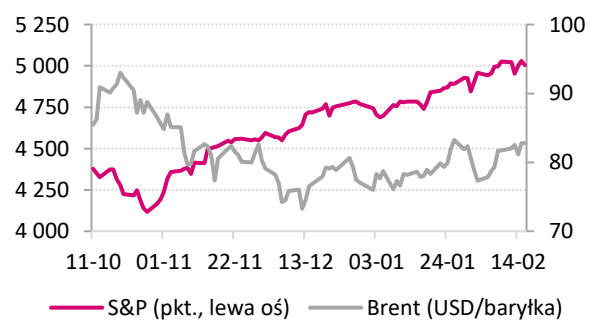
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, ISEG Data & Analytics

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 19 lutego					
Dzień wolny od pracy	USA				
Wtorek 20 lutego					
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Styczeń	-6.4%	-8.2%	-8.0%
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Styczeń	-3.9%	3.1%	3.8%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Styczeń	-0.1%	-0.2%	0.1%
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Styczeń	9.6%	10.9%	11.6%
Środa 21 lutego					
10:00 Produkcja bud.-montaż. r/r	Polska	Styczeń	14.0%	8.1%	13.4%
20:00 Protokół z posiedzenia FOMC	USA	Styczeń			
Czwartek 22 lutego					
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Luty	45.5	46.5	
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Luty	47.7	48.0	
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Styczeń	-2.3%	1.4%	0.2%
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Luty	46.6	47.2	
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Luty	48.4	48.7	
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Styczeń	2.9%	2.8%	
13:30 Protokół z posiedzenia EBC	EZ	Styczeń			
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Styczeń	8.5%	7.9%	7.9%
14:30 Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych	USA	16 lutego	212k	216k	
15:45 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Luty	50.7		
15:45 Wstępny PMI w usługach	USA	Luty	52.5		
16:00 Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Styczeń	3.78m	3.95m	
Piątek 23 lutego					
08:00 PKB r/r	Niemcy	4Q	-0.8%	-0.4%	
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Luty	85.2	85.5	
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Styczeń	5.1%	5.4%	
Poniedziałek 26 lutego					
Brak istotnych publikacji					

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

** - prognozy według stanu na dzień 05.02.2024

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.