

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

8 maja 2023

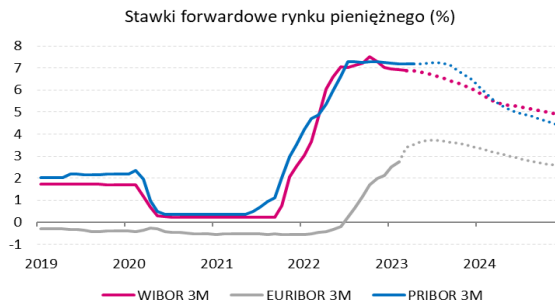
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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

Lokalnie wydarzeniem tygodnia będzie posiedzenie RPP i konferencja prasowa prezesa NBP, której wydźwięk zapewne pozostanie gołąbi. W efekcie rynkowe oczekiwania co do perspektyw polityki w Polsce kontrastują ze scenariuszem możliwych zmian stóp proc. w regionie i strefie euro. Jednocześnie prognozy spadku krajowej inflacji nie dają argumentów do szybkiego rozpoczęcia cyklu łagodzenia.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Kolejny miesiąc stabilizacji stóp procentowych w Polsce

We wtorek rozpocznie się dwudniowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, a decyzja co do stóp procentowych opublikowana zostanie w środę w godzinach popołudniowych. W naszej ocenie stopy procentowe utrzymane zostaną na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna 6,75%). Taki jest też konsensus prognoz. Sama decyzja nie powinna zaskoczyć, ponieważ Rada wyraźnie komunikuje chęć stabilizacji stóp procentowych. Kluczowe dla rynku będą informacje wpływające na oczekiwania dotyczące terminu pierwszej obniżki oprocentowania. Komunikat zapewne w niewielkim stopniu będzie różnił się względem poprzedniego miesiąca, stąd uwaga skupiona będzie na konferencji prezesa A. Glapińskiego (czwartek godz. 15.00). Retoryka krajowej RPP będzie szczególnie interesująca w kontekście zaostrzenia w maju br. narracji przez Narodowy Bank Czech i utrzymania jastrzębiej postawy Europejskiego Banku Centralnego, który nie widzi miejsca na obniżki stóp w Eurolandzie w tym roku. Tymczasem w ostatnich wypowiedziach prezes NBP A. Glapiński wyraża nadzieje na obniżki stóp proc. jeszcze w tym roku. W naszej ocenie ze względu na wysoką uporczywość inflacji, ciasny rynek pracy oraz ekspansywną politykę fiskalną RPP powinna utrzymać restrykcyjne nastawienie i w naszym bazowym scenariuszu zakładamy stabilizację stóp proc. do końca roku. Dostrzegamy jednak ryzyko, iż spadek wskaźnika CPI do poziomów jednocyfrowych może stanowić silny bodziec do złagodzenia polityki monetarnej przed jesiennymi wyborami parlamentarnymi. Konsekwencją szybszych obniżek stóp procentowych będzie dłuższy okres utrzymywania się inflacji powyżej celu NBP.

Spodziewane kolejne dane potwierdzające uporczywą inflację w USA

W środę o godz. 14:30 opublikowane zostaną dane o inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych w kwietniu. Oczekuje się, że indeks CPI wyniesie 5,0% r/r, a więc podobnie jak w marcu. W przypadku wskaźnika bazowego, tj. CPI po wyłączeniu cen żywności i energii spodziewany jest nieznaczny spadek do 5,5% r/r z 5,6% r/r miesiąc wcześniej. Realizacja tych oczekiwań potwierdziłaby nadal wysoką inflację w Stanach Zjednoczonych, która bardzo opornie obniża się, głównie z powodu uporczywie wysokiej inflacji cen usług (w marcu wyniosła ona 7,1% r/r). Na wysoką inflację cen usług w USA składają się szybko rosnące ceny najmu mieszkań, a także usług transportowych, co w części przypisać można odegraniu po obostrzeniach przeciwepidemicznych oraz czynnikom kosztowym. Niemniej wysoka inflacja dotyczy także towarów. Na ogólną wysoką presję inflacyjną w USA wpływa nadal ciasny rynek pracy, gdzie wzrost funduszu płac znacznie przekracza średnią wieloletnią. W piątek poznamy ponadto opracowywany przez Uniwersytet Michigan raport o koniunkturze konsumenckiej. Główny wskaźnik nastrojów wśród gospodarstw domowych zapewne nadal pozostaje bardzo niski, a uwaga będzie koncentrować się przede wszystkim na krótkookresowych oczekiwaniach inflacyjnych, które w kwietniu nieoczekiwanie wyraźnie wzrosły. Naszym zdaniem tylko znaczne niespodzianki w górę w danych inflacyjnych mogą zwiększać prawdopodobieństwo kolejnej podwyżki stóp procentowych na posiedzeniu Fed w połowie czerwca.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5693	-0,8%
USD/PLN	4,1351	-1,3%
CHF/PLN	4,6587	-1,0%
EUR/USD	1,1048	0,4%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,78	-29
5Y	5,81	-23
10Y	5,85	-18

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	6,12	-32
5Y	5,25	-37
10Y	5,22	-32

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,33	-16
US 10Y	3,44	-10




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	63065,9	-0,8
S&P 500	4136,3	-0,8
Nikkei 225	28949,9	1,9

Źródło: Refinitiv


Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

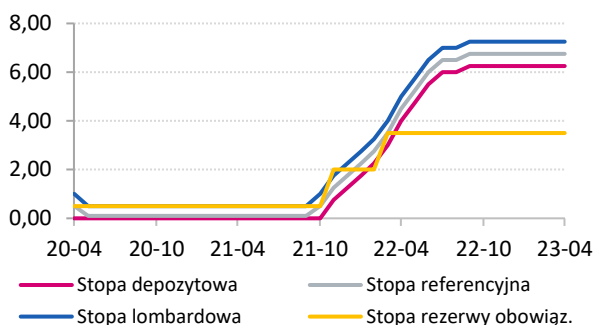
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Mimo, iż złoty wykazuje apetyt na umocnienie, to nasze oczekiwania zakładają, że kurs EUR/PLN przejdzie w tym tygodniu w trend horyzontalny. Z jednej strony bowiem oczekujemy konsolidacji notowań eurodolara, z drugiej zaś zakładamy, że czynniki krajowe nie będą wspierać w najbliższych dniach aprecjacji polskiej waluty. Wydarzeniem tygodnia będzie posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (stabilizacja stóp procentowych), a tak naprawdę podsumowująca konferencja prasowa prezesa Narodowego Banku Polskiego. Uważamy, iż wzorem ostatnich dni wypowiedzi prezesa NBP będą łagodne, a tym samym przyczynią się do niewielkiego osłabienia złotego. W rezultacie notowania EUR/PLN przesuną się w stronę poziomu 4,60 dając co najmniej chwilowy oddech w trwającym już niemal miesiąc dynamicznym trendzie umocnienia polskiej waluty. Jak wspomnieliśmy wydarzenia na rynkach globalnych (eurodolar) nie powinny w tym tygodniu w istotny sposób przekładać się na globalny apetyt na ryzyko. Kalendarium istotnych publikacji jest ograniczone. Na gruncie technicznym natomiast sygnały o potrzebie korekty trendu spadkowego EUR/PLN są coraz bardziej wyraźne.
USD/PLN 	Uważamy, iż kurs USD/PLN, który koncentruje się wokół rocznego minimum będzie w tym tygodniu nadal stabilizował się wokół poziomu 4,15. 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, a więc podobnie jak w ostatnich trzech tygodniach. Nie znajdujemy bowiem istotnych argumentów mogących generować zmienność eurodolara. Poniedziałek zapowiada się niezwykle spokojnie. Nie tylko z uwagi na ubogie kalendarium danych (indeks Sentix), ale przede wszystkim nieobecność inwestorów z Wielkiej Brytanii, którzy z racji weekendowej koronacji Karola III cieszą się dniem wolnym. Z kolei ubiegłotygodniowe posiedzenia Fed i EBC dały jasno do zrozumienia, iż oba banki centralne pozostają w trybie uzależnienia swoich decyzji od napływających danych makro. Z tego powodu interesująco zapowiada się przede wszystkim odczyt inflacji CPI ze Stanów Zjednoczonych (środa). Naszym zdaniem trudno jednak oczekiwać, by dane mogły w istotny sposób przekładać się na zmienność kursu EUR/USD.

Rynek obligacji

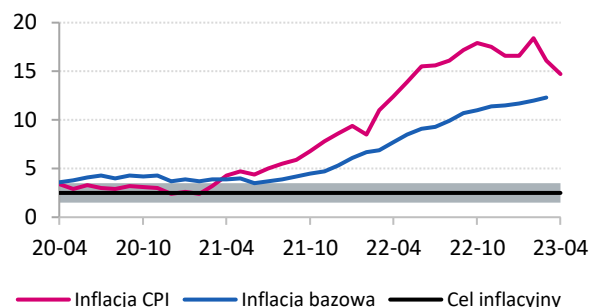
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Dochodowość polskich obligacji - głównie krótkoterminowych - uległa istotnemu obniżeniu w ostatnich dniach. Nie oczekujemy jednak, by w rozpoczynającym się tygodniu miała ona wzrosnąć. Presji na wzrost dochodowości generować nie powinny zarówno rynki bazowe, jak i czynniki lokalne. Finansowanie tegorocznych potrzeb pożyczkowych postępuje niezwykle sprawnie (czynnik sprzyjający spadkowi dochodowości), a łagodna narracja części członków Rady Polityki Pieniężnej - rynkowym kanałem oczekiwań cięć stóp procentowych w 2023 roku - spotęgowała ruch spadkowy w ostatnim tygodniu. W tym natomiast nie oczekujemy zanegowania łagodnej retoryki. Uważamy, iż prezes Narodowego Banku Polskiego podczas czwartkowej konferencji prasowej podtrzyma rynkowy scenariusz łagodzenia polityki monetarnej w tym roku. W rezultacie nie znajdujemy obecnie argumentów za wyższą rentowności polskiego długu. Z kolei czynniki odpowiadające za spadkiem dochodowości w dużym stopniu zostały już zdyskontowane. Efektem powinna być stabilizacja wyceny skarbowych papierów wartościowych.
10Y DE (%) 	Ubiegłotygodniowe posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego nie przyniosło istotnych modyfikacji oczekiwań co do kontynuacji cyklu zacieśniania monetarnego w strefie euro. Zmian dostarczyć nie powinny ponadto istotne publikacje danych makro ze strefy euro w najbliższych dniach, których w tym tygodniu zabranie.
10Y US (%) 	W przypadku amerykańskich Treasuries również nie spodziewamy się większych zmian rentowności. Wydarzeniem tygodnia będzie publikacja danych inflacyjnych z USA, lecz nie uważamy, by dane mogły odmienić obraz oczekiwań co do polityki pieniężnej Fed. W rezultacie stabilizacja dochodowości Treasuries jest podstawowym scenariuszem tego tygodnia.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

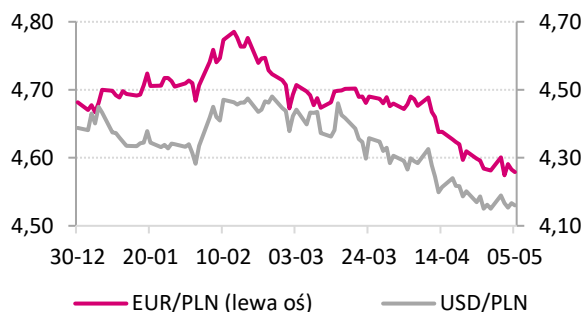


<p>Adam Glapiński (2.05.2023)</p>	<p>Mam nadzieję, że stanie się to, co przewidują ekonomiści biorący udział w niedawnej ankiecie Obserwatora Finansowego, a także co jest spójne z przewidywaniami rynków finansowych, a więc, że pod koniec roku będzie możliwa pierwsza obniżka stóp procentowych. Oczywiście o ile inflacja będzie spadać w takim tempie w kierunku średniookresowego celu NBP, jak to przewiduje nasza projekcja, a to uzależnione jest od wielu czynników. Dlatego to nie jest żadna obietnica, bo wszystko będzie zależeć od kształtowania się inflacji i sytuacji gospodarczej. Jedno jest pewne: nadal dążymy i będziemy dążyć do trwałego obniżenia inflacji i osiągnięcia celu 2,5 proc., +/- 1 pp.</p> <p>Dokonyuje się proces, o którym było wiadomo, że będzie następował zgodnie z projekcjami NBP. To znaczy, że nasza gospodarka rozwija się z mniejszą dynamiką, ale jednak się rozwija. Mam nadzieję, że nie wejdziemy przy tym w recesję, choć w I kwartale roczny wzrost PKB był prawdopodobnie ujemny. Jednocześnie już zaczęła spadać inflacja i wszystkie prognozy wskazują, że będzie nadal spadała. Liczymy, że na koniec roku będzie ona jednocyfrowa. Podkreślam, odpukać, jak na razie nasza NBP-owska projekcja w całości się realizuje</p>
<p>Gabriela Mastowska (1.05.2023)</p>	<p>Mamy najniższy wskaźnik inflacji od maja ubiegłego roku (14,7 proc. w kwietniu - PAP). Inflacja spada już od grudnia systematycznie, więc wydaje się, że jest to tendencja trwała.</p> <p>Nie oznacza to, że ceny nie rosną - one rosną nadal, ale rosną wolniej. A więc jest to pierwszy sygnał, że inflacja wygasa, że wygasają czynniki, które podtrzymują wzrost cen. Liczymy na to, że zejdziemy do poziomu inflacji jednocyfrowej pod koniec bieżącego roku, a może nawet już wczesną jesienią</p>
<p>Henryk Wnorowski (29.04.2023)</p>	<p>Pierwszą symboliczną cyfrą, do której zmierzamy jest to inflacja poniżej 10 proc., dlatego że jest inflacją umiarkowaną. Jestem głęboko przekonany, że to się stanie już w trzecim kwartale tego roku. Pojawia się światelko w tunelu, które pozwoli nam coraz śміalej rozmawiać o obniżkach stop procentowych, a to jest bardzo dobra informacja dla wszystkich kredytobiorców w naszym kraju</p>
<p>Ludwik Kotecki (25.04.2023)</p>	<p>Wygłada na to, że jednak Rada powoli zmienia stanowisko. Głosów z Rady płynących, że właściwie powinniśmy myśleć o obniżkach stóp już chyba nie ma, albo są bardzo niszowe, mówimy o perspektywie tego roku. (...) Dzisiaj wiemy, że to jest za wcześnie. Nie ma przestrzeni na obniżki stóp w roku bieżącym, szczególnie że wiemy, że polityka fiskalna była luzowana w zeszłym roku dalej przy 5-proc. wzroście.</p> <p>Mam nadzieję, że [osiągnięcie celu inflacyjnego - przyp] będzie to 2026 r.</p>
<p>Ireneusz Dąbrowski (24.04.2023)</p>	<p>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.</p>
<p>Joanna Tyrowicz (24.04.2023)</p>	<p>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.</p>
<p>Cezary Kochalski (17.04.2023)</p>	<p>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</p>
<p>Przemysław Litwiniuk (22.03.2023)</p>	<p>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.</p>
<p>Iwona Duda (20.01.2023)</p>	<p>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.</p>
<p>Wiesław Janczyk (2.12.2022)</p>	<p>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.</p>

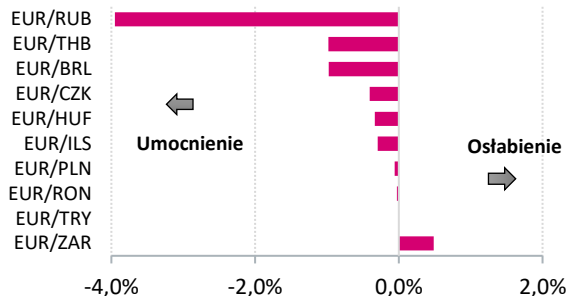
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

Wykresy rynkowe

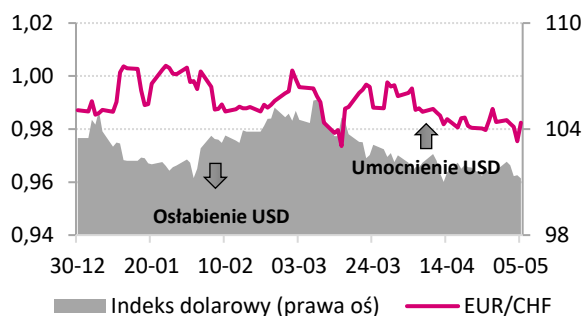
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



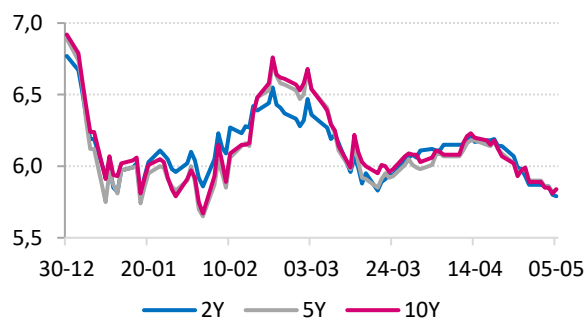
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



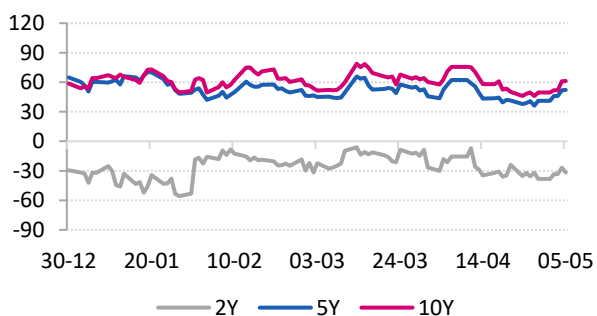
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



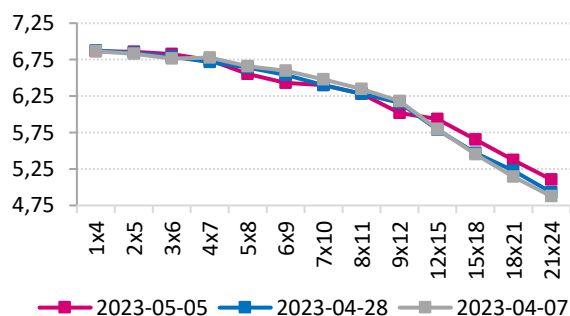
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



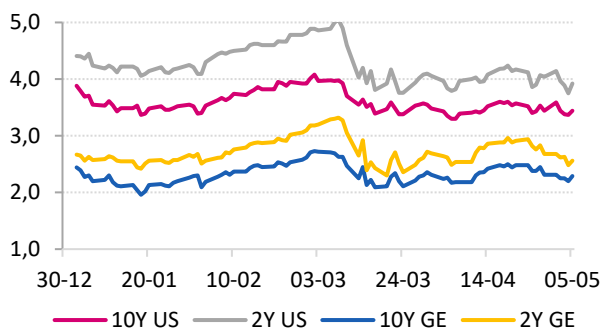
Krajowe stawki ASW [%]



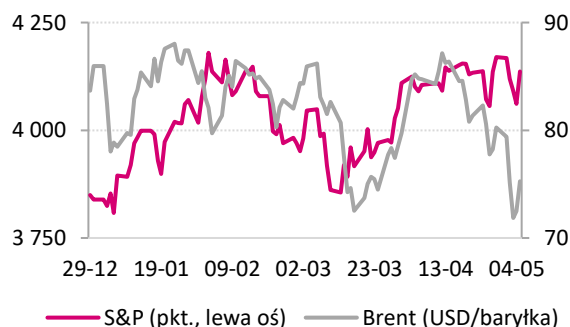
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 08 maja					
08:00	Produkcja przemysłowa sa m/m	Niemcy	Marzec	2.1%	-1.3%
10:30	Indeks Sentix	EZ	Maj	-8.7	-7.9
Wtorek 09 maja					
Brak istotnych publikacji					
Środa 10 maja					
08:00	Inflacja CPI r/r	Niemcy	Kwiecień	7.4%	7.2%
	Decyzja w sprawie stóp procentowych	Polska	Maj	6.75%	6.75%
14:00	Protokół z posiedzenia banku centralnego	Węgry	Kwiecień		
14:30	Inflacja CPI r/r	USA	Kwiecień	5.0%	5.0%
Czwartek 11 maja					
03:30	Inflacja CPI r/r	Chiny	Kwiecień	0.7%	
09:00	Inflacja CPI r/r	Czechy	Kwiecień	15.0%	
11:00	Konferencja prezesa NBP	Polska	Maj		
13:00	Decyzja w sprawie stóp procentowych	UK	Maj	4.25%	4.50%
14:30	Inflacja PPI r/r	USA	Kwiecień	3.4%	
14:30	Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA		242k	240k
Piątek 12 maja					
09:00	Protokół z posiedzenia banku centralnego	Czechy	Maj		
16:00	Indeks uniwersytetu Michigan wst.	USA	Maj	63.5	64.0
Poniedziałek 15 maja					
10:00	Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Kwiecień	16.1%	14.7%
14:00	Bilans płatniczy EUR	Polska	Marzec	2568m	2411m
					3050m

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	4.55
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	4.10
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 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.