

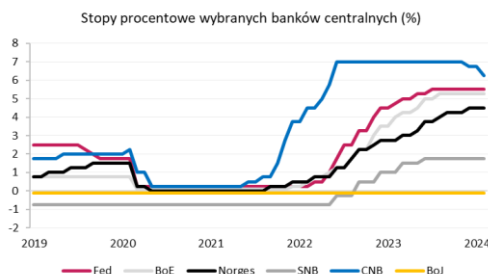
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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



Ten tydzień zapowiada się jako niezwykle intensywny pod względem liczby posiedzeń banków centralnych m.in. USA, Japonii, Szwajcarii, Norwegii, Wielkiej Brytanii i Czech. W większości przypadków inwestorzy wyczekiwali będą potencjalnych sygnałów kiedy rozpoczęte zostaną cykle cięć stóp procentowych. Wyjątkiem na tej mapie pozostanie Japonia.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Tydzień banków centralnych z Fed na czele

Ten tydzień będzie obfitował w posiedzenia banków centralnych. Decyzje o stopach procentowych podejmą banki centralne m.in. Czech, Japonii, Szwajcarii, Norwegii, Wielkiej Brytanii, Turcji, Czech. Na pierwszy plan wysuwa się jednak posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Decyzję odnośnie do stóp procentowych poznamy w środę o godz. 19:00. Powszechne oczekiwania wskazują na stabilizację stóp procentowych na poziomie 5,25-5,50%, co byłoby zgodne z komunikacją przewodniczącego J.Powella z ostatniego posiedzenia w styczniu, ale także ze sprawozdaniem o polityce pieniężnej w amerykańskim Kongresie. Scenariusz stabilizacji wspierają także ostatnie dane z gospodarki, zwłaszcza wciąż solidne wzrosty zatrudnienia oraz uporczywa inflacja cen usług. W centrum uwagi będzie wymowa komunikatu, konferencja J.Powella, a także zestaw nowych prognoz makroekonomicznych członków Fed. Wydaje nam się, że nie będą one znacznie odbiegać od ostatniej rundy prognoz z grudnia ub. roku. Dotyczy to także prognoz dotyczących stóp procentowych, odzwierciedlonych w tzw. wykresie dot plot. Przypomnijmy, że mediana prognoz członków Fed wskazywała na stopy procentowe niższe niż obecnie o 75 pkt baz. do końca 2024 r. oraz o kolejne 100 i 75 pkt baz. odpowiednio w latach 2025 i 2026. Nie spodziewamy się, aby już w marcu Fed komunikował datę pierwszej obniżki stóp proc. w tym cyklu. Na ten moment podzielały oczekiwania rynków, że do pierwszej obniżki dojdzie w czerwcu, a do końca roku stopy będą niższe o 75-100 pkt baz. Oczekiwania obniżek stóp w tym roku wpiera komunikacja Fed, a także pojawiające się pierwsze rysy na dobrym obrazie amerykańskiego rynku pracy.

Wstępne dane PMI podsumują 1Q 2024 w gospodarce strefy euro

W czwartek poznamy wstępne dane PMI za marzec dla gospodarek europejskich, w tym dla całej strefy euro. W przypadku unii walutowej konsensus prognoz wskazuje na wzrost indeksu PMI dla przemysłu do 47,0 pkt z 46,5 pkt w lutym, a dla usług do 50,5 pkt z 50,2 pkt. Dane podsumują 1Q 2024, gdy gospodarka strefy euro zapewne kolejny kwartał z rzędu znajdowała się w stagnacji, a PKB Niemiec najpewniej skurczył się względem 4Q 2023. Niemiecki przemysł mocno odczuwa spadek popytu, a także wzrost kosztów w związku m.in. zmianami strukturalnymi w dostawach energii. Informacje te nie będą stanowić zaskoczenia, dlatego wydaje się nam, że najważniejsze informacje z badania PMI będą dotyczyć oceny presji inflacyjnej. Ostatnie dane potwierdzały uporczywość inflacji w cenach usług, co biorąc pod uwagę dużą inercję, trudno oczekiwać poprawy. Wraz rekordowo niskim bezrobociem będzie to jeden z argumentów dla stabilizacji stóp proc. na najbliższym posiedzeniu EBC.

Liczne publikacje danych krajowych w tym tygodniu

Ten tydzień będzie obfitował w publikacje danych z polskiej gospodarki za luty. W tym tygodniu poznamy dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw (środa), wyniki produkcji przemysłowej i indeks PPI (środa), dane o produkcji budowlano-montażowej i sprzedaży detalicznej (czwartek), a także podaży pieniądza (piątek). Zestaw tych danych pozwoli ocenić stan koniunktury w połowie pierwszego kwartału br. W naszej ocenie miniony miesiąc był okresem nieznacznego przyspieszenia wzrostu sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej. Wygaśnięcie napływu środków z poprzedniej perspektywy finansowej wpłynie natomiast na utrzymanie spadków r/r produkcji budowlano-montażowej. Interesujące będą dane z rynku pracy, które potwierdzą uporczywość presji płacowej. W naszej ocenie dane te nie powinny zmienić oceny perspektyw polskiej gospodarki, które pozostają umiarkowanie korzystne. Ze względu na jasną komunikację RPP, dane te nie powinny też zmienić oczekiwań co do stóp procentowych, które w najbliższych miesiącach pozostaną na obecnym poziomie.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3082	0,7%
USD/PLN	3,9510	0,9%
CHF/PLN	4,4781	0,4%
EUR/USD	1,0903	-0,2%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,15	6
5Y	5,35	18
10Y	5,50	19

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,44	4
5Y	4,95	12
10Y	5,00	15

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,45	17
US 10Y	4,30	22

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	80534,2	0,2
S&P 500	5117,1	-0,1
Nikkei 225	39740,4	2,4

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

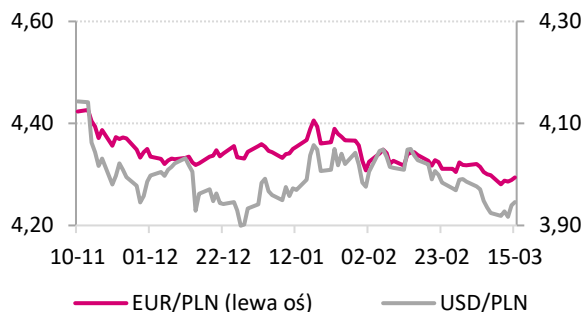
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↑	Mimo, iż kurs EUR/PLN pozostaje w krótkoterminowym trendzie spadkowym, to fakt, iż w ubiegłym tygodniu osiągnięte zostało jego dolnego ograniczenie (4,28) otwiera przestrzeń do ruchu korekcyjnego. W naszej ocenie nie jest ona 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 przetwarzającymi 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.
USD/PLN	↑	Oczekiwane niewielkie osłabienie złotego mające swoje umocowanie po części w silniejszym dolarze zadecyduje o wzrostowym charakterze zmian kursu USD/PLN w tym tygodniu. Naszym zdaniem notowania kierować się mogą nawet w stronę bariery psychologicznej tj. poziomu 4,00. Kluczowe dla rozwoju wydarzeń będzie stanowisko Fed po marcowym posiedzeniu i wykres dot plot.
EUR/USD	↓	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 wydzwięk 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 spekulacje 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 uzależniamy od danych makroekonomicznych kolejnych dni, w szczególności czwartku, gdy poznamy wstępne odczyty indeksów PMI dla strefy euro, ale i USA.

Rynek obligacji

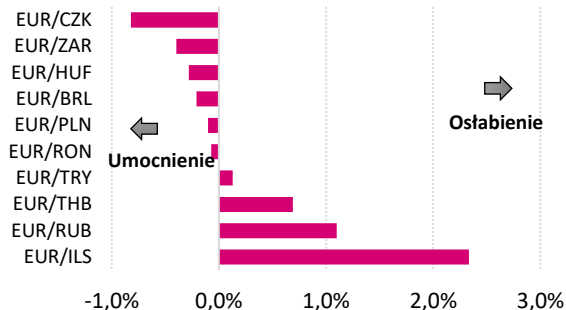
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↑	Wycena krajowych obligacji pozostaje pod presją sprzedających (spadek cen = wzrost rentowności). Jest to efekt przede wszystkim przetasowań rynków bazowych obligacji i chęci kopiowania przez polskie obligacje ruchów Bunda, czy amerykańskiego Treasuries. Wpływu na wycenę krajowych obligacji nie mają obecnie czynniki krajowe. Dobrym przykładem były ubiegłotygodniowe dane inflacyjne, czy dzisiejsze wypowiedzi przedstawicieli Rady Polityki Pieniężnej. Kluczem pozostają wydarzenia globalne, w tym posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej nadające ton rynkom bazowym a pośrednio i polskiemu długowi. Uważamy jednak, iż przestrzeń do dalszej wyprzedazy skarbowych papierów wartościowych pozostaje ograniczona. Decyduje o tym nadpłynność sektora bankowego, która dodatkowo zostanie w kwietniu pogłębiona wykupem serii PS0424. Na to nakłada się także stopniowe ograniczanie podaży obligacji ze strony Ministerstwa Finansów z uwagi na postępujące finansowanie potrzeb pożyczkowych na 2024 rok.
10Y DE (%)	↔	Dochodowość niemieckiego długu rola wzorując się na ruchach rynku amerykańskiego. Fakt, iż w naszej ocenie oczekiwania na cięcia stóp procentowych w strefie euro w czerwcu i w kolejnych miesiącach są rynkowo aktualne, ogranicza potencjał do silnej wyższości dochodowości Bunda. Za scenariusz najbardziej prawdopodobny w tym tygodniu uznajemy stabilizację dochodowości 10-latk niemieckiej wokół poziomu 2,50%, tj. najwyższego od listopada 2024 roku.
10Y US (%)	↑	Bez wątpienia posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej (z uwagi na najnowszy zestaw prognoz makroekonomicznych, ale i dot-plot) jest najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia dla rynku Treasuries. Zakładamy, iż Fed de facto powtórzy w dużej mierze dotychczasową narrację, czy oczekiwania (z grudnia 2023 roku) zakładające cięcie stóp procentowych w 2024 o 75 pkt. baz (lub mniej). Taki scenariusz jest natomiast rynkowo uwzględniony i może powodować jedynie stosunkowo niewielkie ruchy w reakcji na wynik posiedzenia (naszym zdaniem nieznacznie, ale jednak wzrostowy w przypadku dochodowości). W rezultacie powróci wrażliwość długu USA na napływające dane makroekonomiczne.

Wykresy rynkowe

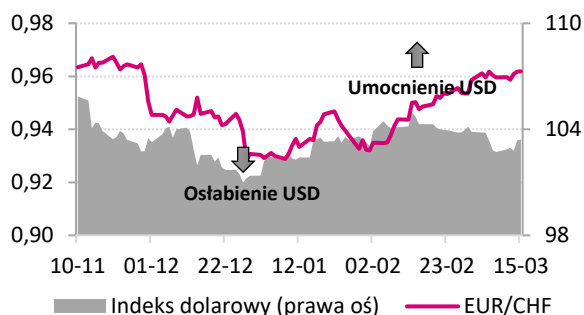
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



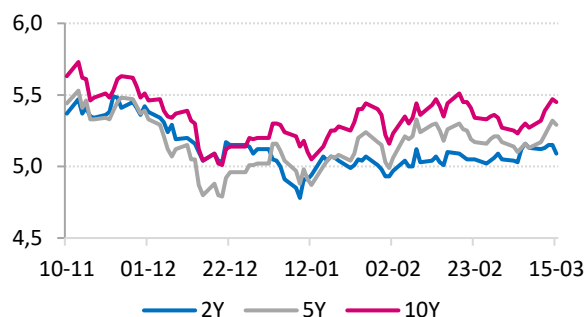
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



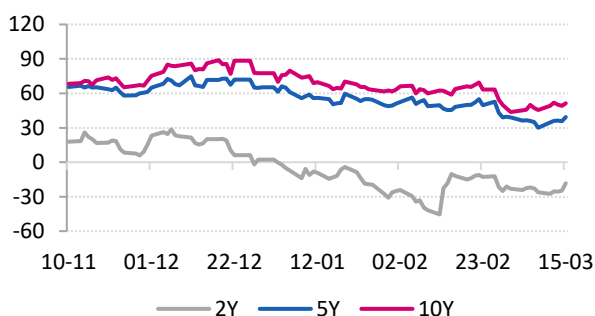
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



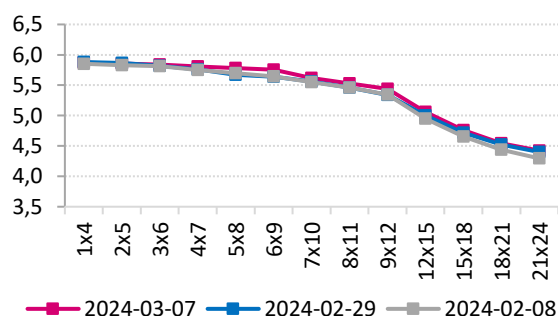
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



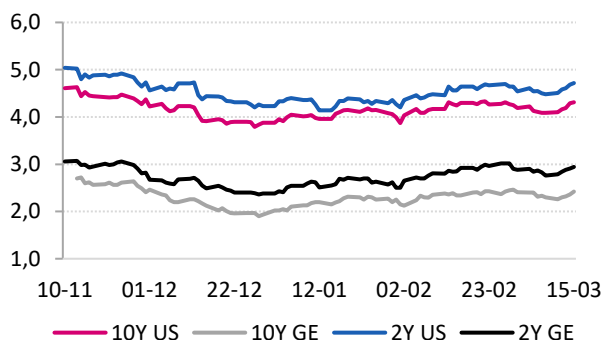
Krajowe stawki ASW [%]



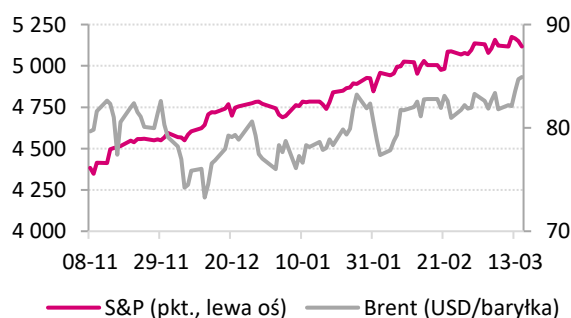
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 18 marca					
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Luty	2.8%	2.6%	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Luty		5.4%	
Wtorek 19 marca					
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Japonia	Marzec	-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	
Poniedziałek 25 marca					
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Luty	5.4%	5.5%	5.5%

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.