

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

5 czerwca 2023

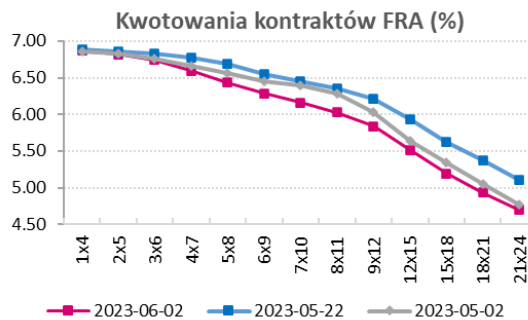
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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: Eikon

Niższy od oczekiwań odczyt inflacji w Polsce, ale też w strefie euro, wsparty kolejnymi danymi wskazującymi na osłabienie koniunktury w europejskiej gospodarce nasiliły oczekiwania na początek cyklu obniżek stóp procentowych w Polsce jeszcze w tym roku, a także głębsze cięcia stóp w roku 2024. Konferencja prezesa NBP po czerwcowym posiedzeniu RPP może wpłynąć na zmianę obecnych oczekiwań rynku.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Czerwcowe posiedzenie RPP bez zaskoczeń w oczekiwaniu na projekcję lipcową

W poniedziałek i wtorek odbędzie się czerwcowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Decyzję co do poziomu stóp procentowych Narodowego Banku Polskiego poznamy we wtorek, zapewne w godzinach popołudniowych. Naszym zdaniem posiedzenie nie przyniesie większych zmian. Spodziewamy się utrzymania stóp procentowych na obecnym poziomie. Oznacza to, że w czerwcu stopa referencyjna pozostanie na poziomie 6,75% już 10 miesiąc z rzędu. Retoryka komunikatu również nie powinna różnić się od tej z ostatnich posiedzeń. Zaplanowana na środę na godz. 15:00 konferencja prezesa NBP A.Głapińskiego, zapowiada się interesująco w kontekście niespodzianki inflacyjnej w dół w maju oraz umocnienie złotego w ostatnim okresie. Czynniki te jednak naszym zdaniem nie powinny wpływać istotnie na średniookresowe perspektywy gospodarcze, co zapewne potwierdzi za miesiąc projekcja lipcowa. O ile rzeczywiście inflacja CPI w 2Q 2023 okazuje się nieco niższa niż założono w projekcji, to inflacja bazowa zapewne przewyższy prognozę NBP. Jednocześnie aktywność gospodarcza w Polsce realizuje się w tempie zbliżonym do ścieżki w projekcji. Tym samym nie spodziewamy się, aby zaktualizowane prognozy z lipca dawały argumenty do rozpoczęcia jeszcze w tym roku cyklu obniżek stóp procentowych. Tym bardziej, że projekcja będzie zawierała częściowo plany luzowania polityki fiskalnej, np. waloryzację świadczenia 500 plus oraz zapewne także kolejną silną podwyżkę płacy minimalnej od 2024 r. Interesujące będą ponadto założenia dotyczące polityki państwa w zakresie cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych oraz małych i średnich przedsiębiorstw. Ocena perspektyw gospodarczych oraz niepewność co do realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie naszym zdaniem nie daje przesłanek do szybkiego cięcia stóp procentowych, jednak zauważamy rosnące ryzyko obniżki stóp już w 4Q 2023 r., tj. w okresie wyborczym i wobec pretekstu obniżenia się wskaźnika CPI do jednocyfrowych poziomów.

Dane za kwiecień ze strefy euro nie zmieniają nastawienia EBC

Wśród publikacji zagranicznych w tym tygodniu wyróżniają się dane za kwiecień, które rzucą więcej światła na gospodarkę realną w Niemczech oraz w całej strefie euro na początku 2Q 2023. We wtorek opublikowane zostaną dane o sprzedaży detalicznej w Eurolandzie, która wg konsensusu wzrosła o 0,2% m/m po spadku o 1,2% m/m w marcu. Natomiast w środę rano poznamy odczyt produkcji przemysłowej w Niemczech, w której przypadku oczekuje się niewielkiego odbicia o 0,5% m/m po silnym spadku miesiąc wcześniej o 3,4% m/m. Realizacja tych prognoz oznaczałaby nadal słabą aktywność gospodarczą w przemyśle i handlu najważniejszych partnerów handlowych Polski, aczkolwiek dawałaby więcej optymizmu dla przyszłości wraz z dalszym obniżaniem się inflacji. Lepsze perspektywy inflacyjne nie zmieniają jednak oczekiwań, że Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego dokona jeszcze co najmniej jednej podwyżki stóp procentowych o -0,25 pkt proc. w tym cyklu.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.4840	-0.8%
USD/PLN	4.1933	-0.6%
CHF/PLN	4.6014	-1.4%
EUR/USD	1.0691	-0.2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	6.84	0
WIBOR 3M	6.90	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	6.00	1
5Y	5.85	-17
10Y	6.02	-5

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	6.05	-27
5Y	5.30	-25
10Y	5.36	-17

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.37	-6
US 10Y	3.74	-7

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	65871.8	1.8
S&P 500	4282.4	3.2
Nikkei 225	31086.8	4.9

Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

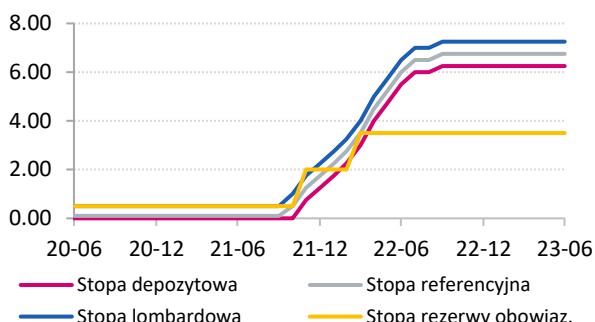
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
Kierunek		Uzasadnienie
EUR/PLN		Ten tydzień nie będzie obfitym w publikacje danych ekonomicznych z krajowej gospodarki, a uwaga inwestorów skupiona będzie na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej. Nie oczekujemy, aby decyzja (wtorek) miała istotny wpływ na przebieg notowań. Ważniejsza wydaje się być konferencja prezesa NBP (środa), choć jej oddziaływanie na rynki może być ograniczone ze względu na skrócony tydzień pracy. Kurs EUR/PLN utrzymuje się w trendzie bocznym i wydarzenia z krajowej gospodarki mogą nie dostarczyć impulsów dla silniejszego wybicia. Zakładamy, iż kurs EUR/PLN będzie pozostawał w przedziale 4,4800-4,5450, choć przy pozytywnym sentymencie globalnym nie można wykluczyć wybicia poniżej 4,48. Źródłem ewentualnie silniejszych zmian mogą być tendencje na międzynarodowym forexie, choć także w strefie euro i w USA nie będą publikowane kluczowe dane makroekonomiczne. Czynnikiem niepewności ograniczającym przestrzeń do ewentualnego umocnienia złotego jest zbliżający się termin ogłoszenia przez TSUE wyroku w sprawie walutowych kredytów mieszkaniowych. Wsparciem dla złotego jest natomiast zmniejszenie oczekiwań co do skali podwyżek stóp w USA i strefie euro, co poprzez korzystniejszy dysparytet stóp procentowych korzystnie wpływa na wycenę polskiej waluty. W takich uwarunkowaniach kurs złotego nie powinien podlegać silnym wahaniom, choć zwracamy przy tym uwagę, iż w przeszłości nieobecność inwestorów krajowych (Boże Ciało w czwartek) lub ich obniżona aktywność w piątek bywały okresami podwyższonej zmienności notowań złotego.
USD/PLN		Zwyżka eurodolara przy oczekiwanej względnej stabilizacji kursu EUR/PLN wspierać będzie umocnienie polskiej waluty względem dolara amerykańskiego. Podobnie jak w przypadku pary EUR/PLN podwyższona zmienność może pojawić się w końcówce tygodnia pod nieobecność inwestorów krajowych.
EUR/USD		Po dotarciu do poziomu 1,0635 kurs EUR/USD zaczął piąć się w górę. Czynnikiem wspierającym eurodolara jest rewizja rynkowych oczekiwań co do polityki pieniężnej głównych banków centralnych, a także wzrost apetytu na ryzyko po osiągnięciu porozumienia w kwestii podniesienia limitu zadłużenia w USA. Inwestorzy z mniejszym przekonaniem wierzą w kolejną podwyżkę stóp w USA, podczas gdy EBC pozostaje na ścieżce zacieśniania, choć skala dalszych podwyżek przez EBC pozostaje niepewna. Z punktu widzenia analizy technicznej zwyżka kursu EUR/USD może zatrzymać się na poziomie 1,0820, co sugeruje ograniczony zakres potencjalnego umocnienia euro. Szczególnie, że kalendarium publikacji danych w tym tygodniu nie jest rozbudowane.

Rynek obligacji

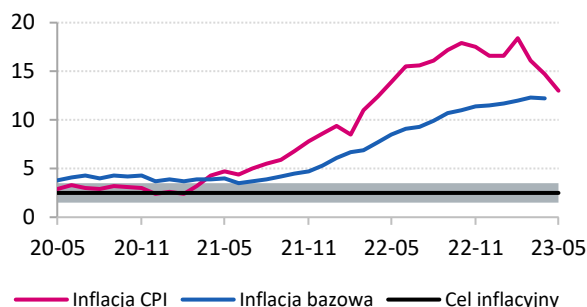
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
Kierunek		Uzasadnienie
10Y PL (%)		Silniejszy od oczekiwań spadek inflacji w maju nasilił oczekiwania na głębsze obniżki stóp procentowych przez RPP w tym i w przyszłym roku. Biorąc pod uwagę skalę ubiegłotygodniowego ruchu, a także utrzymujące się ryzyka dla tempa dezinflacji widzimy ograniczoną przestrzeń do zniżek w rentowności w krótkookresowej perspektywie. Głównym wydarzeniem tygodnia będzie posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, jednak nie wydaje nam się, aby decyzja (zakładamy utrzymanie stóp proc.), a także konferencja prezesa NBP A.Głapińskiego (podtrzymanie relatywnie łagodnej retoryki) istotnie wpłynęły na nastroje rynkowe. Po tak silnym ruchu jak w ubiegłym tygodniu naturalna wydaje się korekta techniczna, choć w dłuższej perspektywie rentowności obligacji będą się obniżać w ślad za postępującym procesem dezinflacji i dalszym schłodzeniem koniunktury w gospodarce polskiej i globalnej. Czynnikiem ryzyka dla rynku obligacji w średnim okresie jest skala wzrostu potrzeb pożyczkowych budżetu w związku z realizacją obietnic wyborczych.
10Y DE (%)		Rynek zmniejszył oczekiwania co do skali podwyżek stóp procentowych przez EBC w tym roku co wyraźnie umocniło obligacje w ubiegłym tygodniu. W tym tygodniu natomiast, ze względu na niezbyt rozbudowane kalendarium danych makroekonomicznych, może brakować impulsów do kontynuacji tego ruchu. Tym bardziej, że publikowane dane makroekonomiczne nie będą dawały podstaw do wyraźnej dalszej rewizji oczekiwań. Rynek wycenia jeszcze co najmniej jedną podwyżkę o 25 pkt. baz. przez EBC., a kolejny ruch w lipcu nie jest jeszcze przesądzony.
10Y US (%)		Rynek wykasował oczekiwania co do podwyżki stóp procentowych na czerwcowym posiedzeniu Fed i przesunął częściowo na lipiec, co było czynnikiem napędzającym zniżki rentowności amerykańskiego długu w minionym tygodniu (obecnie implikowane z kontraktów prawdopodobieństwo podwyżki stóp przez Fed w lipcu wynosi nieco ponad 50%). Kalendarium danych makroekonomicznych w tym tygodniu raczej nie da wyraźnego impulsu do istotnej rewizji rynkowego scenariusza stóp procentowych, szczególnie po wyraźnym ruchu w ubiegłym tygodniu. Z tego też powodu przestrzeń do dalszych zniżek rentowności w krótkim terminie wydaje się nam ograniczona, szczególnie w obliczu danych z amerykańskiego rynku pracy, który pozostaje mocny.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

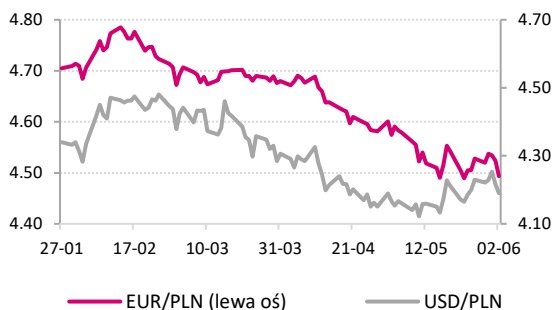


<p>Henryk Wnorowski (31.05.2023)</p>	<p>Liczę na kolejne, bardziej znaczące obniżki CPI r/r o 2 pkt proc. i więcej (w odczytach miesięcznych) - dotychczas wyniosły one w ostatnich trzech miesiącach: dwa razy po 1,7 pkt i raz 1,4 pkt. Skoro w maju wskaźnik nie obniżył się 2 pkt proc., to mam nadzieję, że stanie się w przyszłości. Pierwszy raz - co jest bardzo optymistyczne - nie mamy przyrostu inflacji w ujęciu miesięcznym. To są generalnie dobre informacje, natomiast cel, do którego dążymy - to jest niezmiennie 2,5 proc. +/- 1 pkt proc. - jeszcze ciągle jest daleko. Oczywiście, cel ten osiągniemy, zgodnie z obowiązującą, marcową projekcją inflacyjną pod koniec roku 2025. Osobiście wierzę, że kolejna projekcja inflacyjna - tj. lipcowa - będzie nieco lepsza i pokaże być może krótszą perspektywę osiągnięcia celu.</p>
<p>Iwona Duda (31.05.2023)</p>	<p>Dobre dane mogą rzeczywiście zachęcać do dyskusji na temat obniżek stóp procentowych, niemniej jednak, aby RPP podjęła decyzję o obniżkach stóp procentowych, to cała Rada musi widzieć, że trend spadkowy jest trwały i rzeczywiście inflacja szybko zmierza do celu. To są warunki konieczne do podjęcia takiej decyzji.</p>
<p>Ireneusz Dąbrowski (31.05.2023)</p>	<p>Jeżeli te procesy, które w tej chwili obserwujemy, utrzymają się, to na koniec roku może się taka przestrzeń (do obniżek stóp proc. - przyp.) pojawić. Myślę, że to jest ostatni kwartał, zobaczymy w listopadzie jaka będzie projekcja i myślę, że Rada może rozważyć wtedy taki scenariusz.</p>
<p>Ludwik Kotecki (29.05.2023)</p>	<p>Odniosę się do projekcji NBP. W marcu opublikowano projekcję i zgodnie z nią, przy niezmiennych stopach procentowych, (...) inflacja nie dochodzi do celu do końca 2025 r. Czyli jeżeli chcielibyśmy obniżyć stopy procentowe, to ona jeszcze bardziej by nie dochodziła do celu. W związku z tym nie wydaje mi się, że jest miejsce na taki ruch, szczególnie w ciągu najbliższych kilku miesięcy.</p>
<p>Gabriela Masłowska (29.05.2023)</p>	<p>W kolejnych miesiącach można spodziewać się dalszego spadku inflacji konsumpcyjnej, która pod koniec tego roku powinna spaść do poziomu niższego od 10 procent. Przewidywany, dalszy, dość wysoce prawdopodobny spadek presji inflacyjnej otwiera drogę do podejmowania coraz bardziej intensywnych rozważań o potrzebie redukcji stóp procentowych. Generalnie rzecz biorąc sądzę, że prawdopodobieństwo rozpoczęcia w tym roku fazy obniżek stóp procentowych w Polsce staje się coraz większe. Warto zwrócić uwagę na to, że trwające od połowy października 2022 r. umocnienie złotego, zarówno w stosunku do dolara amerykańskiego, jak również w stosunku do euro prowadzi do skutków antyinflacyjnych. Dzięki temu moment, w którym nastąpi 'pierwsza obniżka' pojawi się zapewne wcześniej, niż gdyby kurs złotego w okresie ostatnich kilku miesięcy stał.</p>
<p>Adam Glapiński (26.05.2023)</p>	<p>Po bardzo silnym zacieśnieniu polityki pieniężnej wstrzymał się cykl podwyżek. (...) Co do dalszych decyzji, wszystko zależy od inflacji i koniunktury. Mam nadzieję, że proces dezinflacji będzie postępował i bardzo szybko, jeszcze w IV kwartale możliwe będą obniżki stóp. Będzie to możliwe tylko wtedy, kiedy będziemy mieli pewność, że inflacja spada do celu.</p>
<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>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>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>

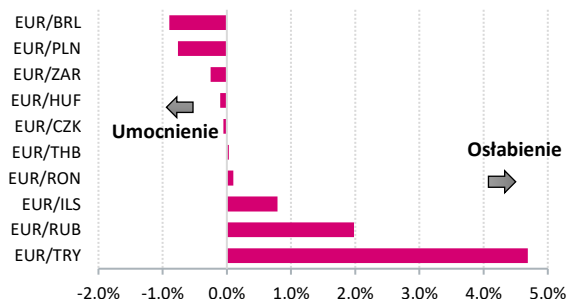
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

Wykresy rynkowe

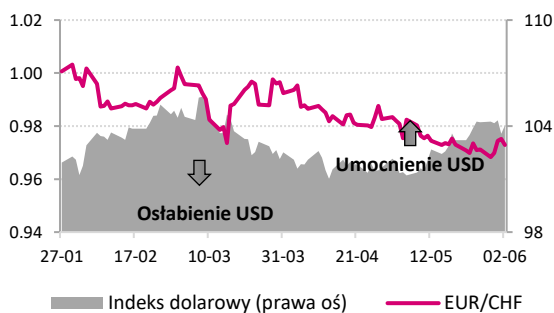
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



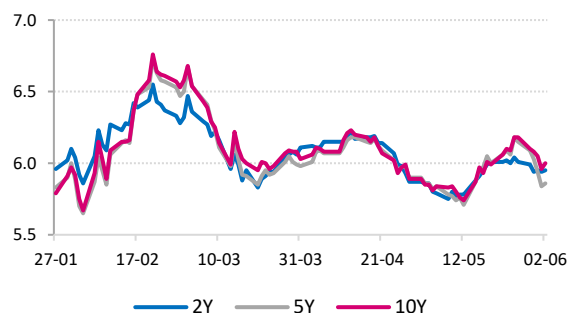
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



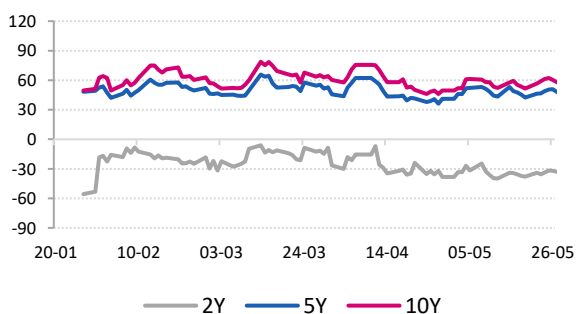
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



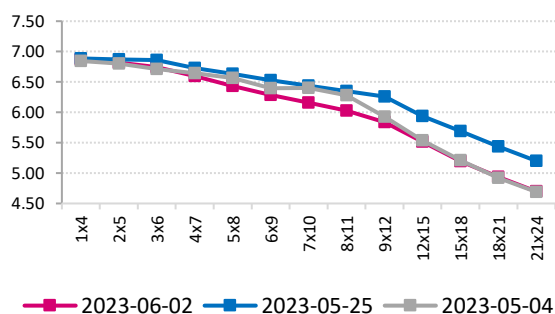
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



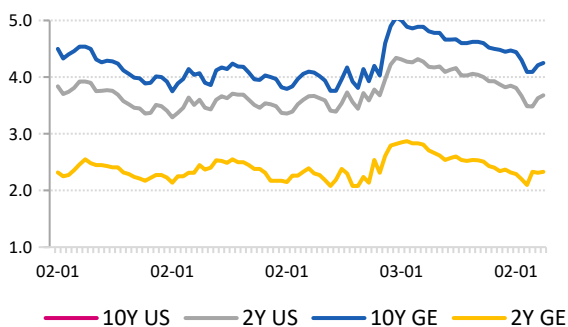
Krajowe stawki ASW [%]



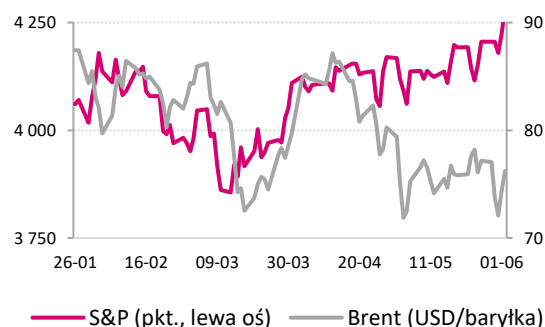
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 05 czerwca					
09:55 Indeks PMI dla usług	Niemcy	Maj	56.0	57.8	
10:00 Indeks PMI dla usług	EZ	Maj	56.2	55.9	
10:30 Indeks Sentix	EZ	Czerwiec	-13.1	-15.3	
11:00 Inflacja PPI r/r	EZ	Kwiecień	5.9%	1.5%	
16:00 Indeks ISM dla usług	USA	Maj	51.9	52.3	
16:00 Zamówienia na dobra trwałe m/m	USA	Kwiecień	3.3%	1.1%	
16:00 Zamówienia w przemyśle	USA	Kwiecień	0.9%	0.5%	
Wtorek 06 czerwca					
Decyzja ws. stóp procentowych	Polska	Czerwiec	6.75%	6.75%	6.75%
08:00 Zamówienia w przemyśle sa, m/m	Niemcy	Kwiecień	-10.7%	3.9%	
11:00 Sprzedaż detaliczna sa, m/m	EZ	Kwiecień	-1.2%	0.2%	
Środa 07 czerwca					
08:00 Produkcja przemysłowa sa, m/m	Niemcy	Kwiecień	-3.4%	0.5%	
13:00 Wnioski o kredyt hipoteczny	USA	03.06	-3.7%		
15:00 Konferencja prezesa NBP	Polska	Czerwiec			
Czwartek 08 czerwca					
11:00 PKB sa, kw/kw, fin	EZ	1Q	0.0%	0.1%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	03.06	232k	225k	
Piątek 09 czerwca					
03:30 Inflacja CPI r/r	Chiny	Maj	0.1%	0.2%	
03:30 Inflacja PPI r/r	Chiny	Maj	-3.6%	-4.3%	
14:00 Opis posiedzenia RPP	Polska	Maj			
Poniedziałek 12 czerwca					
09:00 Inflacja CPI r/r	Czechy	Maj	12.7%		

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	-0.3	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.