



Makro i rynek

komentarz tygodniowy

4 marca 2024

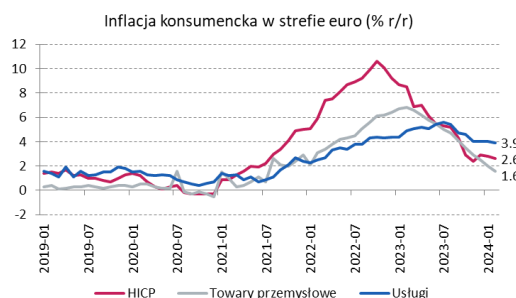
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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: Macrobond

W tym tygodniu odbędą się posiedzenia krajowej Rady Polityki Pieniężnej, a także Europejskiego Banku Centralnego, które nie dokonają zmian w zakresie stóp proc. Uwaga będzie koncentrować się na wymowie komunikatów i konferencji po decyzjach. Dla EBC w szczególności istotna jest uporczywa inflacja cen usług i wpływ na nią ciasnego rynku pracy.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

RPP nie zmieni stóp procentowych w tym tygodniu

Wydarzeniem tygodnia na krajowym rynku finansowym będzie posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Decyzję odnośnie do parametrów polityki pieniężnej poznamy w środę. Biorąc pod uwagę dotychczasową komunikację Rady oczekujemy, iż stopy procentowe utrzymane zostaną na niezmiennym poziomie. Taki też jest konsensus ekonomistów. Uwaga rynków i analityków skupiona będzie na konferencji prezesa NBP, która odbędzie się w czwartek o godz. 15.00. Komentarze prezesa wpłynąć mogą na rynkowe oczekiwania co do ścieżki stóp procentowych w kolejnych miesiącach, choć zapewne podtrzyma on nastawienie wait-and-see. W tym samym kontekście interpretowane będą także wyniki nowej projekcji inflacji i PKB, przygotowanej przez ekspertów NBP. Szczególnie, że nowa projekcja będzie obejmowała także rok 2026. W naszej ocenie konferencja i projekcja inflacji nie zmienią zasadniczo oczekiwań co do ścieżki stóp w kolejnych miesiącach. RPP komunikuje chęć stabilizacji stóp proc. przez dłuższy czas, stąd brak zmian stóp procentowych w najbliższych miesiącach jest scenariuszem bazowym. Uważamy jednak, że presja na umocnienie złotego, szczególnie w warunkach spodziewanych cięć stóp przez EBC, Fed i banki centralne w naszym regionie dadzą przestrzeń do nieznacznego cięcia stóp także w Polsce pod koniec tego roku.

Posiedzenie EBC nie dostarczy przełomu

W czwartek o godz. 14:15 poznamy decyzję Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego, która nie zmieni poziomu stóp procentowych. W centrum uwagi będzie wymowa komunikatu, konferencja prezesa Ch.Lagarde, a także nowe prognozy makroekonomiczne. Naszym zdaniem wymowa komunikatu i konferencji nie powinna różnić się istotnie od tej zaprezentowanej na Forum Ekonomicznym w Davos i posiedzeniu EBC w styczniu. W EBC panuje szeroki konsensus co do tego, że jest zbyt wcześnie na rozpoczęcie obniżek stóp proc. Ponadto sama Ch.Lagarde podtrzymała w styczniu opinię, aby „zaczekać z rozpoczęciem łagodzenia polityki do czasu otrzymania danych za pierwszy kwartał tego roku”. Wskazuje to na czerwiec jako najbardziej prawdopodobny termin pierwszego cięcia stóp. Co więcej, naszym zdaniem, nie zmienią się wnioski płynące z uaktualnionych prognoz makroekonomicznych, które pokażą dość odległy termin realizacji celu inflacyjnego w strefie euro. W szczególności, opublikowane dane inflacyjne dla strefy euro potwierdzają wysoką uporczywość inflacji cen usług. Obecnie rynki finansowe wyceniają pierwszą obniżkę stóp procentowych w czerwcu i łącznie 4-5 obniżek o 25 pkt baz do końca roku.

W tym tygodniu wystąpienia szefa Fed w Kongresie i dane z rynku pracy.

W tym tygodniu informacje z USA będą koncentrować się wokół półrocznego sprawozdania przewodniczącego Fed. J. Powella w amerykańskim Kongresie. Biorąc pod uwagę napływ ostatnich danych makroekonomicznych nie spodziewamy się, aby retoryka J.Powella dostarczyła nowe elementy dla oceny perspektyw polityki pieniężnej Fed. Spodziewamy się narracji, że co prawda inflacja znacząco obniżyła się, aczkolwiek Fed będzie czekał na dowody utrwalenia się trendu zbiegania inflacji bazowej do celu. Dowody te dotyczą m.in. i kosztów pracy. W piątek, a więc już po wystąpieniach, opublikowany zostanie właśnie raport z rynku pracy w USA. Według konsensusu prognoz liczba miejsc pracy wzrosła o 195 tys. m/m, po wzrostach w grudniu i w styczniu przekraczających 300 tys. etatów. W przypadku płac oczekuje się spowolnienia wzrostu do 0,3% m/m z 0,6% m/m w styczniu. Realizacja tych oczekiwań nie wpłynie naszym zdaniem na Fed, który 20 marca powinien utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3210	0,3%
USD/PLN	3,9804	0,3%
CHF/PLN	4,5032	-0,2%
EUR/USD	1,0855	0,0%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,84	1
WIBOR 3M	5,85	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,02	3
5Y	5,15	2
10Y	5,24	-5

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,32	12
5Y	4,77	11
10Y	4,82	9

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,41	4
US 10Y	4,21	-3

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	81928,6	-1,4
S&P 500	5137,1	0,9
Nikkei 225	40109,2	2,2

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

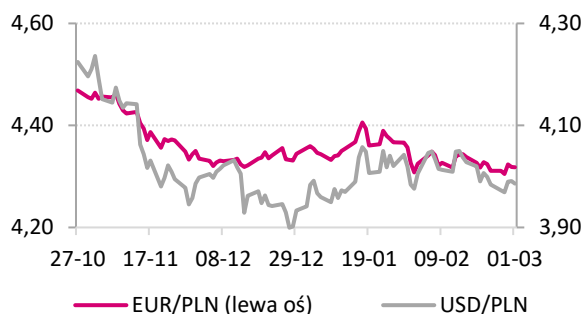
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN		Sytuacja złotego pozostaje niezmieniona. Kurs EUR/PLN konsekwentnie od ponad miesiąca oscyluje wokół poziomu 4,32 odchylając się jedynie nieznacznie tj. o około +/- 2 grosze. Polska waluta wciąż ma problem z mocniejszym rozegraniem mimo, iż w ostatnim czasie napłynęły informacje wspierające prozłotowy scenariusz (odblokowanie funduszy unijnych, czy wzrost notowań eurodolara). Brak większej reakcji udowadnia, iż trudno będzie obecnie o większą zmienność polskiej waluty, stąd przyjmujemy rozciągnięcie stabilizacji jako scenariusz bazowy tego tygodnia. Nie spodziewamy się bowiem, by wycenę złotego „rozruszać” miał wynik posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej, czy konferencja prezesa Narodowego Banku Polskiego, choć w obu tych przypadkach interesująca będzie narracja. Globalnie najbliższe dni przyniosą interesujące wydarzenia, które kanałem eurodolara mogłyby nadawać zmienność polskiej walucie. Sęk w tym, że kurs EUR/PLN wyraźnie w ostatnim czasie rozluźnił korelację z notowaniami eurodolara i obecna wrażliwość jest niewielka. O ile zatem w ubiegłym tygodniu słusznie zwracaliśmy uwagę na możliwość ataku na poziom 4,30 za EUR i krótkotrwale zejście poniżej wspomnianej bariery, tak obecnie uważamy, iż złoty w najbliższych dniach będzie wierny poziomowi 4,32.
USD/PLN		Nastrój oczekiwanej stabilizacji złotego sprawi, że decydujący dla losów kursu USD/PLN okazać się może kierunek zmian eurodolara. Licząc m.in. na gruncie analizy technicznej na anemiczne wzrosty głównej pary walutowej świata oczekujemy, iż para USD/PLN ponownie może zaatakować w najbliższych dniach poziom 3,9580. Niezmiennie oporem chroniącym przed ewentualnąwyżką kursu będzie psychologiczny poziom 4,00.
EUR/USD		W ostatnim tygodniu eurodolar pozostawał względnie stabilny wyczekując na liczne impulsy tego tygodnia. Jednocześnie kurs EUR/USD utrzymywał proeurowe nastawienie, gdyż poruszał się powyżej 200-dniowej średniej ruchomej tj. 1,0807. W naszej ocenie najbliższe wydarzenia tj. wynik posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego (czwartek), jak i narracja wystąpienia prezesa Fed J.Powella (środa i czwartek) nie powinny w istotny sposób odbiegać od dotychczasowej retoryki bankierów centralnych i strefie euro i w USA. Oznaczać to będzie brak istotnych przetasowań w oczekiwaniach co do terminu rozpoczęcia cięć stóp procentowych w tych gospodarkach (najbardziej prawdopodobny obecnie pozostaje czerwiec). W efekcie względny spokój powinien towarzyszyć także notowaniom eurodolara. Sporo może zależeć ponadto od danych makro z USA (w piątek poznamy m.in. raport z tamtejszego rynku pracy). Mając jednak na uwadze wspomniane uwarunkowania techniczne pozostajemy lekkimi optymistami co do możliwości wyżsży eurodolara w tym tygodniu.

Rynek obligacji

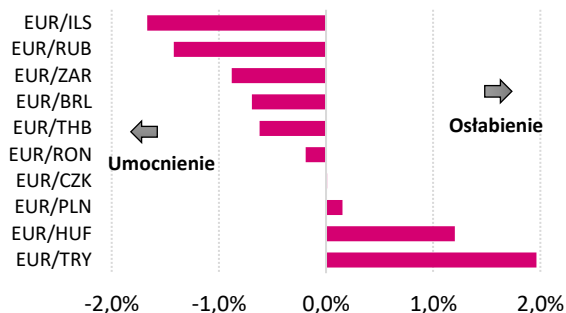
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)		Zwiększający się komfort Ministerstwa Finansów w realizacji tegorocznych potrzeb pożyczkowych nawet w obliczu relatywnie stabilnych rynków bazowych sprzyja niżsżej dochodowości polskiego długu. Wspomniany wzrost komfortu/elastyczności resortu wynika z odblokowania unijnych funduszy, które - jak np. wpływy z Krajowego Planu Odbudowy były zapisane w budżecie - ale i np. zarejestrowaniu dokumentacji emisyjnej w amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych (SEC). W ramach programu Ministerstwo Finansów może wyemitować obligacje do wartości 12 mld USD, co daje możliwość np. do ograniczenia emisji krajowych. Konsekwentnie utrzymuje się ponadto wysoka płynność sektora bankowego, a więc głównego posiadacza polskich obligacji a dodatkowo w przyszłym miesiącu zapada jedna z obligacji. Co więcej, plany podaży na marzec nie zaskoczyły in minus a bieżący stopień finansowania potrzeb pożyczkowych na 2024 rok pozwala sądzić, iż stan 50% zostanie osiągnięty w tym kwartale. Resort dysponuje ponadto wysoką poduszką płynnościową (stan środków na rachunkach MinFin). Podsumowując perspektywy polskich obligacji oceniamy pozytywnie pod kątem możliwości niżsżej rentowności. Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej jak i wystąpienie prezesa NBP nie powinny tego zmienić z uwagi na prawdopodobny brak zmian w narracji dotyczące perspektyw stóp procentowych.
10Y DE (%)		Wycena niemieckiego długu pozostaje stabilna i taka też być powinna w naszej ocenie co najmniej do czasu posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego (czwartek). Naszym zdaniem wymowa komunikatu banku, jak również wypowiedzi prezes Ch.Lagarde powinny utrzymywać bieżący rynkowy scenariusz cięć stóp procentowych w strefie euro w czerwcu, stąd wpływ tego wydarzenia na wycenę Bundów pozostanie niewielki.
10Y US (%)		Dla amerykańskiego długu natomiast kluczowe w tym tygodniu będą wypowiedzi prezesa Fed przed Kongresem USA. Uważamy, iż nie muszą one wiele wnieść do bieżącej oceny koniunktury w Stanach Zjednoczonych, czy perspektyw polityki pieniężnej. Wśród większości członków Fed panuje bowiem przekonanie o konieczności upewnienia się, że inflacja jest pod kontrolą. W efekcie komentarz J.Powella, nie muszą istotnie wpływać na notowania Treasuries. Ciekawie zapowiada się natomiast raport z rynku pracy USA (piątek).

Wykresy rynkowe

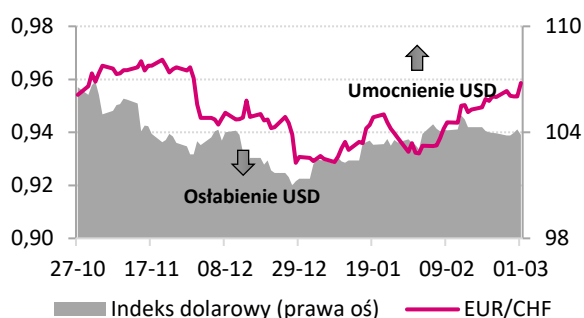
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



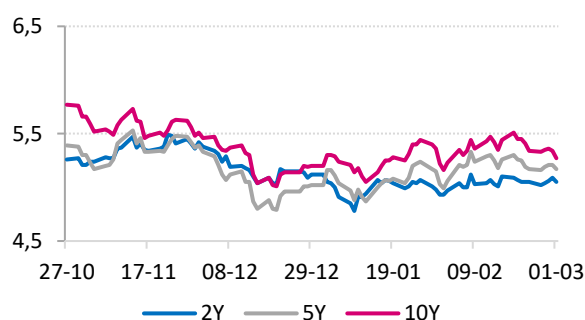
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



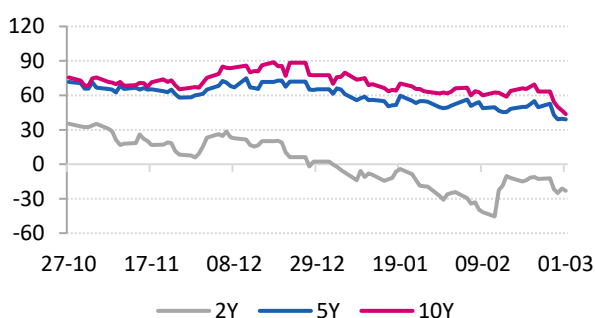
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



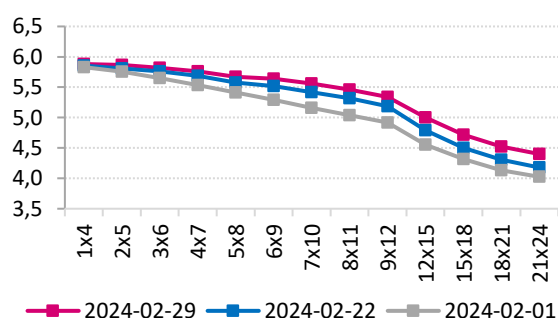
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



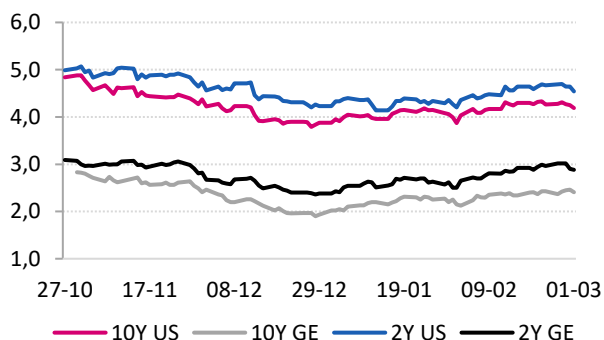
Krajowe stawki ASW [%]



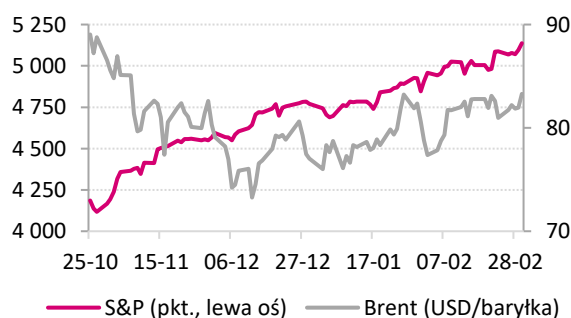
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 04 marca					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Marzec	-12.9		
Wtorek 05 marca					
09:55 Indeks PMI dla usług fin.	Niemcy	Luty	47.7	48.2	
10:00 Indeks PMI dla usług fin.	EZ	Luty	48.4	50.0	
15:45 Indeks PMI dla usług fin.	USA	Luty	52.5	51.3	
16:00 Indeks ISM dla usług	USA	Luty	53.4	53.3	
16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m	USA	Styczeń	-0.1%	-0.3%	
Środa 06 marca					
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Polska	Marzec	5.75%		
11:00 Sprzedaż detaliczna wda r/r	EZ	Styczeń	-0.8%		
14:15 Raport ADP	USA	Luty	107k		
16:00 Liczba wakatów JOLTS	USA	Styczeń	9.03m		
16:00 Wystąpienie prezesa Fed przed Kongresem USA	USA	Marzec			
20:00 Beżowa Księga Fed	USA	Marzec			
Czwartek 07 marca					
14:15 Decyzja w sprawie stóp procentowych (st.depozytowa)	EZ	Marzec	4.00%	4.00%	4.00%
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	01 marca	215k	215k	
15:00 Wystąpienie prezesa NBP	Polska	Marzec			
Piątek 08 marca					
11:00 PKB r/r fin.	EZ	4Q	0.0%	0.1%	
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Luty			
14:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym	USA	Luty	353k	190k	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Luty	3.7%	3.7%	
Poniedziałek 11 marca					
Brak istotnych publikacji					

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.