

# Makro i rynek

komentarz tygodniowy

17 kwietnia 2023

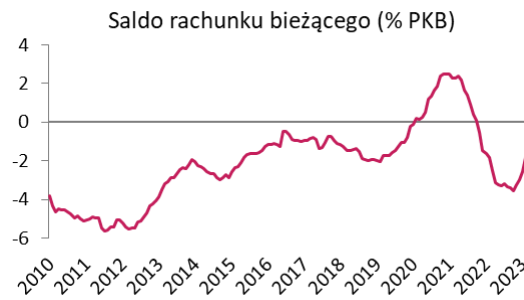
**Biuro Analiz Makroekonomicznych**  
research@bankmillennium.pl

**Grzegorz Maliszewski**  
Główny Ekonomista  
+48 22 598 22 38

**Andrzej Kamiński**  
Ekonomista  
+48 22 598 20 10

**Mateusz Sutowicz**  
Analityk rynków finansowych  
+48 22 598 22 36

## Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond

Kolejna pozytywna niespodzianka w danych o bilansie płatniczym wsparła - obok wzrostu eurodolara - wartość złotego. W rezultacie kurs EUR/PLN obniżył się do nawet 4,6230, tj. tegorocznego minimum. O ile w krótkim okresie trudno będzie naszym zdaniem o istotnie mocniejszego złotego, to w średnim terminie widzimy rosnący potencjał do ruchu w stronę poziomu 4,55 za EUR.

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### W marcu spodziewamy się wyhamowania dynamiki płac i zatrudnienia

W piątek GUS opublikuje dane za marzec z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw. Oczekujemy obniżenia dynamiki zatrudnienia do 0,6% r/r z 0,8% r/r w lutym. W skali miesiąca oznacza to nieznaczny spadek liczby zatrudnionych względem lutego. Popyt na pracę stopniowo słabnie, wraz ze schłodzeniem koniunktury gospodarczej. Nie oczekujemy jednak nasilenia redukcji zatrudnienia, co znajduje odzwierciedlenie także w badaniach koniunktury GUS. Dynamika płac w naszej ocenie wyhamuje do 12,3% r/r z 13,6% r/r w lutym. W warunkach wysokiej inflacji presja płacowa utrzymuje się na podwyższonym poziomie, czemu sprzyja też solidny wzrost płacy minimalnej. Dane te powinny potwierdzić trendy widoczne w poprzednich miesiącach, tj. mocny rynek pracy, choć stopniowo obniżający się popyt na pracowników w niektórych sektorach, któremu towarzyszy nadal podwyższona dynamika płac. Ciasny rynek pracy będzie spowalniał wyhamowanie inflacji bazowej, przez co RPP będzie utrzymywała restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej. Spodziewamy się, że pierwsze obniżki oprocentowania nastąpią dopiero w 2024 r.

### Jak mocno odbiła chińska gospodarka po zniesieniu restrykcji?

We wtorek nad ranem poznamy zestaw danych z chińskiej gospodarki obejmujący produkcję przemysłową i sprzedaż detaliczną w marcu oraz PKB w 1Q 2023. Oczekuje się, że wzrost PKB między styczniem a marcem wyniósł 4,0% r/r wobec 2,9% r/r w 4Q 2022, a za przyspieszeniem przemawia porzucenie w grudniu ub. roku przez chińskie władze polityki zero- COVID. Dostępne dane wskazują, że na wyższą aktywność złożył się sektor usługi i handlu. Poprawiła się ponadto koniunktura w przemyśle, aczkolwiek w mniejszym stopniu, gdyż ciąży jej spowolnienie globalnej wymiany handlowej, będące skutkiem wysokiej inflacji i rosnących stóp procentowych. Obniżająca się inflacja na świecie powinna wesprzeć nieco popyt na chińskie towary w kolejnych kwartałach, aczkolwiek odbicie to zapewne nie będzie silne. Obecnie konsensus wskazuje, że PKB w całym 2023 r. wzrośnie w Chinach o 5,4%.

### W piątek poznamy wstępne dane PMI w strefie euro w kwietniu

W piątek poznamy wstępne wyliczenia za kwiecień wskaźników PMI w strefie euro. Według konsensusu prognoz indeks dla przemysłu wzrósł do 48,0 pkt z 47,3 pkt w marcu, a dla usług obniżył się do 54,5 pkt z 55,0 pkt. Zmaterializowanie się tych oczekiwań oznaczałoby utrzymanie na początku 2Q 2023 trendów z 1Q, gdy, jak można szacować, ożywienie w usługach napędzało wzrost PKB. Oprócz samych indeksów *headline* interesujące będą także ich składowe, w szczególności cen, które zapewne nadal rosną ze względu na przerzucanie przez firmy kosztów, w tym płac. Coraz bardziej widoczne ryzyka rozkręcenia spirali inflacja-płace w strefie euro będzie podtrzymywało podwyżki stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego w najbliższych miesiącach.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,6332	-1,1%
USD/PLN	4,2218	-2,9%
CHF/PLN	4,7197	-0,5%
EUR/USD	1,0972	1,9%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	6,87	3
WIBOR 3M	6,90	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	6,13	11
5Y	6,15	14
10Y	6,20	11

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	6,50	28
5Y	5,68	26
10Y	5,64	24

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,46	23
US 10Y	3,53	7

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	61530,1	5,1
S&P 500	4137,6	0,8
Nikkei 225	28514,8	3,2

Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

**Millennium**  
bank

## Rynek walutowy

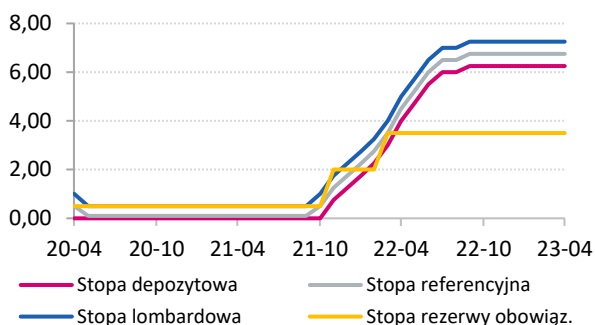
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↔	Złoty, który w ubiegłym tygodniu wybił się dołem z 1,5-miesięcznego kanału bocznego, w naszej ocenie ponownie ma szansę przejść w trend horyzontalny tyle, że w niższym niż poprzednio przedziale. Uważamy, iż w najbliższych dniach kurs EUR/PLN konsolidować się powinien w range'u 4,6280 - 4,6624. Opór przed kontynuacją umocnienie złotego powodować będzie zdyskontowanie w ostatnich dniach pozytywnych dla polskiej waluty czynników. Mamy tu na myśli przede wszystkim aspekty lokalne tj. kolejną pozytywną niespodziankę w danych o bilansie obrotów bieżących, wyznaczenie przez Trybunał Konstytucyjny terminu rozprawy w sprawie zgodności z Konstytucją nowelizacji ustawy o Sądzie Najwyższym (jeden z tzw. kamieni milowych), czy wykasowanie części z oczekiwań zakładających obniżkę stóp procentowych w tym roku. W efekcie jednak brak jest obecnie przesłanek mogących wspierać polską walutę. Szansą dla złotego pozostaje co prawda kontynuacja wzrostu eurodolara w tym tygodniu, jednak naszym zdaniem będzie o to trudno w najbliższych dniach.
USD/PLN	↔	Uważamy, iż kurs USD/PLN, który w ubiegłym tygodniu osiągnął roczne minimum będzie w tym tygodniu próbował ustabilizować się wokół poziomu 4,22. W naszej ocenie większej zmienności nie powinny dostarczyć zarówno zmiany złotego, jak i rynku eurodolara. W średnim terminie natomiast w dalszym ciągu oczekujemy ruchu spadkowego w wykonaniu pary USD/PLN.
EUR/USD	↔	Kwestia różnic w polityce pieniężnej Fed i Europejskiego Banku Centralnego będąca główną determinantą zmian eurodolara w ostatnim czasie wydają się stopniowo tracić na znaczeniu. Decyduje o tym bliski koniec cyklu zacieśniania monetarnego w USA (w maju) oraz rynkowy brak zmian w docelowym poziomie stopy procentowej w strefie euro. W rezultacie kończy się naszym zdaniem dotychczasowe paliwo odpowiadające za wzrosty kursu EUR/USD. Szansę na przedłużenie będą wstępne odczyty indeksów PMI, lecz te poznamy dopiero w piątek. Wcześniej, bo we wtorek opublikowany zostanie natomiast zestaw danych z Chin obejmujący tempo PKB w 1Q 2023, ale i marcową sprzedaż detaliczną oraz produkcję przemysłową. Liczymy zatem na próbę stabilizacji kursu EUR/USD w tym tygodniu w okolicy poziomu 1,10.

## Rynek obligacji

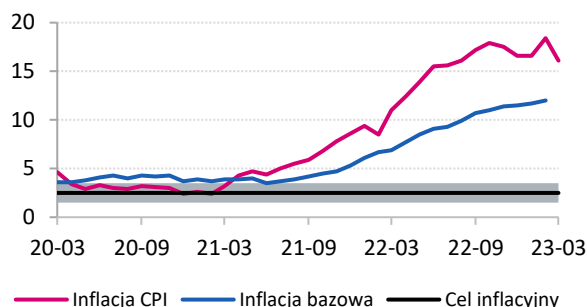
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↔	Stabilizacja to także naszym zdaniem najbardziej prawdopodobny scenariusz tego tygodnia dla rentowności krajowego długu. W ostatnich dniach długi koniec wzrósł nieco wykorzystując trendy rynków bazowych, ale i dane potwierdzające uporczywość krajowej inflacji. W efekcie rynek stopy procentowej coraz mniej agresywnie akcentuje możliwość przejścia Rady Polityki Pieniężnej w tym roku do cyklu cięć stóp procentowych. Przypomnijmy, iż naszym zdaniem RPP w 2023 roku nie zdecyduje się na taki ruch. Wydarzeniem dnia na krajowym rynku długu będzie przetarg sprzedaży obligacji (drugi i ostatni w tym miesiącu). Podobnie jak w ubiegłym tygodniu tak i w najbliższy piątek nie spodziewamy się większych problemów z uplasowaniem obligacji. Przypomnijmy, iż w kwietniu Ministerstwo Finansów sprzedało pięć serii obligacji na kwotę 6,5 mld PLN. Stronę popytową z pewnością wspierać będzie zbliżający się wykup serii OK0423.
10Y DE (%)	↔	Wypowiedzi przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego a także zaplanowane na ten tydzień dane makro, w szczególności piątkowe wstępne odczyty PMI nie powinny naszym zdaniem w znaczący sposób wpływać na wycenę niemieckich obligacji. Uważamy, iż rentowność 10-latk Niemiec oscylować będzie wokół poziomu 2,50%.
10Y US (%)	↔	Oczekiwania co do docelowej stopy procentowej w trwającym cyklu zacieśniania Fed były w ostatnich dniach zmienne, ale w naszej ocenie w kolejnych dniach - prawdopodobnie już do czasu posiedzenia Rezerwy Federalnej na początku maja - nie powinny podlegać istotnym weryfikacjom. Niedawne dane makro oraz wypowiedzi części przedstawicieli FOMC, do spółki z marcowymi oczekiwaniami dot-plot, sprawiły, że inwestorzy „uwierzyli” w jeszcze jedną podwyżkę kosztu pieniądza w USA w maju o 25 pkt. baz. W rezultacie rentowność Treasuries wzrosła i obecnie naszym zdaniem powinna konsolidować się wokół bieżących poziomów oczekując na majowe posiedzenie Fed.

## Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

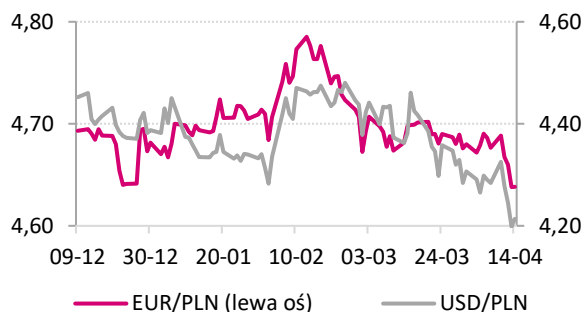


<b>Cezary Kochalski</b> (17.04.2023)	W świetle bieżącej projekcji, napływających danych i prognoz, temat obniżek stóp procentowych po prostu nie był podnoszony ani dyskutowany przez nikogo. (...) Nie było do tego podstaw (...) w relacji do bieżących procesów gospodarczych i inflacyjnych
<b>Ludwik Kotecki</b> (12.04.2023)	Skoro sytuacja gospodarcza jest bardzo słaba, na razie powinniśmy ograniczyć się do niewielkiej podwyżki o 25 pb. (...) Z komunikacyjnego punktu widzenia mała podwyżka byłaby użyteczna. Pokazałaby, że Rada jest zdeterminowana, nie poddaje się i będzie walczyć o niską inflację
<b>Henryk Wnorowski</b> (7.04.2023)	Inflacja bazowa kroczy za inflacją CPI z pewnym opóźnieniem i ja wierzę, że i ona zacznie spadać nawet szybciej, niż zapowiedział prezes NBP. (...) W mojej ocenie dziś nie ma fundamentalnych przesłanek dla rosnącej inflacji bazowej i tak wysokiej inflacji CPI.
<b>Adam Glapiński</b> (6.04.2023)	Jeśli się wszystko będzie działo tak, jak to przewidujemy, to (...) podwyżek nie będzie, a w pewnym momencie będzie obniżka. Kiedy będzie obniżka? Będziemy obserwować gospodarkę z miesiąca na miesiąc. Obniżka może być wtedy, gdy jest całkowicie pewne, że inflacja szybko spada do poziomu celu inflacyjnego. W tej chwili jest za wcześnie, by powiedzieć, że inflacja szybko spada, bo dopiero zaczął się ten zjazd z płaskowyzu. Nie zakończyliśmy cyklu podwyżek, jesteśmy przygotowani na każdą sytuację. (...) Z posiedzenia na posiedzenie patrzmy, jaka jest sytuacja i reagujemy. Zakładam optymistycznie, że dalej wszystko będzie się działo tak, jak jest w naszej projekcji, że nie nastąpi żadne nieprzewidziane wydarzenie, które nas zmusi do interwencji.
<b>Joanna Tyrowicz</b> (29.03.2023)	Jeżeli inflacja zahaczy o górne pasmo odchyień 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 przełożenie 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 kwartalach 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 marcową 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>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 przelocie 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 analizował napływające dane i dostosowywał do nich moje preferencje w zakresie stóp.

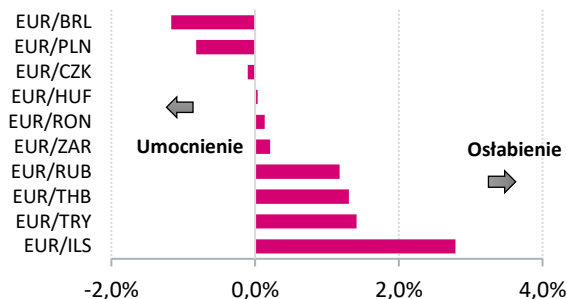
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

## Wykresy rynkowe

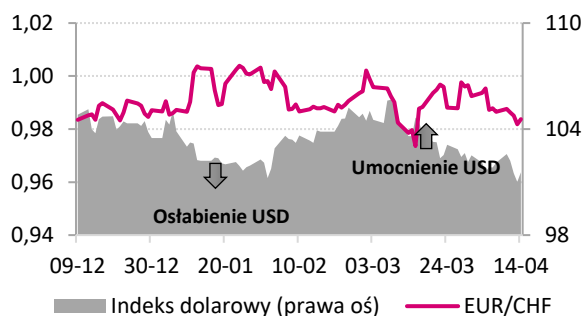
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



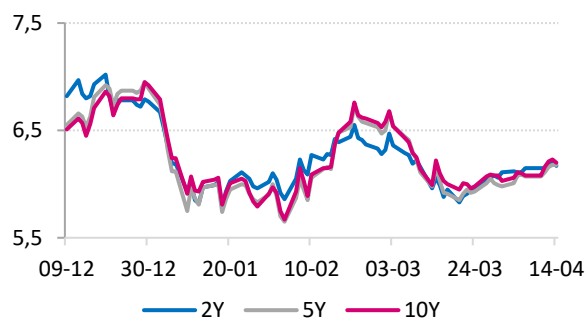
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



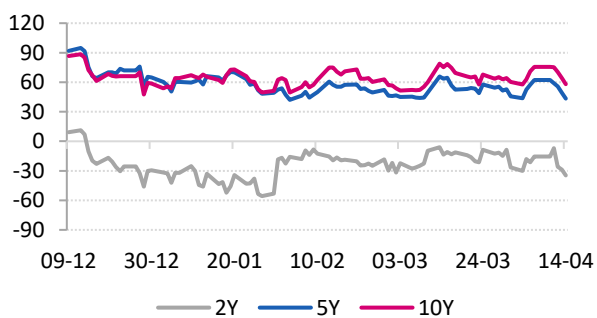
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



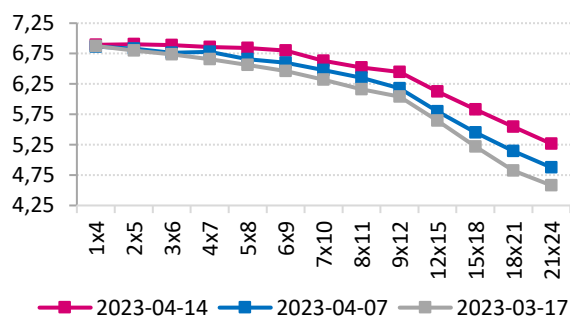
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



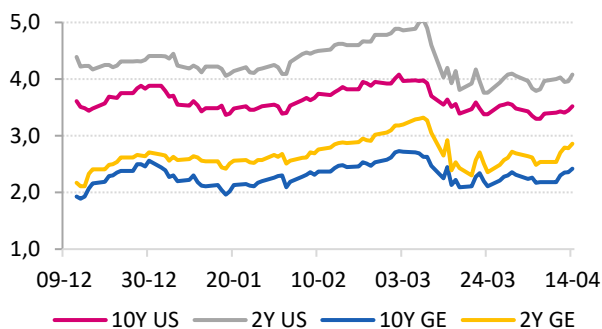
Krajowe stawki ASW [%]



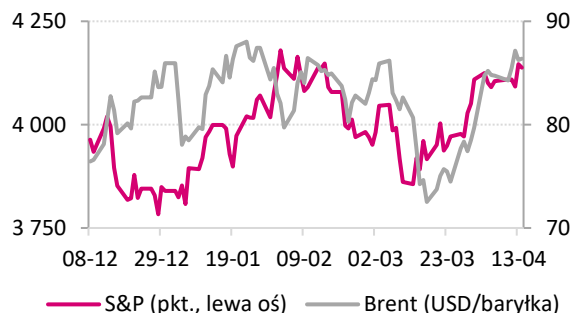
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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
<b>Poniedziałek 17 kwietnia</b>					
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Marzec	12.0%	12.2%	12.1%
<b>Wtorek 18 kwietnia</b>					
04:00 PKB r/r	Chiny	Q1	2.9%	4.0%	
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Kwiecień	13.0	15.0	
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Marzec	1524k	1510k	
14:30 Rozpoczęte budowy domów	USA	Marzec	1450k	1400k	
<b>Środa 19 kwietnia</b>					
11:00 Inflacja HICP fin. r/r	EZ	Marzec	8.5%	6.9%	
20:00 Beżowa Księga Fed	USA	Kwiecień			
<b>Czwartek 20 kwietnia</b>					
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	14 kwietnia	239k		
16:00 Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Marzec	4.58m	4.50m	
<b>Piątek 21 kwietnia</b>					
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Kwiecień	44.7	45.5	
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Kwiecień	53.7	53.5	
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Kwiecień	47.3	47.9	
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Kwiecień	55.0	54.5	
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Marzec	13.6%	12.5%	12.3%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Marzec	0.8%	0.6%	0.6%
15:45 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Kwiecień	49.2		
15:45 Wstępny PMI w usługach	USA	Kwiecień	52.6		
<b>Poniedziałek 24 kwietnia</b>					
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Marzec	-1.2%	-1.9%	-1.9%
10:00 Produkcja bud.-montażowa r/r	Polska	Marzec	6.6%	0.9%	2.3%
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Marzec	-5.0%	-5.7%	-7.0%
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Kwiecień	93.3		

## 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	5.4	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	17.0	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.