

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

15 stycznia 2024

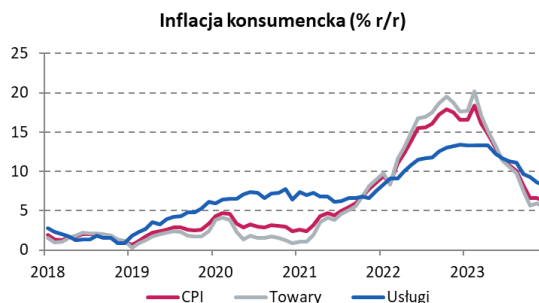
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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: LSEG Data & Analytics

Inflacja CPI obniżyła się w grudniu do 6,2% r/r z 6,6% r/r miesiąc wcześniej. W całym 2023 r. wyniosła natomiast średnio 11,4% r/r. Mimo że była wysoka, to okazała się pozytywną niespodzianką. Inflacja pozostanie wysoka, m.in. z powodu lepkiej inflacji cen usług, stąd pierwsza obniżka stóp procentowych w Polsce to perspektywa II. poł. roku.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Prezesa EBC na Światowym Forum Ekonomicznym w Davos

W dniach 15-19 stycznia odbędzie się 54 edycja Światowego Forum Ekonomicznego w Davos. Tematy mają koncentrować się wokół, geopolityki, globalnego ocieplenia oraz rosnącego znaczenia sztucznej inteligencji, a więc trendów długookresowych. Nowe informacje nie powinny zatem wpływać na scenariusze makroekonomiczne na najbliższe kwartały. Na forum planowana jest jednak także obecność przedstawicieli banków centralnych, m.in. prezeski Europejskiego Banku Centralnego Ch.Lagarde. Nie spodziewamy się jednak, ażeby jej wypowiedzi wnosily nowe informacje dla oceny perspektyw polityki pieniężnej EBC. Ch.Lagarde zapewne potwierdzi nastawienie „wait-and-see” i dość jastrzębią postawę. Od początku tego roku rynki finansowe schłodziły nieco swoje oczekiwania na obniżki stóp procentowych, choć bardziej w dłuższym horyzoncie (niemal w całości wyceniona jest obniżka stóp procentowych na posiedzeniu EBC w kwietniu). W zmiany te zapewne wpisze się opis dyskusji na grudniowym posiedzeniu EBC, który poznamy w czwartek o 13:30. Szczegóły europejskiej inflacji w grudniu (publikacja w środę), ze względu na swój finalny już charakter nie powinna wpływać na perspektywy procesów cenowych w strefie euro.

Interesujące dane z Chin

W środę nad ranem opublikowane zostaną dane z chińskiej gospodarki, drugiej największej na świecie. Według konsensusu prognoz wzrost PKB w 4Q 2023 przyspieszył do 5,3% r/r z 4,9% r/r. Ze względu na efekty bazy ciekawsze będą dane w ujęciu kw/kw. Oczekuje się, że według tej miary wzrost PKB wyniósł 1,0% kw/kw wobec 1,3% kw/kw w 3Q 2023. Realizacja tych oczekiwań byłaby zgodna ze spowolnieniem chińskiej gospodarki, do czego przyczyniają się czynniki wewnętrzne - tylko ograniczona poprawa konsumpcji po zniesieniu restrykcji przeciwepidemicznych, a także słaby popyt za granicą związany z wysokimi stopami procentowymi. Ryzyka dla gospodarki chińskiej są skierowane w dół, gdyż nadal problem zadłużenia sektora nieruchomości jak i samorządów lokalnych nie jest rozwiązany. Warto nadmienić, że wzrost gospodarczy w Chinach po pandemii jest niższy niż średnia wieloletnia, co, ze względu na czynniki strukturalne, m.in. starzenie się społeczeństwa, już się raczej nie zmieni.

Jak zmieniają się oczekiwania inflacyjne konsumentów w USA na początku 2024 r.?

W tym tygodniu w kalendarium danych amerykańskich wyróżnia się odczyt sprzedaży detalicznej w grudniu, a także wstępny raport Uniwersytetu Michigan dotyczący koniunktury konsumenckiej w styczniu. W przypadku sprzedaży oczekiwany jest nadal niezły wzrost, gdyż o 0,4% m/m po wzroście o 0,3% m/m w listopadzie, co potwierdziłoby nadal solidny popyt konsumpcyjny. W piątek natomiast poznamy wyliczenie indeksu nastrojów konsumenckich, który według konsensusu nie zmienił się istotnie na początku roku. Najciekawsze informacje będą dotyczyć krótkookresowych oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych w USA. Naszym zdaniem ich wzrost wskazywałby, że Fed nie powinien spieszyć się z pierwszą obniżką stóp procentowych, co nie jest zgodne z bieżącymi oczekiwaniami rynkowymi.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3648	0,5%
USD/PLN	3,9844	0,4%
CHF/PLN	4,6678	0,0%
EUR/USD	1,0954	0,1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,86	0
WIBOR 3M	5,86	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,99	4
5Y	4,96	-8
10Y	5,11	-17

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,03	5
5Y	4,43	-5
10Y	4,49	-9

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,19	-1
US 10Y	3,94	-12

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	75989,4	-1,2
S&P 500	4783,8	1,8
Nikkei 225	35901,8	7,6

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

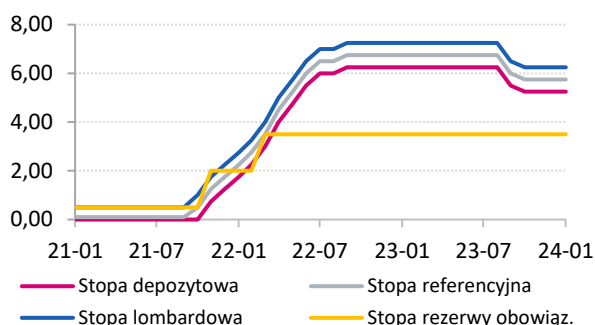
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↔	Złoty pozostaje pod presją sprzedających jednak przyznać należy, iż jest ona - póki co - ograniczona. Kurs EUR/PLN konsekwentnie od miesiąca realizuje scenariusz petzającej korekty zwiększając od połowy grudnia o maksymalnie 7 groszy. Podtrzymujemy naszą ocenę, iż 4Q 2023 był czasem kumulacji pozytywnych dla polskiej waluty czynników. Obecnie natomiast brakuje paliwa do kontynuacji umocnienia złotego. Tym bardziej, iż wsparcia nie stanowią zmiany rynku eurodolara, który wszedł w fazę krótkoterminowej stabilizacji. W efekcie polska waluta stopniowo oddaje część umocnienia z końca ubiegłego roku. Jednocześnie jednak czynniki fundamentalne (odbicie PKB, rachunek obrotów bieżących, mniej łagodna od oczekiwań postawa Rady Polityki Pieniężnej) pozostają sprzyjające na tyle, by dość skutecznie chronić złotego przed nadmiernym osłabieniem. W tym tygodniu w naszej ocenie zabraknie argumentów za podbiciem zmienności. W efekcie kolejny tydzień z rzędu realizować się powinien wspomniany scenariusz petzającej korekty. Na gruncie technicznym wybicie kursu EUR/PLN ponad 4,37 otwiera drogę do ataku na barierę 4,40.
USD/PLN	↔	Oczekiwana względna stabilizacja złotego „wystawia” kurs USD/PLN na zmiany wynikające przede wszystkim z kształtowania się eurodolara. Tu zaś spodziewamy się - o czym rozpisujemy się poniżej - względnego spokoju głównej pary walutowej świata. Wynikać ona będzie przede wszystkim z relatywnie ubożego kalendarium danych makroekonomicznych. Niewykluczone zatem, iż to aspekty techniczne decydować będą o zachowaniu pary USD/PLN. Oznaczałoby to, iż po nieskutecznych próbach wybicia powyżej poziomu 4,00 notowania kierować się będą w stronę 3,93 PLN za USD.
EUR/USD	↔	Forum ekonomiczne w Davos skupi uwagę inwestorów w tym tygodniu z uwagi na wystąpienia bankierów centralnych. Będą one interpretowane pod kątem zbliżających się w ocenie rynków zmian w polityce pieniężnej np. strefy euro. Na gruncie „twardych” danych makroekonomicznych tydzień zdominują publikacje z Chin (rozbudowany zestaw opublikowany zostanie w środę) oraz USA, gdzie w piątek poznamy m.in. indeks uniwersytetu Michigan obejmujący oczekiwania inflacyjne. Sytuacja na rynku eurodolara pozostaje dość stabilna. Kurs EUR/USD koncentruje się wokół poziomu 1,0950 mimo, iż od trzech miesięcy nadrzędnym trendem pozostaje ruch wzrostowy. Obecnie jednak stopniowo - pod wpływem napływających danych - topnieją oczekiwania na rychłe rozpoczęcie cyklu obniżek stóp procentowych w USA, co chroni dolara przed głębszym osłabieniem i utrzymuje kurs EUR/USD w ryzach, tj. wąskim trendzie bocznym.

Rynek obligacji

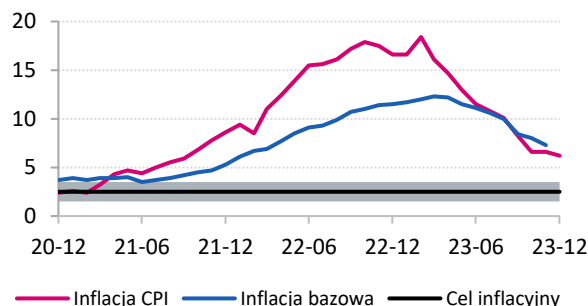
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↑	Krajowy rynek długoterminowych obligacji pozostaje zmienny. Z jednej strony stara się on kopiować ruchy rynków bazowych, z drugiej coraz mocniej akcentowane są także czynniki krajowe. Ubiegłotygodniowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, a przede wszystkim konferencja prasowa prezesa Narodowego Banku Polskiego, wskazały na dalsze zaostrzenie narracji. W efekcie dochodowość krajowego długu powróciła do wzrostów. W tym tygodniu zaś trend ten jest kontynuowany po wypowiedziach jednego z przedstawicieli Rady, który stwierdził, iż „gdyby pojawił się duży popyt, to NBP będzie musiał rozważyć skrócenie swojej pozycji w obligacjach covidowych i część tych papierów sprzedać na rynku, żeby ściągnąć nadwyżkę pieniądza”. Pod koniec ubiegłego tygodnia ten sam przedstawiciel RPP przyznał w wywiadzie dla agencji Bloomberg, że jeżeli rząd zrezygnuje po I poł. 2024 r. z mrożenia cen energii (obowiązują do końca VI) i zerowego VATu (obecnie do końca III), to możliwe do rozważenia mogą być podwyżki stóp lub rozpoczęcie zacieśniania ilościowego. W efekcie w najbliższych dniach oczekujemy utrzymania presji na wzrost dochodowości polskich obligacji. Publikacje danych krajowych jakie będą miały miejsce w tym tygodniu (inflacja bazowa i PPI) pozostaną neutralne dla wyceny skarbowych papierów wartościowych.
10Y DE (%)	↔	Dochodowość Bunda od trzech tygodni porusza się w trendzie wzrostowym odreagowując grudniowe nasilenie oczekiwań co do skali cięć stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego w 2024 roku. W tym tygodniu nie znajdujemy natomiast argumentów przemawiających za kontynuacją tego ruchu. W naszej ocenie najbardziej prawdopodobne jest przejście notowań w trend boczny. Wypowiedzi Ch. Lagarde (szefowej Europejskiego Banku Centralnego) nie powinny w naszej ocenie uzasadniać większych ruchów rynkowych, gdyż będą utrzymane w dotychczasowej narracji. W dalszym ciągu EBC pozostaje w trybie uzależnienia swoich przyszłych decyzji od napływających danych makroekonomicznych a tych zabraknie w tym tygodniu.
10Y US (%)	↓	Rynek amerykańskiego długu pozostaje w wyczekiwaniu na piątkową publikację indeksu uniwersytetu Michigan, który obejmuje m.in. oczekiwania inflacyjne. Będą one kształtować oczekiwania co do momentu premierowego cięcia stóp procentowych w cyklu łagodzenia polityki monetarnej Fed. W efekcie - w zależności od wymowy danych - spodziewamy się podbicia zmienności w dniu publikacji.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

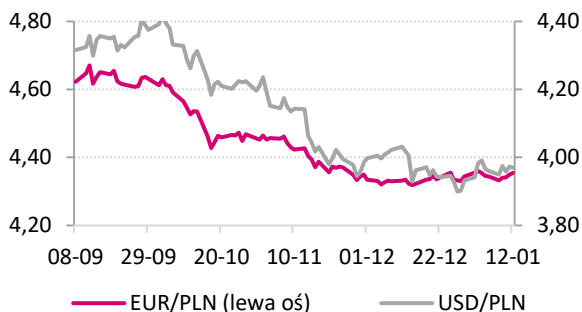


<p>Gabriela Masłowska (12.01.2024)</p>	<p>Nie spodziewałabym się w tej chwili, zdecydowanie, ani obniżki, ani też podniesienia stóp procentowych. Różne są przewidywania i prognozy, ale - żeby być bardziej wiarygodni - musimy jednak poczekać do marca, żeby przekazać informację, co się będzie działo w drugiej połowie roku.</p> <p>Ja mam nadzieję, że przejdziemy stopniowo do obniżek stóp procentowych, ale trudno jest w tej chwili wskazać, kiedy to będzie.</p>
<p>Henryk Wnorowski (11.01.2024)</p>	<p>Ja osobiście w większości konfiguracji nie widzę w tej chwili konieczności powrotu do podwyżek stóp procentowych. Generalnie w mojej ocenie sytuacja wygląda dobrze. Dzisiaj ona wygląda nawet bardzo dobrze. Natomiast bez względu na to, co się wydarzy po marcu i później, (co jest ważniejsze) czerwcem - po końcu czerwca, to myślę, że takiej konieczności nie będzie.</p> <p>Generalnie tak, jak wczoraj mówił pan prezes, ja tutaj się zgadzam, że na tę chwilę nie ma lepszej postawy Rady Polityki Pieniężnej, jak postawa wiat-and-see. Celowo użyłem tutaj słowa postawa, żeby podkreślić jednak względnie krótkotrwały charakter tej postawy. Nie mówię o strategii, która zwykle się kojarzy z dłuższym horyzontem, więc zobaczymy jak to się wszystko potoczy. Czekamy na kolejne odczyty i czekamy na nasze twarde dane, bo do nich mamy bardzo duże zaufanie, czyli na naszą marcową projekcję. I to będzie takie kluczowe do podejmowania dalszych decyzji.</p>
<p>Ludwik Kotecki (11.01.2024)</p>	<p>Czeka nas okres niskiej inflacji, ale po niej wracamy niestety do nieprzyjemnej normalności, to znaczy podwyższonej inflacji na poziomie pewnie 5 do 7 proc., może nawet wyżej. Ale raczej bym stawiał 7 proc. jako granicę górną. Wszystko zależy od słynnych tarcz, które w dalszej części roku będą nam wygasać.</p> <p>W tej chwili ciągle jest dużo rzeczy do zrobienia w polityce pieniężnej. Musimy zakotwiczyć te oczekiwania. To zakręcenie, czy odgięcie się, czy zatrzymanie obniżania oczekiwań w ostatnim okresie jest wynikiem tego, co się wydarzyło ze stopami we wrześniu i październiku (obniżki stóp o 75 i 25 pb. - PAP). To było za wcześnie. To był sygnał, którego niektórzy nie zrozumieli, a jeżeli już, to zinterpretowano to tak, że RPP nie jest zdeterminowana do tego, żeby walczyć z inflacją, a w związku z tym inflacja nie zbiegnie do celu</p>
<p>Adam Glapiński (10.01.2024)</p>	<p>Na pewno inflacja będzie wyższa (w II poł. 2024 r.), czy na tyle, by podwyższać stopy - zdecyduje Rada. Mogę chyba zaryzykować - że wątpię. Te stopy są nadal - jak na polskie warunki - wysokie. One mrożą, stabilizują gospodarkę, wydaje się pozytywnie. Te stopy mają sens, jeśli w dłuższym czasie działają i są przewidywalne.</p> <p>Jako przedsiębiorca, osoba związana z handlem tak bym założył, że do końca marca pewnie te stopy będą stały, a potem raczej nie wzrosną, chyba że regulacje by się gwałtownie zmieniły (...), ale nie ma powodu, by się gwałtownie zmieniły.</p> <p>Szczególną wagę będziemy przywiązywać do inflacji bazowej. Wskaźnik inflacji bazowej RPP przyjmuje teraz jako główny wskaźnik, który analizuje przy podejmowaniu decyzji, bo inflacja bazowa jest wolna od elementów niepewnych (...). Inflacja bazowa jest dla nas najbardziej miarodajna, jeśli chodzi o źródło naszych decyzji.</p>
<p>Ireneusz Dąbrowski (28.12.2023)</p>	<p>Rada Polityki Pieniężnej powinna poczekać do marca 2024 r. z decyzjami ws. stóp procentowych, wówczas będzie znana najnowsza projekcja NBP i kształt polityki fiskalnej</p> <p>Inflacja CPI w marcu '24 może znaleźć się w przedziale 3,4-3,9 proc.</p>
<p>Przemysław Litwiniuk (30.11.2023)</p>	<p>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. W moim przekonaniu, przynajmniej do marca, nie będzie żadnych ruchów, jeśli chodzi o stopy procentowe.</p>
<p>Joanna Tyrowicz (23.11.2023)</p>	<p>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.</p>

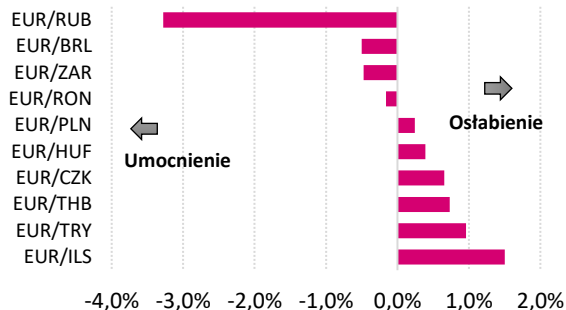
Źródło: PAP, LSEG Data & Analytics, Bloomberg

Wykresy rynkowe

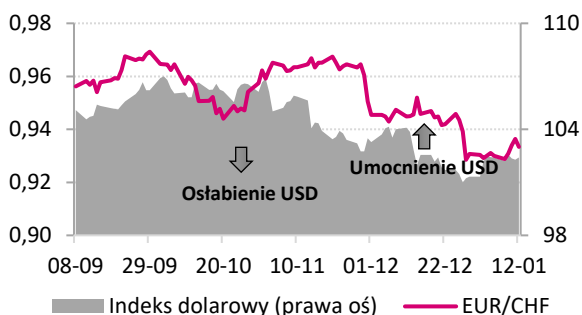
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



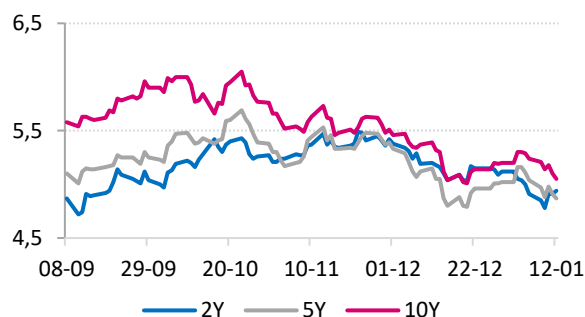
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



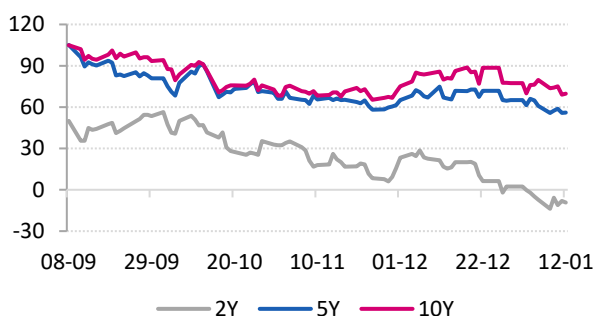
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



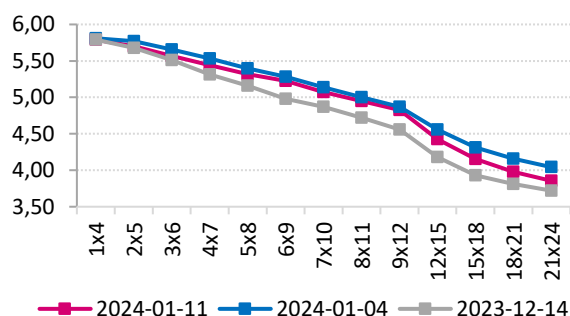
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



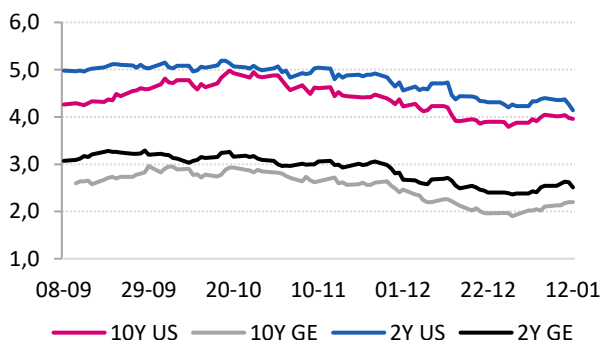
Krajowe stawki ASW [%]



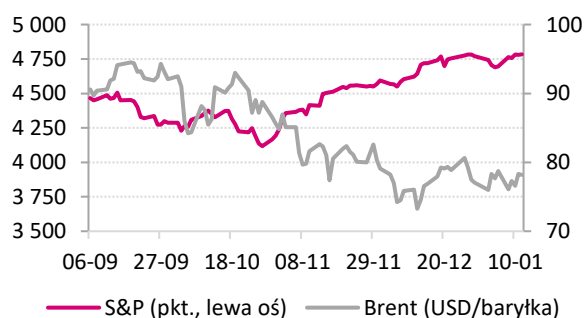
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, LSEG Data & Analytics

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 15 stycznia					
Początek forum ekonomicznego w Davos					
Dzień wolny od pracy					
	USA				
10:00 Inflacja CPI r/r	Polska	Grudzień	6.6%	6.1%	
Wtorek 16 stycznia					
08:00 Inflacja CPI r/r	Niemcy	Grudzień	3.2%	3.7%	
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Styczeń	12.8	12.8	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Grudzień	7.3%	6.9%	
Środa 17 stycznia					
03:00 PKB r/r	Chiny	4Q	4.9%	5.3%	
03:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Grudzień	6.6%	6.6%	
03:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Grudzień	10.1%	8.0%	
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Grudzień	2.4%	2.9%	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Grudzień	0.3%	0.3%	
16:15 Wystąpienie prezeski EBC	EZ	Styczeń			
20:00 Beżowa Księga Fed	USA	Styczeń			
Czwartek 18 stycznia					
13:30 Protokół z posiedzenia EBC	EZ	Grudzień			
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	12 stycznia	202k	205k	
Piątek 19 stycznia					
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Grudzień	-4.7%	-5.4%	-5.4%
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan wst.	USA	Styczeń	69.7	68.9	
16:00 Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Styczeń	3.82m	3.8m	
Poniedziałek 22 stycznia					
02:15 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Chiny	Styczeń	3.45%		
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Grudzień	-0.7%	-5.2%	-7.9%
10:00 Produkcja bud.-montaż. r/r	Polska	Grudzień	3.9%	4.1%	0.4%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Grudzień	-0.2%	-0.2%	-0.2%
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Grudzień	11.8%	11.6%	12.4%
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Grudzień	-0.3%	1.7%	2.9%

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	2.7	3.0	3.1	3.4
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	5.0	17.0	13.1	9.7	6.5	4.0	3.1	5.9	6.4
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	70.8	98.7	82.0	76.1	82.1	77.7	85.6	82.7	76.3	76.5	75.9	75.5
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	5.80	4.80	6.84	6.86	6.04	5.80	5.55	5.30	5.05	4.80
WIBOR 3M	%, k.o.	2.54	7.02	5.88	4.70	6.89	6.90	5.77	5.88	5.45	5.20	4.95	4.70
WIBOR 6M	%, k.o.	2.84	7.14	5.82	4.55	6.95	6.95	5.63	5.82	5.50	5.15	4.80	4.55
EUR/PLN	k.o.	4.60	4.69	4.35	4.27	4.68	4.45	4.64	4.35	4.32	4.30	4.28	4.27
USD/PLN	k.o.	4.06	4.40	3.94	3.70	4.29	4.11	4.37	3.94	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	3.91	2.81	3.04	3.58	3.95	3.91	3.75	3.25	3.00	2.81
SOFR 3M (następca LIBOR 3M USD od 07.2023)	%, k.o.	0.21	4.77	5.59	3.83	5.19	5.55	5.66	5.59	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.