

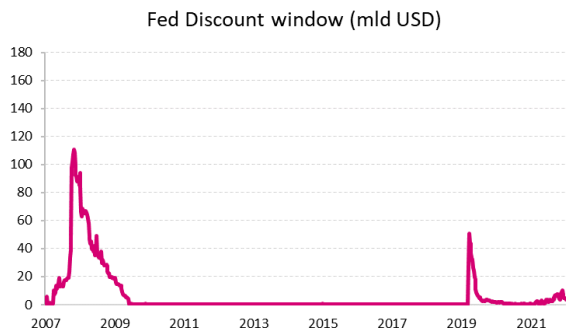
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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: Federal Reserve

Wartość krótkoterminowych pożyczek płynnościowych z Fed silnie wzrosła, jako konsekwencja niedawnych upadłości banków komercyjnych w USA destabilizujących tamtejszy sektor bankowy. Jest to jednocześnie potencjalny czynnik mogący wpłynąć na decyzje Fed, który walczy z uporczywie wysoką inflacją. W środę Rezerwa Federalna podejmie decyzję dotyczącą stóp procentowych.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Czy Fed będzie kontynuował podwyżki stóp procentowych?

W tym tygodniu kluczowym wydarzeniem będzie posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej zaplanowane na 21-22 marca, które odbędzie się po zawirowaniach w ostatnich dniach w tamtejszym sektorze bankowym. Wpłynęły one na perspektywy polityki pieniężnej. Jeszcze we wtorek 7 marca przewodniczący Fed J.Powell w swoim wystąpieniu w Senacie dopuszczał możliwość przyspieszenia tempa podwyżek stóp procentowych z powodu wysokiej inflacji, w tym inflacji bazowej i bardzo ciasnego rynku pracy (w styczniu stopa bezrobocia była najniższa od 1969 r.). Rynki finansowe przypisywały wtedy niemal 70-cio procentowe prawdopodobieństwo podwyżce o 0,50 pkt proc. na posiedzeniu w tym tygodniu do przedziału 5,00-5,25%, oraz rozpoczynano dyskusję o możliwości dojścia stóp do 6,00%. Upadek banków w USA i znaczny wzrost niepewności co do kondycji sektora bankowego zmienił te oczekiwania. Obecnie rynki przypisują największe prawdopodobieństwo podwyżce o 0,25 pkt proc. W naszej ocenie taka decyzja oznaczałaby próbę utrzymania wiarygodności Fed oraz sygnalizowała ograniczone obawy o sektor bankowy. Nie można wykluczyć jednak, że Fed zdecyduje się zrobić przerwę w cyklu, aby dać sobie czas na lepszą ocenę ostatnich wydarzeń. W naszej ocenie zwyczajka o 0,50 pkt proc. nie jest prawdopodobna, zważywszy na niemal pewne zaostrzenie warunków kredytowych w amerykańskich bankach, co oddziałuje na gospodarkę jak podwyżki stóp. Biorąc pod uwagę fundamenty gospodarcze, retoryka Fed najpewniej jednak nie ulegnie radykalnej zmianie, koncentrując się bardziej na ostrożności w dalszych krokach.

Kolejne dane z krajowej gospodarki

We wtorek opublikowane zostaną kolejne dane za luty z krajowej gospodarki. Poznamy bowiem dane o sprzedaży detalicznej oraz produkcji budowlano-montażowej, które powinny przynieść obniżenie się dynamik rocznych względem poprzedniego miesiąca do odpowiednio -0,9% r/r oraz +0,5% r/r. Dane te, w połączeniu z opublikowanymi dziś wynikami przemysłu, będą wpisywać się w obraz osłabienia wzrostu w 1Q br., na co wpływ ma wysoka baza odniesienia sprzed roku, a także wysoka inflacja i restrykcyjna polityka pieniężna. Gospodarka hamuje, jednak zagregowany popyt utrzymuje się na poziomie, który pozostawia przestrzeń do przerzucania przez firmy rosnących kosztów produkcji na ceny detalicznej. W takich uwarunkowaniach RPP powinna utrzymywać restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej.

W tym tygodniu wstępne odczyty indeksów PMI dla strefy euro i USA

Na koniec tygodnia poznamy wstępne dane PMI dla przemysłu i usług w strefie euro. Według konsensusu prognoz marzec nie przyniesie znaczących zmian w ocenie koniunktury względem lutego. Oczekuje się bowiem utrzymania wskaźnika dla przemysłu poniżej neutralnego poziomu 50 pkt., a dla usług powyżej tej granicy. Bardziej interesująco zapowiadają się odczyty PMI dla Stanów Zjednoczonych, które zapewne w części uwzględnią okres po upadku banków. Przypomnijmy, że w lutym indeks dla usług po raz pierwszy od 7 miesięcy powrócił powyżej poziomu 50 pkt.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,7005	0,1%
USD/PLN	4,3956	-0,1%
CHF/PLN	4,7392	-1,7%
EUR/USD	1,0698	0,2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	6,86	-2
WIBOR 3M	6,90	-2

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,82	-13
5Y	5,83	-15
10Y	5,92	-8

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	6,01	-11
5Y	5,25	-11
10Y	5,23	-5




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,04	-16
US 10Y	3,36	-10

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	55734,0	-4,2
S&P 500	3916,6	1,4
Nikkei 225	26945,7	-3,2




Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

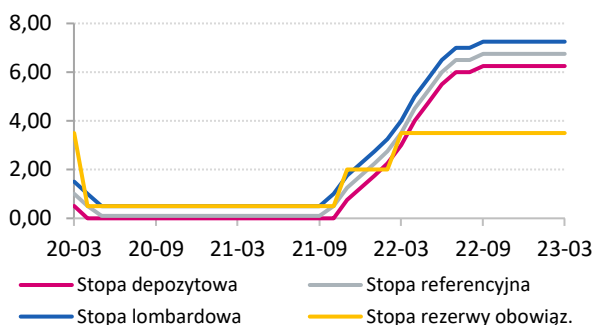
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Mimo, iż kurs EUR/PLN od początku marca porusza się w trendzie bocznym (4,6624 - 4,7140) to w świetle napływających informacji i utrzymywania się awersji do ryzyka z uwagi na zawirowania w globalnym sektorze bankowym rośnie w naszej ocenie prawdopodobieństwo wybicia górą. Warto zauważyć, iż złoty w ostatnim tygodniu radził sobie nadszpiewanie dobrze, pozytywnie wyróżniając się w swej stabilności na tle przecenianych walut regionu. Nie uważamy natomiast, by w obliczu utrzymywania nerwowości taka sytuacja mogłaby być kontynuowana. Wiele zależeć będzie od wyniku posiedzenia Rezerwy Federalnej, który obarczony jest podwyższoną niepewnością. Decyzja Fed kanałem rynków światowych przekładać się będzie natomiast na zmiany koszyka walut Europy Środkowo-Wschodniej. Wydarzenia krajowe, z których część jest już za nami (dane o produkcji przemysłowej i rynku pracy) nie będą w istotny sposób wpływać na losy polskiej waluty. Tym bardziej, iż jak przypomnieliśmy dzisiaj jedna z członkiń Rady Polityki Pieniężnej droga, podwyżek kosztu pieniądza nie jest zamknięta a dyskusja o obniżkach stóp procentowych nastąpi najwcześniej jesienią.
USD/PLN 	Uważamy, iż zawirowania amerykańskiego sektora bankowego nadal przekładać się będą na klasyczną awersję do ryzyka tj. umocnienie dolara i lekką presję w kierunku przeceny złotego. Co prawda nie oczekujemy, by w świetle napływających obecnie informacji zmiany te mogły być duże, ale sytuacja pozostaje dynamiczna. Podtrzymujemy nasz scenariusz, w którym kurs USD/PLN kierować się może w stronę poziomu 4,45.
EUR/USD 	Rynek finansowy pozostaje zdominowany przez perturbacje globalnego sektora bankowego, w tym przejście Credit Suisse przez bank UBS. W tym kontekście interesująco zapowiadają się wystąpienia m.in. prezeski Europejskiego Banku Centralnego (dziś), ale i prezesa europejskiego nadzoru bankowego (wtorek). Ten tydzień to jednak przede wszystkim posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej, którego wynik obarczony jest wysoką niepewnością. Na początku marca prezes Fed wyraźnie zaostrzył narrację sugerując możliwe zwiększenie skali cyklu zacieśniania monetarnego. Od tego czasu jednak upadłość banków komercyjnych w USA prawdopodobnie pokrzyżowała te plany. Rynek pozostaje podzielony w swoich oczekiwaniach co do decyzji Fed, co już samo w sobie stanowić będzie źródło zmienności. Niezwykle istotna będzie natomiast konferencja prasowa J.Powella podsumowująca marcowe posiedzenie Rezerwy Federalnej. Od retoryki prezesa Fed zależeć będą w naszej ocenie krótkoterminowe perspektywy eurodolara. Uważamy, iż stopy procentowe w USA zostaną w środę podniesione o 25 pkt. baz., co powinno nieco wesprzeć dolara, ale jak wspomnieliśmy to od wypowiedzi prezesa Fed co do perspektyw polityki pieniężnej zależeć będzie, czy amerykańska waluta finalnie zyska na wartości.

Rynek obligacji

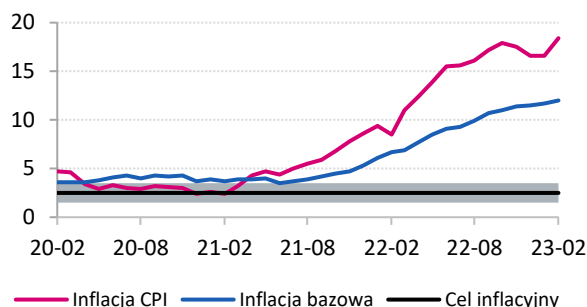
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	W naszej ocenie przed nami stabilizacja wyceny 10-letniego długu skarbowego Polski. Mimo, iż rynki bazowe mierzą się z podwyższoną zmiennością wynikającą z napiętej sytuacji w europejskim i amerykańskim sektorze bankowym, to w przypadku krajowego długu istotną rolę odgrywają czynniki lokalne. Strategia wait-and-see realizowana przez Radę Polityki Pieniężnej i dążenie do obniżek stóp procentowych przez prezesa Narodowego Banku Polskiego sprzyja utrzymywaniu dochodowości na relatywnie niskich poziomach. Tym bardziej, iż w obecnych uwarunkowaniach oczekiwania luzowania monetarnego padają na dość podatny grunt. Ponadto wysoki stopień finansowania potrzeb pożyczkowych dość skutecznie utrzymuje dochodowość poniżej bariery 6,0%. Nie uważamy jednak, by tendencje te miały się pogłębiać, stąd przestrzeni do dalszego spadku rentowności w krótkim terminie nie widać. Podobnie jak i argumentów mogących trwale windować dochodowość wyraźnie powyżej bariery 6,20%. Wyprzedaż z tytułu wzrostu awersji do ryzyka jest możliwa kanałem inwestorów zagranicznych jednak należy pamiętać, iż ich udział w SPW został jakiś czas temu mocno ograniczony.
10Y DE (%) 	Mimo, iż ubiegłotygodniowe posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego przyniosło kolejną solidną podwyżkę stóp procentowych, to jednak rynek w ostatnim czasie stracił część wiary w agresję bieżącego cyklu zacieśniania monetarnego. W efekcie rentowność Bunda kieruje się na południe, tym bardziej, iż nerwowość towarzysząca przejściu Credit Suisse przez UBS nie ustępuje, a sytuacja pozostaje napięta. Tradycyjnie zatem awersja do ryzyka premiuje wycenę niemieckiego długu, co prawdopodobnie będziemy obserwować także i w tym tygodniu.
10Y US (%) 	Rynkową konsekwencją perturbacji w amerykańskim sektorze bankowym jest gwałtowny spadek dochodowości obligacji USA jako konsekwencja drastycznie topniejących oczekiwań co do docelowego poziomu stopy procentowej Fed. W naszej ocenie takie zachowanie może być krótkotrwałe (o ile nie napłyną nowe negatywne informacje), a rentowności po zawirowaniach mogą powrócić do co najmniej czasowych wyższek. Uważamy bowiem, iż Fed nie zdecyduje się na pauzę w cyklu, a będzie kontynuował poprzez wzrost stóp procentowych walkę z uporczywie wysoką inflacją.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

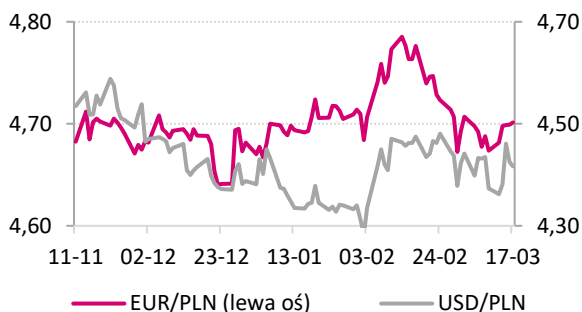


Gabriela Masłowska (20.03.2023)	Widzimy kilka głównych zagrożeń pod kątem potencjalnie wyższej ścieżki inflacji, niż pokazuje marcowa projekcja i ich ewentualna materializacja mogłaby skłonić Radę do wznowienia cyklu podwyżek stóp. Jest szansa na pierwszą obniżkę stóp jeszcze w tym roku, ale nie ma takiej pewności. Chciałabym, żebyśmy jak najszybciej mogli rozpocząć dyskusję o obniżkach stóp, bo zależy mi na tym, żeby ulżyć kredytobiorcom i nie hamować wzrostu gospodarczego.
Ludwik Kotecki (16.03.2023)	Jeżeli chcielibyśmy wierzyć w projekcję analityków NBP to dziś nie ma warunków do obniżenia stóp procentowych, dopóki nie będzie kolejnych projekcji, które pokażą, że takie warunki są. Dziś nie ma warunków aż do końca tego okresu projekcji, czyli do końca 2025 r., bo ciągle nie dochodzimy do celu inflacyjnego. Dopiero zejście do tego celu może nam pozwolić myśleć, żeby te stopy zacząć obniżać. Na razie zejścia do tego celu nie ma i w związku z tym tej dyskusji w Radzie Polityki Pieniężnej nie ma, o tym, żeby luzować politykę monetarną.
Adam Glapiński (15.02.2023)	Pomimo spodziewanego spadku inflacji nie ogłaszamy jednak zakończenia cyklu podwyżek stóp. Niepewność jest dziś zbyt duża. Niemniej jednak biorąc pod uwagę wyniki projekcji inflacji można powiedzieć, że kolejne podwyżki stają się coraz mniej prawdopodobne. Jednocześnie jest jeszcze zbyt wcześnie, aby zacząć dyskusję o ewentualnych obniżkach stóp procentowych. Musimy mieć pewność, że inflacja będzie trwale spadała w kierunku celu inflacyjnego. Natomiast w świetle tego, co wiemy dzisiaj, obecny poziom stóp procentowych NBP należy ocenić jako właściwy.
Joanna Tyrowicz (10.03.2023)	Ja nie uważam, że 7 proc. wystarczy do sprowadzenia inflacji do celu w horyzoncie zapewniającym utrzymanie wiarygodności polityki pieniężnej. Jeżeli może się zahaczmy o górny punkt dopuszczalnego odchylenia od celu inflacyjnego, to gdzieś w II połowie 2025, przy zachowaniu stóp niezmiennych 6,75 proc. (...) Czy taka projekcja daje uzasadnienie na poziomie niezmiennym? W mojej ocenie - nie daje. W tym momencie (...) uważam za nieodpowiedzialne dyskusje o obniżaniu stóp procentowych. (...) Dyskusje o obniżce stóp procentowych na dzisiaj, bym powiedziała do końca 2025 r., uważam za nieodpowiedzialne.
Henryk Wnorowski (10.03.2023)	Moim zdaniem proces spadku inflacji bazowej przyspieszy. Myślę, że za kilka miesięcy będzie ona spadała w tym samym tempie jak CPI.
Przemysław Litwiniuk (10.03.2023)	Dzisiaj będzie prezentowana projekcja NBP, projekcja marcowa (...) oparta na jednym kluczowym założeniu. To założenie polega na tym, że stopy procentowe pozostaną w horyzoncie projekcji na niezmiennym poziomie, czyli 6,75 proc. dla stopy referencyjnej. Więc jakiegokolwiek myślenie, że (...) na jesieni zaistnieją warunki do poluzowania polityki pieniężnej, w szczególności do obniżenia stóp procentowanych, byłoby sprzeczne z założeniami zaprezentowanej dzisiaj projekcji.
Cezary Kochalski (17.02.2023)	Dane, które mamy w tej chwili nie wskazują na możliwość obniżek stóp procentowych. Uważam za słuszne, że Rada dotychczas dyskusję na temat ewentualnych obniżek stóp procentowych uznawała za zbyt wczesną, nie wskazywała konkretnych punktów, przy których mogłaby to rozważać. Osobiście nie mam wątpliwości, że Rada działa w sposób wyważony i nie przeoczy momentu na dyskusję o takim scenariuszu; póki co - jest zbyt wcześnie.
Ireneusz Dąbrowski (20.01.2023) (12.01.2023)	Czeka nas wydaje się silne hamowanie inflacji. W związku z tym jednocyfrowa inflacja na koniec roku jest bardzo prawdopodobna. Moim zdaniem na przełomie roku może pojawić się przestrzeń do obniżki stóp procentowych, jest duże prawdopodobieństwo tego.
Iwona Duda (20.01.2023)	To wciąż podbija popytowy komponent inflacji, który odpowiada za 2/3 jej całości. Rada może oddziaływać tylko na komponent popytowy inflacji, czyli na 1/3 całej inflacji konsumenckiej. Rozważania na temat obniżek stóp procentowych moim zdaniem są przedwczesne.
Wiesław Janczyk (2.12.2022)	Obecny poziom stóp wydaje się właściwy przy informacjach jakie posiadamy dzisiaj. Co do przyszłych decyzji, to - jak dotychczas - będę analizować napływające dane i dostosowywać do nich moje preferencje w zakresie stóp.

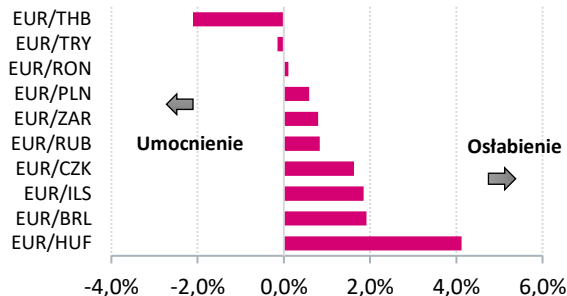
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

Wykresy rynkowe

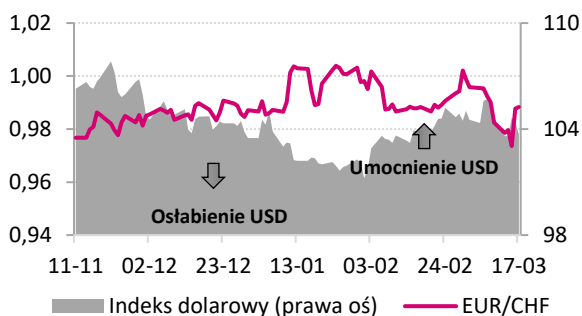
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



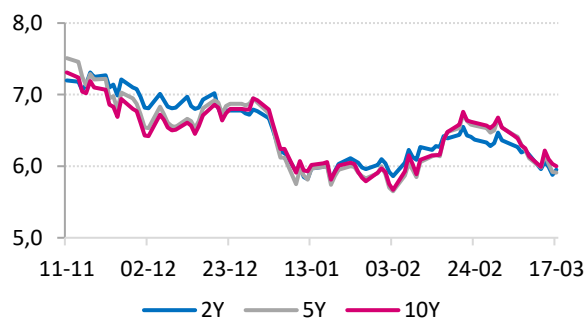
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



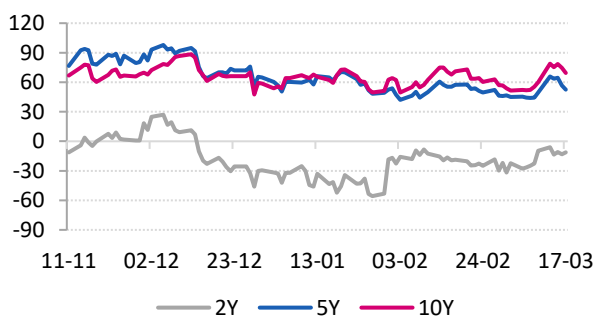
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



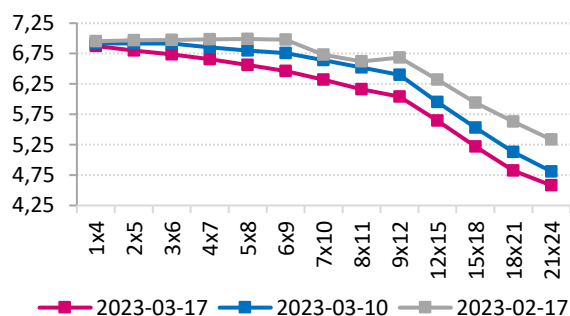
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



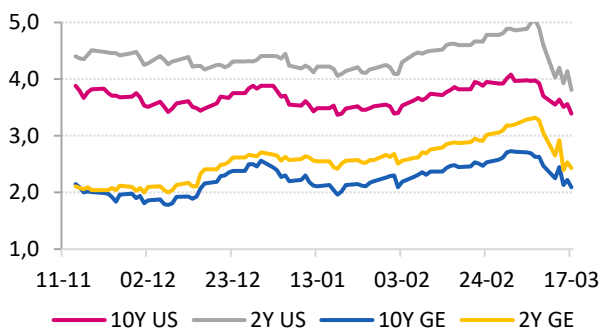
Krajowe stawki ASW [%]



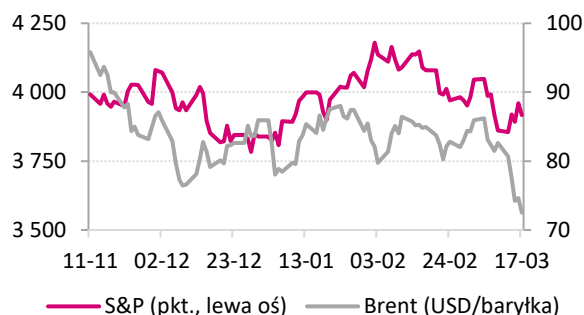
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, Refinitiv

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 20 marca					
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Luty	18.5%	17.8%	18.7%
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Luty	2.6%	1.1%	-0.2%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Luty	1.1%	1.0%	0.9%
10:00 Wynagrodzenie r/r	Polska	Luty	13.5%	12.0%	12.5%
Wtorek 21 marca					
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Luty	-0.3%	-1.4%	-0.9%
10:00 Produkcja bud-montaż. r/r	Polska	Luty	2.4%	1.2%	0.5%
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Luty	28.1	16.5	
15:00 Sprzedaż domów na rynku wtórnym	Luty	USA	4.0m	4.17m	
Środa 22 marca					
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Luty	Polska	6.9%	6.5%	6.0%
19:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Marzec	USA	4.50-4.75%	4.75-5.00%	
Czwartek 23 marca					
09:30 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Marzec	Szwajcaria	2.75%	3.00%	
10:00 Stopa bezrobocia	Luty	Polska	5.5%	5.5%	5.5%
13:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Marzec	UK	4.00%	4.25%	
13:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	17 marca	192k	195k	
Piątek 24 marca					
Decyzja Moody's ws. ratingu	Polska	Marzec			
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Marzec	46.3	47.0	
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Marzec	50.9	51.0	
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Marzec	48.5	49.0	
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Marzec	52.7	52.5	
13:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m	USA	Luty	0.8%	0.2%	
14:45 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Marzec	47.3	47.6	
14:45 Wstępny PMI w usługach	USA	Marzec	50.6	50.8	
Poniedziałek 27 marca					
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Marzec	91.1		

Dane i prognozy

		2021	2022	2023	Q421	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
PKB	% r/r	6.8	4.9	0.7	8.5	8.6	5.8	3.6	2.0	-2.0	0.7	1.1	2.0
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.8	5.2	5.9	5.8	5.8	5.2	5.1	5.2	5.5	5.6	5.7	5.9
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	5.1	14.3	12.8	7.7	9.6	13.9	16.3	17.3	17.2	13.5	11.6	8.8
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	70.8	98.8	78.3	79.6	97.6	111.5	97.4	88.5	80.2	78.6	77.4	76.9
Stopa referencyjna	%, k.o.	1.75	6.75	6.75	1.75	3.50	6.00	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75
WIBOR 1M	%, k.o.	2.23	6.93	6.80	2.23	4.12	6.59	7.11	6.93	6.80	6.80	6.80	6.80
WIBOR 3M	%, k.o.	2.54	7.02	6.85	2.54	4.77	7.05	7.21	7.02	7.00	6.95	6.90	6.85
WIBOR 6M	%, k.o.	2.84	7.14	6.75	2.84	5.05	7.35	7.41	7.14	7.00	6.90	6.80	6.75
EUR/PLN	k.o.	4.60	4.69	4.60	4.60	4.65	4.68	4.87	4.69	4.68	4.65	4.62	4.60
USD/PLN	k.o.	4.06	4.40	4.23	4.06	4.18	4.48	4.95	4.40	4.40	4.35	4.28	4.23
EUR/USD	k.o.	1.14	1.07	1.09	1.14	1.11	1.05	0.98	1.07	1.06	1.07	1.08	1.09
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0.57	2.13	3.10	-0.57	-0.46	-0.20	1.17	2.13	3.00	3.10	3.10	3.10
LIBOR 3M USD	%, k.o.	0.21	4.77	4.25	0.21	0.96	2.29	3.75	4.77	5.00	4.95	4.70	4.25

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium, śr.o. - średnio w okresie, k.o. - na koniec okresu
 Źródło: GUS, NBP, Refinitiv, 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.