

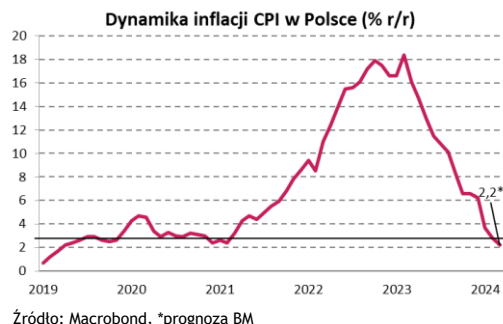
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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



Na koniec miesiąca GUS przedstawi wstępny odczyt inflacji CPI za marzec. W naszej ocenie roczna dynamika cen obniżyła się do 2,2% a więc poniżej celu NBP. Jest to jednak ruch przejściowy a trwały powrót inflacji, szczególnie inflacji bazowej, do celu NBP pozostaje odległą perspektywą. Z tego też powodu większość członków RPP nadal optuje za stabilizacją stóp procentowych.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Inflacja w marcu poniżej środka celu inflacyjnego?

W piątek Główny Urząd Statystyczny opublikuje szybki szacunek inflacji za marzec. Według nas wskaźnik CPI obniżył się w marcu do 2,2% r/r z 2,8% r/r w lutym, tj. do poziomu najniższego od niemal pięciu lat. Szybkiej dezinflacji sprzyjają korzystne tendencje na rynkach surowców. Wyhamowuje bowiem inflacja cen żywności, a w przypadku cen nośników energii i paliw utrzymuje się deflacja. Obniża się też inflacja bazowa, jednak pozostaje ona znacznie powyżej ogólnego wskaźnika CPI. Miesięczne wzrosty inflacji bazowej, choć niższe niż rok temu, wciąż przekraczają średnie wieloletnie. Wysoką uporczywość widać szczególnie w cenach usług i w warunkach wysokich kosztów pracy oraz energii, trudno oczekiwać szybkiego odwrócenia tych tendencji. Powrót inflacji do celu NBP jest przejściowy i inflacja CPI nieznacznie wzrośnie już w kwietniu, ze względu na przywrócenie 5% stawki VAT na podstawową żywność. Wyraźniejszy wzrost inflacji nastąpi natomiast w II poł. roku, ze względu na wycofanie się z zamrożenia cen energii. Trwały powrót inflacji, szczególnie inflacji bazowej, do celu NBP pozostaje odległą perspektywą. Z tego też powodu publikowane w tym tygodniu dane nie wpłyną na oczekiwania co do perspektyw polityki pieniężnej. RPP będzie w najbliższych miesiącach utrzymywać stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

Kolejne dane z USA w cieniu ostatniej decyzji Fed

W ub. tygodniu amerykańska Rezerwa Federalna zgodnie z oczekiwaniami utrzymała przedział dla podstawowej stopy procentowej na poziomie 5,25-5,50%. Komunikat, ani konferencja przewodniczącego J.Powella nie dostarczyły przełomowych informacji dla perspektywy stóp proc. w USA, co jednak było spodziewane. Najważniejsze wnioski z marcowego posiedzenia Rezerwy Federalnej dotyczą wykresu dot-plot przedstawiającego oczekiwania członków Fed co do poziomu stóp procentowych. Mediana tych oczekiwań wskazuje, podobnie jak w grudniu ub. roku, na 3 cięcia stóp o 25 pkt baz. w 2024. Również na 2025 i 2026 r. członkowie Fed spodziewają się (średnio) trzech obniżek o 25 pkt baz. Obecnie rynki finansowe wyceniają pierwszą obniżkę stóp procentowych w czerwcu i 3-4 obniżki o 25 pkt baz do końca roku. Nie sądzimy, aby na oczekiwania te miały wpływ dane, które opublikowane zostaną w tym tygodniu. We wtorek poznamy dane o nowych zamówieniach w przemyśle oraz indeks nastrojów konsumenckich według Conference Board. Dane powinny potwierdzić nadal słaby popyt na dobra kapitałowe oraz stabilne nastroje gospodarstw domowych. W piątek natomiast opublikowany zostanie raport o dochodach i wydatkach Amerykanów, który obejmował będzie prawdopodobnie najważniejsze dane tego tygodnia z rynków bazowych: tj. inflację PCE w lutym, tj. preferowaną przez Fed miarę dynamiki cen konsumenta. Według konsensusu prognoz ustabilizowała się ona na 2,4% r/r, a wskaźnik bazowy na 2,8% r/r. Dane przewyższają cel inflacyjny Fed i powinny być zgodne z stabilizacją stóp procentowych Fed w najbliższych miesiącach.

Lepszy koniec 1Q 2024 w strefie euro?

Ubiegły tydzień to był czas publikacji wskaźników koniunktury za marzec ze strefy euro, w tym z Niemiec. Poznaliśmy indeksy PMI, a dla Niemiec także wskaźniki ZEW i Ifo. Głównym wnioskiem płynącym z danych było pogłębienie słabości przemysłu i poprawiająca się aktywność w usługach. Koniunktura pozostaje zróżnicowana między gospodarkami, aczkolwiek dobrą informacją jest wzrost wskaźników Zew i Ifo, który pokazuje, że Niemcy nie pogłębiają już dołka koniunktury. W tym tygodniu wnioski te powinny potwierdzić wskaźniki koniunktury Komisji Europejskiej. Główny wskaźnik tj. indeks nastrojów w gospodarce wzrosnąć ma w marcu do 96,1 pkt z 95,4 pkt w lutym.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3096	0,7%
USD/PLN	3,9836	1,7%
CHF/PLN	4,4346	-0,6%
EUR/USD	1,0818	-1,0%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,28	20
5Y	5,43	26
10Y	5,55	24

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,54	14
5Y	5,06	24
10Y	5,11	26

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,33	5
US 10Y	4,21	14

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	80992,6	1,0
S&P 500	5234,2	2,3
Nikkei 225	40414,1	4,4

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

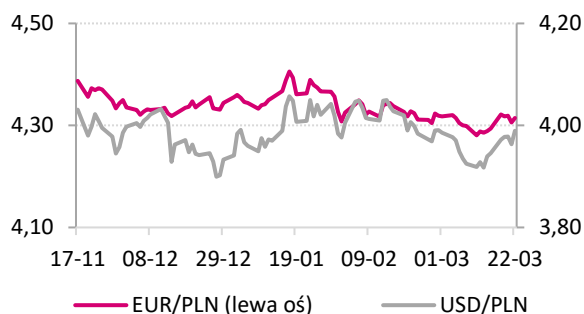
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN		Fakt, iż od strony kalendarium rozpoczynający się tydzień nie zawiera zbyt wielu interesujących pozycji nie oznacza, że kurs EUR/PLN zdecyduje się na trend boczny. W naszej ocenie w obliczu malejącej roli czynników fundamentalnych koniec marca zdominują aspekty techniczne. Te zaś pozostają sprzyjające wycenie złotego. Okolice 4,32 stanowią bowiem silne poziomy wsparcia w trwającym od połowy stycznia trendzie zniżkowym EUR/PLN. Uważamy zatem, iż najbliższe dni przyniosą próby zejścia w okolice 4,30 z chwilowymi epizodami poniżej tego poziomu. Zakres opisywanych zmian nie jest znaczący, ale wpływ na ograniczony potencjał do ruchu będzie mieć także fakt, iż dla rynków rozwiniętych bieżący tydzień pracy jest skrócony (Wielki Piątek). Lokalnie wydarzeniem tygodnia będzie publikacja danych inflacyjnych, które mogą pokazać, że w marcu inflacja znalazła się nawet poniżej celu NBP (2,5% r/r). Znając jednak bieżącą narrację większości członków Rady Polityki Pieniężnej (optowanie za stabilizacją stóp procentowych) nie liczymy na jakiegokolwiek ruchy rynkowe wynikające z przejściowego opanowania inflacji. Podobnie jak ze sporu na linii rząd - prezes NBP. Postawienie A.Glapińskiego przed Trybunałem Stanu wciąż nie zyskało zgody wszystkich koalicjantów. Podsumowując, mimo kilku krajowych akcentów uważamy, iż w najbliższych dniach złoty umocni się nieznacznie i głównie dzięki wskazaniom analizy technicznej. Ryzykiem dla umocnienia walut tej części regionu pozostaje możliwość kontynuacji umocnienia dolara na międzynarodowych rynkach finansowych.
USD/PLN		Nasze ubiegłotygodniowe wskazania o możliwości kilkugroszowego osłabienia złotego do dolara i ataku na poziom 4,00 zrealizowały się w 100%. Obecnie natomiast zakładamy, iż kurs USD/PLN oddali się nieco od opisywanego poziomu jako wypadkowa ciut mocniejszego złotego, ale i nieco słabszego dolara. Za docelowy poziom przyjmujemy 3,9568 z opcją jego naruszenia w zależności od nastrojów rynkowych.
EUR/USD		Mimo, iż kurs EUR/USD naruszył 200-dniową średnią ruchomą, tj. 1,0818 i otworzył sobie przestrzeń do dalszej zniżki, to podobnie uczynił pod koniec lutego i okazało się to fałszywym technicznie sygnałem. Niewykluczone, iż analogicznie będzie i tym razem, tj. wraz z naruszeniem bariery kurs EUR/USD zacznie spadać (wbrew części sygnałów analizy technicznej). Tym bardziej, iż na gruncie fundamentalnym uważamy, iż - w krótkim okresie - potencjał do aprecjacji dolara jest nieco wyczerpany. Z kolei zaplanowane na ten - krótszy - tydzień pracy publikacje po stronie amerykańskiej niekoniecznie muszą wpływać na dolara. Wszak jesteśmy świeżo po posiedzeniu Rezerwy Federalnej, na którym poznaliśmy m.in. najnowsze prognozy makroekonomiczne. Przed nami dość interesujący tydzień. Mimo, iż oczekujemy wzrostu eurodolara, to nasza prognoza - z uwagi na wspomniane niejasne wskazania techniczne - obarczona jest większym niż zazwyczaj ryzykiem.

Rynek obligacji

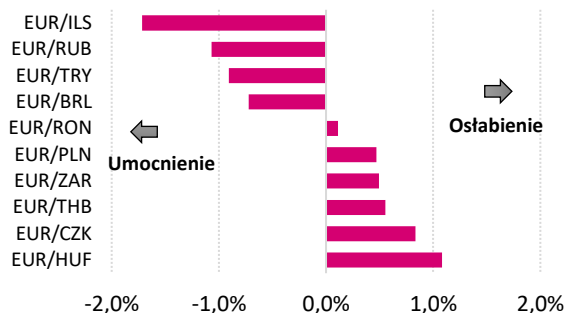
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)		Dochodowość polskiej 10-latki wspięła się do 5,56% w ślad za ruchami rynków bazowych, ale i ograniczaniem części oczekiwań co do obniżek stóp procentowych w Polsce w tym roku. W naszej ocenie potencjał do wzrostu dochodowości skarbowych papierów wartościowych jest obecnie niewielki. Uważamy, iż ten tydzień będzie czasem uspokojenia wyceny obligacji. Wydarzeniem tygodnia bez wątpienia będzie jutrzejszy przetarg sprzedaży obligacji, na którym Ministerstwo Finansów zaoferuje obligacje o łącznej wartości 5-7 mld PLN w postaci serii OK0426, PS0729, WZ1129, DS1030 i DS1033. Efekt sprawnego finansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych (przekraczający obecnie 50%) uwidoczni się prawdopodobnie na koniec marca w obliczu planu podaży. Zakładamy, iż ten na 2Q będzie skromniejszy niż dla pierwszych trzech miesięcy tego roku, co wesprze spadek dochodowości w kwietniu. Mimo, iż odczyt inflacji CPI za marzec (publikowany również na koniec miesiąca) powinien pokazać inflację w celu NBP lub nawet poniżej, to wpływ danej będzie niewielki.
10Y DE (%)		Ubogie kalendarium wydarzeń makro ze strefy euro w połączeniu z krótszym tygodniem pracy na rozwiniętych rynkach wspiera naszą ocenę, iż najbliższe dni przyniosą stabilizację dochodowości 10-latki niemieckiej wokół poziomu 2,35%. Powrotu zmienności oczekujemy wraz z kwietniem, gdy wrażliwość na publikacje makroekonomiczne wzrośnie z uwagi na fakt, iż inwestorzy na ich podstawie będą próbowali oszacować możliwy termin rozpoczęcia cyklu łagodzenia monetarnego w wykonaniu Europejskiego Banku Centralnego.
10Y US (%)		Bez wątpienia posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej (z uwagi na najnowszy zestaw prognoz makroekonomicznych, ale i dot-plot) był najważniejszym wydarzeniem ubiegłego tygodnia dla rynku Treasuries. Jego implikacje rozciągnięte będą jednak - w naszej ocenie - także na najbliższe dni. Uważamy bowiem, iż wpływ m.in. danych o inflacji PCE jaka jest zaplanowana na ten tydzień będzie niewielka zważywszy na fakt, iż Fed dopiero co przedstawił swoje prognozy. Uważamy, iż ten tydzień będzie czasem stabilizacji wyceny amerykańskiego długu.

Wykresy rynkowe

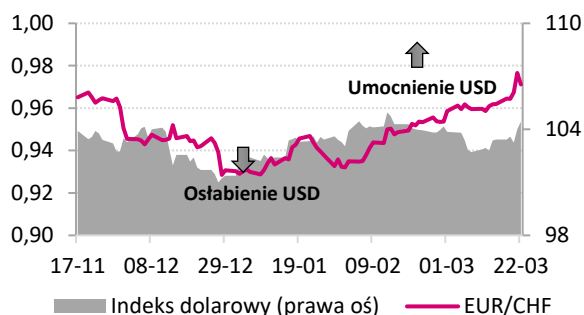
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



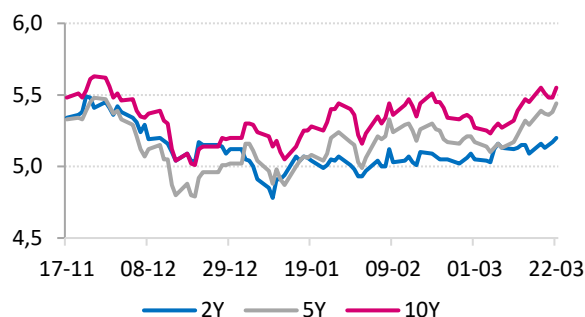
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



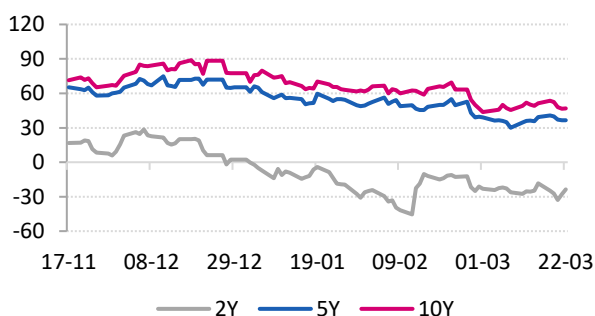
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



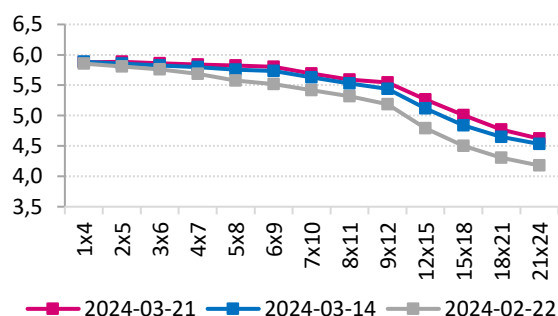
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



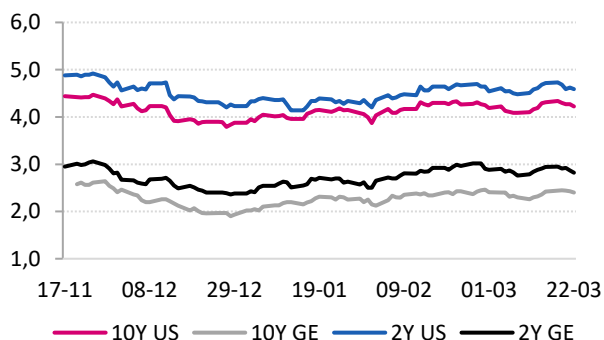
Krajowe stawki ASW [%]



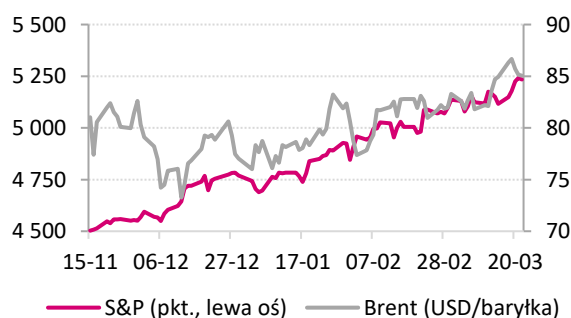
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 25 marca					
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Luty	5.4%	5.5%	5.5%
15:00 Sprzedaż nowych domów	USA	Luty	661k	675k	
Wtorek 26 marca					
Przetarg obligacji	Polska	Marzec			
13:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m	USA	Luty	-6.2%	1.1%	
14:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Marzec	9.00%	8.25%	
15:00 Indeks Conference Board	USA	Marzec	106.7	106.9	
Środa 27 marca					
11:00 Koniunktura gospodarcza	EZ	Marzec	95.4	96.1	
Czwartek 28 marca					
09:55 Stopa bezrobocia	Niemcy	Marzec	5.9%		
13:30 PKB fin.	USA	4Q	4.9%	3.2%	
13:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	22 marca	210k	214k	
15:00 Raport uniwersytetu Michigan fin.	USA	Marzec	76.9	76.5	
15:00 Oczekiwania inflacyjne długoterminowe fin.	USA	Marzec	2.9	2.9	
Piątek 29 marca					
Dzień wolny od pracy	USA/UK				
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Marzec	2.8%	2.4%	
13:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Luty	1.0%	0.4%	
13:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Luty	0.2%	0.5%	
13:30 Inflacja PCE r/r	USA	Luty	2.4%	2.4%	
Poniedziałek 01 kwietnia					
Dzień wolny od pracy	Polska				

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.