

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

27 marca 2023

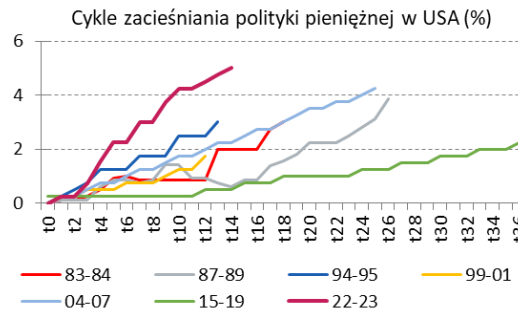
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński
Ekonomista
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz
Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond

Amerykańska Rezerwa Federalna zgodnie z oczekiwaniami podniosła w ub. tygodniu przedział dla głównej stopy procentowej o 0,25 pkt proc. do 4,75-5,00%. Przedstawiła również oczekiwania co do stóp w przyszłości, które są niższe niż się wydawało przed niedawnymi upadkami banków. Wskazują jeszcze na jedną podwyżkę o 0,25 pkt proc. W ocenie rynków finansowych cykl zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed dobiegł już jednak końca.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Szczyt inflacji w tym cyklu mamy już za sobą

W piątek o godz. 10:00 Główny Urząd Statystyczny opublikuje wstępne wyliczenie inflacji CPI w marcu. Spodziewamy się, że wskaźnik ten obniży się do 16,0% r/r z 18,4% r/r w lutym. Za spadek ten odpowiada przede wszystkim efekt wysokiej bazy odniesienia w cenach paliw. Zakładamy, że inflacja cen paliw do prywatnych środków transportu obniżyła się w marcu do ok. 2,0% r/r z 30,8% r/r w lutym. Szczyt inflacji w tym cyklu mamy już za sobą, aczkolwiek presja inflacyjna pozostaje wysoka. Spodziewamy się, że w marcu inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii) obniżyła się tylko nieznacznie - do 11,8% r/r z 12,0% r/r. W kolejnych miesiącach spadek inflacji bazowej także zapewne będzie bardzo powolny w związku z dalszymi przerzucaniem przez firmy kosztów (w tym pracy) na ceny dla konsumentów i dalsze próby utrzymania marż. Tym samym nawet odczyt niższy niż nasze oczekiwania nie będzie dawał argumentów za dyskusją o obniżkach stóp procentowych (choć rynki finansowe mogą nasilić swoje oczekiwania co do pierwszych cięć stóp jeszcze w tym roku). Dane te powinny być zatem zgodne z polityką wait-and-see Rady Polityki Pieniężnej.

Odczyt inflacji w marcu w strefie euro nie powinien zmienić retoryki EBC

W piątek o godz. 11:00 poznamy wstępne dane o inflacji HICP w strefie euro w marcu. Według konsensusu prognoz wskaźnik ten obniżył się do 7,2% r/r z 8,5% r/r w lutym. Spodziewany spadek to efekt wysokiej bazy odniesienia z ub. roku w cenach paliw i energii. Natomiast w przypadku inflacji bazowej (HICP bez cen żywności i energii) oczekuje się jej wzrostu do 5,7% r/r z 5,6% r/r. Uporczywie wysoka inflacja bazowa, do której przyczyniają się efekty drugiej rundy w płacach, powinna być zgodna ze scenariuszem jeszcze wyższych niż obecnie stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego. W tym duchu wypowiedział się w ub. tygodniu przewodniczący Bundesbanku Joachim Nagel. Głównym czynnikiem ryzyka dla tych oczekiwań pozostaje stabilność sektora bankowego w Europie.

Inflacja w USA nadal uporczywa

W piątek o godz. 14:30 poznamy raport o dochodach i wydatkach Amerykanów w lutym. Dane te będą zawierać odczyt deflatora konsumpcji prywatnej (inflacji PCE), tj. preferowanej przez Fed miary dynamiki cen konsumenta. Konsensus prognoz wskazuje na odczyt indeksu PCE wynoszący 0,3% m/m wobec 0,6% m/m w styczniu. Oczekuje się ponadto niższej bazowej inflacji PCE. Konsensus prognoz wynosi 0,4% m/m wobec 0,6% m/m przed miesiącem. Materializacja tych oczekiwań oznaczałaby dalszy brak realizacji celu inflacyjnego Rezerwy Federalnej. Ze względu na uporczywie wysoką inflację Fed podniósł w ub. tygodniu przedział dla stopy procentowej o 0,25 pkt proc. Obecne oczekiwania bankierów centralnych wskazują jeszcze na jedną podwyżkę o 0,25 pkt proc. w tym cyklu. Rynki finansowe zakładają natomiast z największym prawdopodobieństwem, że Fed nie podniesie już stóp procentowych i jeszcze w tym roku dokona pierwszych obniżek

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

Millennium
bank

Rynek walutowy

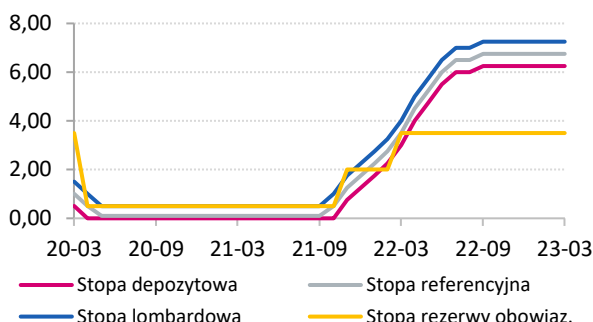
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↔	Złoty kontynuuje ruch w trendzie bocznym (4,6624 - 4,7240) pozostając mało wrażliwy na wydarzenia zewnętrzne. Spokoju polskiej waluty nie destabilizują zarówno zawirowania eurodolara, jak i rynków obligacji państw rozwiniętych. Co istotne, złoty pozytywnie wyróżnia się w swojej stabilności na tle pozostałych walut tej części Europy. Od połowy marca silnym wahaniom podlegają bowiem zarówno czeska korona, jak i węgierski forint. W tym tygodniu nie oczekujemy informacji, które mogłyby podbijać zmienność złotego. W rezultacie scenariusz dalszej stabilizacji kursu EUR/PLN we wspomnianym przedziale wydaje się być bazowym. Publikacje danych inflacyjnych ze strefy euro, czy Stanów Zjednoczonych nie powinny istotnie odmieniać oczekiwać co do największych banków centralnych (kanał oddziaływania na złotego poprzez rynki globalne). Krajowy odczyt CPI będzie natomiast istotny pod kątem tempa wyczekiwanej i zapowiadanej między innymi przez prezesa Narodowego Banku Polskiego dezinflacji. Ryzykiem dla horyzontalnego trendu pary EUR/PLN pozostają dalsze zawirowania w światowym sektorze bankowym.
USD/PLN	↑	Oczekiwana stabilizacja złotego do euro sprawia, że o kierunku zmian kursu USD/PLN w głównej mierze decydować będzie zachowanie dolara. W tym przypadku oczekujemy niewielkiej presji na wzrost wartości amerykańskiej waluty motywowany utrzymującą się awersją do ryzyka (niepewność towarzysząca kondycji sektora bankowego, ale i wzrost prawdopodobieństwa recesji w USA). Wsparciem w naszych oczekiwaniach jest ponadto analiza techniczna. Po dotarciu do ubiegłotygodniowym dotarciu notowań USD/PLN do dolnego ograniczenia zniżującego kanału obecnie liczymy na próbę ataku bariery 4,40.
EUR/USD	↓	Rynek finansowy pozostaje zdominowany przez perturbacje globalnego sektora bankowego. Niepewność towarzysząca upadłości m.in. SVB nasila obawy dotyczące ryzyka recesji w Stanach Zjednoczonych. W efekcie dolar zyskał nieco na wartości jako tzw. bezpieczne aktyw. W tym tygodniu kluczowe z perspektywy rynków finansowych będą liczne wystąpienia przedstawicieli największych banków centralnych oraz publikacje danych inflacyjnych. Wrażliwość eurodolara na te wydarzenia pozostanie spora, gdyż będą one kształtowały oczekiwania co do polityki pieniężnej Fed, ale i Europejskiego Banku Centralnego. Z uwagi na szereg czynników ryzyka, w tym także geopolitycznego kurs EUR/USD porusza się przez większość tego roku w bardzo szerokim przedziale wahań. Środkiem przedziału pozostaje jednak poziom 1,07, od którego notowania odchylają się o +/- 2 centy. Liczymy, że przełom marca i kwietnia zostanie jednak wykorzystany do powrotu na niższe poziomy.

Rynek obligacji

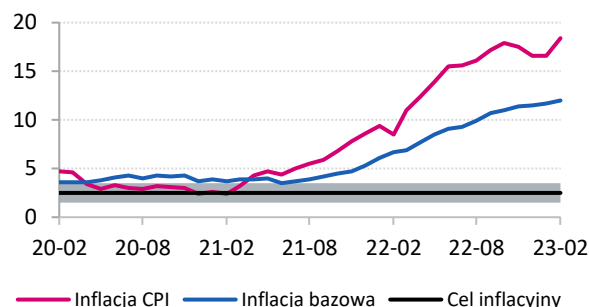
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↔	W naszej ocenie przed nami kolejny tydzień stabilizacji wyceny 10-letniego długu skarbowego Polski. Mimo, iż rynki bazowe mierzą się z podwyższoną zmiennością wynikającą z napiętej sytuacji w europejskim i amerykańskim sektorze bankowym, to w przypadku krajowego długu istotną rolę odgrywają czynniki lokalne. Strategia wait-and-see realizowana przez Radę Polityki Pieniężną i gołębia narracja prezesa Narodowego Banku Polskiego sprzyja utrzymywaniu dochodowości na relatywnie niskich poziomach. W tym kontekście jednak istotne będą piątkowe dane inflacyjne z Polski. O ile w ujęciu r/r powinny one pokazać wyraźnie niższe poziomy ze względu na efekty statystyczne, to inflacja bazowa powinna być zbliżona do odczytu za luty. Piątek to także ostatni dzień kwartału, a więc moment, gdy poznamy plan podaży na 2Q 2023. Teoretycznie stopień finansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych jest wysoki (ok. 63%), ale informacja o planach może sprzyjać chwilowemu podbiciu zmienności. Podsumowując, o ile uważamy, że rentowność krajowej 10-latki koncentrować się będzie wokół poziomu 6,0% (z odchyleniem +/- 20 pkt. baz.), to przed nami kilka istotnych czynników ryzyka mogących odmienić ten scenariusz.
10Y DE (%)	↔	Spora zależność będzie w tym tygodniu od wypowiedzi prezesa Europejskiego Banku Centralnego. Istotne będą one przede wszystkim w kontekście możliwości aktywnego uczestnictwa EBC w rozwiązaniu problemów sektora bankowego w Europie, ale i perspektyw polityki monetarnej. W tym kontekście istotne będą ponadto dane inflacyjne dla strefy euro, które poznamy w piątek. Wcześniej jednak spływać będą cząstkowe doniesienia z innych państw a nawet landów (w przypadku Niemiec).
10Y US (%)	↔	Mamy świadomość podwyższonej zmienności wyceny bazowych rynków długu. Uważamy jednak, iż koniec marca powinien przynieść pierwsze próby względnej stabilizacji. Ruch, jaki dokonał się na rynku Treasuries po upadku m.in. SVB w Stanach Zjednoczonych był solidny. Obecnie uważamy, iż wycena amerykańskiego długu skarbowego może szukać krótkotrwałego punktu równowagi. Tym bardziej, iż nie spodziewamy się - na gruncie makroekonomicznym - informacji mogących w znaczący sposób wpływać na wycenę Treasuries. Dane inflacyjne (piątek) nie powinny istotnie odmieniać rynkowego scenariusza dla Fed.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

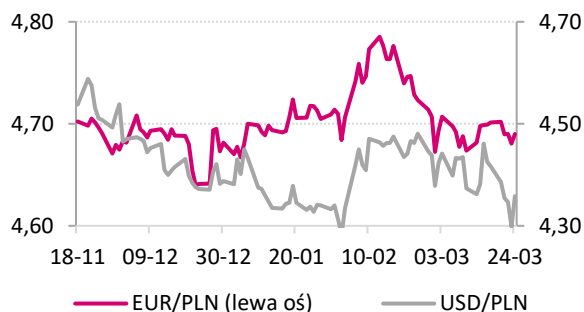


Przemysław Litwiniuk (22.03.2023)	Rząd w założeniach do ustawy budżetowej przyjął, że stopa referencyjna powinna być na poziomie 7 proc., ja się z rządem zgadzam. Dopóki ścieżka dezinflacji, zaprezentowana w projekcji, nie odchyli się w jedną lub w drugą stronę w sposób znaczący. Jeżeli ta inflacja zaczęłaby 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.
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 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.
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.
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 przecoczy 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 analizował napływające dane i dostosowywał do nich moje preferencje w zakresie stóp.

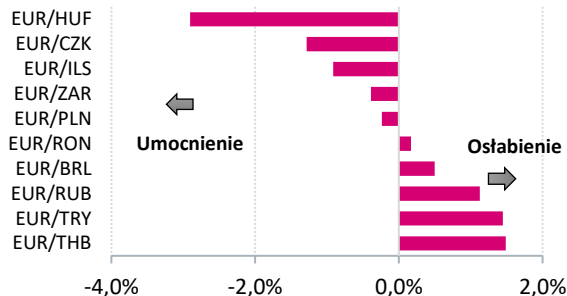
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

Wykresy rynkowe

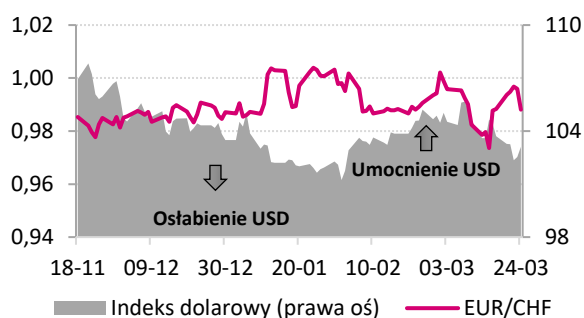
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



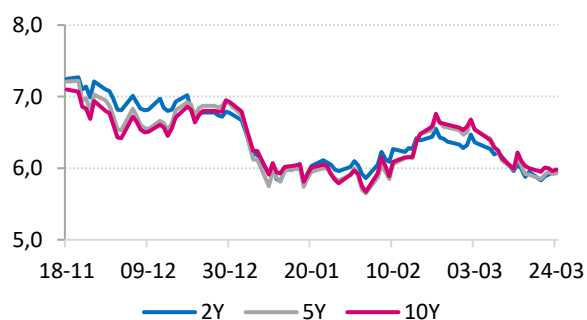
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



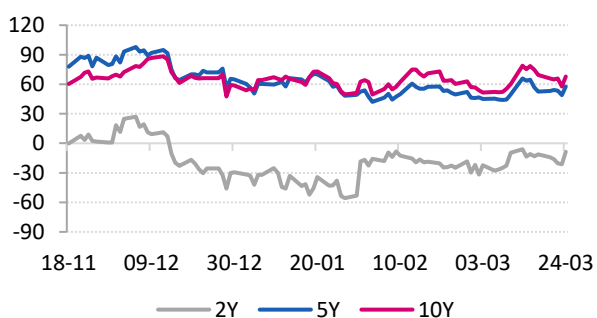
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



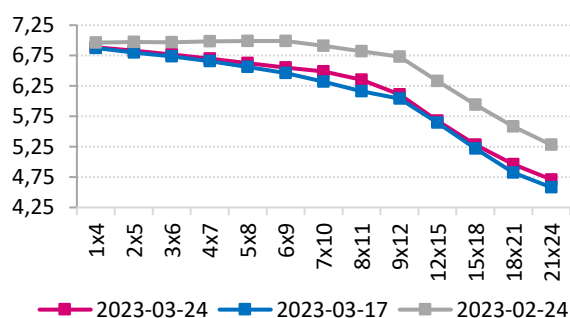
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



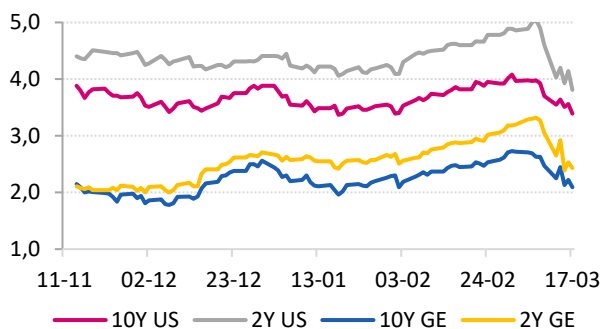
Krajowe stawki ASW [%]



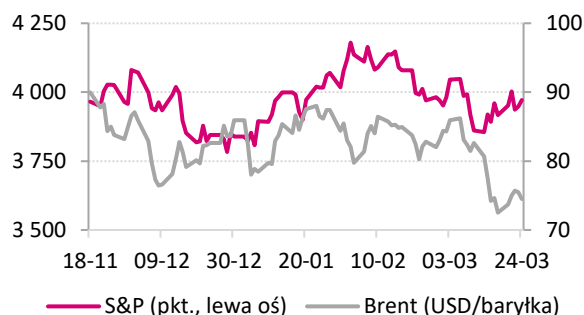
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 27 marca					
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Marzec	91.1	91.0	
Wtorek 28 marca					
14:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Marzec	13.0%	13.0%	
15:00 Indeks Case Shiller	USA	Styczeń	4.6%	4.5%	
15:15 Wystąpienie prezeski EBC	EZ	Marzec			
16:00 Indeks Conference Board	USA	Marzec	102.9	101.6	
Środa 29 marca					
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Czechy	Marzec	7.0%	7.0%	
13:00 Wnioski o kredyt hipoteczny	USA	24 marca	3.0%		
Czwartek 30 marca					
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Marzec	8.7%	7.3%	
14:30 PKB r/r fin.	USA	Q4	3.2%	2.7%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	24 marca	191k		
Piątek 31 marca					
03:00 PMI w przemyśle	Chiny	Marzec	52.6	52.0	
03:00 PMI w usługach	Chiny	Marzec	56.3	54.5	
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Marzec	18.4%		16.0%
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Marzec	8.5%	7.2%	
11:00 Stopa bezrobocia	EZ	Luty	6.7%	6.6%	
14:00 Saldo rachunku bieżącego EUR	Polska	Q4	-5777m		
14:30 Dochody Amerykanów	USA	Luty	0.6%	0.4%	
14:30 Wydatki Amerykanów	USA	Luty	1.8%	0.3%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Luty	5.4%		
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan fin.	USA	Marzec	67.0	63.4	
Poniedziałek 03 kwietnia					
09:00 PMI w przemyśle	Polska	Marzec	48.5		

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.