

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

23 stycznia 2023

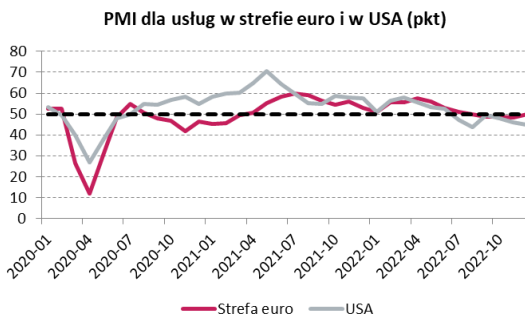
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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, Bank Millennium.

Publikowane w tym tygodniu wstępne dane PMI w strefie euro i USA interpretowane będą pod kątem przyszłotygodniowych posiedzeń Europejskiego Banku Centralnego i Fed. W naszej ocenie oczekiwany powrót usługowego PMI w strefie euro powyżej granicy 50 pkt. będzie argumentem za utrzymaniem jastrzębkiej narracji EBC. Dane z USA zaś mogą stanowić argument o bliskim końcu zacieśniania monetarnego Fed.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Wzrost PKB w USA jeszcze solidny w 4Q 2022, ale wyższe stopy proc. coraz mocniej wpływają na gospodarkę

W tym tygodniu w centrum uwagi będą znajdować się dane makroekonomiczne, które ustawią oczekiwania przed posiedzeniami najważniejszych banków centralnych, które będą miały miejsce na przełomie stycznia i lutego. W przypadku Stanów Zjednoczonych kluczowe będą odczyty PKB w 4Q 2022 oraz inflacji PCE w grudniu. Konsensus prognoz wskazuje na wzrost PKB wynoszący 2,6% kw/kw (SAAR - po odsezonowaniu i annualizacji) po wzroście o 3,2% kw/kw kwartał wcześniej. Model nowcastingowy oddziału Fed w Atlantycie jest bardziej optymistyczny. Niemniej dane te powinny potwierdzić jeszcze solidny wzrost gospodarczy w 4Q 2022, wspierany konsumpcją gospodarstw domowych oraz nakładami inwestycyjnym na odbudowę potencjału produkcyjnego. Skalę wzrostu ogranicza jednak recesja w inwestycjach mieszkaniowych, które mocno odczuwają wzrost kosztów finansowania. Dane za grudzień o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej wskazują jednak, że wysoka inflacja i stopy procentowe przekładają się coraz szerzej na amerykańską gospodarkę. Natomiast w przypadku inflacji PCE oczekuje się jej spadku w grudniu z 5,5% r/r w listopadzie. Wobec takich uwarunkowań amerykańska rezerwa Federalna najpewniej spowolni tempo zacieśniania polityki pieniężnej na najbliższym posiedzeniu w przyszłym tygodniu. Obecnie rynki finansowe wyceniają jeszcze dwie podwyżki stóp o 0,25 pkt proc. w tym cyklu zacieśniania, po czym w II poł. 2023 r. ma rozpocząć się faza łagodzenia polityki pieniężnej.

Spodziewana poprawa koniunktury w strefie euro

W tym tygodniu publikowane dane o wskaźnikach koniunktury w strefie euro. We wtorek poznamy wstępne odczyty indeksów PMI dla sektora przemysłowego i usługowego w strefie euro, w tym także w Niemczech. Konsensusy rynkowe wskazują na poprawę indeksów koniunktury, choć zasadniczo pozostawać będą one na poziomach wskazujących na tendencje recesyjne. Tylko w europejskim sektorze usług indeks PMI może przekroczyć graniczną wartość 50 pkt. Poprawie nastrojów w europejskiej gospodarce sprzyja spadek obaw o silnie negatywne skutki kryzysu energetycznego. Łagodna zima powoduje, że ryzyka zaburzeń dostaw energii radykalnie się obniżyło. Spadły także ceny surowców energetycznych na rynkach międzynarodowych. W efekcie obniżyć się zaczęła także inflacja HICP. Nastroje w przemyśle wspiera natomiast złagodzenie napięć w łańcuchach dostaw. Realizacja tych prognoz wspierać będzie scenariusz łagodnej recesji w niemieckiej gospodarce, natomiast strefa euro przy utrzymaniu tej tendencji ma szansę uniknąć recesji. Z punktu widzenia polityki pieniężnej dane te wspierać będą scenariusz dalszych podwyżek stóp procentowych. Pomimo spadku ogólnego wskaźnika inflacji HICP, presja cenowa ze strony popytu pozostaje podwyższona, co widać w dalszym wzroście inflacji bazowej. Sprzyja temu niewątpliwie ciasny rynek pracy, pomimo schłodzenia gospodarki. Z tego też powodu podtrzymujemy scenariusz wzrostu stóp w Eurolandzie o kolejne 100 pkt. baz., a kolejny ruch prawdopodobnie o 50 pkt. baz. może mieć miejsce na lutym posiedzeniu EBC.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,7162	0,5%
USD/PLN	4,3285	-0,1%
CHF/PLN	4,7108	0,8%
EUR/USD	1,0896	0,6%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	6,88	-2
WIBOR 3M	6,91	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,98	-6
5Y	5,91	-12
10Y	5,98	-10

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	6,23	-8
5Y	5,18	-21
10Y	5,13	-24

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,19	-2
US 10Y	3,50	0

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	61226,1	-1,0
S&P 500	3972,6	-0,3
Nikkei 225	26906,0	4,2

Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

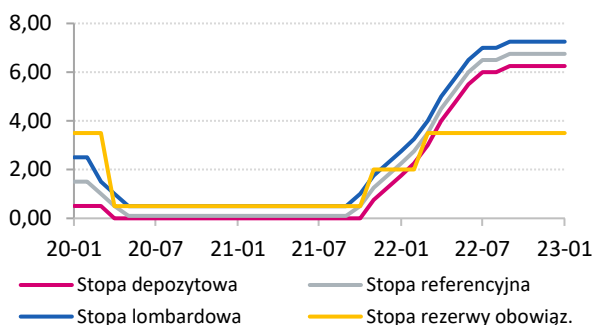
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↔	Złoty pozostaje pod presją sprzedających, choć umiarkowanej. Po wybiciu się powyżej bronionego od kilku tygodni poziomu 4,7070 pogorszeniu uległ techniczny obraz złotego. Obecnie kurs EUR/PLN porusza się w bardzo wąskim przedziale 4,7070 - 4,7239. Znaczący jest fakt, iż deprecjacji polskiej waluty towarzyszy wzrost notowań eurodolara (historycznie ujemnie skorelowany ze zmianami walut rynków wschodzących). Co więcej, w minionym tygodniu złoty był najgorszej radzącą sobie walutą tej części Europy. Sugeruje to negatywny wpływ czynnika lokalnego, który utożsamiamy z przedłużającymi się pracami legislacyjnymi nad osiągnięciem tzw. kamieni milowych. Po grudniowej ofensywie medialnej rządu prace na nowelizacją ustawy o Sądzie Najwyższym spowolniły a zaplanowane na ten tydzień posiedzenie Sejmu prawdopodobnie nie przyniesie przetomu w sprawie ustawy o inwestycjach OZE (kolejny z warunków odblokowania środków z Krajowego Planu Obudowy). Efektem jest rosnąca presja w kierunku słabszego złotego. Tym bardziej, iż w naszej ocenie początek lutego może przynieść presję na mocniejszego dolara, co wzmocniłoby bieżące tendencje na rynku złotego. Na gruncie fundamentalnym sytuacja polskiej waluty nie ulega modyfikacjom. Zaplanowane na ten tydzień dane z polskiej gospodarki nie zmieniają tego obrazu a tym samym perspektyw krajowej polityki pieniężnej.
USD/PLN	↓	Kurs USD/PLN pozostaje od połowy listopada w trendzie spadkowym. Obecnie notowania kierują się w stronę poziomów 4,2860/4,2684, głównie z powodu globalnej presji na słabszego dolara. W naszej ocenie będzie ona utrzymana w najbliższych dniach. Sytuacja złotego natomiast może - choć jedynie do pewnego stopnia - hamować trend niżki pary USD/PLN.
EUR/USD	↑	Kurs EUR/USD przełamał dziś silny opór techniczny tj. poziom 1,0865 (maksima z kwietnia 2022 roku), czym otworzył sobie w naszej ocenie około centową przestrzeń do kontynuacji wzrostów. Uważamy, iż w obecnym ruchu trudno będzie - w najbardziej prawdopodobnym scenariuszu - o mocniejsze osłabienie dolara do euro. W naszej ocenie mamy obecnie do czynienia z „podciąganiem” kursu EUR/USD na nieco ponad tydzień do posiedzeń Fed i Europejskiego Banku Centralnego, które zwłaszcza po stronie Rezerwy Federalnej powinny pokazać bliski koniec cyklu zacieśniania monetarnego. Taki scenariusz jest jednak już w pełni uwzględniony rynkowo, a wkrótce na zasadzie „kupuj plotki sprzedawaj fakty” wspomniane posiedzenia mogą zainicjować ruch korekcyjny w notowania EUR/USD. Póki co jednak przed nami tydzień, w trakcie którego prawdopodobnie będziemy świadkami ataku eurodolara na coraz to wyższe poziomy, zgodnie ze wskazaniami technicznymi. Od czwartku i w piątek natomiast wraz z publikacjami odpowiednio danych o PKB i PCE w USA wzrosnie wrażliwość EUR/USD na argumenty stricte fundamentalne.

Rynek obligacji

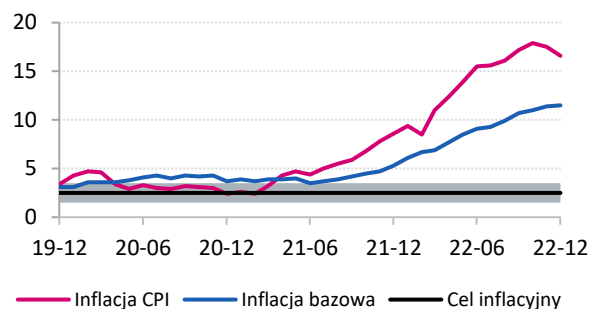
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↔	W naszej ocenie wycena polskich obligacji powinna pozostawać relatywnie stabilna. Z rynków bazowych nie powinny bowiem płynąć informacje mogące w znaczący sposób wpływać na sentyment inwestycyjny w krótkim okresie (ryzykiem dane o inflacji i PKB z USA). Lokalnie natomiast rynek prawdopodobnie „nasyci się” dzisiejszym przetargiem sprzedaży długu skarbowego a presję tradycyjnie wysokiej w pierwszym kwartale każdego roku podaży dodatkowo złagodzi możliwa emisja obligacji przez MinFin na rynkach zagranicznych. Publikowane w tym tygodniu dane nie będą natomiast w stanie odmienić perspektyw polityki pieniężnej w Polsce. Te zakładają, iż Rada Polityki Pieniężnej zakończyła już proces zacieśniania monetarnego a rynki finansowe - mimo prawdopodobnego podbicia inflacji w 1Q - dość agresywnie wyceniają scenariusz obniżek stóp procentowych na przełomie 2023 i 2024 roku. W rezultacie uważamy, że w krótkim terminie rentowność polskiej 10-latki oscylować powinna wokół poziomu 6,0%.
10Y DE (%)	↔	Wycena niemieckiego długu w ostatnich dniach pozostaje dość zmienna, choć w dużej mierze odbywa się to w ramach trendu horyzontalnego. W efekcie obraz notowań Bunda nie ulega większym modyfikacjom a z naszego punktu widzenia utrzymywanie się rentowności 10-latki niemieckiej powyżej bariery 2,0% jest kluczowe. W krótkim terminie jest to możliwe dzięki wciąż jastrzębiej narracji Europejskiego Banku Centralnego. W tym tygodniu wsparciem dla utrzymywania narracji banku mogą okazać się wstępne dane PMI, w szczególności w części usługowej, która według konsensusu powinna powrócić powyżej neutralnego poziomu 50 pkt. świadcząc o powrocie sektora do ożywienia.
10Y US (%)	↔	Pierwsza połowa tygodnia nie powinna przynieść impulsów mogących determinować zachowanie amerykańskiego rynku długu. W czwartek i piątek poznamy natomiast odpowiednio dane o PKB w 4Q i inflację PCE w gospodarce USA, które jednak mogą wskazać na mieszany obraz z punktu widzenia Fed. Z jednej strony bowiem oczekiwane spowolnienie inflacji sprzyjać będzie rynkowemu scenariuszowi bliskiego końca cyklu podwyżek stóp procentowych w USA. Z drugiej zaś solidny odczyt PKB będzie argumentem za podtrzymaniem jastrzębiej narracji Fed na najbliższym posiedzeniu. Efektem w naszej ocenie będzie stabilizacji wyceny Treasuries.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

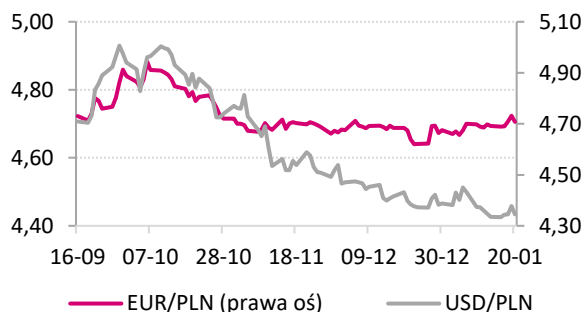


Ireneusz Dąbrowski (20.01.2023) (12.01.2023)	<i>Czeka nas wydaje się silne hamowanie inflacji. W związku z tym jednocyfrowa inflacja na koniec roku jest bardzo prawdopodobna. Moim zdaniem na przełomie roku może pojawić się przestrzeń do obniżki stóp procentowych, jest duże prawdopodobieństwo tego.</i>
Iwona Duda (20.01.2023)	<i>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.</i>
Henryk Wnorowski (13.01.2023)	<i>Ja nie wykluczam takiego scenariusza, dlatego że właśnie ta specyfika pierwszego kwartału i jeśli ten impuls inflacyjny byłby jakiś znaczący, bo jak pan redaktor wie, jest sporo ekspertów, którzy przewidują skok inflacji powyżej 20 proc., ja uważam, że tak nie będzie. Natomiast gdyby coś takiego się zdarzyło to jest możliwy powrót do jakiejś jednej czy dwóch podwyżek.</i>
Gabriela Masłowska (12.01.2023)	<i>Cykl podwyżek stóp procentowych formalnie nie został zakończony i dlatego nie można wykluczyć, że w którymś momencie do podwyżki stóp procentowych jeszcze w tym roku dojdzie, ale aktualnie uważam to za mało prawdopodobne. Wyraźnie widać, że dotychczasowe podwyżki stóp wywarły bardzo silny wpływ na sytuację kredytową i nie wydaje się, aby trzeba było ją jeszcze bardziej ograniczać. Jedną z istotnych przesłanek branych pod uwagę przy wyborze optymalnego momentu dokonania obniżki stóp procentowych będzie prawdopodobnie treść kolejnych projekcji inflacji oraz PKB publikowanych w cyklicznych „Raportach o inflacji”.</i>
Ludwik Kotecki (10.01.2023)	<i>Na pewno nie możemy powiedzieć dzisiaj, że cykl podwyżek stóp procentowych jest zakończony, bo to byłoby dużo za wcześnie. Już nie mówię o tym, że niektórzy z członków mówili całkiem niedawno, że przewidują obniżki w końcu tego roku. Wydaje się że jest dużo za wcześnie na takie wypowiedzi. (...) Jeżeli gospodarka, tak jak oczekuję, bardzo dobrze sobie poradzi z recesją na świecie, w UE, czy z bardzo silnym spowolnieniem - jeżeli Polska sobie z tym poradzi, to oznacza, że inflacja i presja na wzrost cen będzie się utrzymywać i być może będą potrzebne kolejne decyzje. Niekoniecznie to muszą być stopy. Wracam do pomysłu obligacji oszczędnościowych emitowanych przez NBP.</i>
Adam Glapiński (5.01.2023)	<i>Natychmiast kiedy to będzie możliwe stopy procentowe będą obniżone. Czy to będzie możliwe w końcu roku? Zobaczymy. Cały czas mam taką nadzieję - mniejszą niż poprzednio, ale mam". "Myślałem, że na koniec roku 2023 inflacja ma szansę zejść do poziomu 6-5 proc., a według ostatniej projekcji jest to 8 proc. Zobaczymy co powie projekcja marcowa. Żeby mógł nastąpić spadek stóp, inflacja musi być opanowana w tym sensie, że na pewno zejdzie do celu inflacyjnego, zabraknie niewiele tego, silny będzie trend w kierunku celu inflacyjnego. Wtedy stopy można obniżyć.</i>
Przemysław Litwiniuk (15.12.2022)	<i>W warunkach, gdy kredytobiorcy mają osłonę w postaci wakacji kredytowych, które będą trwały jeszcze przez cały 2023 r., wskazane byłoby moim zdaniem większe zacieśnienie polityki pieniężnej. Dodatkowe podwyżki stóp sprawiłyby, że ścieżka dojścia do celu inflacyjnego byłaby bardziej stroma. Moim zdaniem, tolerowanie podwyższonej inflacji generuje większe koszty niż ewentualne minimalne perturbacje na rynku pracy, które mogłyby być skutkiem podwyżek stóp. Co więcej, nieznaczne „ochłodzenie” rynku pracy mogłoby być dla niego nawet ozdrowieńcze, wspierające konkurencyjność polskiej gospodarki oraz wygaszające spiralę płacowo-cenową.</i>
Wiesław Janczyk (2.12.2022)	<i>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.</i>
Cezary Kochalski (13.12.2022)	<i>W świetle obecnych danych jest to poziom adekwatny. RPP nie podnosiła stóp od września, bo mamy wiele przesłanek wskazujących na oddziaływanie wcześniejszych podwyżek. One już zaczynają działać. Obniżyły w tym roku inflację o 0,5 pkt., a w 2023 będzie to 3 pkt. proc.</i>
Joanna Tyrowicz (21.11.2022)	<i>Nie widzę powodów do podejścia wait-and-see. Negatywne ryzyka dla inflacji materializują się pomimo podwyżek stóp procentowych.</i>

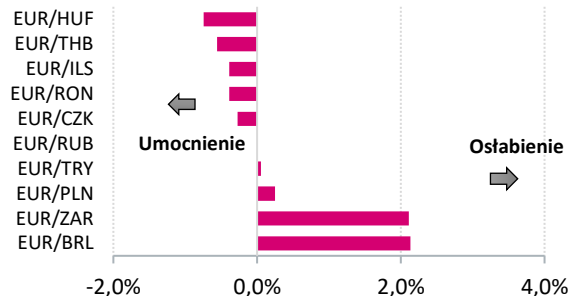
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

Wykresy rynkowe

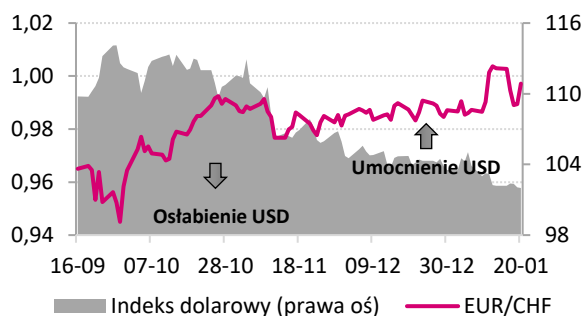
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



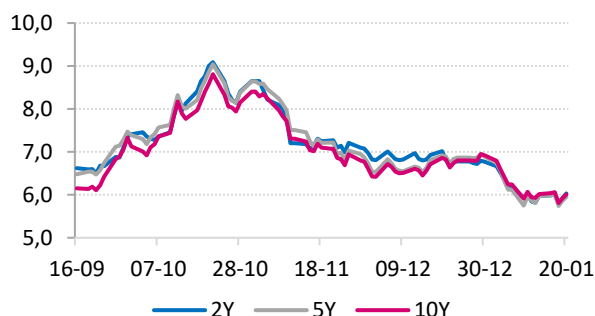
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



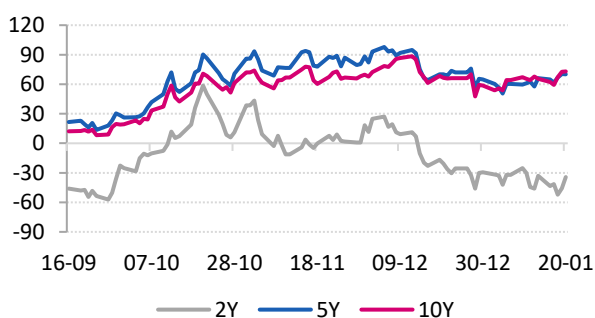
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



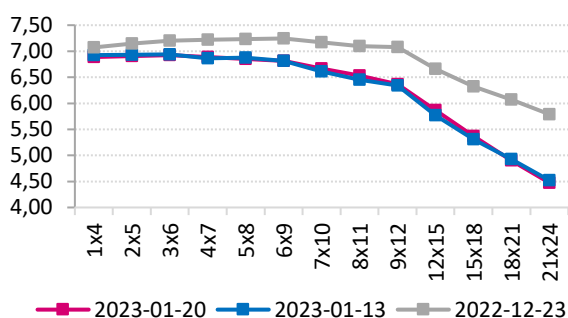
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



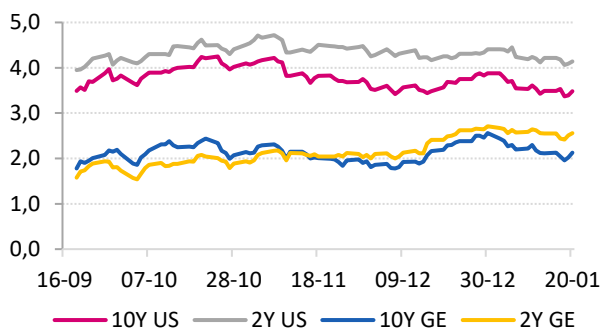
Krajowe stawki ASW [%]



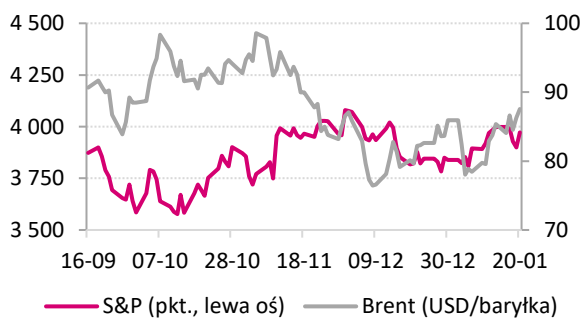
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 23 stycznia					
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Grudzień	4.6%	1.7%	0.9%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Grudzień	20.8%	19.5%	19.4%
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Grudzień	1.6%	1.4%	4.6%
10:00 Produkcja bud.-mont. r/r	Polska	Grudzień	4.0%	2.7%	4.7%
Wtorek 24 stycznia					
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Styczeń	47.1	47.8	
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Styczeń	49.2	49.7	
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Styczeń	47.8	48.6	
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Styczeń	49.8	50.2	
14:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Styczeń	13.0%	13.0%	
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Grudzień	5.6%	6.0%	5.9%
15:45 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Styczeń	46.2	46.8	
15:45 Wstępny PMI w usługach	USA	Styczeń	44.7	45.5	
Środa 25 stycznia					
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Styczeń	88.6	90.1	
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Grudzień	5.1%	5.2%	5.2%
Czwartek 26 stycznia					
14:30 PKB wst.	USA	Q4	3.2%	2.8%	
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku wst. m/m	USA	Grudzień	0.1%		
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	20 stycznia	190k	200k	
16:00 Sprzedaż nowych domów	USA	Grudzień	640k	616k	
Piątek 27 stycznia					
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Grudzień	5.5%		
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Grudzień	0.4%	0.2%	
14:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Grudzień	0.1%	-0.1%	
16:00 Raport uniwersytetu Michigan fin.	USA	Styczeń	59.7	64.6	
Poniedziałek 30 stycznia					
10:00 PKB nsa wst. r/r	Niemcy	Q4	1.2%		

Dane i prognozy

		2021	2022	2023	Q421	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
PKB	% r/r	6.8	4.7	0.7	8.5	8.6	5.8	3.6	1.6	-2.0	0.7	1.1	2.0
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.8	5.3	5.9	5.8	5.8	5.2	5.1	5.3	5.5	5.6	5.7	5.9
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	5.1	14.3	13.8	7.7	9.6	13.9	16.3	17.3	19.0	14.9	12.1	9.4
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	70.8	98.8	78.3	79.6	97.6	111.5	97.4	88.5	80.2	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	6.80	2.23	4.12	6.59	7.11	6.93	6.80	6.80	6.80	6.80
WIBOR 3M	%, k.o.	2.54	7.02	6.85	2.54	4.77	7.05	7.21	7.02	7.00	6.95	6.90	6.85
WIBOR 6M	%, k.o.	2.84	7.14	6.75	2.84	5.05	7.35	7.41	7.14	7.00	6.90	6.80	6.75
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	4.23	4.06	4.18	4.48	4.95	4.40	4.40	4.35	4.28	4.23
EUR/USD	k.o.	1.14	1.07	1.09	1.14	1.11	1.05	0.98	1.07	1.06	1.07	1.08	1.09
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0.57	2.13	3.10	-0.57	-0.46	-0.20	1.17	2.13	3.00	3.10	3.10	3.10
LIBOR 3M USD	%, k.o.	0.21	4.77	4.25	0.21	0.96	2.29	3.75	4.77	5.00	4.95	4.70	4.25

* 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.