

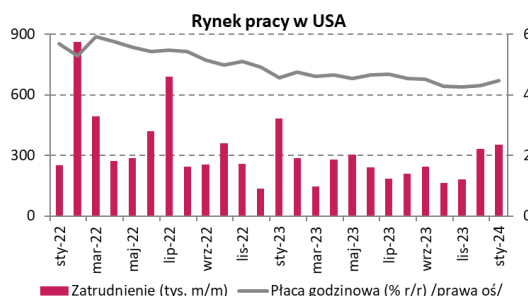
Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

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

Kolejny zaskakująco mocny raport z rynku pracy USA przypomniał o ryzykach dla amerykańskiej inflacji, przede wszystkim w szczególności w sektorze usług. W rezultacie inwestorzy ponownie w ostatnich tygodniach schłodzili oczekiwania na rychły początek obniżek stóp procentowych Fed. W konsekwencji amerykański dolar kontynuuje umocnienie, a rentowności długu skarbowego USA zwiększają.

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### Rada Polityki Pieniężnej nie powinna zaskoczyć w tym tygodniu

W tym tygodniu zbiera się Rada Polityki Pieniężnej, która w środę ogłosi decyzję odnośnie do parametrów polityki pieniężnej. Uważamy, że stopy procentowe utrzymane zostaną na niezmiennym poziomie. Taki też jest konsensus ekonomistów oraz oczekiwania rynków finansowych. Biorąc pod komunikację RPP, która pozostaje w trybie wait-and-see decyzja nie powinna w jakikolwiek sposób zaskoczyć. Inwestorzy będą oczekiwali na komunikat po posiedzeniu oraz na wystąpienie prezesa NBP. Również one nie powinny jednak wpłynąć na oczekiwania co do ścieżki stóp w dalszej części roku. RPP oczekuje na wyniki marcowej projekcji makroekonomicznej i do tego czasu polityka pieniężna pozostanie nudna. Szczególnie, że opublikowane dotychczas dane z polskiej gospodarki są zbliżone z listopadową projekcją NBP. Wzrost PKB w 2023 r. był nieco niższy niż szacowano w projekcji i wyniósł 0,2% (0,3% założone w projekcji). Niższa niż założono w projekcji NBP była w 4Q ub. roku także inflacja CPI oraz inflacja bazowa. Utrzymuje się jednak niepewność co do ścieżki inflacji w horyzoncie działania polityki pieniężnej, ponieważ polityka regulacyjna rządu, a przede wszystkim ekspansywna polityka fiskalna oraz wciąż podwyższona presja płacowa będą spowalniały powrót inflacji do celu. Przedłużenie działań ostonowych (zamrożenie cen energii oraz zerowa stawka VAT na podstawową żywność) spowodują przejściowy spadek inflacji do celu, jednak trwały jej powrót do celu to wciąż odległa perspektywa. Widzimy przestrzeń do cięć stóp w Polsce w tym roku, m.in. ze względu na agresywne łagodzenie polityki pieniężnej otoczeniu zewnętrznym Polskiej gospodarki (Czechy, Węgry, strefa euro). Ze względu na bardziej ekspansywną politykę fiskalną, a także przedwczesny start obniżek stóp, przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej w Polsce jest jednak mniejsza niż w pozostałych krajach naszego regionu.

### Jaka skala obniżki stóp w Czechach?

W ub. tygodniu Narodowy Bank Węgier obniżył podstawową stopę procentową o 0,75 pkt proc. do 10,00%. Skala obniżki była mniejsza niż wskazywał konsensus, który zakładał spadek kosztu pieniądza o 100 pkt. baz. Była to już czwarta z rzędu obniżka o 0,75 pkt proc. Przypomnijmy, że Narodowy Bank Węgier rozpoczął już w maju ub. roku normalizowanie polityki pieniężnej poprzez obniżkę oprocentowania wprowadzonej tymczasowo 1-dniowej stopy depozytowej. Podstawowa stopa procentowa, która w szczycie wynosiła 13,0% została obniżona po raz pierwszy w październiku 2023 r. Obecnie rynki finansowe wyceniają, że na koniec roku podstawowa stopa procentowa wyniesie ok. 5,00%. W tym tygodniu natomiast odbędzie się posiedzenie Narodowego Banku Czeskiego, który w grudniu obniżył podstawowej stopy o 0,25 pkt proc. do 6,75% rozpoczął cykl łagodzenia polityki pieniężnej. W tym tygodniu (czwartek godz. 14:30) bank centralny Czech najpewniej będzie kontynuował łagodzenie polityki pieniężnej. Konsensus prognoz wskazuje na kolejny spadek o 0,25 pkt proc. do 6,50%, choć spora część inwestorów oczekuje spadku o 0,50 pkt proc. Rok 2024 będzie okresem znaczącego obniżania stóp proc. przez bank centralny w Czechach. Prognozy wskazują, że pod koniec 2024 r. inflacja CPI już będzie blisko celu inflacyjnego wynoszącego 2,0% r/r. Według oczekiwań rynków finansowych na koniec roku podstawowa stopa procentowa wyniesie ok. 3,25%. Oznacza to niższe spodziewane stopy procentowe niż w Polsce.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3316	-0,8%
USD/PLN	4,0272	-0,2%
CHF/PLN	4,6331	-1,1%
EUR/USD	1,0754	-0,6%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,84	-1
WIBOR 3M	5,85	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,99	2
5Y	5,14	-2
10Y	5,28	-10

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,17	4
5Y	4,62	-3
10Y	4,70	-9




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,27	4
US 10Y	4,08	-2

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	79795,3	5,9
S&P 500	4958,6	1,4
Nikkei 225	36354,2	0,9




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

## Rynek walutowy

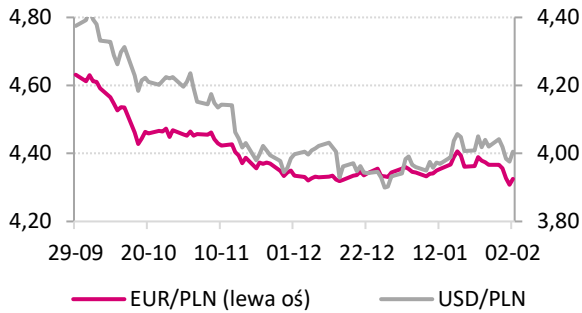
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Złoty, który zaskoczył umocnieniem w ubiegłym tygodniu w najbliższych dniach naszym zdaniem będzie się nieco osłabiał. Zdecyduje o tym wpływ sentymentu zewnętrznego, a dokładniej trwający proces opóźniania rynkowych oczekiwań na wiosenne obniżki stóp procentowych na rozwiniętych rynkach. Szczególnie intensywny jest on po stronie Fed, co sprzyja - historycznie niekorzystnemu walutom rynków wschodzących - umocnieniu dolara. W efekcie kurs EUR/PLN przesunąć się powinien w okolice 4,35. Tym bardziej, iż posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej będące najważniejszym lokalnym wydarzeniem tygodnia nie przyniesie korekt w dotychczasowej narracji. Co więcej, kalendarium danych makroekonomicznych tego tygodnia jest wyjątkowo ubogie a złoty na gruncie technicznym nie dysponuje już przestrzenią do umocnienia. Dostrzegamy więc ryzyko niewielkiej przeceny polskiej waluty.
USD/PLN 	Zwyżki spodziewamy się także w przypadku innej pary złotowej, tj. kursu USD/PLN. Ta może być bardziej widoczna w stosunku do oczekiwanego ruchu EUR/PLN, gdyż poza samą przeceną złotego spodziewamy się także umocnienia dolara na rynkach globalnych. W efekcie tych dwukanalowych ruchów para USD/PLN powinna trwale wyjść ponad poziom 4,00 i próbować przemieszczać się w stronę 4,04, a nawet 4,06. Sprzyjać temu będą przede wszystkim ruchy dolara związane z mniej gołębią niż rynkowe oczekiwania narracją Fed w ostatnich dniach.
EUR/USD 	Nowy tydzień rozpoczynamy mocnym dolarem. Siłę amerykańskiej waluty po piątkowych kolejnych mocnych danych z rynku pracy USA utrzymują weekendowe - choć nagrywane w czwartek - wypowiedzi prezesa Fed. J.Powell raz jeszcze wykluczył marzec jako miesiąc rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych wskazując za argument m.in. na mocny rynek pracy. Echo ubiegłotygodniowych wydarzeń z USA powinno zdominować rynki finansowe w najbliższych dniach. Tym bardziej, iż kalendarium istotnych publikacji tego tygodnia jest ubogie. Ciekawie prezentuje się ponadto sytuacja techniczna na wykresie eurodolara. Po złamaniu dzielnie bronionej 200-dniowej średniej ruchomej (1,0810) notowania otworzyły sobie drogę do nawet 1,0683. Kontynuacja ruchów w oparciu o wskazania techniczne jest w tym tygodniu możliwa z uwagą na brak impulsów po stronie fundamentalnej. Kalendarium istotnych danych jest puste.

## Rynek obligacji

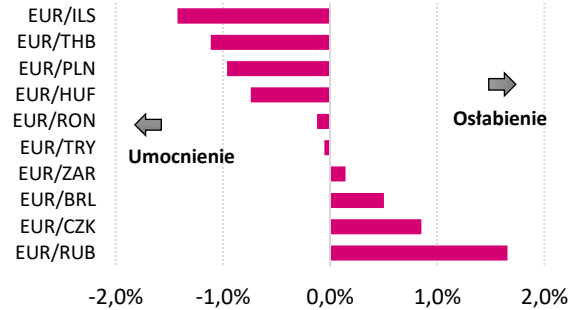
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Mimo, iż posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej wyrasta na najważniejsze wydarzenie tego tygodnia, to nie oczekujemy, by mogło ono przynieść zmianę dotychczasowej narracji. Polscy bankierzy centralni pozostają w trybie uzależnienia swoich ruchów od napływających danych, ale - jak podkreślał prezes Narodowego Banku Polskiego - co najmniej do marca stopy procentowe nie ulegną zmianie. Obecnie taki scenariusz wspiera ponadto zachowanie największych banków centralnych świata, które sugerują opóźnienie w stosunku do rynkowych oczekiwań terminu premierowego cięcia stóp procentowych w cyklu łagodzenia monetarnego. W efekcie rentowność 10-latki polskiej może powrócić do niewielkich wzrostów, w ślad za rynkami bazowymi. Tym bardziej, iż ten, ale i przyszły tydzień nie zawierają żadnych przetargów sprzedaży, czy zamiany obligacji skarbowych. W efekcie ruchy rynków globalnych mogą dominować na wycenie krajowego długu. Jednocześnie oczekujemy niewielkiego wystromienia krzywej SPW, tj. zwyżki rentowności 10-latki, przy jednoczesnej stabilizacji wyceny długu z krótkiego końca krzywej.
10Y DE (%) 	Dochodowość Bundu rośnie, reagując na rynkowe przetarasowania co do oczekiwanego momentu rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej przez Europejski Bank Centralny. Inwestorzy porzucają bowiem nadzieje na szybkie cięcia stóp procentowych w strefie euro (marzec) na rzecz podjęcia działań w lato w ślad m.in. za wypowiedziami prezesa Ch.Lagarde. Nie bez znaczenia jest tu także analogiczny trend dotyczący działań Fed. Słowem zmiana oczekiwań rynkowych wpływa na wyższą dochodowość obligacji rynków bazowych. Tym bardziej, iż w tym tygodniu nie poznamy argumentów mogących odmienić taki scenariusz rynkowy. Kalendarium danych nie zawiera bowiem pozycji mogących odmienić losy tego tygodnia po stronie czynników fundamentalnych.
10Y US (%) 	Miks komentarzy członków Fed, w tym prezesa J.Powella oraz kolejnych solidnych danych z USA (tym razem z rynku pracy) skutkuje wzrostem dochodowości Treasuries. Wynika on z topniejących oczekiwań na szybkie cięcia stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Jeszcze parę tygodni temu inwestorzy wskazywali na marzec, jako moment rozpoczęcia cyklu obniżek kosztu pieniądza obecnie są bliscy optowaniu za czerwcem. Efektem jest przyspieszony trend wzrostu dochodowości widoczny wzdłuż całej amerykańskiej krzywej. Z racji, iż argumentem są oczekiwania co do perspektyw polityki pieniężnej silniej przekłada się on na krótki koniec krzywej (tradycyjnie bardziej wrażliwy na kwestie przyszłych stóp procentowych). Mimo to rentowność amerykańskiej 10-latki rośnie i po sprawnym przebicciu bariery 4,0% niewykluczone, iż w tym tygodniu przypuści atak na poziom 4,16%.

## Wykresy rynkowe

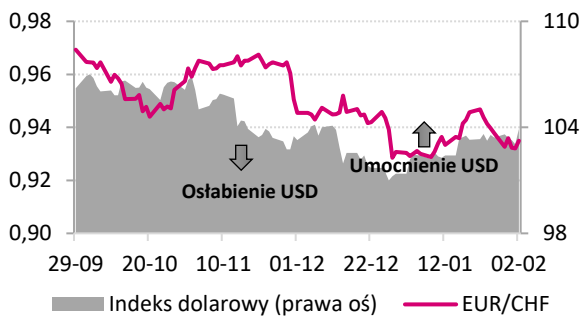
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



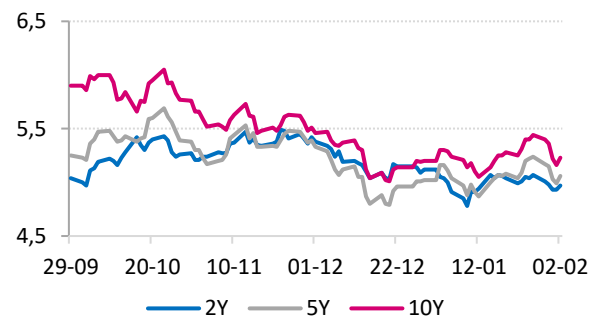
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



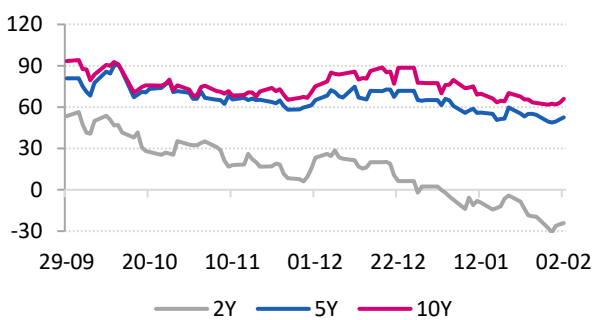
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



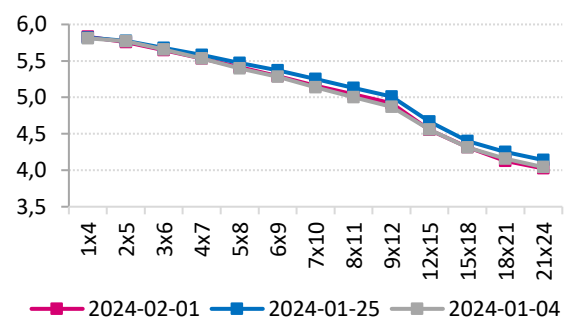
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



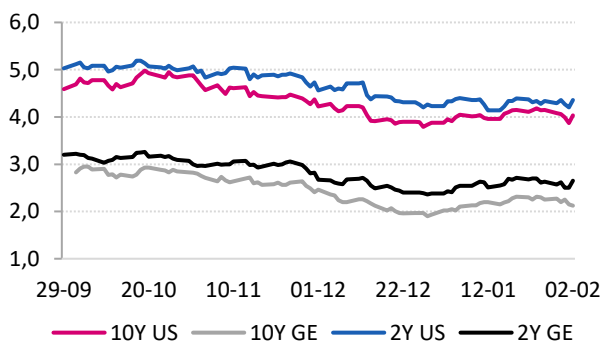
Krajowe stawki ASW [%]



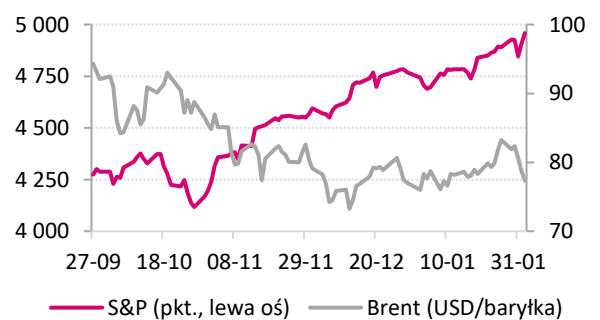
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 05 lutego</b>					
09:55 Indeks PMI dla usług, fin.	Niemcy	Styczeń	49.3	47.6	
10:00 Indeks PMI dla usług, fin.	EZ	Styczeń	48.8	48.4	
10:30 Indeks Sentix	EZ	Luty	-15.8	-15.0	
15:45 Indeks PMI dla usług	USA	Styczeń	51.4	52.9	
16:00 Indeks ISM dla usług	USA	Styczeń	50.5	52.0	
<b>Wtorek 06 lutego</b>					
11:00 Sprzedaż detaliczna r/r wda	EZ	Grudzień	-1.1%	-1.1%	
<b>Środa 07 lutego</b>					
<b>Decyzja w sprawie stóp procentowych</b>	<b>Polska</b>	<b>Luty</b>	<b>5.75%</b>	<b>5.75%</b>	<b>5.75%</b>
<b>Czwartek 08 lutego</b>					
02:30 Inflacja CPI r/r	Chiny	Styczeń	-0.3%	170k	
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Czechy	Luty	6.75%	3.8%	
14:30 Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych	USA	02 lutego	224k	78.8	
02:30 Inflacja CPI r/r	Chiny	Styczeń	-0.3%	170k	
<b>Piątek 09 lutego</b>					
08:00 Inflacja CPI r/r fin.	Niemcy	Styczeń	3.7%	2.9%	
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Styczeń			
<b>Poniedziałek 12 lutego</b>					

Brak istotnych publikacji

## Dane i prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
<b>PKB</b>	% r/r	6.9	5.3	0.2	2.9	-0.3	-0.6	0.5	1.1	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.