

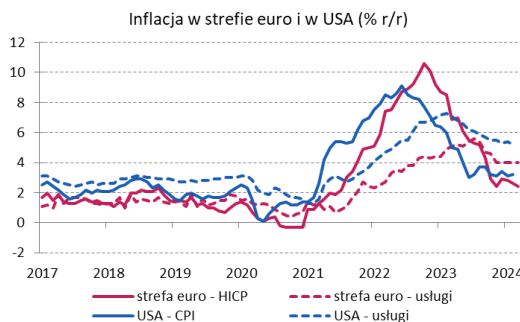
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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



W tym tygodniu Europejski Bank Centralny nie zmieni stóp procentowych czekając na kolejne dane o wynagrodzeniach, gdyż obawia się o ich wpływ na inflację, zwłaszcza inflację cen usług. Jej uporczywy charakter widoczny jest także w przypadku Stanów Zjednoczonych, co zapewne potwierdzą także w marcu dane inflacyjne, które poznamy w tym tygodniu.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Kwietniowe posiedzenie EBC w oczekiwaniu na kolejne dane

W czwartek o godz. 14:15 poznamy decyzję Europejskiego Banku Centralnego odnośnie do polityki pieniężnej w strefie euro. Spodziewamy się, zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami ekonomistów, ale też rynków finansowych, że stopy procentowe banku pozostaną na dotychczasowym poziomie. Sądzymy ponadto, że narracja Rady Prezesów EBC też nie ulegnie zmianie. Prezesi czekają na kolejne dane, zwłaszcza te dotyczące dynamiki wynagrodzeń, gdyż nadal obawiają się o przełożenie rosnących kosztów pracy na inflację. Obawy te w pewnym stopniu uzasadnia inflacja cen usług, która pomimo spadków całociesowego indeksu HICP, pozostaje od 5 miesięcy stabilna na 4,0% r/r, a więc dwukrotnie przekracza cel inflacyjny w strefie euro. Argumentem dla braku zmian stóp procentowych są także dane o koniunkturze, które dają komfort Prezesom w oczekiwaniu na dane o płacach. Według nich złożony indeks PMI obrazujący łącznie nastroje w usługach i w przemyśle po raz pierwszy od niemal roku przewyższył poziom 50,0 pkt oddzielający ożywienie od spowolnienia i wydaje się, że trend poprawy aktywności, zwłaszcza w usługach, będzie się utrzymywał. Nie zmieniają się zatem nasze jak i rynkowe oczekiwania, że do pierwszej obniżki stóp procentowych w tym cyklu dojdzie w strefie euro w czerwcu. Według wyceny rynkowej do końca roku EBC obetnie stopy o ok. 100 pkt baz.

W tym tygodniu kolejne dane o inflacji w USA

W ub. tygodniu poznaliśmy dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w Stanach Zjednoczonych (non-farm payrolls), które ponownie znacząco przewyższyły oczekiwania. Na początku roku zaskoczeniem w górę (choć mniejszym niż dane NFP) były dane inflacyjne. W tym tygodniu uwaga przenosi się właśnie na dane o inflacji CPI w marcu. Według konsensusu prognoz wskaźnik headline wzrósł do 3,4% r/r z 3,2% r/r w lutym, wsparty silniejszymi wzrostami cen paliw. W przypadku inflacji bazowej oczekuje się spadku do 3,7% r/r z 3,8% r/r w lutym. Dane te będą interesujące głównie z punktu widzenia inflacji cen usług, która jest uporczywie wysoka i znacząco przekracza cel inflacyjny Fed. Wydaje się nam, że bez dowodów o trwałej dezinflacji cen usług Rezerwa Federalna nie zdecyduje się na początek obniżek stóp procentowych. Dane te są tym bardziej istotne, że po lepszych danych z rynku pracy rynki finansowe nie są już tak silnie przekonane, że do pierwszej obniżki stóp procentowych dojdzie w czerwcu przesuwając oczekiwania na końcówkę lipca. Rynek pracy i inflacja w USA na początku roku zaskakują w górę i pojawiają się głosy, np. członek Fed N.Kashkari, że Fed w tym roku może w ogóle nie obniżyć stóp procentowych.

Spodziewane pogorszenie salda obrotów bieżących w lutym

W piątek NBP opublikuje dane o bilansie płatniczym za luty. Według naszych szacunków bilans obrotów bieżących zamknął się w lutym nieznacznym deficytem 60 mln EUR wobec nadwyżki 1,286 mld EUR w styczniu. Konsensus rynkowy kształtuje się natomiast na poziomie +628 mln EUR. Pogorszenie salda obrotów bieżących w lutym to, według naszych szacunków, w głównej mierze efekt spadku nadwyżki na rachunku obrotów towarowych, a także utrzymania relatywnie wysokiego deficytu na rachunku dochodów pierwotnych. Pomimo pogorszenia salda C/A w lutym sytuacja w bilansie płatniczym nie stanowi ryzyka dla stabilności zewnętrznej gospodarki polskiej gospodarki. Kolejne miesiące przyniosą dalsze pogorszenia salda na rachunku obrotów bieżących, w ślad za spodziewanym odbiciem popytu krajowego, jednak nie będzie to wywierać negatywnej presji na złotego.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2770	-0,7%
USD/PLN	3,9485	-0,7%
CHF/PLN	4,3596	-1,6%
EUR/USD	1,0831	0,0%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,84	-3
WIBOR 3M	5,86	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,22	-3
5Y	5,46	-1
10Y	5,58	0

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,48	-6
5Y	5,05	-3
10Y	5,14	0

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,45	10
US 10Y	4,44	22

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	84416,2	2,0
S&P 500	5204,3	-1,0
Nikkei 225	39347,0	-1,1

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

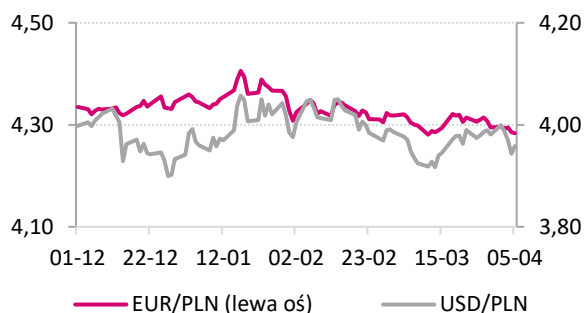
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN		W naszej ocenie złoty dysponuje potencjałem do kontynuacji umocnienia mimo, iż notowania obecnie poruszają się minimalnie poniżej poziomu 4,28, tj. 4-letniego dołka. Niezmiennie wsparciem dla polskiej waluty pozostają przede wszystkim czynniki lokalne. Za podstawowe uznajemy gotowość większości członków Rady Polityki Pieniężnej do stabilizacji stóp procentowych w Polsce w 2024 r. stojącą w kontrze do rynkowych oczekiwań zakładających bliskie cięcia kosztu pieniądza w strefie euro (carry trade). Istotnym elementem jest także niedawne odblokowanie europejskich funduszy, czego finałem będzie planowana na przyszły poniedziałek wypłata pierwszej z transz z Krajowego Planu Odbudowy. Zwiększeniu ulegną zatem środki walutowe będące w posiadaniu Ministra Finansów, które mogą zostać wymienione bezpośrednio na rynku, tj. z wpływem na kurs EUR/PLN. Przestrzeń do aprecjacji złotego nie jest jednak obecnie zbyt duża i w naszej ocenie wygasa w okolicy 4,2648. Mimo, iż nadal czynniki lokalne uznajemy za dominujące, to sporo zależeć będzie w tym tygodniu od rynków globalnych tj. narracji Europejskiego Banku Centralnego oraz odczytu inflacji w USA. Choćby niewielkie nasilenie oczekiwań na cięcia stóp procentowych w strefie euro, czy Stanach Zjednoczonych sprzyjałoby zwiększeniu atrakcyjności polskiej waluty.
USD/PLN		Niewielka przestrzeń do umocnienia złotego sprawi, że decydujące dla kierunku notowań USD/PLN w tym tygodniu mogą okazać się zmiany rynku eurodolara. W tym kontekście najistotniejsze będą posiedzenia EBC i dane CPI z USA. Aspekty techniczne natomiast nie dają jednoznacznej oceny co do możliwego kierunku notowań. W naszej ocenie jednak rynek nabiera coraz większego przekonania o mniejszej skali cięć stóp procentowych w 2024 roku w USA co powinno sprzyjać umocnieniu dolara. Przełożeniem dla pary USD/PLN będzie naszym zdaniem powrót pary USD/PLN w okolice poziomu 4,00.
EUR/USD		Kurs EUR/USD w ostatnich dniach pozostaje zbliżony do 200-dniowej średniej ruchomej (1,0818) odchylając się o około cent. Widać wyraźnie, iż eurodolar pozostaje obecnie nieco bez pomysłu co do kierunku dalszych notowań. Pomocne w tym przypadku będą dwa wydarzenia zaplanowane na ten tydzień tj. posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego i dane inflacyjne z USA. Co prawda nie oczekujemy, by w czwartek doszło do zmian stóp procentowych, to tradycyjnie - w ostatnim czasie - interesująca będzie narracja bankierów centralnych a konkretnie potencjalne odniesienia co do terminu rozpoczęcia cyklu łagodzenia monetarnego. Pod kątem przyszłej polityki pieniężnej Fed oceniane będą dane CPI ze Stanów Zjednoczonych. Tu z kolei oczekuje się niewielkiego przyspieszenia dynamiki inflacji, co w połączeniu z piątkowym kolejnym solidnym raportem z rynku pracy USA może studzić rynkowe oczekiwania na cięcia stóp procentowych w drugiej połowie tego roku. Podsumowując uważamy, iż eurodolar może kierować się w tym tygodniu na nieco niższe poziomy. Sporo - jak wspomnieliśmy - zależeć będzie od m.in. danych inflacyjnych.

Rynek obligacji

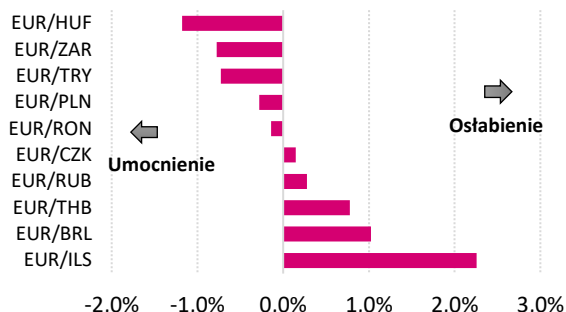
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)		Dochodowość polskiej 10-latki kontynuuje podróż na coraz to wyższe poziomy w ślad za ruchami rynków bazowych, ale i ograniczaniem części oczekiwań co do obniżek stóp procentowych w Polsce w tym roku. W naszej ocenie potencjał do wzrostu dochodowości skarbowych papierów wartościowych jest obecnie niewielki, choć ten tydzień - z uwagi na możliwe przetasowania na rynku Bunda, czy Treasuries - może przynieść podbicie zmienności. Widać jednak, że poziom 5,60% dla dochodowości 10-latki jest obecnie barierą trudną do skutecznego przekroczenia. Za najciekawsze wydarzenie krajowe najbliższych dni uznajemy śródowy przetarg sprzedaży długu, na którym Ministerstwo Finansów zaoferuje dług, którego podaż mieścić się będzie w przedziale od 5 do 9 mld PLN, co dodatkowo może wspierać utrzymywanie dochodowości na nieco wyższych poziomach. Uważamy, iż o kierunku zmian polskich obligacji w tym tygodniu mogą zadecydować sygnały ze strony Europejskiego Banku Centralnego, które kanałem rynków bazowych oddziaływać będą także na polski dług.
10Y DE (%)		To będzie tydzień zdominowany przez wynik posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego. Mimo, iż nie oczekujemy zmian stóp procentowych, to jakiegokolwiek wzmianki o możliwym zbliżaniu się do momentu cięcia kosztu pieniądza w strefie euro mogą przynieść nieco ulgi w trwającym na niemieckiej krzywej trendzie wzrostu dochodowości. Poza posiedzeniem EBC kalendarium może wspierać istotnych danych makroekonomicznych ze strefy euro jest ubogie i nie powinno decydować o losach niemieckiego Bunda.
10Y US (%)		Rynek pozostaje w fazie uwrażliwienia na dane, stąd po piątkowym solidnym odczycie z rynku pracy USA uwaga przekierowuje się w stronę publikacji inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych (środa). Potwierdzenie oczekiwań zakładających przyspieszenie rocznej dynamiki cen konsumenta w amerykańskiej gospodarce stanowiłoby dodatkowe paliwo do wzrostów dochodowości Treasuries. Tym bardziej, iż rynek wciąż pozostaje pod wrażeniem ubiegłotygodniowej wypowiedzi jednego z członków Fed o możliwym braku konieczności obniżek stóp procentowych w USA w tym roku (mimo, iż prezes J.Powell uznaje cięcia za scenariusz bazowy dla 2024 roku).

Wykresy rynkowe

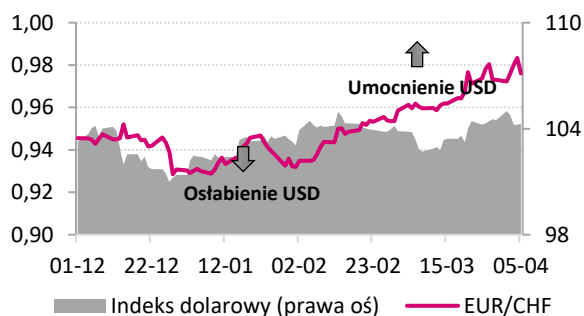
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



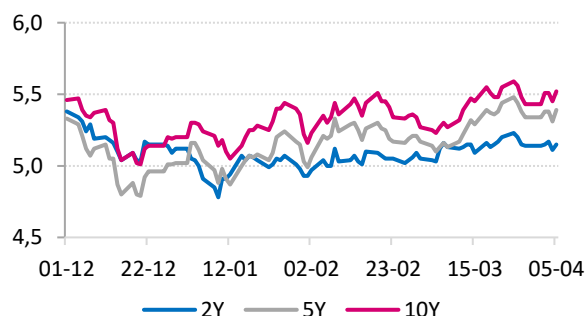
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



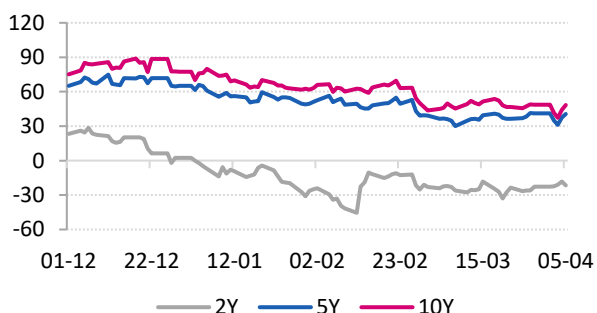
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



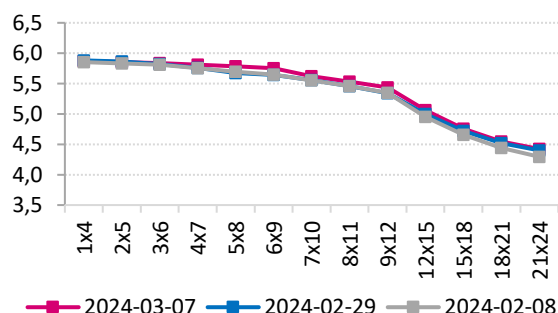
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



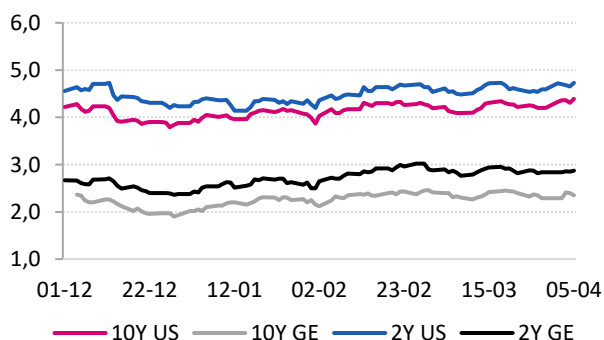
Krajowe stawki ASW [%]



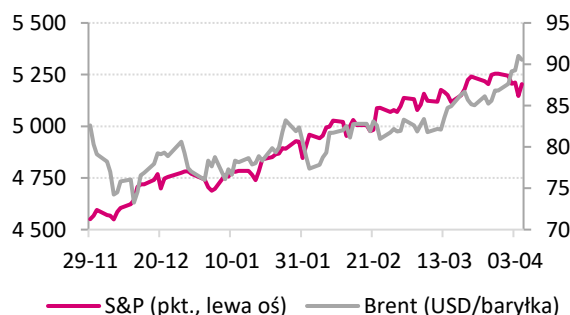
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 08 kwietnia					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Kwiecień	-10.5	-10.0	
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Marzec			
Wtorek 09 kwietnia					
Brak istotnych publikacji					
Środa 10 kwietnia					
Przetarg sprzedaży obligacji skarbowych	Polska	Kwiecień			
09:00 Inflacja CPI r/r	Czechy	Marzec	2.0%	1.9%	
14:00 Protokół z posiedzenia banku centralnego	Węgry	Marzec			
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Marzec	3.2%	3.4%	
14:30 Inflacja bazowa r/r	USA	Marzec	3.8%	3.7%	
20:00 Protokół z posiedzenia FOMC	USA	Marzec			
Czwartek 11 kwietnia					
14:15 Decyzja w sprawie stóp procentowych (st.depozytowa)	EZ	Kwiecień	4.00%	4.00%	4.00%
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Marzec	1.6%	2.3%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	05 kwietnia	221k	215k	
14:45 Konferencja po posiedzeniu EBC	EZ	Kwiecień			
Piątek 12 kwietnia					
14:00 Saldo rachunku obrotów bieżących (EUR)	Polska	Luty	1179m	780m	-60m
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan wst.	USA	Kwiecień	79.4	79.0	
Poniedziałek 15 kwietnia					
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Marzec	2.8%	1.9%	
11:00 Produkcja przemysłowa r/r WDA	EZ	Marzec	-6.7%		
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Marzec	0.6%		

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.