

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

24 kwietnia 2023

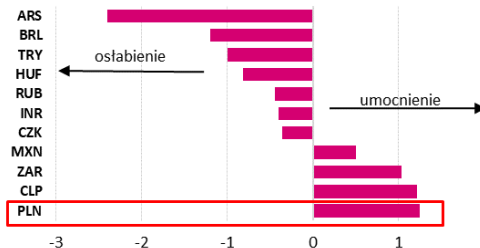
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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

W ostatnich 10 dniach złoty był najlepiej radzącą sobie walutą z całego koszyka *emerging markets*. W tym czasie kurs EUR/PLN przejściowo zniżył się do nawet 4,60. W naszej ocenie najbliższe dni przyniosą jednak próbę stabilizacji notowań wokół poziomu 4,61. Przemawia za tym brak nowych impulsów, potrzeba korekty technicznej oraz uspokojenie rynku eurodolara.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Spodziewany kolejny spadek inflacji CPI w kwietniu

W piątek GUS opublikuje szybki szacunek inflacji za kwiecień. Szacujemy, że indeks CPI obniży się do ok. 15% r/r z 16,1% r/r. Podkreślić jednak należy, że zniżka inflacji jest związana przede wszystkim z efektem wysokiej bazy odniesienia sprzed roku, kiedy pod wpływem wybuchu wojny w Ukrainie radykalnie zaczęły rosnąć ceny paliw, a także żywności. Presja cenowa pozostaje wysoka, obecna w znacznej części koszyka inflacyjnego. Widoczne jest to przede wszystkim we wciąż dynamicznie rosnących cenach usług. Pomimo wyraźnego wyhamowania popyt wciąż pozostaje na tyle mocny, że przedsiębiorstwa wciąż mają możliwość przeliczenia rosnących kosztów na ceny detaliczne. Powrót inflacji do celu pozostaje odległą perspektywą, co w naszej ocenie oznacza stabilne stopy procentowe do końca 2023 r.

W tym tygodniu publikacja szacunku PKB w Stanach Zjednoczonych w 1Q 2023

W tym tygodniu poznamy zestaw kolejnych danych z gospodarki USA, w tym pierwsze wyliczenie PKB w 1Q 2023. W szczególności styczeń był okresem poprawy koniunktury, gdy sprzedaż detaliczna wzrosła o 2,8% m/m, a produkcja przemysłowa o 0,9% m/m. Luty i marzec przyniosły jednak gorsze odczyty. Badanie koniunktury ISM wskazuje natomiast na utrzymujące się ożywienie w największym sektorze gospodarki, tj. w usługach. Według modelu nowcastingowego oddziału Fed w Atlantyc PKB w 1Q 2023 wzrósł o 2,5% kw/kw (SAAR - po odsezonowaniu i annualizacji) po wzroście o 2,6% kw/kw w 4Q 2022. Realizacja tej prognozy nie powinna wpływać na wycenę rynkową, według których na posiedzeniu 3 maja Rezerwa Federalna podniesie stopy procentowe o 0,25 pkt proc. do 5,00-5,25%. Jest on zgodny także z medianą oczekiwań członków Fed wyrażonych w marcu. Ma być to szczyt stóp proc. w tym cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. Fed po posiedzeniu w maju najpewniej przejdzie w tryb „wait-and-see” uzależniając dalsze decyzje od napływu nowych danych.

Zapewne nie spełniły się obawy o recesję w strefie euro na przełomie 2022 i 2023

W piątek o godz. 11:00 Eurostat opublikuje pierwsze wyliczenie PKB w strefie euro w 1Q 2023. Według konsensusu PKB między styczniem a marcem wzrósł o 1,4% r/r po wzroście o 1,8% r/r w 4Q 2022. Natomiast w ujęciu kw/kw spodziewany jest wzrost PKB o 0,2% kw/kw po spadku o 0,1% kw/kw kwartał wcześniej. W okresie grzewczym nie ziściły się negatywne czynniki ryzyka dla gospodarki strefy euro dotyczące braku wystarczającej dostaw gazu ziemnego. Niemniej wzrost gospodarczy pozostaje słaby, z powodu wysokiej inflacji i stóp procentowych oraz słabej wymiany handlowej na świecie. Dane PMI wskazują, że za wzrost odpowiada sektor usług, poprawia się sytuacja na rynku pracy. Wobec rekordowo wysokiej inflacji przewyższającej ponad dwukrotnie cel inflacyjny Europejskiego Banku Centralnego i rosnącego ryzyka rozpędzenia spirali wynagrodzenia-płace Rada Prezesów będzie kontynuowała cykl podwyżek stóp procentowych. Obecnie rynki finansowe w większości zakładają, że na najbliższym posiedzeniu Rady 4 maja (dzień po decyzji amerykańskiej Rezerwy Federalnej) podniesie stopę depozytową o 0,50 pkt proc. do 3,50%, a cykl ma być kontynuowany także w czerwcu.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,6071	-1,7%
USD/PLN	4,1951	-3,6%
CHF/PLN	4,7078	-0,7%
EUR/USD	1,0977	1,9%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	6,86	2
WIBOR 3M	6,90	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	6,08	5
5Y	6,07	6
10Y	6,05	-4

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	6,46	24
5Y	5,63	21
10Y	5,54	13

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,44	22
US 10Y	3,54	8

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	62132,1	0,8
S&P 500	4133,5	-0,1
Nikkei 225	28593,5	0,3

Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

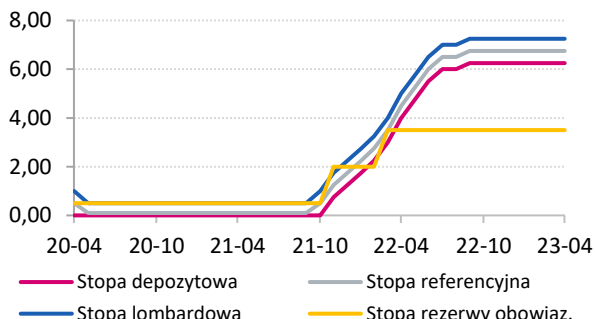
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↔	W naszej ocenie najbliższe dni przyniosą uspokojenie wyceny złotego do euro. O ile wciąż możliwy jest ruch mający na celu złamanie psychologicznej bariery 4,60, to trudno będzie polskiej walucie utrzymać się na trwającej już ponad 10 dni ścieżce aprecjacji. Za nadrzędny warunek ku umocnieniu złotego uważamy kontynuację wzrostów eurodolara, której się jednak w kwietniu nie spodziewamy. W kierunku stabilizacji lub niewielkiego osłabienia złotego oddziaływać będzie potrzeba korekty technicznej. Przypomnijmy, iż od połowy kwietnia złoty pozostaje najlepiej radzącą sobie walutą w relacji do euro nie tylko w zestawieniu walut regionu, ale i całego koszyka emerging markets. Umocnienia złotego nie spodziewamy się także z racji zbliżającego się długiego weekendu (poniedziałek jest dniem wolnym zarówno w Polsce, ale i Wielkiej Brytanii). Doświadczenia z marca, gdy podczas weekendów dochodziło do perturbacji w globalnym sektorze bankowym sprawia, że inwestorzy mogą redukować bardziej agresywne pozycje. Za potencjalny zakres zmian kursu EUR/PLN podczas przełomu kwietnia i maja uważamy przedział 4,5822 - 4,6328.
USD/PLN	↔	Uważamy, iż kurs USD/PLN, który koncentruje się wokół rocznego minimum będzie w tym tygodniu nadal stabilizował się wokół poziomu 4,20. 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, choć poprzedzona ona prawdopodobnie będzie krótkoterminową korektą wzrostową.
EUR/USD	↔	Naszym zdaniem kurs EUR/USD w najbliższych dniach poruszać będzie się wokół poziomu 1,10 odchylając się od niego +/- o nieco ponad pół centa. Za scenariuszem stabilizacji przemawia brak potencjalnych impulsów (te pojawiają się dopiero w drugiej połowie tygodnia) oraz możliwe ograniczenie pozycji przed długim weekendem (także na rynkach bazowych). Emocje na rynku eurodolara powinny pojawić się w czwartek, gdy poznamy wstępne dane o PKB za 1Q w USA oraz w piątek (publikacja analogicznych danych ze strefy euro uzupełniona o odczyty inflacji z Niemiec, ale i Stanów Zjednoczonych). Publikacje będą istotne, gdyż będą miały miejsce na kilka dni przed interesującymi posiedzeniami Fed i Europejskiego Banku Centralnego. Przykładowo Rezerwa Federalna w przyszłym tygodniu prawdopodobnie zakończy cykl zacieśniania monetarnego.

Rynek obligacji

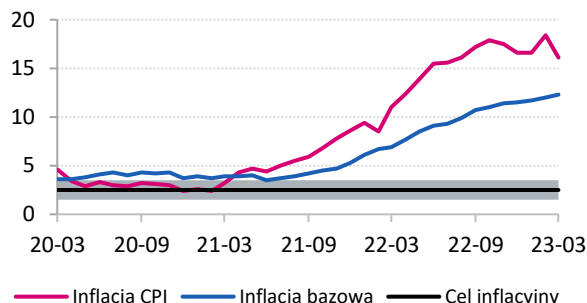
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↔	W naszej ocenie kolejny tydzień, w którym wycena skarbowych papierów wartościowych powinna pozostać stabilna. Globalnie zadecydować o tym powinien spokój rynków bazowych związany z wyczekiwaniem na przyszłotygodniowe posiedzenia Fed i Europejskiego Banku Centralnego (chwilowe podbicie zmienności może nastąpić w piątek wraz z publikacjami danych inflacyjnych). Lokalnie zaś źródłem stabilizacji będą czynniki krajowe. Wysoki stopień finansowania potrzeb pożyczkowych, czy wykup serii OK0423 powinny przeciwdziałać ewentualnej presji na wzrost dochodowości. Ryzykiem pozostaną dane inflacyjne z kraju (piątek), jednak nie uważamy, by mogły one istotnie zmieniać rynkowy scenariusz co do stóp procentowych w tym roku. Konsekwentnie podtrzymujemy nasze nastawienie o braku zmian w poziomie kosztu pieniądza w 2023 roku. Wrażenia na inwestorach zrobić nie powinien planowana przez Ministerstwo Finansów na piątek publikacja podaży SPW na maj.
10Y DE (%)	↔	Trudno oczekiwać, by do piątku coś mogło się istotnie zmienić w wycenie niemieckiego długu. Wtedy to poznamy bowiem zestaw wstępnych danych inflacyjnych z Niemiec oraz tych dotyczących wzrostu gospodarczego w strefie euro. Zakładamy, iż w nawet w przypadku niewielkich odchyień od konsensusu rynek pozostanie stabilny. Z jednej strony dane nie powinny zmieniać oczekiwań co do polityki pieniężnej EBC, z drugiej długi weekend sprzyjać będzie ograniczeniu aktywności inwestorów. Nie spodziewamy się ponadto istotnie różnicy w stosunku do dotychczasowej narracji wypowiedzi przedstawicieli EBC. Efektem naszym zdaniem będzie stabilizacja wyceny Bunda w tym tygodniu z ograniczonym ryzykiem podbicia zmienności na koniec tygodnia (dane makro).
10Y US (%)	↔	W przypadku amerykańskich Treasuries również nie spodziewamy się większych zmian rentowności. Zadecyduje o tym wyczekiwanie na nowe impulsy (dane makro) oraz posiedzenie Fed, które odbędzie się już w przyszłym tygodniu. Nastroj ograniczonych zmian wspierać będzie okres braku wypowiedzi członków Rezerwy Federalnej (blackout). W rezultacie rentowność 10-latk amerykańskiej powinna oscylować wokół poziomu 3,55%.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

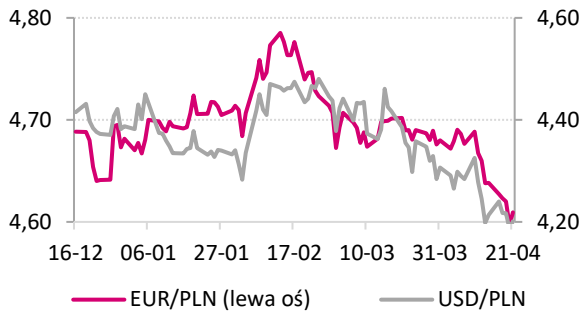


Ireneusz Dąbrowski (24.04.2023)	Oczywiście jeśli nic się nie zmieni, to pewna przestrzeń (do obniżek stóp w 2023 r. -przyp)może się pojawić, ale nie będzie to żadna pochopna decyzja.
Joanna Tyrowicz (24.04.2023)	Niespodzianki dotyczące cen nośników energii i żywności mogą być, co prawda mniej optymistyczne niż dotąd, ale odpowiedzialność w polityce pieniężnej wymaga, żeby bazować w decyzjach na twardych danych, a nie nadziejach, że może nam się poszczęści. Kluczowe jest to, że średnioroczna inflacja w 2023 nie będzie dużo niższa niż w 2022.
Henryk Wnorowski (21.04.2023)	(...) z jednej strony formalnie nie zamknęliśmy cyklu podwyżek stóp procentowych rozpoczętego w październiku 2021, a więc Rada może do podwyżek powrócić, jeśli uzna że są ku temu przesłanki. Z drugiej strony, zacieśnianie polityki pieniężnej trwa już na tyle długo, że pojawiają się oczekiwania jej luzowania, czyli obniżania stóp. To jest jednak w mojej ocenie, kwestia przyszłości na tyle odległej, że rozważania na ten temat dzisiaj z całą pewnością należałoby ocenić jako przedwczesne.
Cezary Kochalski (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
Ludwik Kotecki (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
Adam Glapiński (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.
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 wyższym 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.
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 podażowy 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.

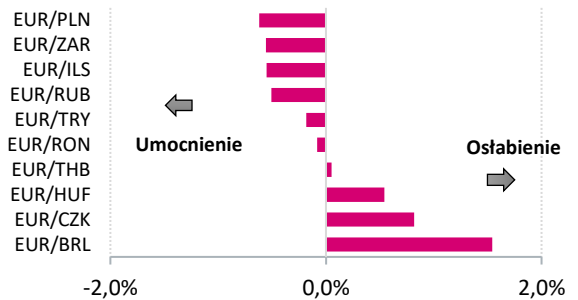
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

Wykresy rynkowe

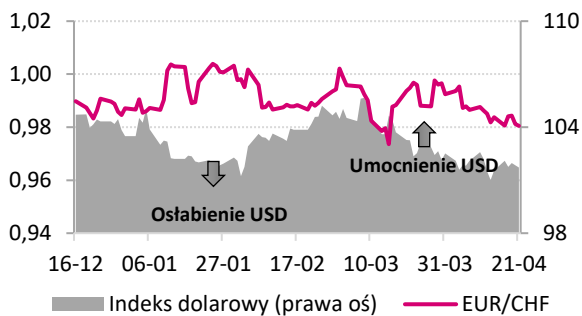
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



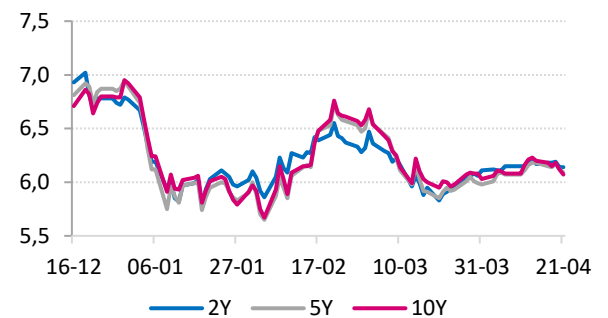
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



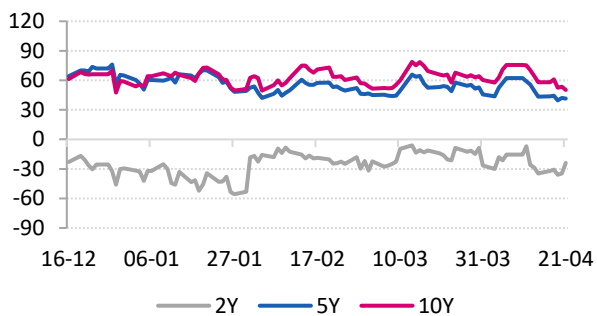
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



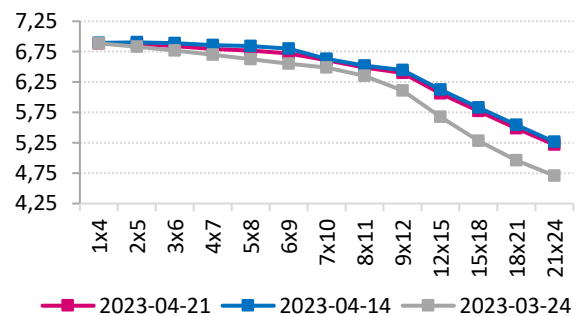
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



Krajowe stawki ASW [%]



Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]

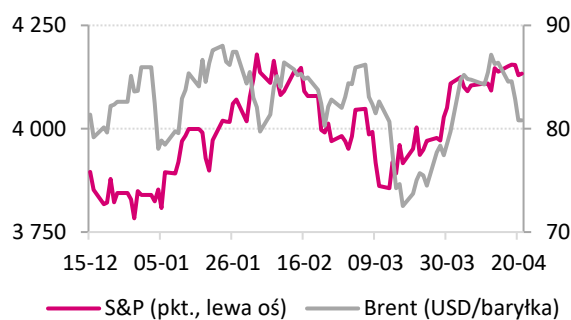
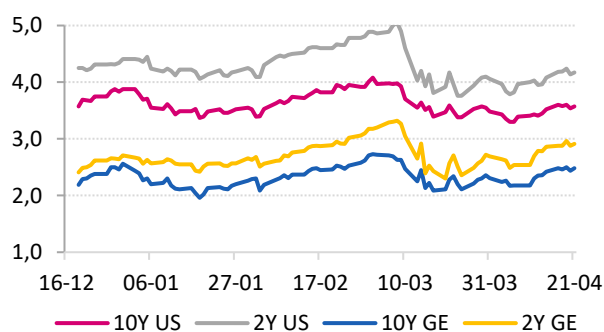
Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 24 kwietnia					
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	94.0	
Wtorek 25 kwietnia					
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Marzec	7.4%	7.1%	6.9%
14:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Kwiecień	13.0%	13.0%	
16:00 Sprzedaż nowych domów	USA	Marzec	640k	637k	
16:00 Indeks Conference Board	USA	Kwiecień	104.2	104.2	
Środa 26 kwietnia					
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Marzec	5.5%	5.4%	5.4%
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku	USA	Marzec	-1.0%	1.0%	
Czwartek 27 kwietnia					
14:30 PKB wst.	USA	1Q	2.6%	2.0%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	21 kwietnia	245k		
Piątek 28 kwietnia					
10:00 Inflacja CPI r/r	Polska	Kwiecień	16.1%		
11:00 PKB r/r wst.	EZ	1Q	1.8%	1.4%	
14:00 Inflacja HICP r/r wst.	Niemcy	Kwiecień	7.8%		
14:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Marzec	0.2%	0.0%	
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Marzec	0.3%	0.3%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Marzec	4.6%		
16:00 Raport Uniwersytetu Michigan fin.	USA	Kwiecień	62.0	63.5	

Poniedziałek 01 maja

Dzień wolny od pracy

Polska



Źródło: Macrobond, Refinitiv

Kalendarium

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	-0.7	0.5	1.1	2.0
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, 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
Inflacja CPI	% 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
Ropa naftowa Brent	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
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	6.81	2.23	4.12	6.59	7.11	6.93	6.84	6.83	6.82	6.81
WIBOR 3M	%, 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
WIBOR 6M	%, 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
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	4.15	4.06	4.18	4.48	4.95	4.40	4.29	4.30	4.23	4.15
EUR/USD	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
EURIBOR 3M	%, 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
LIBOR 3M USD	%, 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 jakiejkolwiek 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.