

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

15 maja 2023

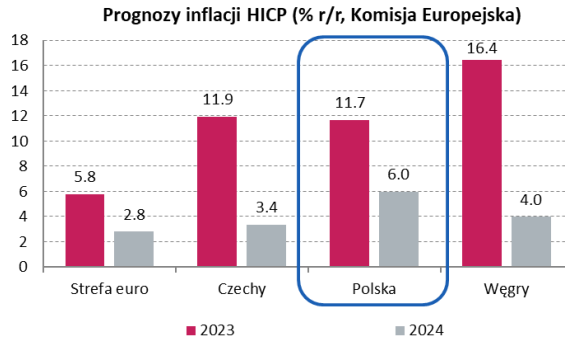
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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: Komisja Europejska

Według wiosennej rundy prognoz Komisji Europejskiej średnioroczna inflacja HICP w Polsce wyniesie w 2023 r. 11,7% r/r, a w 2024 r. 6,0% r/r, co jest najwyższą wartością wśród krajów UE. Inflacja w Polsce pozostanie uporczywa m.in. z powodu utrzymania ekspansywnej polityki fiskalnej i dodatkowych działań w tym zakresie zapowiadanych przez PiS. Będzie to zmniejszać przestrzeń do obniżek stóp proc. w przyszłym roku.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

W tym tygodniu wstępne dane o PKB w 1Q 2023

We wtorek o godz. 10:00 Główny Urząd Statystyczny opublikuje pierwszy szacunek PKB w Polsce w 1Q 2023. Według naszej prognozy był on o 0,8% r/r niższy niż w analogicznym kwartale ub. roku, po wzroście o 2,3% r/r kwartał wcześniej. Taki jest także konsensus prognoz. Natomiast w ujęciu kw/kw spodziewamy się wzrostu PKB o 0,5% kw/kw po spadku aż o 2,4% kw/kw w 4Q 2022. We wtorek nie poznamy jeszcze szczegółów dotyczących struktury danych. Zakładamy, że w stosunku do poprzedniego kwartału obniżyła się składowa dla handlu i przemysłu, a na ścieżce wzrostu kw/kw utrzymywał PKB wkład eksportu netto. Przełom 2022 i 2023 r. był najprawdopodobniej dołkiem tego cyklu koniunkturalnego wynikającego z najwyższej od dekad inflacji i mocnego zacieśnienia polityki pieniężnej. Według naszego scenariusza w kolejnych kwartałach wzrost PKB powinien przyspieszać, aczkolwiek nie w szybkim tempie, gdyż wysoka inflacja i stopy procentowe nadal będą odciskać piętno na popycie zarówno z kraju, jak i z zagranicy.

Inflacja bazowa pozostanie na wysokich poziomach

We wtorek Narodowy Bank Polski opublikuje dane o inflacji bazowej w kwietniu. Presja inflacyjna w gospodarce pozostaje wysoka, a opublikowane w poniedziałek szczegóły koszyka inflacyjnego potwierdzają silną uporczywość inflacji. W obraz ten wpiszą się także miary inflacji bazowej. Według naszych szacunków inflacja bazowa mierzona jako wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii nieznacznie obniżyła się w kwietniu - do 12,1% r/r, jednak w skali miesiąca utrzymują się solidne wzrosty o ponad 1%. To w dużej mierze efekt kontynuacji solidnych wzrostów cen usług, których dynamika czwarty miesiąc z rzędu wyniosła 13,3% r/r. W skali miesiąca natomiast ceny usług wzrosły o 1,4% m/m wobec 0,8% m/m miesiąc wcześniej. Na tym poziomie trudno zatem mówić o dezinflacji. Inflacja bazowa mija szczyt, jednak ciasny rynek pracy, wysokie oczekiwania inflacyjne i ekspansywna polityka fiskalna będą spowalniały spadki inflacji bazowej w kolejnych kwartałach. W takich uwarunkowaniach nie widzimy przestrzeni do obniżek stóp procentowych w tym roku.

Interesujące dane z chińskiej gospodarki w kwietniu

We wtorek nad ranem czasu polskiego (godz. 4:00) opublikowane zostaną dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w kwietniu w Chinach. Według konsensusu prognoz wzrost produkcji przemysłowej spowolnił do 3,9% r/r, a sprzedaż do 10,5% r/r. Dane PMI dla przemysłu i usług w Chinach w kwietniu okazały się słabsze od oczekiwań. W szczególności dla sektora wytwórczego indeks obniżył się po raz pierwszy w tym roku poniżej neutralnego poziomu 50 pkt. Zmniejsza się nieco optymizm co do koniunktury w Chinach po tym jak miało miejsce silne ożywienie w 1Q 2023 wynikające z porzucenia przez władze chińskie radykalnej polityki przeciwepidemicznej. Słabsze od oczekiwań dane mogą nasilać obawy o kondycję globalnej gospodarki, gdzie coraz silniej uwidacznia się oddziaływanie szybkiego zacieśniania polityki pieniężnej w wielu krajach.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5090	-1,2%
USD/PLN	4,1501	0,4%
CHF/PLN	4,6266	-0,5%
EUR/USD	1,0865	-1,6%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,82	5
5Y	5,80	0
10Y	5,86	2

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	6,23	13
5Y	5,31	8
10Y	5,28	7

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,30	-3
US 10Y	3,48	-2




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	64070,5	1,5
S&P 500	4124,1	-0,3
Nikkei 225	29626,3	2,3

Źródło: Refinitiv




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

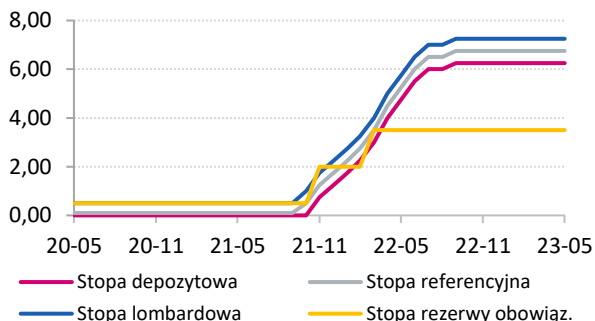
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Złoty systematycznie zyskuje na wartości. Co zastanawiające aprecjacji polskiej waluty nie przeszkadzają niedawne negatywne informacje lokalne (tj. spór w Trybunale Konstytucyjnym odwołujący w czasie uruchomienia Krajowego Planu Odbudowy, przyspieszenie terminu rozprawy Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej w sprawie walutowych kredytów hipotecznych). Co więcej zmiany rynków bazowych tj. spadek eurodolara również nie sprzyja umocnieniu walut rynków wschodzących. Mimo to złoty od miesiąca pozostaje jedną z najsilniej zyskujących walut do euro z całego koszyka emerging markets. Niewykluczone zatem, iż źródłem umocnienia złotego tj. waluty ze statusem przyfrontowym są informacje na temat ofensywy ukraińskiej (militarnej i dyplomatycznej), ale i możliwe przygotowania do rozmów pokojowych (wysłannik Chin w Europie). O tym, iż trend umocnienia złotego jest silny świadczy między innymi dzisiejsze otwarcie około groszową luką w stosunku do piątkowego zamknięcia. Kurs EUR/PLN koncentruje się zatem wokół 15-miesięcznego minimum tj. oporu technicznego na 4,5020 a zniżka do 4,4888 oznaczałaby zejście do poziomów sprzed wybuchu wojny w Ukrainie. O ile na gruncie technicznym trend ma szansę być kontynuowany, tak w przypadku uzasadnienia fundamentalnego naszym zdaniem jest o to coraz trudniej. Szansą będą jednak np. dzisiejsze dane o rachunku obrotów bieżących w Polsce.
USD/PLN 	Kurs USD/PLN od około dwóch tygodni oscyluje wokół poziomu 4,15 odchylając się o +/- 4 grosze. O ile w tym tygodniu możliwe są kolejne próby umocnienia złotego tak dolar pozostać powinien w centrum zainteresowania kupujących w związku z niepewnością towarzyszącą kwestii limitu zadłużenia Stanów Zjednoczonych. W rezultacie skłaniamy się ku kontynuacji ruchu horyzontalnego USD/PLN jako scenariusza bazowego na najbliższe dni.
EUR/USD 	W ostatnim tygodniu dolar zyskiwał na wartości wykorzystując nieco gorsze nastroje rynkowe sprzyjające zainteresowaniu tzw. walutowymi bezpiecznymi przystaniami (USD i CHF). Nastroje słaby nie tylko z powodu kwestii limitu zadłużenia USA, ale i rosnącego ryzyka recesji w amerykańskiej gospodarce. W rezultacie kurs EUR/USD po raz pierwszy od miesiąca obniżył się poniżej poziomu 1,09. Naszym zdaniem trudno obecnie o argumenty sprzyjające wzrostowi eurodolara, choć w średnim terminie kontynuacja trendu wzrostowego EUR/USD jest naszym scenariuszem bazowym. Krótkoterminowo w oczekiwaniu na nowe impulsy zaś uważamy, że wycena dolara do euro powinna pozostawać w okolicy wspomnianego miesięcznego minimum. W tym tygodniu losów eurodolara nie powinny odmienić między innymi zaplanowane wystąpienia bankierów centralnych z Fed i Europejskiego Banku Centralnego. Ryzyko zmienności może naszym zdaniem ulec nasileniu w przypadku kwestii geopolitycznych (wizyta chińskiego przedstawiciela w wybranych krajach Europy).

Rynek obligacji

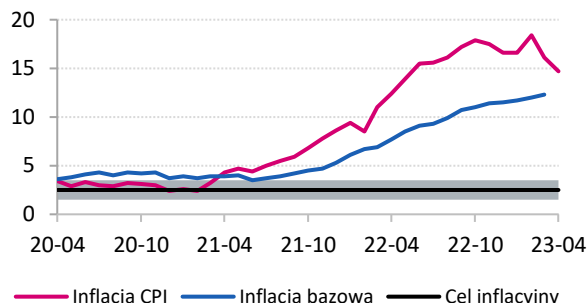
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Dochodowość polskich obligacji pozostaje w średnioterminowym trendzie spadkowym. Uważamy jednak, iż w najbliższych dniach w ślad za ogłoszonym w weekend poluzowaniem fiskalnym (od 2024 roku) będącym zapewne preludium do kolejnych działań zwiększających ryzyko fiskalne dochodowość obligacji nieznacznie wzrośnie. Tym bardziej, iż opublikowane dziś dane inflacyjne potwierdzają jej uporczywość. Efektem poza wspomnianym wzrostem ryzyka fiskalnego będzie także mniej łagodna postawa uczestników rynku co do kwestii tegorocznych obniżek stóp procentowych. Zwyżka dochodowości nie powinna być jednak naszym zdaniem znacząca, gdyż rynek wciąż pozostaje pod wpływem ograniczonej ilości podaży długu (skutek sprawnego finansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych na 2023 rok), czy niedawnej zapadalności jednej z serii obligacji.
10Y DE (%) 	Niedawne posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego dość wyraźnie ograniczyły ruchy niemieckiego Bunda i rozpoczęło formowanie trendu bocznego rentowności 10-latki niemieckiej. Obecnie mimo zaplanowanego na ten tydzień finalnego odczytu inflacji w strefie euro, czy przemówienie Ch.Lagarde tj. prezesa EBC nie widzimy na horyzoncie czynników mogących podbić zmienność wyceny europejskiego długu skarbowego. W efekcie dochodowość Bunda powinna oscylować wokół poziomu 2,30%.
10Y US (%) 	Nieco większą niż niemiecki dług zmiennością cechują się notowania 10-latki amerykańskiej. Wiążemy to z jednej strony z niepewnością co do kontynuacji cyklu zacieśniania monetarnego przez Fed (uzależnienie kolejnych decyzji od napływających danych makro), ale i toczących się rozmów politycznych w sprawie podniesienia limitu zadłużenia USA. W efekcie mimo, iż 10-letni Treasuries porusza się wokół poziomu 3,50% to amplituda tygodniowych wahań pozostaje podwyższona. Takiego scenariusza spodziewamy się także w rozpoczynającym się tygodniu tj. kolejnym w którym ważyć się będą losy zadłużenia USA a dane makro między innymi o sprzedaży detalicznej, czy produkcji przemysłowej będą źródłami zmienności dla rynkowych oczekiwań co do stóp procentowych Fed.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

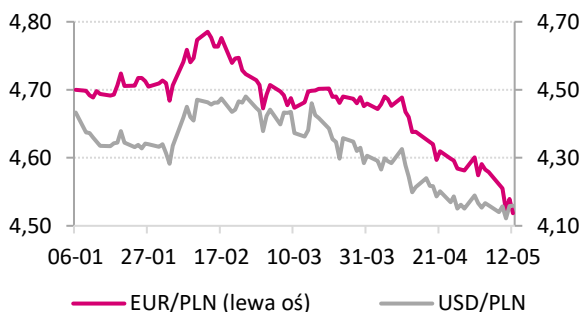


<p>Adam Glapiński (11.05.2023)</p>	<p>Jeśli są jakieś rozważania, to mogą dotyczyć ewentualnych podwyżek stóp procentowych, a nie obniżek. Obniżki mogą być rozważane, jeśli będzie jasne, że jesteśmy bliscy w procesie dochodzenia do celu inflacyjnego. Pod koniec roku chciałbym, żeby tak było, żeby był taki jednoznaczny spadek tempa inflacji (...), że to będzie możliwe, że taką dyskusję byśmy zaczęli.</p> <p>Wiem, że niektórzy członkowie Rady wspomnieli, że pod koniec roku taka sytuacja może się pojawić, czy w IV kw. Mógłbym się zgodzić z nimi, tylko nie ma co tego podnosić, bo obecnie to jest dalece przedwczesne. Bardziej aktualne jest pytanie w jakiej sytuacji byście podwyższyli stopy, jakby coś źle w realizacji scenariusza zarysowanego w projekcji się działo. Jesteśmy otwarci na wszystkie azymuty, ale to cykl podwyżek jest otwarty, jeśli będzie trzeba to szybko zareagujemy.</p> <p>Jesteśmy w trybie „wait and see”. Patrzymy jak to będzie z miesiąca na miesiąc. Możliwe, że pod koniec roku taka możliwość się pojawi, co wynika z wykresu projekcji inflacji. (...) Jednak póki co takich dyskusji i propozycji nie ma w Radzie.</p>
<p>Gabriela Masłowska (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 światło w tunelu, które pozwoli nam coraz śmielej 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>Wygląda 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>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>

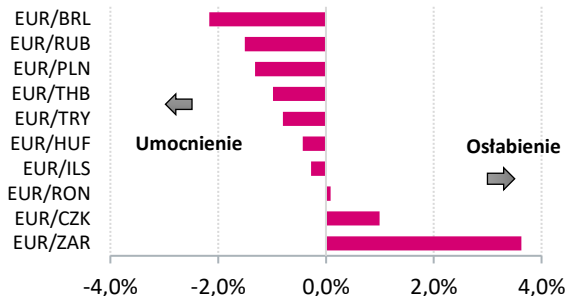
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

Wykresy rynkowe

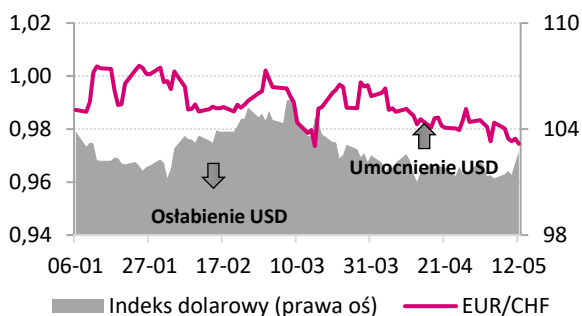
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



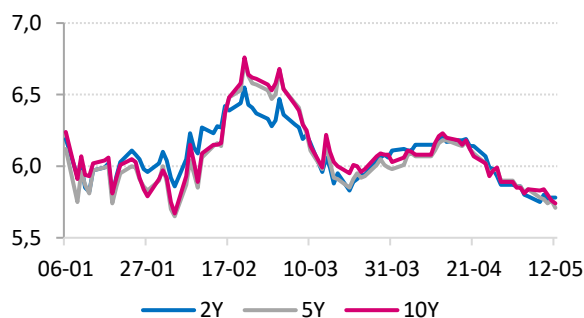
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



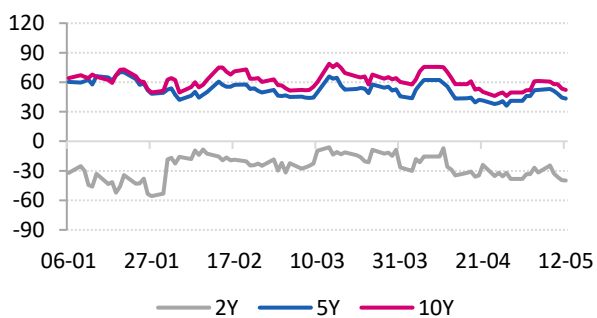
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



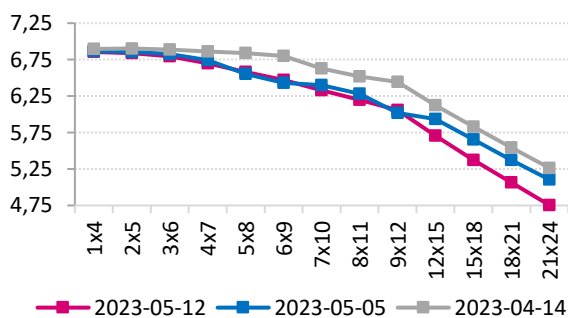
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



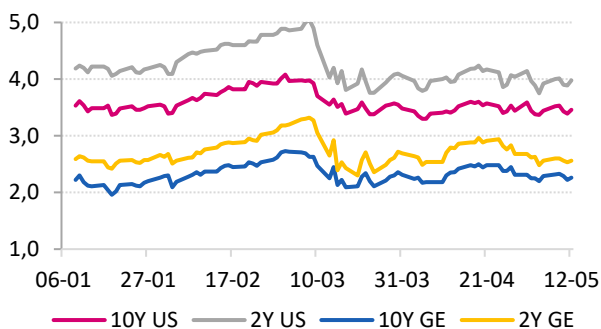
Krajowe stawki ASW [%]



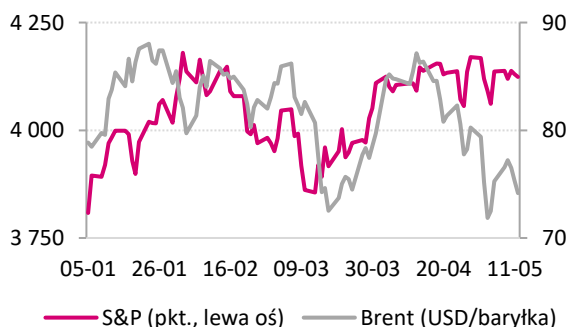
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 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
Wtorek 16 maja					
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Kwiecień	3.9%	10.1%	
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Kwiecień	10.6%	20.1%	
10:00 PKB nsa r/r wst.	Polska	1Q	2.3%	-0.8%	-0.8%
11:00 PKB sa r/r rew.	EZ	1Q	1.8%	1.3%	
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Maj	4.1		
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Kwiecień	12.3%	12.2%	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Kwiecień	-0.6%	0.6%	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Kwiecień	0.4%	0.1%	
16:00 Wystąpienie prezesa EBC	EZ	Maj			
Środa 17 maja					
11:00 Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Kwiecień	6.9%	7.0%	
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Kwiecień	1413k	1430k	
Czwartek 18 maja					
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	12 maja	264k		
16:00 Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Kwiecień	4.44m	4.40m	
Piątek 19 maja					
17:00 Wystąpienie prezesa Fed	USA	Maj			
Poniedziałek 22 maja					
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Kwiecień	-2.9%	-3.3%	-4.3%
10:00 Wynagrodzenie r/r	Polska	Kwiecień	12.6%	12.1%	12.1%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Kwiecień	0.5%	0.3%	0.3%

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.