

# Makro i rynek

komentarz tygodniowy

3 kwietnia 2023

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński

Ekonomista

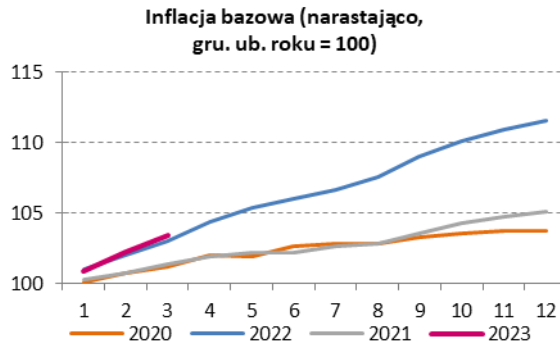
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

## Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond

Szybki odczyt inflacji za marzec wskazał na uporczywość inflacji i wciąż wysoką presję cenową. Co prawda ogólny wskaźnik CPI obniżył się ze względu na czynniki statystyczne, to inflacja bazowa wciąż rośnie, a skumulowany jej wzrost od początku tego roku jest silniejszy niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. W takich uwarunkowaniach Rada Polityki Pieniężnej powinna utrzymać restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej.

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### RPP utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie

W tym tygodniu zbiera się Rada Polityki Pieniężnej. Decyzja odnośnie parametrów polityki pieniężnej ogłoszona będzie w środę po południu. Oczekujemy utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie i taki też jest konsensus rynkowy. Stopa referencyjna kolejny miesiąc pozostanie zatem na poziomie 6,75%. Decyzja RPP nie powinna stanowić zaskoczenia w obliczu dotychczasowej komunikacji Rady. Uwaga rynków i analityków kierować się będzie w stronę komunikatu, a także konferencji prasowej prezesa Narodowego Banku Polskiego A. Głapińskiego. Nie spodziewamy się istotnej zmiany narracji w postawie RPP. Niemniej po publikacji szybkiego szacunku inflacji za marzec, który wskazał co prawda na spadek inflacji CPI do 16,2% r/r z 18,4% r/r w lutym, to jednak w głównej mierze w wyniku wysokiej bazy odniesienia sprzed roku i spadkowi cen paliw. W tym kontekście szczególnie interesujący może być fragment komunikatu Rady dotyczący oceny perspektyw inflacji. Inflacja bazowa pozostaje uporczywa i wciąż rośnie, wskazując iż firmy wciąż mają przestrzeń do przeliczenia rosnących kosztów produkcji na ceny detaliczne. Naszym bazowym scenariuszem pozostaje utrzymanie stóp procentowych na obecnym poziomie przez cały 2023 r. W obliczu lepkiej inflacji, ciasnego rynku pracy i wciąż podwyższonych oczekiwań inflacyjnych nie widzimy przestrzeni do obniżek stóp procentowych w tym roku.

### Czy amerykański rynek pracy znowu zaskoczy pozytywnie?

W piątek opublikowany zostanie raport z rynku pracy w marcu w Stanach Zjednoczonych. Według konsensusu prognoz zatrudnienie poza rolnictwem (non-farm payrolls) wzrosnąć ma o 235 tys. m/m po łącznym wzroście o 815 tys. w styczniu i w lutym. Przyrosty zatrudnienia w Stanach Zjednoczonych były w ostatnich miesiącach zaskakująco mocne, biorąc pod uwagę najwyższą od dekad inflację, bardzo szybko rosnące stopy procentowe oraz słabnącą aktywność gospodarczą na świecie. Pojawiają się jednak sygnały, że popyt na pracę w Stanach Zjednoczonych nie jest już tak intensywny. Są one widoczne w liczbie zgłaszanych zwolnień wg raportu Challengeera, czy nieco niższej niż przed rokiem liczbie wolnych miejsc pracy. Ponadto wzrost płac, choć nadal przewyższający średnią historyczną, nie jest już tak szybki jak w 2022 r. Oczekuje się, że i w marcu tendencja ta utrzyma się (prognoza wynosi 0,3% m/m). Informacje te, wraz z obniżającą się inflacją i już znaczną skalą podwyżek stóp procentowych wskazują, że cykl zacieśniania polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych zbliża się do końca. Według opublikowanych ostatnio oczekiwań członków Fed główna stopa procentowa wzrośnie jeszcze w tym roku o 0,25 pkt proc. do przedziału 5,00-5,25%, a pierwsze obniżki mają mieć miejsce w 2024. Rynki finansowe wyceniają natomiast brak podwyżek w tym cyklu i pierwsze obniżki w tym roku. Zawirowania w sektorze finansowych w Stanach Zjednoczonych zmieniły postawę Fed i perspektywy jego działań na bardziej ostrożną.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,6735	-0,3%
USD/PLN	4,3013	-1,1%
CHF/PLN	4,6927	-1,1%
EUR/USD	1,0866	0,9%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	6,84	0
WIBOR 3M	6,90	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	6,10	7
5Y	6,04	3
10Y	6,12	4

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	6,44	22
5Y	5,55	13
10Y	5,49	8

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,33	11
US 10Y	3,52	5




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	59406,9	5,1
S&P 500	4109,3	3,5
Nikkei 225	28188,2	2,6

Źródło: Refinitiv




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium  
bank

## Rynek walutowy

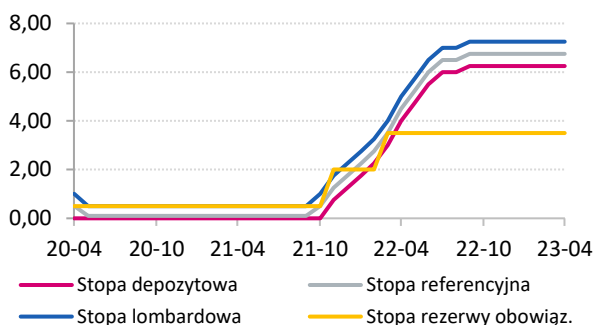
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Złoty pozostaje w trendzie bocznym (4,6624 - 4,7240), choć ostatnie dni przyniosły zwiększoną presję na wybicie dołem ze wskazywanego kanału. Wiążemy to przede wszystkim ze zwiększonym eurodolara, ale i krajowymi danymi m.in. o rachunku obrotów bieżących, które przemawiają za umocnieniem złotego (choć przede wszystkim w średnim terminie). Rozpoczynający się tydzień pracy na rynkach rozwiniętych jest krótszy z uwagi na Święta Wielkanocne i z tego tytułu zapowiada się dość spokojnie. Źródłem zmienności jest co prawda weekendowa decyzja kartelu OPEC+ o zmniejszeniu wydobycia, jednak jej przełożenie na złotego jest niewielkie. Tym samym polska waluta konsekwentnie pozostaje mało wrażliwa na wpływ czynników globalnych. Lokalnie wydarzeniem tygodnia będzie posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (środa) oraz konferencja prasowa prezesa Narodowego Banku Polskiego (czwartek). Wypowiedzi A.Głapińskiego będą szczególnie interesujące w świetle niedawnych danych inflacyjnych, a przez to perspektyw polityki monetarnej w Polsce.
USD/PLN 	W naszej ocenie przedświąteczny handel zarówno w przypadku złotego, jak i dolara nie powinien istotnie wpływać na kurs USD/PLN. Zakładamy bowiem względną stabilizację pary EUR/PLN, ale i eurodolara w tym krótszym dla rozwiniętych rynków tygodniu pracy. Poniedziałek co prawda przynosi chwilowe podbicie aktywności inwestorów po nieoczekiwanej decyzji OPEC o zmniejszeniu wydobycia, lecz kolejne dni i dość ograniczone kalendarium istotnych danych wspierac będą w naszej ocenie nastroj uspokojenia wycen większości klas aktywów.
EUR/USD 	Od połowy marca, gdy rynek pod wpływem zawirowań w globalnym sektorze bankowym dokonał przetasowania w oczekiwaniach co do docelowego poziomu stóp procentowych Fed i Europejskiego Banku Centralnego (głównie schłodził je w przypadku Stanów Zjednoczonych) kurs EUR/USD stopniowo kieruje się na coraz to wyższe poziomy. W ubiegłym tygodniu naruszony został poziom 1,09 tj. 2-miesięczny szczyt. W najbliższych dniach z uwagi na ubogie kalendarium wydarzeń, krótszy tydzień pracy i perturbacje na rynku ropy naftowej liczymy na chwilową stabilizację notowań w oczekiwaniu na wydarzenia kolejnego tygodnia. Ubiegłotygodniowe publikacje wstępnych danych inflacyjnych wyczerpały krótkoterminową wrażliwość eurodolara na makroekonomiczne wydarzenia. Pod tym względem ciekawie prezentuje się piątkowy raport z rynku pracy, jednak pełna reakcja na to wydarzenie obserwowana będzie w kolejnym tygodniu, gdy inwestorzy z USA i Wielkiej Brytanii powrócą do pracy. Dłuższy weekend to także czas zwiększonej ostrożności uczestników rynku (w szczególności po weekendowych wydarzeniach z marca, gdy po zamknięciu rynku napływały negatywne doniesienia m.in. o upadłości niektórych banków). Taki scenariusz sprzyja naszym oczekiwaniom uspokojenia wyceny eurodolara wokół poziomu 1,0850.

## Rynek obligacji

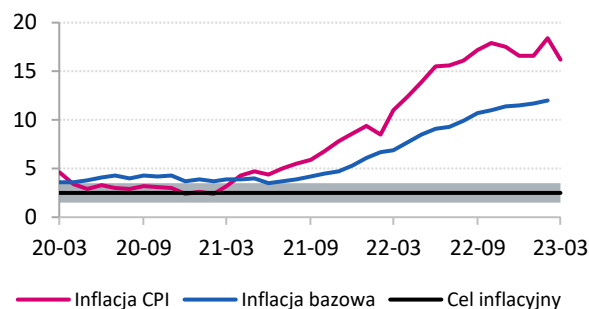
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Pozostajemy wierni scenariuszowi, w którym rentowność krajowej 10-latki koncentrować się będzie wokół poziomu 6,0% (z odchyleniem +/- 20 pkt. baz.). Niewielka wahałość wyceny skarbowych papierów wartościowych, to zasługa przede wszystkim zdyskontowania wielu potencjalnych czynników mogących przemawiać za zmiennością. Zaliczamy tu przede wszystkim uspokojenie się rynkowych oczekiwań co do docelowego poziomu stóp procentowych na rozwiniętych rynkach (EBC i Fed), niedawne dane o inflacji, czy plan podaży długu na drugi kwartał. Z tych powodów nie uważamy, by zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej było w stanie odmienić wycenę SPW. Podobnie jak czwartkowe wystąpienie prezesa A.Głapińskiego, choć tu interesująco zapowiadać się może komentarz na temat wspomnianych danych o presji cenowej, gdyż jej spadek w marcu okazał się nieco mniejszy od konsensusu prognoz.
10Y DE (%) 	W naszej ocenie nie poznamy w tym (krótszym) tygodniu pracy informacji mogących wpłynąć na rentowność niemieckich obligacji skarbowych. Jesteśmy świeżo po publikacji wstępnych danych inflacyjnych dla całej strefy euro, a i niedawno swoje posiedzenie odbył Europejski Bank Centralny. W rezultacie nasze oczekiwania zakładają stabilizację dochodowości długiego końca niemieckiej krzywej wokół poziomu 2,35%.
10Y US (%) 	Podobnie jak w przypadku niemieckiego tak i amerykańskiego długu najbliższe dni w naszej ocenie przyniosą stabilizację wyceny obligacji, które podlegały podwyższonym zmianom w marcu. Obecnie zaś rynek okrzepł już nieco zarówno w kwestii kryzysu bankowego, jak i perspektyw polityki pieniężnej (różnicuje scenariusz w stosunku do jeszcze jednej podwyżki stóp procentowych będącej oficjalną prognozą członków Fed). W piątek poznamy interesujące dane z rynku pracy USA, które zwyczajowo sprzyjają podbiciu wahań Treasuries. Tym razem z uwagi na zamknięcie większości rozwiniętych rynków (Wielki Piątek) reakcja na dane payrolls może być opóźniona do poniedziałku.

## Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

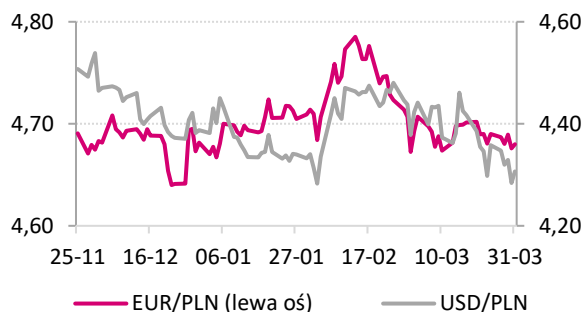


<b>Ludwik Kotecki</b> (29.03.2023)	Moim zdaniem nadal należałoby pokazywać, że martwimy się, że proces dezinflacji jest zbyt wolny. Nawet niewielka podwyżka byłaby potwierdzeniem, że cykl zacieśniania polityki pieniężnej nie został zakończony. Że nadal niepokoiemy się, że wzrost cen jest zbyt duży, a oczekiwany spadek inflacji zbyt wolny.
<b>Joanna Tyrowicz</b> (29.03.2023)	Jeżeli inflacja zahaczy o górne pasmo odchyłań pod koniec 2025 r. przy niezmiennych stopach, to obniżki stóp proc. w roku 2023 absolutnie uniemożliwiłyby osiągnięcie tego poziomu. Naprawdę nic w komunikacji NBP nie uzasadnia obniżek stóp proc. w 2023 r. Oznacza to, że efektywne przelożenie wcześniejszych decyzji Rady na rynek jest stopniowo coraz mniejsze. To powinno skłaniać RPP do zaostrzenia komunikacji oraz podniesienia stóp
<b>Przemysław Litwiniuk</b> (22.03.2023)	Rząd w założeniach do ustawy budżetowej przyjął, że stopa referencyjna powinna być na poziomie 7 proc., ja się z rządem zgadzam. Dopóki ścieżka dezinflacji, zaprezentowana w projekcji, nie odchyli się w jedną lub w drugą stronę w sposób znaczący. Jeżeli ta inflacja zaczęłaby spadać szybciej niż pokazano w projekcji, to będę prawdopodobnie wyrażał przekonanie, że istnieje uzasadnienie dla utrzymania parametrów polityki pieniężnej. (...)Natomiast, jeżeli inflacja będzie rosła, czy jej odczyty w poszczególnych kwartałach byłyby wyższe niż założone w projekcji, to wtedy będę się skłaniał prawdopodobnie ku wyższemu podwyżkom niż tylko 25 pb.
<b>Gabriela Masłowska</b> (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.
<b>Adam Glapiński</b> (15.02.2023)	Pomimo spodziewanego spadku inflacji nie ogłaszamy jednak zakończenia cyklu podwyżek stop. 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 dyskusować 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.
<b>Henryk Wnorowski</b> (10.03.2023)	Moim zdaniem proces spadku inflacji bazowej przyspieszy. Myślę, że za kilka miesięcy będzie ona spadała w tym samym tempie jak CPI.
<b>Cezary Kochalski</b> (17.02.2023)	Dane, które mamy w tej chwili nie wskazują na możliwość obniżek stóp procentowych. Uważam za słuszną, że Rada dotychczas dyskusję na temat ewentualnych obniżek stóp procentowych uznawała za zbyt wczesną, nie wskazywała konkretnych punktów, przy których mogłaby to rozważyć. Osobiście nie mam wątpliwości, że Rada działa w sposób wyważony i nie przeoczy momentu na dyskusję o takim scenariuszu; póki co - jest zbyt wcześnie.
<b>Ireneusz Dąbrowski</b> (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.
<b>Iwona Duda</b> (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.
<b>Wiesław Janczyk</b> (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.

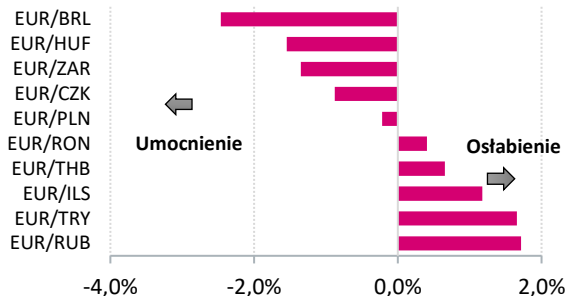
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

## Wykresy rynkowe

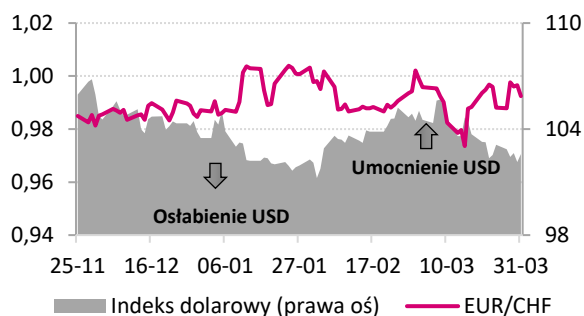
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



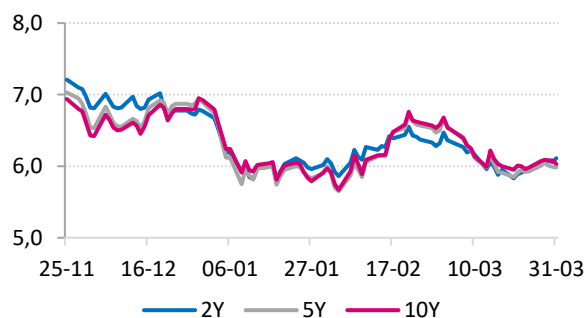
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



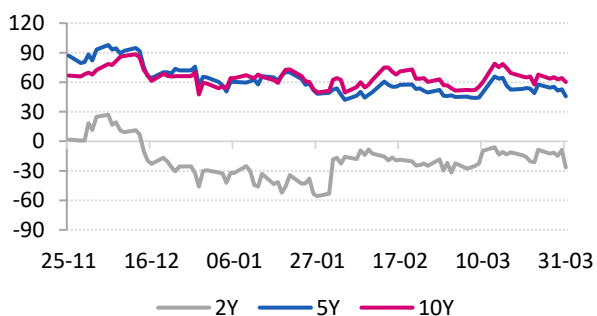
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



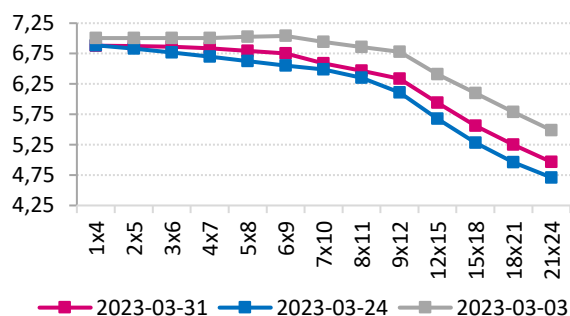
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



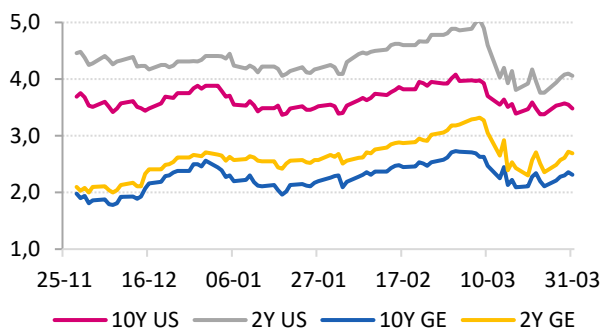
Krajowe stawki ASW [%]



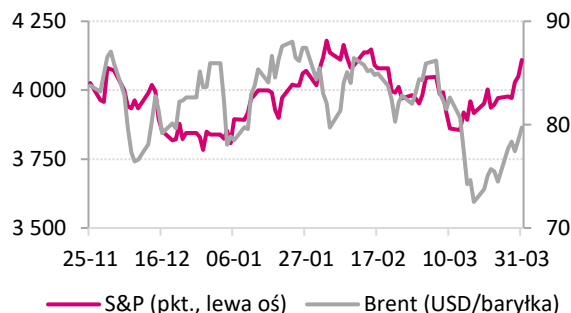
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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
<b>Poniedziałek 03 kwietnia</b>					
09:00 PMI w przemyśle	Polska	Marzec	48.5	47.9	47.7
09:55 PMI w przemyśle	Niemcy	Marzec	46.3	44.4	
10:00 PMI w przemyśle	EZ	Marzec	48.5	47.1	
15:45 PMI w przemyśle	USA	Marzec	47.3	49.3	
16:00 ISM w przemyśle	USA	Marzec	55.1	54.5	
<b>Wtorek 04 kwietnia</b>					
11:00 Inflacja PPI r/r	EZ	Luty	15.0%	13.5%	
16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m fin.	USA	Luty	-5.0%	-1.0%	
16:00 Zamówienia w przemyśle m/m	USA	Luty	-1.6%	-0.5%	
<b>Środa 05 kwietnia</b>					
08:00 Zamówienia w przemyśle r/r WDA	Niemcy	Luty	-10.9%		
<b>Decyzja w sprawie stóp procentowych</b>	<b>Polska</b>	<b>Kwiecień</b>	<b>6.75%</b>	<b>6.75%</b>	<b>6.75%</b>
09:55 PMI w usługach	Niemcy	Marzec	50.9	53.9	
10:00 PMI w usługach	EZ	Marzec	52.7	55.6	
14:15 Raport ADP	USA	Marzec	242k	200k	
15:45 PMI w usługach	USA	Marzec	50.6	53.8	
16:00 ISM w usługach	USA	Marzec	55.1	54.5	
<b>Czwartek 06 kwietnia</b>					
03:45 PMI w usługach	Chiny	Marzec	55.0	56.0	
13:30 Raport Challenger	USA	Marzec	77.8k		
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	31 marca	198k	198k	
<b>Piątek 07 kwietnia</b>					
14:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym	USA	Marzec	311k	240k	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Marzec	3.6%	3.6%	
<b>Poniedziałek 10 kwietnia</b>					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Kwiecień	-11.1		

## Dane i prognozy

		2021	2022	2023	Q421	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
<b>PKB</b>	% r/r	6.8	4.9	0.7	8.5	8.6	5.8	3.6	2.0	-0.7	0.5	1.1	2.0
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, k.o.	5.8	5.2	5.6	5.8	5.8	5.2	5.1	5.2	5.5	5.4	5.5	5.6
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, śr.o.	5.1	14.3	12.8	7.7	9.6	13.9	16.3	17.3	17.1	13.7	11.4	8.8
<b>Ropa naftowa Brent</b>	USD, śr.o.	70.8	98.8	78.7	79.6	97.6	111.5	97.4	88.5	82.0	78.6	77.4	76.9
<b>Stopa referencyjna</b>	%, 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
<b>WIBOR 1M</b>	%, k.o.	2.23	6.93	6.81	2.23	4.12	6.59	7.11	6.93	6.84	6.83	6.82	6.81
<b>WIBOR 3M</b>	%, k.o.	2.54	7.02	6.75	2.54	4.77	7.05	7.21	7.02	6.89	6.85	6.80	6.75
<b>WIBOR 6M</b>	%, k.o.	2.84	7.14	6.65	2.84	5.05	7.35	7.41	7.14	6.95	6.95	6.85	6.65
<b>EUR/PLN</b>	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
<b>USD/PLN</b>	k.o.	4.06	4.40	4.15	4.06	4.18	4.48	4.95	4.40	4.29	4.30	4.23	4.15
<b>EUR/USD</b>	k.o.	1.14	1.07	1.11	1.14	1.11	1.05	0.98	1.07	1.09	1.08	1.09	1.11
<b>EURIBOR 3M</b>	%, k.o.	-0.57	2.13	3.50	-0.57	-0.46	-0.20	1.17	2.13	3.04	3.55	3.55	3.50
<b>LIBOR 3M USD</b>	%, k.o.	0.21	4.77	4.55	0.21	0.96	2.29	3.75	4.77	5.19	5.15	4.75	4.55

\* 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.