

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

22 maja 2023

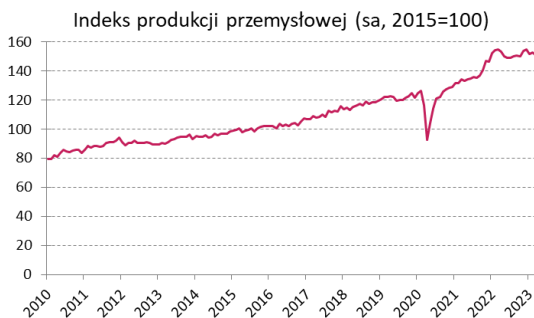
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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: GUS

Produkcja przemysłowa w kwietniu spadła o 6,4% r/r, a więc silniej niż oczekiwano. Jest to prawdopodobnie najstarszy odczyt w tym cyklu. Dane te studzą jednak optymizm co do perspektyw gospodarczych w Polsce w 2023 r. W ub. tygodniu poprawił się on po odczycie PKB za 1Q 2023 (+3,9% kw/kw). Niemniej poziom aktywności w przemyśle jest nadal na tyle dobry, że nie ma obaw o istotny wzrost bezrobocia.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Spodziewane słabe wyniki sprzedaży detalicznej w kwietniu

We wtorek GUS opublikuje dane o sprzedaży detalicznej w kwietniu, która według naszych szacunków spadła realnie o 5,7% r/r wobec spadku o 7,3% w marcu. Konsensus rynkowy wskazuje na jeszcze głębszy spadek o 8,0% r/r. Obraz konsumpcji prywatnej pozostaje negatywny, ponieważ wysoka inflacja ogranicza siłę nabywczą dochodów gospodarstw domowych. Dodatkowo, kwietniowy odczyt jest pod wpływem wysokiej bazy odniesienia sprzed roku, ponieważ wybuch wojny w Ukrainie w ub. roku podbił wyniki ubiegłorocznej sprzedaży detalicznej. Z tego też powodu w kolejnych miesiącach dane o sprzedaży detalicznej powinny się poprawić, szczególnie, że spadek inflacji będzie wspierał dochody realne gospodarstw domowych.

We wtorek wstępne wyliczenia indeksów PMI dla strefy euro w maju

We wtorek poznamy wstępne wyliczenia za maj indeksów PMI dla Francji (godz. 09:15), Niemiec (godz. 09:30) oraz całości strefy euro (godz. 10:00). Dane te zapewne potwierdzą słabą koniunkturę w przemyśle, dla którego kwietniowy odczyt wyniósł 45,6 pkt, a więc był niższy od neutralnego poziomu 50 pkt. Sektor ten odczuwa negatywny wpływ słabego popytu globalnego, do czego przyczynia się zacieśnianie polityki monetarnej i przekierowanie strumienia dochodów w kierunku usług. Sektor usług zapewne kontynuuje ożywienie (w kwietniu indeks PMI dla tego sektora wyniósł 54,6 pkt). Naszym zdaniem szczególnie interesujący będzie odczyt dla przemysłu w kontekście ewentualnego pogłębienia dekonunktury oraz komponent cen w usługach, który zapewne wysoką inflację w tym sektorze. Inflacja w strefie euro pozostaje wysoka i znacznie przekracza cel inflacyjny EBC. Rynki finansowe wskazują, że Rada Prezesów banku będzie kontynuowała zacieśnianie polityki pieniężnej na nadchodzących posiedzeniach w czerwcu i w lipcu br. w łącznej skali 0,50 pkt proc., co miałyby zakończyć ten cykl zacieśniania polityki pieniężnej ze stopą depozytową na poziomie 3,75%. Część prezesów w Radzie komunikowało jednak możliwość jeszcze jednej podwyżki po wakacjach.

W tym tygodniu szereg informacji ciekawych z punktu widzenia działań Fed

W środę o godz. 20:00 opublikowany zostanie protokół z ostatniego posiedzenia Fed, które odbyło się 2-3 maja br., kiedy podwyższono stopy procentowe Fed o 0,25 pkt proc. do 5,00-5,25%. Wówczas z komunikatu wykreślono też fragment o prawdopodobnych kolejnych podwyżkach stóp proc. O ile protokół zapewne nie dostarczy przelomowych informacji dla perspektyw polityki pieniężnej w USA, to interesujące mogą być fragmenty dotyczące stabilności sektora bankowego, a także warunków do obniżek lub podwyżek stóp proc. Na ten moment bazowym scenariuszem dla rynków finansowych jest stabilizacja stóp i rozpoczęcie cyklu ich obniżek w 4Q br. Zapewne oczekiwać tych nie zmieni piątkowy raport o dochodach i wydatkach Amerykanów, który będzie obejmował bazowy wskaźnik PCE za kwiecień, czyli, jak się wydaje, najważniejszy obecnie dla Fed miary presji inflacyjnej. Dane te zapewne będą zbliżone do odczytu za marzec, gdy wyniósł 4,6% r/r, czyli ponad dwukrotnie więcej niż cel inflacyjny Fed.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5259	0,4%
USD/PLN	4,1891	1,1%
CHF/PLN	4,6675	1,0%
EUR/USD	1,0802	-0,7%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	6,86	-4
WIBOR 3M	6,90	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,96	15
5Y	5,92	11
10Y	5,96	11

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	6,30	9
5Y	5,45	17
10Y	5,42	18

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,41	12
US 10Y	3,66	17




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	65336,2	2,6
S&P 500	4192,0	1,6
Nikkei 225	31086,8	4,9

Źródło: Refinitiv




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

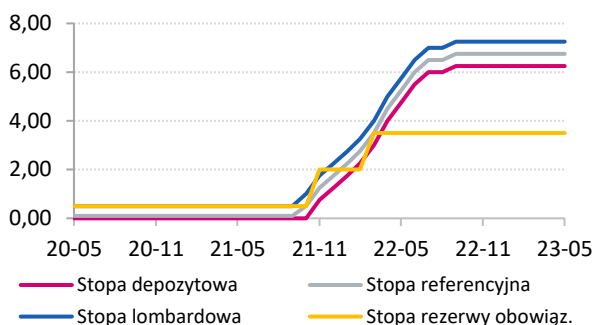
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	W naszej ocenie złoty po zrealizowaniu w ubiegłym tygodniu korekty w trendzie spadkowym (około 8-groszowy ruch do 4,55) powrócić powinien w najbliższych dniach do umocnienia. Zdecyduje o tym przede wszystkim sprzyjający bardziej ryzykownym aktywom sentyment inwestycyjny widoczny między innymi w zwyczajach giełdowych indeksów. W rezultacie ruch do psychologicznej bariery 4,50 jest naszym scenariuszem bazowym w tym tygodniu. W szczególności, gdyby udało się dojść do politycznego porozumienia w sprawie podniesienia limitu zadłużenia Stanów Zjednoczonych, co powinno poprawiać nastroje. Ryzykiem pozostają krajowe dane o sprzedaży detalicznej (wtorek), choć naszym zdaniem okażą się one lepsze od oczekiwań. Źródłami zmienności w tym tygodniu będą ponadto wstępne odczyty indeksów PMI ze strefy euro i USA oraz piątkowe dane o amerykańskiej inflacji PCE.
USD/PLN 	Kurs USD/PLN w dalszym ciągu oscyluje wokół poziomu 4,16 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 niepewność dotyczącą kwestii limitu zadłużenia Stanów Zjednoczonych, jak i komentarze przedstawicieli największych banków centralnych. Z jednej strony członkowie Europejskiego Banku Centralnego sugerują bliski koniec zacieśniania monetarnego (scenariusz dwóch podwyżek po 25 pkt. baz. wydaje się realny). Z drugiej zaś przedstawiciele amerykańskiej Rezerwy Federalnej nie wykluczają kontynuacji podwyżek stóp procentowych, co stoi w kontrze do oczekiwań rynkowych zakładających pierwsze obniżki kosztu pieniądza w drugiej połowie tego roku. Z tego powodu interesująco prezentować się będą piątkowe dane inflacyjne z USA, jak również planowane na ten tydzień kolejne wypowiedzi członków Rezerwy Federalnej. Wsparciem dla dolara pozostają ponadto wskazania analizy technicznej tj. blisko miesięczny trend spadkowy z potencjałem do dojścia w okolice 200-dniowej średniej tj. 1,0682.

Rynek obligacji

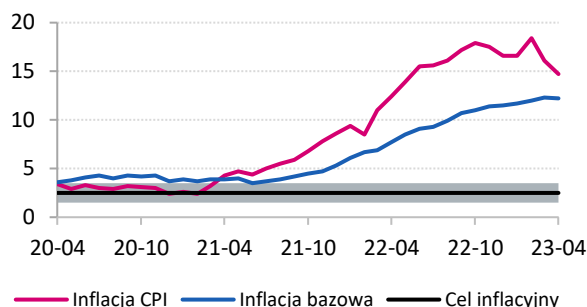
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Dochodowość polskich obligacji wzrosła w ubiegłym tygodniu wzdłuż całej krzywej reagując na najnowsze propozycje PiS luzowania fiskalnego od 2024 r. Na wzrost ryzyka fiskalnego nałożyły się ponadto analogiczne zmiany rynków bazowych. W efekcie po raz pierwszy w tym miesiącu dochodowość polskiej 10-latki powróciła chwilowo powyżej poziomu 6,0%. Naszym zdaniem nowy tydzień powinien natomiast przynieść uspokojenie wyceny i próbę stabilizacji. Wydarzeniem tygodnia będzie jedyny w tym miesiącu przetarg sprzedaży obligacji (czwartek), który powinien wspierać budowę trendu horyzontalnego. Zgodnie z miesięcznym planem Ministerstwo Finansów zaoferuje papiery OK1025, PS0728, WZ1128, DS1033 (możliwe są inne obligacje typu WS) o wartości od 4 do 8 mld PLN. Ryzykiem - podobnie jak w przypadku złotego - pozostają krajowe dane o sprzedaży detalicznej (wtorek), które kanałem oczekiwań co do polityki pieniężnej mogą tworzyć presję na wycenę skarbowych papierów wartościowych. Nasza prognoza zakłada mniejszy od oczekiwań spadek r/r, co obok wciąż prawdopodobnego dalszego poluzowania fiskalnego w związku z jesiennymi wyborami parlamentarnymi tworzyć będzie przeciwwagę dla średnioterminowego trendu spadku dochodowości płynącego z rynków bazowych.
10Y DE (%) 	Wypowiedzi przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego dobrze wpisują się w rynkowe oczekiwania kontynuacji zacieśniania polityki pieniężnej. W rezultacie trudno obecnie o istotne argumenty mogące w silny sposób wpływać na zachowanie niemieckiego rynku długu. Tym bardziej, iż presja inflacyjna - także w ocenie prezes Ch.Lagarde - zaczyna słabnąć. Z tego powodu oczekujemy, iż dochodowość Bunda oscylować będzie wokół poziomu 2,40% oczekując na nowe impulsy, których naszym zdaniem w tym tygodniu zabraknie. Efektem będzie trend boczny.
10Y US (%) 	Inwestorzy zaczynają mieć wątpliwości co do kierunku zmian polityki pieniężnej amerykańskiej Rezerwy Federalnej, gdyż uporczywa inflacja i mocny rynek pracy nie wspierają oczekiwań cięć stóp procentowych w drugiej połowie roku. Tym bardziej, iż po kilku upadłościach banków komercyjnych w USA sytuacja w tamtejszym sektorze bankowym zaczyna się stabilizować. Z tego powodu trend wzrostu dochodowości Treasuries ma szansę kontynuacji w kolejnych dniach. Istotne w tym tygodniu będą kolejne wypowiedzi przedstawicieli Rezerwy Federalnej oraz dane inflacyjne (piątek). Ważny będzie ponadto przebieg rozmów politycznych na temat podniesienia limitu zadłużenia Stanów Zjednoczonych.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

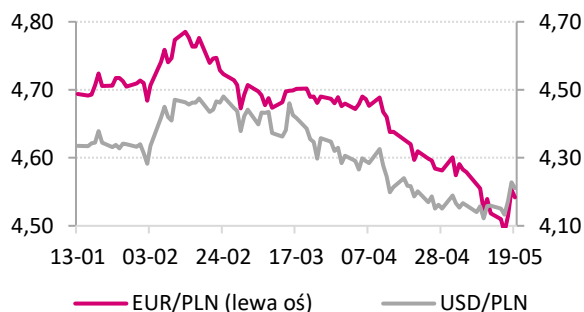


<p>Joanna Tyrowicz (18.05.2023)</p>	<p>Zmieniła się względna atrakcyjność inwestowania portfelowego w złotych. To jest czasowe, związane jest to z różnicą w wysokościach stóp procentowych i oczekiwaniami co do dalszego zachowania stóp procentowych na głównych walutach światowych. Jest to bardzo korzystne z perspektywy krótkookresowej, bo wzmacnia obniżenie tempa wzrostu cen. Natomiast w perspektywie długookresowej nie podejrzewam, żeby to była jakaś jaskółka, że przestały działać prawa ekonomii i że długoterminowa różnica w stopach inflacji między nami a globalnymi gospodarkami nie przełoży się na cenę złotego.</p> <p>Nie sądzę, żeby była dzisiaj potrzeba interweniowania [na rynku walutowym -przyp.], patrząc na to, jaki jest sentyment i co widać w ruchach rynkowych, bo nie tylko wartość złotego się zmienia.</p>
<p>Ludwik Kotecki (18.05.2023)</p>	<p>Jeżeli tak by było [dodatkowe świadczenia socjalne], to oddala nas od osiągnięcia celu, a po drugie oddala od obniżenia stóp. (...) Jeżeli dzisiejsza projekcja bez dodatkowych wydatków wskazuje, że nie dochodzimy do celu w 2025 r., to nie powinniśmy liczyć na obniżki co najmniej do końca 2025.</p>
<p>Henryk Wnorowski (16.05.2023)</p>	<p>Powinniśmy dosyć spokojnie poczekać na uszczegółowienie, kiedy zaczną być prezentowane akty prawne, które miałyby do tych rozwiązań doprowadzić. (...) Trzeba pamiętać, że te propozycje dotyczą przyszłości. Z całą pewnością będzie to ten czas, kiedy inflacja w Polsce nie będzie jakimś znaczącym problemem. Natomiast oczywiście tego typu świadczenie socjalne będzie wpływało stymulująco na inflację.</p>
<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 złe w realizacji scenariusza zarysowanego w projekcji się działo. 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>Inflacja spada już od grudnia systematycznie, więc wydaje się, że jest to tendencja trwała. 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>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>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 wyższym 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 analizował napływające dane i dostosowywał do nich moje preferencje w zakresie stóp.</p>

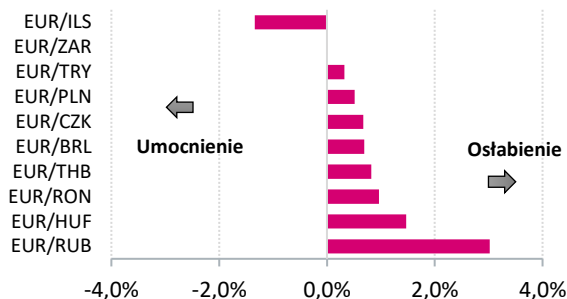
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

Wykresy rynkowe

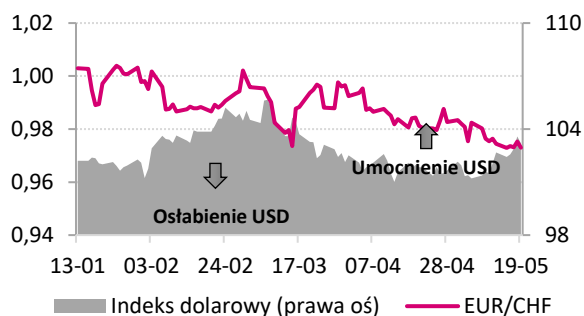
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



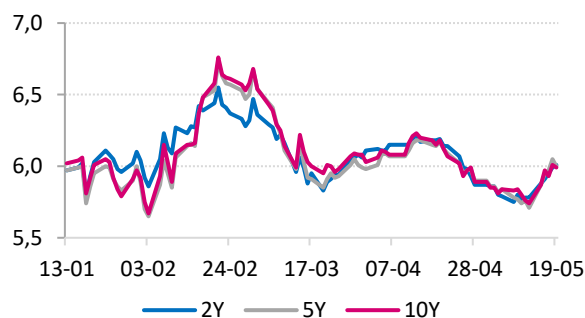
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



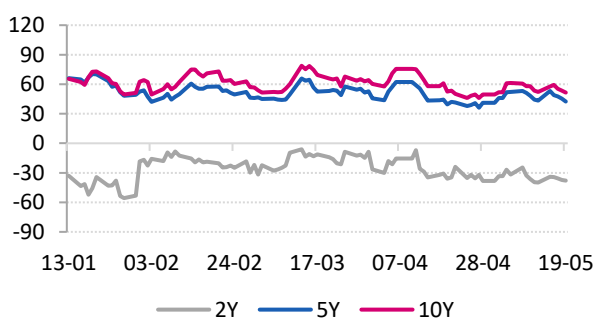
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



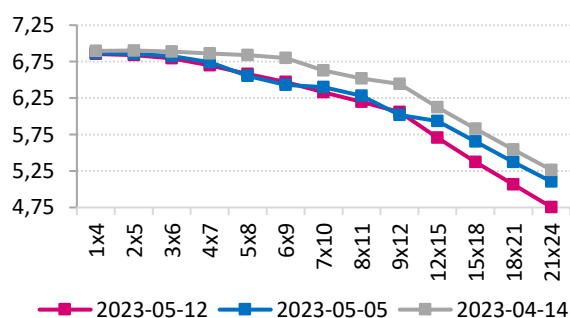
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



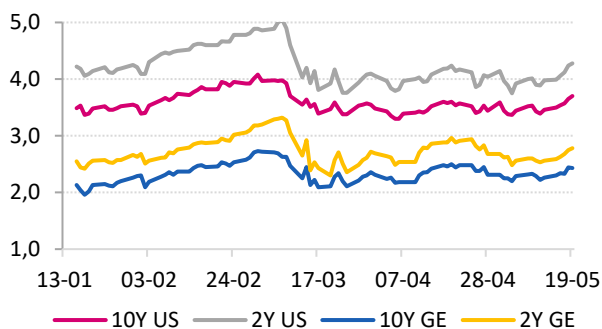
Krajowe stawki ASW [%]



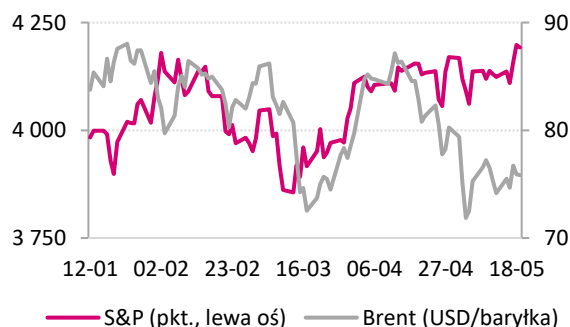
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 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%
Wtorek 23 maja					
09:30 Indeks PMI w przemyśle	Niemcy	Maj	44.5	45.0	
09:30 Indeks PMI w usługach	Niemcy	Maj	56.0	55.0	
10:00 Indeks PMI w przemyśle	EZ	Maj	45.8	46.0	
10:00 Indeks PMI w usługach	EZ	Maj	56.2	55.4	
10:00 Produkcja bud-montaż. r/r	Polska	Kwiecień	-1.5%	1.8%	1.5%
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Kwiecień	-7.3%	-8.0%	-5.7%
14:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Maj	13.00%	13.00%	
15:45 Indeks PMI w przemyśle	USA	Maj	50.2	50.0	
15:45 Indeks PMI w usługach	USA	Maj	53.6	52.6	
Środa 24 maja					
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Maj	93.6	93.0	
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Kwiecień	6.5%	6.6%	6.9%
20:00 Protokół z posiedzenia FOMC	Maj				
Czwartek 25 maja					
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Kwiecień	5.4%	5.3%	5.3%
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	19 maja	242k	250k	
14:30 PKB rew.	USA	1Q	2.6%	1.1%	
Piątek 26 maja					
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Kwiecień	0.3%	0.3%	
14:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Kwiecień	0.0%	0.3%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Kwiecień	4.2%		
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m	USA	Kwiecień	2.8%	-1.0%	
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan fin.	USA	Maj	63.5	57.7	
Poniedziałek 29 maja					
Dzień wolny od pracy	USA/UK				

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	-0.2	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	4.50	4.60	4.65	4.68	4.87	4.69	4.68	4.54	4.52	4.50
USD/PLN	k.o.	4.06	4.40	4.05	4.06	4.18	4.48	4.95	4.40	4.29	4.18	4.12	4.05
EUR/USD	k.o.	1.14	1.07	1.11	1.14	1.11	1.05	0.98	1.07	1.09	1.09	1.10	1.11
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0.57	2.13	3.75	-0.57	-0.46	-0.20	1.17	2.13	3.04	3.55	3.75	3.75
LIBOR 3M USD	%, k.o.	0.21	4.77	5.05	0.21	0.96	2.29	3.75	4.77	5.19	5.25	5.10	5.05

* 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.