

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

22 stycznia 2024

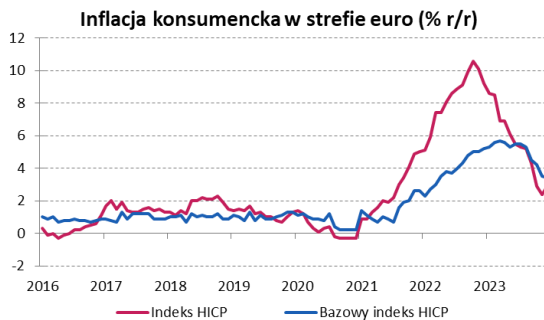
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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: Macrobond

Inflacja bazowa w strefie euro utrzymuje się w trendzie spadkowym, a aktywność gospodarcza pozostaje słaba, co potwierdzą w tym tygodniu dane PMI. Niemniej Europejski Bank Centralny nie zmieni stóp procentowych na posiedzeniu w czwartek. EBC najpewniej wspomni o możliwości obniżek stóp, choć ich termin pozostanie dość odległy i zależny od danych.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

EBC utrzyma stopy bez zmian i zapewne złagodzi narrację

W tym tygodniu w centrum uwagi będzie pierwsze w tym roku posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. Oczekiwane jest utrzymanie stóp procentowych na dotychczasowym poziomie i taka decyzja nie będzie zaskoczeniem, ponieważ chęć stabilizacji stóp komunikują członkowie EBC. Inwestorzy będą oczekiwali na komunikat po posiedzeniu, a także komentarze prezes Ch. Lagarde. Prawdopodobne jest zasygnalizowanie zbliżających się obniżek stóp procentowych, choć nie oczekivalibyśmy wskazania terminu pierwszej obniżki. W tym kontekście prawdopodobne jest powtórzenie uzależnienia najbliższych decyzji od napływających danych. Taka narracja byłaby zbieżna z wypowiedziami prezesa EBC z ubiegłego tygodnia. Jeszcze do niedawna rynki finansowe wyceniały obniżkę stóp procentowych w strefie euro w marcu, natomiast obecnie bardziej prawdopodobne jest cięcie w kwietniu lub czerwcu. Termin pierwszej obniżki pozostaje wciąż niepewny i zmiany oczekiwań w tym zakresie mogą być źródłem zmienności rynków. Mniejszym korektom podlega wyceniana w tym roku łączna skala obniżek stóp, która wynosi 125 pkt. baz., co w naszej ocenie jest scenariuszem nieco zbyt agresywnym. W środę opublikowane zostaną wstępne indeksy PMI w przemyśle strefy euro, jednak w oczekiwaniu na wynik posiedzenia EBC, tylko duże odchylenie od konsensusu, mogłoby wpłynąć na nastroje rynkowe.

Najpewniej nadal niezły wzrost PKB w USA w 4Q 2023

Dane z ub. tygodnia potwierdziły siłę amerykańskich konsumentów. Sprzedaż detaliczna wzrosła bowiem w grudniu ub. r. o 0,6% m/m po wzroście o 0,3% m/m miesiąc wcześniej przewyższając oczekiwania. W ujęciu r/r natomiast wzrost wyniósł 5,4% r/r, najsilniej od stycznia. Pozytywną niespodzianką okazał się także indeks nastrojów konsumenckich za styczeń opracowywany przez Uniwersytet Michigan, który wzrósł do 78,8 pkt z 69,7 pkt w grudniu, poziomu najwyższego od połowy 2021 r. W rezultacie rynki finansowe podniosły wycenianą ścieżkę stóp procentowych w USA w 2024 r. W szczególności obniżyło się prawdopodobieństwo przypisywane obniżce stóp procentowych już w marcu. W tym tygodniu poznamy natomiast dane o PKB (czwartek, godz. 14:30) w 4Q 2023, a także wskaźnik PCE w grudniu (piątek, godz. 14:30). Według szacunków oddziału Fed w Atlancie PKB w USA w 4Q 2023 wzrósł o 2,4% kw/kw (SAAR) po wzroście o 4,9% kw/kw (SAAR) kwartał wcześniej. Wartość ta jest zbliżona do prognoz, które formułowali członkowie Fed w grudniu. Konsensus prognoz jest nieco niższy. Dobre dane o sprzedaży detalicznej wskazują, że głównym motorem gospodarki pozostawała konsumpcja gospodarstw domowych, czemu sprzyja dobra sytuacja na rynku pracy oraz niższa inflacja. Ponadto w piątek poznamy dane o inflacji PCE w USA w grudniu, która jest preferowaną przez Fed miarą inflacji konsumenckiej. Według konsensusu wynieść ma ona 2,6% r/r, podobnie jak przed miesiącem. W naszej ocenie zrealizowanie się tych prognoz dalej zmniejszy prawdopodobieństwo pierwszej obniżki stop proc. już w marcu.

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

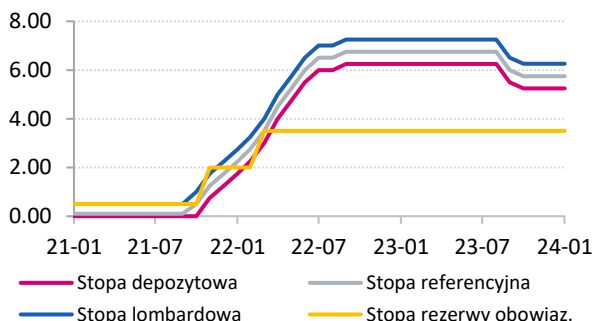
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Tak jak zakładaliśmy złoty w ubiegłym tygodniu pozostawał pod niewielką presją sprzedających. Gdy wydawało się, iż ubiegły tydzień kurs EUR/PLN zakończy wybicciem ponad poziom 4,41 wypowiedzi komisarza ds. sprawiedliwości Unii Europejskiej wsparty polską walutę. D.Reynders odwiedził Polskę, by rozpocząć negocjacje w sprawie sposobu odblokowania kolejnych transz unijnych funduszy. Natomiast w weekend minister funduszy i polityki regionalnej Katarzyna Pełczyńska-Nałęcz powiedziała, iż w końcu marca lub na początku kwietnia powinny wpłynąć pieniądze z funduszy strukturalnych, a pierwszy wniosek o płatność opiewa na 6,9 mld EUR. W efekcie złoty był pod koniec minionego tygodnia najlepiej radzącą sobie walutą tej części Europy. W takich uwarunkowaniach kurs EUR/PLN ma szanse na utrzymywanie się bliżej dolnej granicy dotychczasowego kanału 4,34 - 4,40, przynajmniej w pierwszej połowie tygodnia. O kierunku notowań polskiej waluty decydować będą jednak głównie wydarzenia globalne, a konkretnie dalsze przetarasowania rynkowych oczekiwań co do terminu cięcia stóp procentowych. Zakładamy, iż ich temperowanie po stronie strefy euro może być natomiast czynnikiem pchającym kurs EUR/PLN w stronę górnej granicy wskazywanego przedziału tj. poziomu 4,40 w drugiej połowie tygodnia.
USD/PLN 	Oczekiwana względna stabilizacja złotego „wystawia” kurs USD/PLN na zmiany wynikające przede wszystkim z kształtowania się eurodolara. Tu zaś spodziewamy się sporej zmienności, która wynikać będzie z bogatego kalendarium danych makroekonomicznych, a najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie posiedzenie EBC. W zależności od wymowy napływających informacji decydować się będą losy USD/PLN co do pozostania powyżej lub poniżej psychologicznego poziomu 4,0.
EUR/USD 	Ten tydzień obfituje w publikacje danych makroekonomicznych w głównych gospodarkach, które mogą być źródłem zmienności notowań eurodolara. Najważniejszym wydarzeniem tygodnia będzie posiedzenie EBC, którego wymowa może nadać kierunek eurodolarowi w drugiej połowie tygodnia. Wcześniej (środa) opublikowane zostaną wstępne odczyty indeksów PMI w krajach strefy euro, natomiast piątkowe dane o inflacji w USA mogą wpłynąć na oczekiwania co do decyzji Fed. Kolejne „mocne” odczyty z USA będą zmniejszały rynkowe oczekiwania co do terminu rozpoczęcia cięcia stóp procentowych w USA, co może sprzyjać umocnieniu dolara. Od strony analizy technicznej bliskość poziomów oporu (1,0840 i 1,0806 tj. 200-dniowa średnia ruchoma) mogą jednak ograniczać presję na mocniejszego dolara.

Rynek obligacji

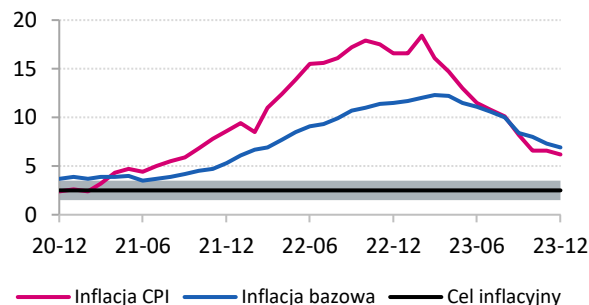
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Krajowy rynek obligacji pozostanie pod wpływem wydarzeń zewnętrznych w tym tygodniu. Na rynkach globalnych natomiast impulsów za zmianą wyceny rynków bazowych - a pośredni i polskich obligacji - nie zabraknie. Długi koniec krzywej kopiować będzie zatem ruchy Bunda i obligacji USA. Naszym zdaniem na rynkach rozwiniętych kontynuowany będzie wzrost dochodowości wynikający z topniejących oczekiwań inwestorów na rychłe cięcia kosztu pieniądza w strefie euro i USA. Zakres wzrostu dochodowości 10-latkii oceniamy jednak jako umiarkowany. Strona popytowa pozostanie bowiem silna, co prawdopodobnie uwidoczni jutrzejszy przetarg sprzedaży planowany przez Ministerstwo Finansów. Nie oczekujemy problemów z uplasowaniem maksymalnej puli podaży (10 mld PLN). Tym bardziej w świetle wygasającej za kilka dni styczniowej serii obligacji.
10Y DE (%) 	Dochodowość Bunda dość istotnym wzrostem zareagowała na ubiegłotygodniowe jastrzębie wypowiedzi części przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego, w tym prezeski Ch.Lagarde, która wskazała na możliwość cięć stóp procentowych w miesiącach letnich, co jest scenariuszem mniej agresywnym niż wyceniane przez rynki cięcia stóp w marcu/kwietniu. Po wypowiedzi prezeski Lagarde oczekiwania na cięcie stóp w marcu zostały istotnie ograniczone. Jednocześnie nie uważamy, by wydarzenia minionego tygodnia były na tyle przełomowe dla Bunda, by mogły utrzymać trend wzrostu dochodowości. Posiedzenie EBC będące wydarzeniem tygodnia dla Bunda powinno przynieść utrzymanie narracji Ch.Lagarde, a tym samym jedynie kosmetyczne zmiany wyceny 10-latkii niemieckiej.
10Y US (%) 	Rynek amerykańskiego długu pozostaje w wyczekiwaniu na publikacje PKB w 4Q 2023 oraz inflacji PCE za grudzień. Od wymowy napływających danych uzależniony będzie kierunek zmian rynku Treasuries, przy czym potencjalnie mocniejsze odczyty „spychać” będą rynkowe oczekiwania co do terminu pierwszego cięcia stóp procentowych w USA na maj. W efekcie, trend wzrostowy kontynuować może dochodowość amerykańskiego długu. Zmiany nie powinny być jednak mocne, gdyż prawdopodobnie niewielkim zmianom ulegać może docelowa stopa procentowa Fed w tym roku.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

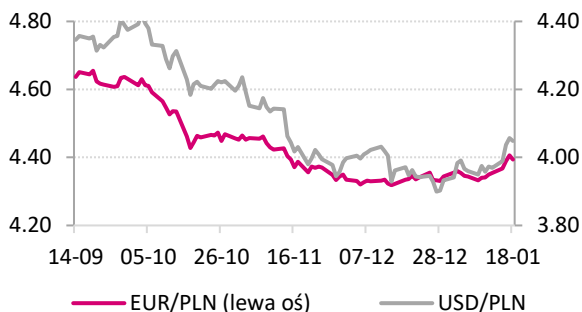


<p>Ludwik Kotecki (19.01.2024) (16.01.2024)</p>	<p>Raczej bym zakładał, że stopy nie zostaną obniżone tak szybko jak oczekują tego analitycy rynku finansowego i zostaną dłużej utrzymane na tym poziomie, który mamy obecnie. (...) W drugiej połowie roku inflacja może znowu wrócić do poziomu 6-7 proc. To jest nadal duży problem, ponieważ to jest wciąż taka inflacja, której nie można ignorować. Dlatego raczej mówimy, że dojdzie do celu inflacyjnego zajmie nam kolejne 1,5-2 lata.</p> <p>Cały czas będziemy borykać się z inflacją powyżej 5 proc. Najtrudniejszy okres walki z inflacją mamy przed sobą. Z obniżkami stóp należy być bardzo ostrożnym i ekonomiści bankowi zapędzili się w stwierdzeniach, że stopy będą spadać. Moim zdaniem, tak nie powinno być.</p> <p>Pomysł sprzedaży obligacji rządowych przez NBP, w sytuacji jednocyfrowej i spadającej inflacji, jest kompletnie niezrozumiały i niespójny z decyzjami RPP z września i października ubiegłego roku.</p>
<p>Henryk Wnorowski (17.01.2024)</p>	<p>W mojej ocenie, obniżki stóp w bieżącym roku są prawdopodobne, na pewno nie będzie to wielka liczba obniżek. Będziemy obserwowali sytuację, zobaczymy, co się wydarzy, co Departament Analiz i Badań Ekonomicznych pokaże nam w marcu i jaki faktycznie będzie marcowy odczyt inflacji CPI.</p>
<p>Ireneusz Dąbrowski (12.01.2024)</p>	<p>Obecnie jest mi trudno określić instrument. (...) Podwyżki stóp oraz zacieśnienie ilościowe to są dwie sub-opcje. W teorii bank centralny może regulować płynność na rynku tymi aktywami</p>
<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>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>Szczególłą 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>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 zaczepić 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>

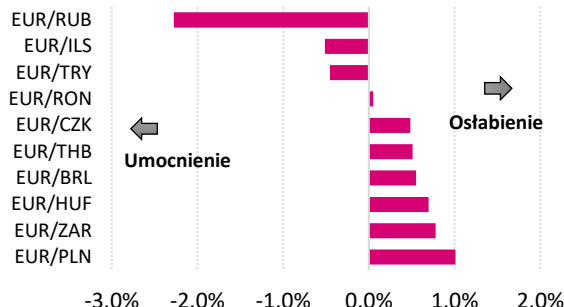
Źródło: PAP, LSEG Data & Analytics, Bloomberg

Wykresy rynkowe

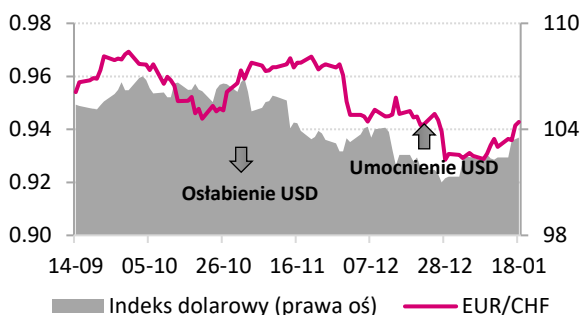
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



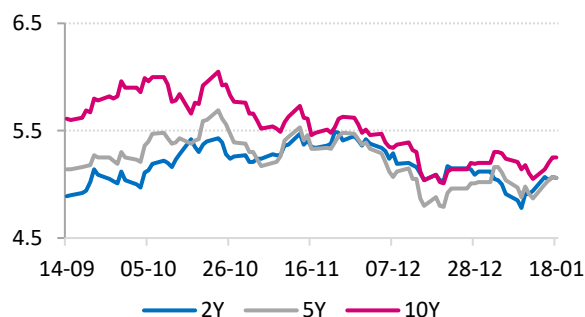
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



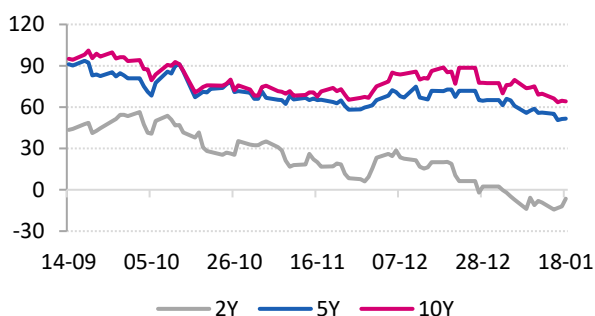
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



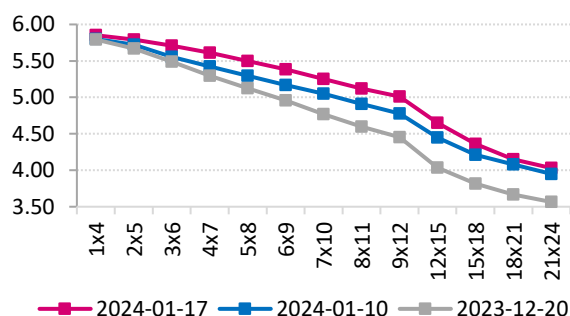
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



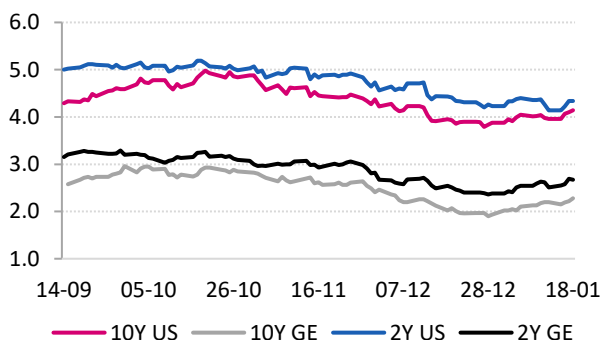
Krajowe stawki ASW [%]



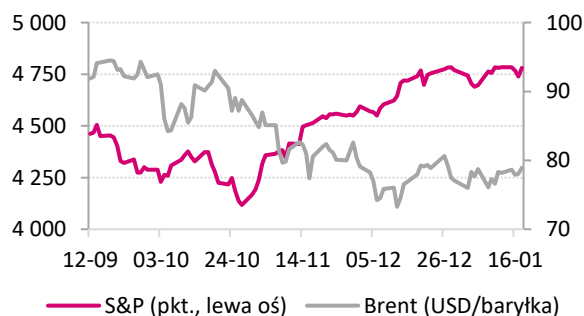
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 22 stycznia					
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%
Wtorek 23 stycznia					
Brak istotnych publikacji					
Środa 24 stycznia					
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Styczeń	42.1	43.8	
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Styczeń	45.7	49.5	
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Styczeń	44.4	44.8	
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Styczeń	48.8	49.0	
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Grudzień	5.0%	5.1%	5.1%
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Grudzień	7.6%	7.9%	7.7%
15:45 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Styczeń	47.9	48.0	
15:45 Wstępny PMI w usługach	USA	Styczeń	51.4	51.1	
Czwartek 25 stycznia					
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Styczeń	86.4	86.6	
14:15 Decyzja w sprawie stóp procentowych	EZ	Styczeń	4.00%	4.00%	4.00%
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	19 stycznia	187k	200k	
14:30 PKB wst.	USA	4Q	4.9%	1.8%	
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m wst.	USA	Grudzień	5.4%	0.5%	
Piątek 26 stycznia					
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Grudzień	2.6%	2.6%	
14:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Grudzień	0.2%	0.2%	
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Grudzień	0.4%	0.3%	
Poniedziałek 29 stycznia					
Brak istotnych publikacji					

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.