

# Makro i rynek

komentarz tygodniowy

29 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

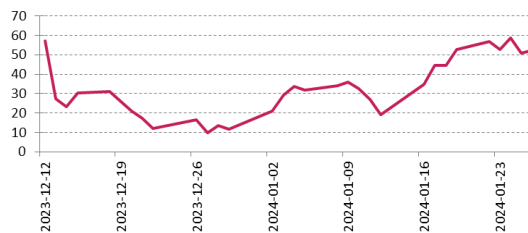
Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

## Wykres tygodnia

Prawdopodobieństwo stabilnych stóp proc. Fed na posiedzeniu w marcu br. (%)



Źródło: Macrobond

W tym tygodniu Fed nie zmieni stóp procentowych. W centrum uwagi będzie retoryka komunikatu i konferencja prezesa J. Powella. Mogą one wpłynąć na oczekiwania co do dalszych działań Fed. Po napływie lepszych od prognoz danych z gospodarki USA rynki przypisują stabilizacji stóp na posiedzeniu w marcu przekraczające 50%.

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### Fed nie zmieni stóp, ale czy złagodzi retorykę z grudnia?

Po tym jak w ub. tygodniu Europejski Bank Centralny utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym tygodniu podobną decyzję podejmie amerykańska Rezerwa Federalna. W centrum uwagi będzie retoryka komunikatu oraz konferencja przewodniczącego J.Powella. Przypomnijmy, że na ostatnim posiedzeniu w grudniu ub.r. z jednej strony utrzymano w komunikacie możliwość podwyżki stóp, z drugiej J.Powell mówił, że członkowie Fed poruszali już kwestię obniżek stóp procentowych. Dane, które napłynęły od grudnia, wskazują, że realizuje się dobry dla Fed scenariusz makroekonomiczny. Nadal niezłej aktywności ekonomicznej towarzyszy bowiem obniżająca się presja inflacyjna. Niemniej, dane z gospodarki USA, m.in. PKB w 4Q 2023 okazały się na tyle dobre, że rychłe obniżki stóp przez Fed wydają się mniej prawdopodobne. Obecnie rynki finansowe nieco większe prawdopodobieństwo przypisują stabilizacji stóp procentowych na posiedzeniu w marcu br., a pierwsza obniżka niemal w pełni wyceniona jest w maju. W naszej ocenie, obecnie trudno jest przesądzić, kiedy Fed dokona pierwszego cięcia stóp, gdyż termin ten zależeć będzie, zgodne ze słowami J.Powella, od napływających danych makro. W piątek, już po posiedzeniu, opublikowane zostaną dane z rynku pracy w styczniu. Oczekuje się wzrostu liczby zatrudnionych poza rolnictwem (non-farm payrolls) o 170 tys. m/m po zaskakująco mocnym wzroście w grudniu wynoszącym 216 tys. m/m. Realizacja tej prognozy dalej zmniejszałaby, naszym zdaniem, prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych w marcu.

### Wstępny szacunek polskiego PKB w 2023 r. bez wpływu na oczekiwania co do stóp

W środę GUS opublikuje wstępny szacunek PKB w Polsce za cały 2023 r. Szacujemy, że wzrost gospodarczy w minionym roku wyhamował do 0,6% z 5,3% w roku 2022. To drugi po pandemii, najniższy wynik polskiej gospodarki w historii dostępnych danych. Wyraźne obniżenie aktywności ekonomicznej to głównie efekt wyhamowania konsumpcji prywatnej, która w minionym roku wrosła o zaledwie ok. 0,7%. Solidnie wzrosły natomiast inwestycje w środki trwałe, które napędzane były przez realizację projektów infrastrukturalnych współfinansowanych ze środków poprzedniej perspektywy finansowej. Publikowane dane mają charakter historyczny. Obecnie gospodarka się odradza, głównie dzięki wzrostowi konsumpcji prywatnej. Dane te nie powinny istotnie wpłynąć na ocenę perspektyw polskiej gospodarki, a także na oczekiwania co do decyzji RPP.

### Techniczna recesja w strefie euro?

We wtorek o godz. 11:00 Eurostat opublikuje pierwsze wyliczenie PKB w strefie euro w 4Q 2023. Według konsensusu prognoz PKB spadł o 0,1% kw/kw, podobnie jak w kwartal wcześniej. Oznaczałoby to tzw. techniczną recesję, czyli dwa kwartały z rzędu spadku PKB. Strefa euro odczuwa wpływ słabszego popytu wewnętrznego, jak i zagranicznego, wysokich stóp procentowych, a największa gospodarka - Niemcy - dodatkowo zmiany strukturalne związane z polityką energetyczną. Ponadto dane PMI wskazują, że na początku 2024 r. koniunktura nie poprawiła się istotnie. Słaba aktywność oddziałuje na niższą presję inflacyjną. Oczekiwania wskazują na spadek wskaźnika HICP w styczniu br. (dane w czwartek o godz. 11:00) do 2,8% r/r z 2,9% r/r miesiąc wcześniej. Wartości te jednak przewyższają cel inflacyjny EBC. Biorąc pod uwagę ryzyka dla inflacji wynikające z rynku pracy, naszym zdaniem, EBC nie będzie spieszył się z obniżkami stóp procentowych.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3680	0,0%
USD/PLN	4,0363	0,0%
CHF/PLN	4,6809	-0,1%
EUR/USD	1,0818	0,0%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,85	0
WIBOR 3M	5,86	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,97	0
5Y	5,15	0
10Y	5,39	0

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,13	0
5Y	4,66	0
10Y	4,80	0

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,23	0
US 10Y	4,10	0




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	75359,4	0,5
S&P 500	4891,0	1,1
Nikkei 225	36026,9	-1,4

Źródło: LSEG Data & Analytics




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium  
bank

## Rynek walutowy

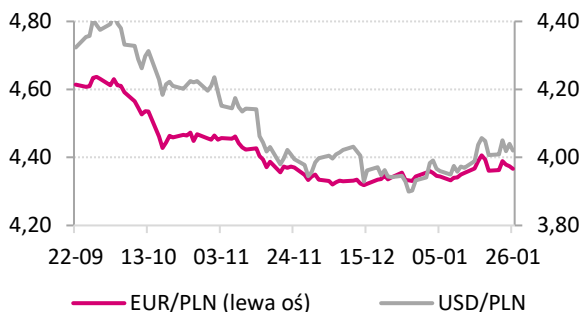
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Konsekwentnie pozostajemy neutralni co do wyceny złotego w najbliższych dniach. W naszej ocenie kurs EUR/PLN poruszać się będzie wokół poziomu 4,36 odchylając się od niego jedynie nieznacznie. Nie znajdujemy bowiem zarówno przewag mogących istotnie umacniać złotego, jak również ryzyk skutkujących jego przeceną. Waluty Europy Środkowo-Wschodniej pozostaną na przełomie stycznia i lutego pod wpływem czynników globalnych. Kalendarium wydarzeń światowych tego tygodnia jest bowiem rozbudowane. Jak wspomnieliśmy, finalnie nie oczekujemy jednak, by mogły one - w przypadku złotego - powodować podwyższoną zmienność. Podobnie jak krajowe dane o PKB w 2023 roku, czy indeks PMI w polskim przemyśle. Naszym zdaniem one także nie będą przekładać się na wahania złotego.
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 amerykańskiej Rezerwy Federalnej. W zależności od narracji członków Fed uzależniamy ruchy dolara.
EUR/USD 	Ten tydzień obfituje w publikacje danych makroekonomicznych w głównych gospodarkach, które mogą być źródłem zmienności notowań eurodolara. Najważniejszym wydarzeniem tygodnia będzie posiedzenie Rezerwy Federalnej USA, którego wymowa może nadać kierunek eurodolarowi w drugiej połowie tygodnia. W przypadku jastrzębiej narracji oczekujemy lekkiego umocnienia amerykańskiej waluty. Tym bardziej w świetle ostatnich gołębih komentarzy przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego (K.Knot, F.Villeroy de Galhau). Źródłem siły amerykańskiej waluty w tym tygodniu mogą być ponadto dane z amerykańskiego rynku pracy, o ile raz jeszcze zaskoczą one swoją mocną wymową. Kolejne solidne 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

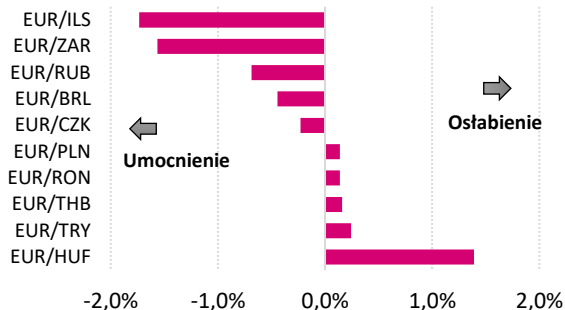
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Liczymy na ustabilizowanie wyceny krajowego długu, choć zmienność okresowo może pozostawać podwyższona. Z jednej strony stawiamy na dość jastrzębią wymowę posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Z drugiej ostatnie sygnały płynące od części członków Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego sugerują bardziej łagodne podejście. W efekcie mimo zmienności oba te czynniki powinny się neutralizować. W środę wypada koniec miesiąca. W konsekwencji poznamy plan podaży obligacji skarbowych na luty. Mimo szacowanej sporej podaży (w przyszłym miesiącu, ale i w całym Q1) uważamy, iż rynek, który pozostaje nadpłynny (także z uwagi na zapadłą kilka dni temu jedną z serii SPW) plany resortu finansów przyjmie spokojnie. Mocny popyt widoczny był ponadto już na dzisiejszym przetargu, stąd strona kupująca powinna pozostawać aktywna. Naszym zdaniem w najbliższych dniach możliwe jest niewielkie wypłaszczenie krajowej krzywej tzn. dochodowość 2-latki pozostanie stabilna, a anemiczne spadki odnotowywać może 10-latka.
10Y DE (%) 	W naszej ocenie dochodowość Bunda będzie zniżkować w tym tygodniu na fali niedawnych komentarzy przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego, które były bardziej gołębie niż chociażby styczniowe wypowiedzi prezesa Ch.Lagarde. W efekcie rentowność niemieckiego długu - w szczególności krótkoterminowego - kierować się powinna na niższe poziomy. Od strony danych makro z niemieckiej gospodarki ten tydzień zapowiada się dość ciekawie. Mimo wszystko nie spodziewamy się większej zmienności z tytułu jutrzejszych publikacji PKB za 4Q, czy wstępnych danych o inflacji w największej gospodarce strefy euro.
10Y US (%) 	W naszej ocenie amerykańska Rezerwa Federalna podczas zaplanowanego w tym tygodniu posiedzenia podtrzyma dość jastrzębie nastawienie tj. nie wykluczy obniżek stóp procentowych w tym roku jednak prawdopodobnie nie dojdzie do nich tak szybko jak oczekuje rynek (wcześniejszą wiosną). W efekcie dochodowość Treasuries może nieco zwyżkować powracając do ponad miesięcznego kanału wzrostowego. Zwyżka dochodowości Treasuries w najbliższych dniach jest tym bardziej prawdopodobna jeśli ponownie optymizmem odznaczać się będą dane z rynku pracy USA (piątek). W konsekwencji uważamy, iż rentowność 10-latki USA poruszać się będzie powyżej poziomu 4,10%.

## Wykresy rynkowe

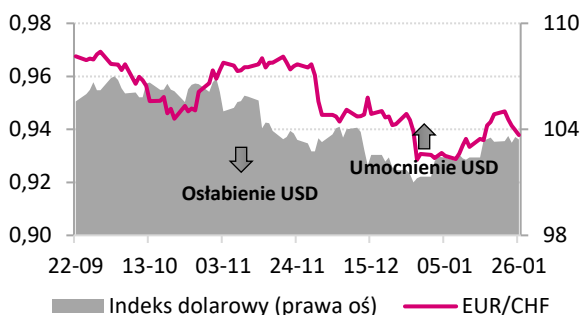
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



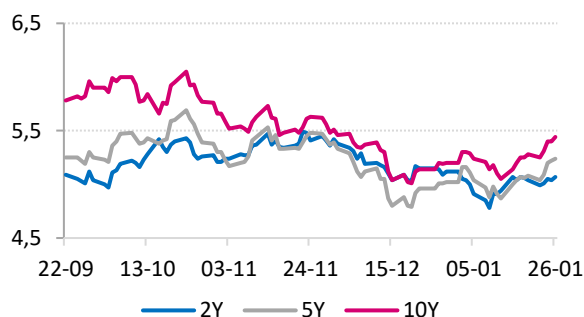
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



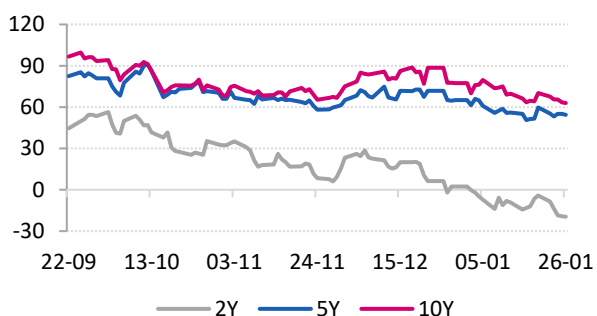
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



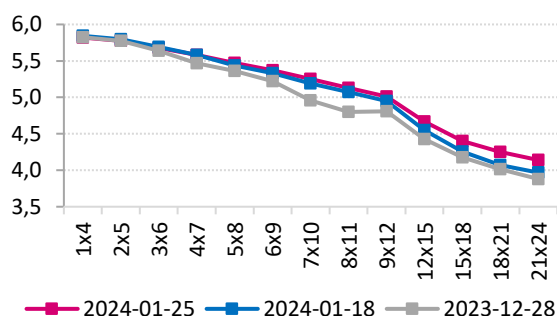
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



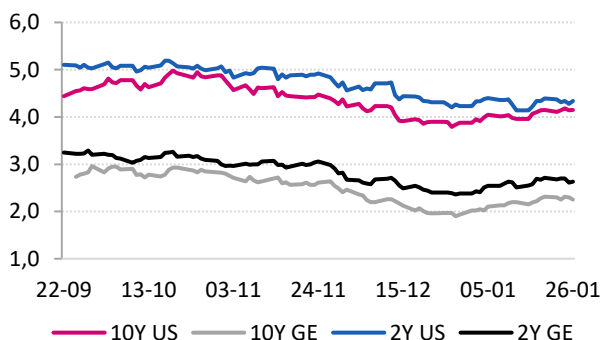
Krajowe stawki ASW [%]



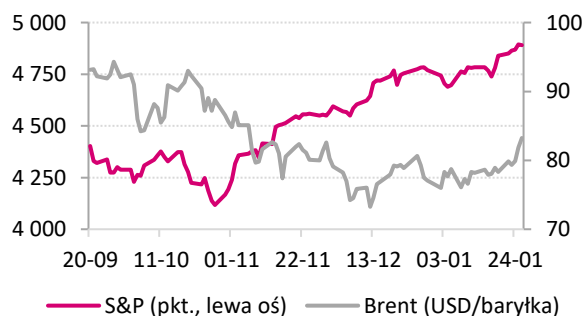
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, ISEG Data & Analytics

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza	
<b>Poniedziałek 29 stycznia</b>						
Brak istotnych publikacji						
<b>Wtorek 30 stycznia</b>						
10:00	PKB sa kw/kw, wst.	Niemcy	4Q 2023	-0.1%	-0.3%	
11:00	PKB sa kw/kw, wst.	EZ	4Q 2023	-0.1%	-0.1%	
11:00	Koniunktura gospodarcza	EZ	Styczeń	96.4	96.2	
14:00	Decyzja ws. stóp procentowych	Węgry	Styczeń	10.75%	9.75%	
16:00	Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Grudzień	8.79 mln	8.75 mln	
16:00	Indeks Conference Board	USA	Styczeń	110.7	114.5	
<b>Środa 31 stycznia</b>						
02:00	Indeks PMI dla przemysłu (NBS)	Chiny	Styczeń	49.0	49,2	
02:00	Indeks PMI dla usług (NBS)	Chiny	Styczeń	50.4	50.6	
10:00	PKB	Polska	2023	5.3%	0.4%	0.6%
14:00	Inflacja CPI r/r	Niemcy	Styczeń	3.7%	3.3%	
14:15	Raport ADP	USA	Styczeń	164k	130k	
20:00	Decyzja ws. stóp procentowych	USA	Styczeń	5.25-5.50%	5.25-5.50%	5.25-5.50%
<b>Czwartek 01 lutego</b>						
09:00	Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Styczeń	47.4	48.0	48.2
10:00	Indeks PMI dla przemysłu	EZ	Styczeń	44.4	46.6	
11:00	Inflacja HICP r/r	EZ	Styczeń	2.9%	2.8%	
13:00	Decyzja ws. stóp procentowych	UK	Luty	5.25%	5.25%	
14:30	Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	27 stycznia	214k	210k	
16:00	Indeks ISM dla przemysłu	USA	Styczeń	47.4	47.3	
<b>Piątek 02 lutego</b>						
14:30	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem m/m	USA	Styczeń	216k	170k	
14:30	Stopa bezrobocia	USA	Styczeń	3.7%	3.8%	
16:00	Indeks Michigan, fin.	USA	Styczeń	69.7	78.8	
<b>Poniedziałek 03 lutego</b>						
10:00	Indeks PMI dla usług, fin.	EZ	Styczeń	48.8	48.4	
16:00	Indeks ISM dla usług	USA	Styczeń	50.6		

## Dane i prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
<b>PKB</b>	% 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
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, 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
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, śr.o.	5.1	14.4	11.4	5.0	17.0	13.1	9.7	6.4	4.0	3.1	5.9	6.4
<b>Ropa naftowa Brent</b>	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
<b>Stopa referencyjna</b>	%, 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
<b>WIBOR 1M</b>	%, 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
<b>WIBOR 3M</b>	%, 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
<b>WIBOR 6M</b>	%, 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
<b>EUR/PLN</b>	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
<b>USD/PLN</b>	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
<b>EUR/USD</b>	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
<b>EURIBOR 3M</b>	%, 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
<b>SOFR 3M</b> (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.