



Makro i rynek

komentarz tygodniowy

18 grudnia 2023

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński

Ekonomista

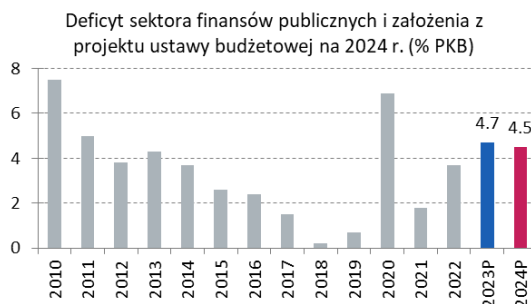
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

Wykres tygodnia



Źródło: KPRM

We wtorek nowy rząd ma przedstawić zmiany w projekcie ustawy budżetowej na 2024 r. Biorąc pod uwagę zapowiedzi realizacji obietnic wyborczych plan deficytu sektora finansów publicznych będzie wyższy niż zapisane dotychczas 4,5% PKB. W centrum uwagi będą także informacje o potrzebach pożyczkowych na 2024 r. i źródłach ich finansowania.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Dane z polskiej gospodarki za listopad wpiszą się w obraz odbudowy koniunktury

W tym tygodniu Główny Urząd Statystyczny opublikuje serię danych z krajowej gospodarki za listopad. W środę podane zostaną dane o produkcji sprzedanej przemysłu, która według naszych szacunków wzrosła o 0,6% r/r (konsensus 0,8% r/r) wobec wzrostu o 1,6% r/r w październiku. Wyhamowanie wzrostu to w głównej mierze efekt wysokiej bazy odniesienia z ubiegłego roku. Wskaźniki koniunktury wskazują stopniową poprawę nastrojów w przemyśle, jednak ze względu na słabą koniunkturę u naszych głównych partnerów handlowych, szczególnie w Niemczech, odbudowa produkcji następować będzie w umiarkowanym tempie. Tego samego dnia GUS opublikuje dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw, które w naszej ocenie powinny wskazać na obniżenie się dynamiki zatrudnienia do -0,2% r/r oraz przeciętnego wynagrodzenia do 11,0% r/r. W czwartek natomiast GUS podane dane o sprzedaży detalicznej oraz produkcji budowlano-montażowej. W przypadku sprzedaży detalicznej szacujemy wyhamowanie wzrostu do 1,5% r/r z 2,8% r/r w październiku. Popyt konsumpcyjny odbudowuje się, czemu sprzyja poprawa siły nabywczej dochodów, a wahania w miesięcznych wynikach sprzedaży to w dużej mierze efekt czynników statystycznych. Wzrost produkcji budowlano-montażowej natomiast wyhamuje w naszej ocenie do 7,3% r/r z 9,8% r/r miesiąc wcześniej, wpisując się w stopniowe wygasanie wpływu inwestycji infrastrukturalnych. Dane powinny wpisać się w obraz stopniowej odbudowy koniunktury w gospodarce, napędzanej w głównej mierze odradzającym się popytem konsumpcyjnym. Nie powinny natomiast wpłynąć na perspektywę polityki monetarnej w Polsce, które zakładają stabilizację stóp procentowych na obecnym poziomie do marca 2024.

Czy Narodowy Bank Czeski obniży na koniec roku stopy procentowe?

W tym tygodniu odbędą się posiedzenia banków centralnych Węgier i Czech. Narodowy Bank Węgier kontynuuje łagodzenie polityki pieniężnej i według konsensusu prognoz w tym tygodniu zetnie podstawową stopę o 75 pkt baz. do 10,75%. Oznaczałoby to łączny spadek w 2023 r. o 225 pkt baz. W przeciwieństwie do Węgier i do Polski Narodowy Bank Czech (CNB) utrzymywał w 2023 r. główną stopę procentową na poziomie 7,00%. Konsensus prognoz wskazuje, że w czwartek CNB rozpocznie cykl łagodzenia polityki monetarnej cięciem stóp o 25 pkt baz. Kraje Europy Środkowej wcześniej niż gospodarki rozwinięte rozpoczynają obniżki, które będą kontynuowane w 2024 r.

Dane ze Stanów Zjednoczonych w cieniu posiedzenia Fed w ub. tygodniu

W ub. tygodniu amerykańska Rezerwa Federalna nie zmieniła stóp procentowych, aczkolwiek poinformowała, że członkowie rozpoczęli rozważania o łagodzeniu polityki pieniężnej. Kontrastowało to z stonowaną retoryką Europejskiego Banku Centralnego. W konsekwencji w ub. tygodniu dolar się osłabił oraz obniżyły się rentowności długu na rynkach bazowych. W ten piątek poznamy dane o dochodach i wydatkach Amerykanów w listopadzie, które obejmować będą także wyliczenie inflacji PCE (deflator konsumpcji prywatnej), tj. podstawowej dla Fed miary inflacji konsumenckiej. Według konsensusu prognoz obniżyła się ona do 2,8% r/r z 3,0% r/r w październiku, a indeks bazowy (PCE bez cen żywności i energii) do 3,4% r/r z 3,5% r/r. Dane te, obok wyliczenia na grudzień indeksu Conference Board nastrojów konsumenckich (środa), nie powinny jednak mieć wpływu na oczekiwania dla gospodarki amerykańskiej, dla której podstawowym scenariuszem jest „miękkie lądowanie”, tj. spadek inflacji do celu bez znaczącego wzrostu bezrobocia.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3265	-0,1%
USD/PLN	3,9644	-1,5%
CHF/PLN	4,5605	-0,1%
EUR/USD	1,0916	1,5%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,84	1
WIBOR 3M	5,82	-3

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,96	-22
5Y	4,80	-28
10Y	5,03	-35

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,70	-15
5Y	4,15	-21
10Y	4,27	-26

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,03	-23
US 10Y	3,91	-36

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	77662,6	0,4
S&P 500	4719,2	2,5
Nikkei 225	32759,0	-0,1

Źródło: LSEG Datastream

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

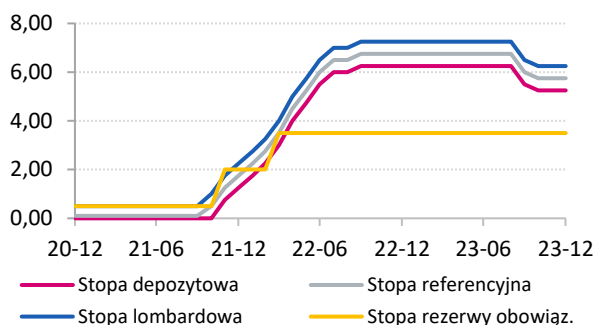
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↔	Podtrzymujemy nasze oczekiwania z poprzedniego tygodnia, iż przez resztę roku kurs EUR/PLN poruszać się będzie wokół poziomu 4,33 z zachowaniem niewielkiej zmienności. Nastroj stabilizacji wspierać będzie wejście w okres przedświąteczny oraz niewielka ilość impulsów mogących wpływać na notowania. W ostatnich dniach widać ponadto rozluźnienie korelacji notowań EUR/PLN z eurodolarem. Oznacza to, iż wpływ rynków zagranicznych na wycenę złotego jest obecnie mniejszy. Mimo rozbudowanego kalendarium krajowych danych makro również i tu nie oczekujemy znaczącego wpływu na wartość polskiej waluty. W rezultacie, jak wspomnieliśmy wcześniej, w tym w poprzednich raportach, przed nami prawdopodobnie spokojny okres w wykonaniu złotego. Emocje prawdopodobnie powrócą dopiero z początkiem 2024 roku, gdy dane makroekonomiczne budować będą oczekiwania co do decyzji największych banków centralnych. Ryzykiem dla naszego scenariusza stabilizacji kursu EUR/PLN wokół poziomu 4,33 pozostaje polityczne procedowanie scenariusza postawienia prezesa Narodowego Banku Polskiego przed Trybunałem Stanu, co skutkowałoby przejściowym osłabieniem polskiej waluty.
USD/PLN	↔	Złoty powinien w naszej ocenie pozostawać względnie stabilny w najbliższych dniach zarówno w relacji do euro (patrz prognoza wyżej), jak i dolara. Uważamy bowiem, iż dolar na rynkach międzynarodowych powinien pozostawać względnie stabilny oczekując na wydarzenia 2024 roku. W efekcie kurs USD/PLN zakończy rok nieco poniżej poziomu 4,00.
EUR/USD	↔	W naszej ocenie fakt, iż jesteśmy świeżo po posiedzeniach największych banków centralnych do spółki z dość ubogim kalendarium istotnych danych globalnych oraz okresem przedświątecznym doprowadzi do ustabilizowania notowań eurodolara wokół bieżącego poziomu, tj. okolic 1,09. Nie uważamy bowiem, by dane o PKB z USA za 3Q ze względu na finalny charakter odczytu, czy inflacji HICP ze strefy euro w sytuacji, gdy poznaliśmy już niektóre dane cząstkowe (np. inflację z Niemiec) mogły w znaczący sposób przekładać się na kurs EUR/USD. W efekcie, o ile nie zaistnieją wydarzenia natury np. geopolitycznej uważamy, iż koniec roku, tj. ten i przyszły tydzień powinny być względnie spokojne w wykonaniu głównej pary walutowej świata.

Rynek obligacji

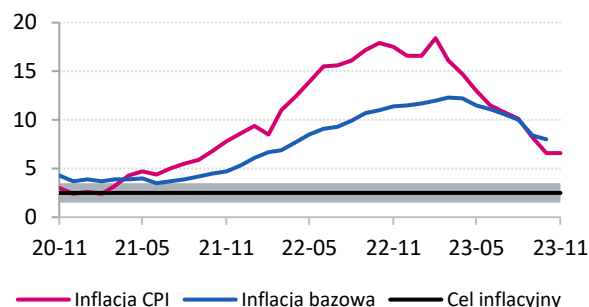
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↑	O ile nasze oczekiwania dotyczące rynku walutowego zakładają jego spokojny a momentami wręcz senny przebieg, o tyle ten tydzień na krajowym rynku długu będzie prawdopodobnie emocjonujący. Wynikać to będzie z zaplanowanych na najbliższe dni prac nad przyszłorocznym budżetem. We wtorek projekt budżetu na 2024 rok zatwierdzić ma rząd a jeszcze przed Świętami (czwartek) ma on trafić do Sejmu. Mimo, iż przyszłoroczne potrzeby pożyczkowe w projekcie poprzedniego rządu były rekordowe w ujęciu nominalnym tj. mld PLN, to koszt realizacji wyborczych obietnic koalicji jeszcze je dodatkowo powiększy. Otwartym pytaniem pozostaje jak bardzo. Przypomnijmy, iż mimo konieczności zwiększenia wydatków rząd może poszukać oszczędności, użyć poduszki płynnościowej, czy zwiększyć przewidywane wpływy na przykład z Krajowego Planu Odbudowy na 2024 rok (dotychczas zakładane one były w kwocie 28,6 mld PLN). Na spodziewany wzrost napięć fiskalnych - kanałem stawek asset swap, a więc jednego z komponentów budujących dochodowość długu - rynek długu reaguje już od końca ubiegłego tygodnia, gdy pojawiła się informacja o planowanym projekcie budżetu. Obecnie stawka 10-letniego asset swapa zbliża się do 100 pkt. baz. Kierunek zmian obligacji pozostaje w tym tygodniu niepewny i uzależniony od projektu budżetu.
10Y DE (%)	↔	Niemiecki rynek długu uznajemy za wyczerpany ostatnimi trzema tygodniami niezwykle intensywnych spadków dochodowości. Wynikały one z nasilenia rynkowych oczekiwań na agresywne cięcia stóp procentowych w strefie euro. Mimo, iż ubiegłotygodniowy wynik posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego nie potwierdził złagodzenia narracji, to rynek nie zmienił swojego przekonania. Jednocześnie jednak nie ma obecnie argumentów za kontynuacją zniżki. W konsekwencji uważamy, iż dochodowość Bundów zakończy rok na poziomie nieco powyżej psychologicznej bariery 2%, a więc istotnie niższej niż nasze oczekiwania sprzed miesiąca.
10Y US (%)	↔	Przed nami stabilizacja wyceny amerykańskiego długu. Nie uważamy bowiem, by wydarzenia najbliższych dni mogły odmienić losy rentowności 10-latk USA. Tym bardziej, iż mające napłynąć dane nie będą zmieniać obrazu perspektyw amerykańskiej gospodarki. Przypomnijmy ponadto, iż nie minął tydzień od ostatniego posiedzenia Fed. W efekcie spodziewamy się fluktuacji dochodowości 10-letniego Treasuries poniżej poziomu 3,94%.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

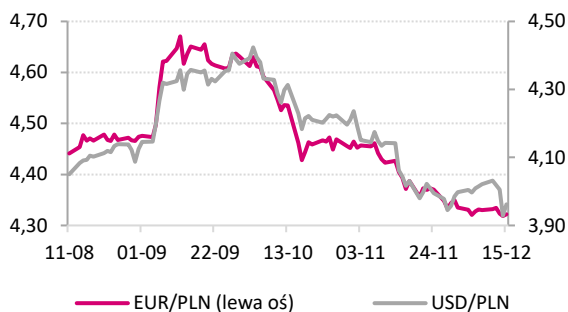


Adam Glapiński (09.12.2023)	Wszystkie kolejne decyzje będą zależne od napływających danych, nawet przyszło-miesięcznych" - powiedział szef banku centralnego. W marcu rada się nad tym [kolejnymi ruchami Rady - przyp.] pochyli. Stwierdzamy, że kurs jest korzystny, bo złoty się umocnił. Z punktu widzenia inflacji, a nie eksporterów, z naszego punktu widzenia, mocny kurs złotego jest dobry, ponieważ wzmacnia transmisję naszej polityki i działa deflacyjnie.
Ludwik Kotecki (30.11.2023)	Inflacja - my nie załatwiliśmy sprawy inflacji jeszcze. Dzisiaj GUS opublikował flash za listopad. Wstępny odczyt inflacji w listopadzie to 6,5 proc. To jest niby mało (...) ale to jest ciągle dużo więcej niż byśmy chcieli widzieć. Tutaj jest problem, osiągnąć redukcję inflacji z 18 do 6 proc. było łatwiej niż 6 do 2,5 proc. Ona się stała uporczywa. Każdy z nas działa, jakbyśmy żyli w środowisku podwyższonej inflacji 6-7 proc. Trzeba sobie z tym jak najszybciej poradzić.
Przemysław Litwiniuk (30.11.2023)	Nie spodziewam się istotnych zmian, jeżeli chodzi o krajobraz w tym zakresie. Odczyt rdr (w listopadzie) może być na podobnym poziomie jak w październiku, 6,6 proc., 6,7 proc. może, rok do roku. Istotniejsze informacje to to, jak kształtuje się wzrost cen w ujęciu miesiąc do miesiąca. W moim przekonaniu, przynajmniej do marca, nie będzie żadnych ruchów, jeśli chodzi o stopy procentowe.
Henryk Wnorowski (27.11.2023)	Poziom CPI, jaki mamy osiągnąć w horyzoncie projekcji, jest więc umiarkowanie zadowalający. Wobec tego, jeśli w kolejnych projekcjach będziemy uzyskiwali potwierdzenia, że tempo schodzenia CPI do celu jest zbliżone do zakładanego obecnie, czyli nie będziemy widzieć przyspieszenia deflacji, to przestrzeni do obniżek stóp nie będzie przez dłuższy czas. Musimy pokazać, że determinacja Rady do doprowadzenia inflacji do celu jest duża.
Joanna Tyrowicz (23.11.2023)	Po ostatnich decyzjach RPP, inflacja zostanie z nami na dłużej, a i przed obniżkami nie zbiegała do celu do końca 2025 roku. Obecnie nie mamy nawet 50 proc. szans zacząć się na 3,5 proc. w 2025 roku, a 2,5 proc. jest nadal daleko poza zasięgiem. Wskazują na to kolejne projekcje NBP. Szczególnie symptomatyczna jest tu najnowsza projekcja, która uwzględnia już pierwsze obniżki stóp procentowych. Sytuacja w naszej gospodarce jest zbyt dobra, by pomogło to obniżyć inflację przy bieżącym poziomie stóp. Z perspektywy koniunktury 2024 będzie lepszy niż 2023, a rok obecny też do bardzo złych nie należy: charakteryzuje go stabilne zatrudnienie i dynamiczny wzrost płac realnych pomimo (dotąd) relatywnie słabego popytu konsumenckiego.
Ireneusz Dąbrowski (22.11.2023)	Coraz szybszy wzrost realnych wynagrodzeń, znacznie powyżej wzrostu wydajności pracy. Rosnąca presja popytowa może znacznie spowolnić procesy deflacji.
Wiesław Janczyk (21.11.2023)	Żeby zrealizować te wszystkie sformułowane w wyborach cele trzeba dostarczyć do budżetu i wydać szybko setki miliardów złotych. Ale nie wiemy, czy to były zobowiązania, czy tylko narracja z gatunku fikcji oraz festiwalu kłamstwa, czas przyniesie tę odpowiedź.
Gabriela Maśłowska (10.11.2023)	Osobiście mam nadzieję, że dojdzie do dalszych obniżek stóp procentowych w następnych miesiącach kolejnego roku. Projekcja NBP przewiduje, że inflacja obniży się do poziomu ok. 5 proc. w przyszłym roku i do celu inflacyjnego tzw. 2,5 proc. +/- 1 pp., czyli w okolicach 3,5 proc., dojdziemy pod koniec 2025 r. Jest za duża doza niepewności i niewiedzy naszej, jak to będzie się dalej kształtować. W tej sytuacji mówienie o tym, co będzie dalej ze stopami procentowymi byłoby bardzo, bardzo nieodpowiedzialne, przedwczesne. Możemy z większą dozą prawdopodobieństwa, bardziej realnie, mówić dopiero w marcu, kiedy będzie nowa projekcja inflacji i kiedy będziemy wiedzieli, czy i jakie działania nowy rząd będzie realizował i w jakim tempie (...) Jest zbyt dużo niewiadomych, które w jakiś sposób się ujawnią w najbliższych tygodniach i miesiącach i będziemy mogli bardziej prawdopodobnie określić co będzie dalej ze stopami procentowymi z dużym prawdopodobieństwem w marcu, ale może już nawet w styczniu, lutym będziemy mieć jakieś dane, które pozwolą nam na obiektywną ocenę sytuacji.

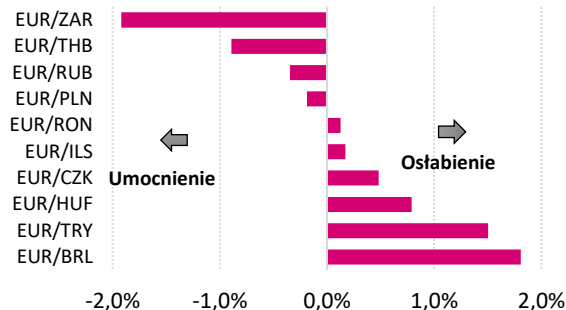
Źródło: PAP, LSEG Data & Analytics, Bloomberg

Wykresy rynkowe

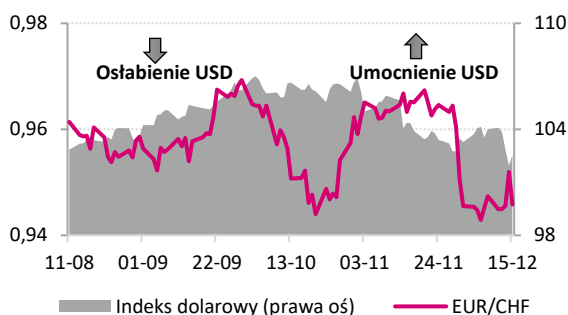
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



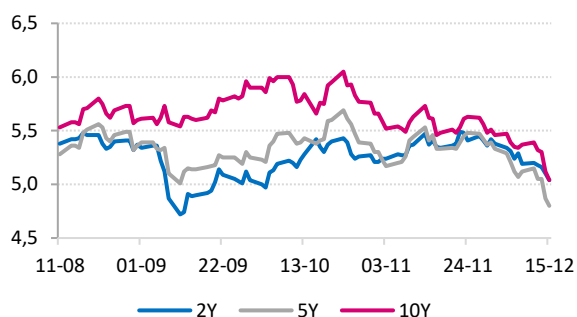
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



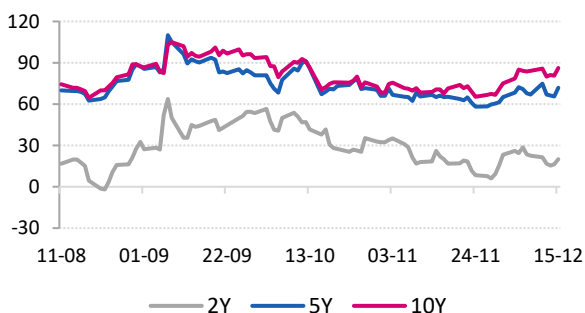
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



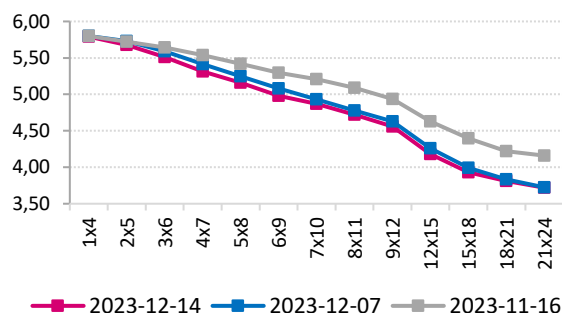
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



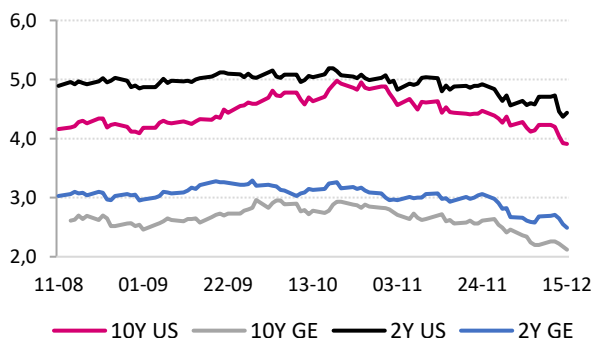
Krajowe stawki ASW [%]



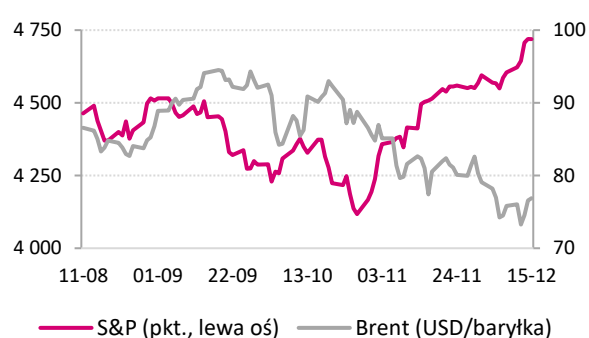
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, LSEG Datastream

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 18 grudnia					
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Grudzień	87.3	87.8	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Listopad	8.0%	7.6%	
Wtorek 19 grudnia					
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Grudzień	9.8	8.7	
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Listopad	3.2%	3.1%	
Środa 20 grudnia					
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Listopad	2.9%	2.4%	
14:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Grudzień	11.50%	10.75%	
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Listopad	1498k	1475k	
Czwartek 21 grudnia					
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Listopad	-4.1%	-3.9%	-4.5%
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Listopad	1.6%	0.8%	0.6%
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Listopad	12.8%	11.2%	11.0%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Listopad	-0.1%	-0.2%	-0.2%
16:00 Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Listopad	3.79m	3.78m	
16:00 Indeks Conference Board	USA	Grudzień	102.0	104.0	
Piątek 22 grudnia					
10:00 Produkcja bud.-montaż. r/r	Polska	Listopad	9.8%	7.3%	7.3%
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Listopad	2.8%	1.8%	1.5%
14:30 PKB r/r fin.	USA	3Q	2.1%	5.2%	
14:30 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Czechy	Grudzień	7.00%	6.75%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	08 grudnia	202k	212k	
Poniedziałek 25 grudnia					
Dzień wolny od pracy					

Dane i prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
PKB	% r/r	6.9	5.3	0.7	2.9	-0.3	-0.6	0.5	2.6	2.5	3.1	2.8	2.9
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.8	5.2	5.1	5.1	5.4	5.0	5.0	5.1	5.2	5.0	4.9	5.1
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	5.1	14.4	11.6	5.7	17.0	13.1	9.7	6.5	5.0	4.4	6.4	6.8
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	70.8	98.7	85.3	90.8	82.1	77.7	85.6	95.6	92.5	91.4	90.2	89.1
Stopa referencyjna	%, k.o.	1.75	6.75	5.75	4.75	6.75	6.75	6.00	5.75	5.50	5.25	5.00	4.75
WIBOR 1M	%, k.o.	2.23	6.93	5.64	4.80	6.84	6.86	6.04	5.64	5.55	5.30	5.05	4.80
WIBOR 3M	%, k.o.	2.54	7.02	5.79	4.70	6.89	6.90	5.77	5.79	5.45	5.20	4.95	4.70
WIBOR 6M	%, k.o.	2.84	7.14	5.60	4.55	6.95	6.95	5.63	5.60	5.50	5.15	4.80	4.55
EUR/PLN	k.o.	4.60	4.69	4.33	4.27	4.68	4.45	4.64	4.33	4.32	4.30	4.28	4.27
USD/PLN	k.o.	4.06	4.40	3.95	3.70	4.29	4.11	4.37	3.95	3.92	3.85	3.79	3.70
EUR/USD	k.o.	1.14	1.07	1.10	1.15	1.09	1.09	1.06	1.10	1.10	1.12	1.13	1.15
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0.57	2.13	3.90	2.81	3.04	3.58	3.95	3.90	3.75	3.25	3.00	2.81
SOFR 3M (następca LIBOR 3M USD od 07.2023)	%, k.o.	0.21	4.77	5.32	3.83	5.19	5.55	5.66	5.32	5.05	4.55	4.04	3.83

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium, śr.o. - średnio w okresie, k.o. - na koniec okresu
Źródło: GUS, NBP, LSEG Datastream, 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.