

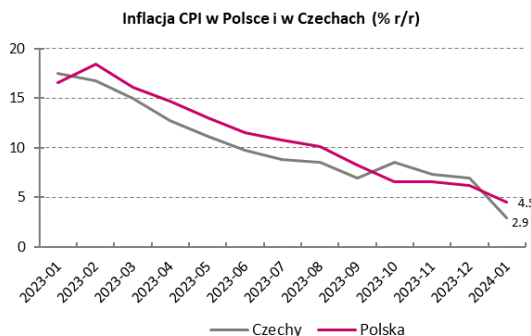
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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

W tym tygodniu poznamy dane o inflacji z Polski i Czech. W obu przypadkach wskażą one na rosnący komfort banków centralnych w walce z inflacją, przy czym obecnie to CNB kontynuuje obniżki stóp procentowych. Krajowa Rada Polityki Pieniężnej pozostaje zaś bardziej wstrzemięźliwa w swoich poczynaniach. Prezes NBP wskazuje na możliwość stabilizacji stóp procentowych przez cały 2024 rok.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Dane z tego tygodnia nie rozstrzygną, kiedy Fed rozpocznie cykl obniżek stóp proc.

W tym tygodniu ponownie większa uwaga przenosi się za Ocean. Poznamy bowiem dane, których znaczenie należy rozpatrywać w kontekście wydarzeń z przełomu stycznia i lutego, gdy odbyło się posiedzenie Fed, po którym przewodniczący J.Powell ocenił za mało realne cięcie stóp już w marcu br. Obecnie rynki finansowe podzielone są co do daty pierwszej obniżki. Niemniej większe prawdopodobieństwo przypisywane jest obniżce w maju br. (50,3%) niż w czerwcu (40,3%). W tym tygodniu poznamy szacunek inflacji CPI w USA w styczniu, która według konsensusu prognoz obniżyła się do 3,0% r/r z 3,3% r/r w grudniu, a wskaźnik bazowy do 3,8% r/r z 3,9% r/r. W kontekście procesów inflacyjnych interesujące będą także dane o oczekiwaniach inflacyjnych amerykańskich domowych w lutym, które opublikowane zostaną wraz z indeksem nastrojów konsumenckich obliczanym przez Uniwersytet Michigan. Nastroje konsumenckie w styczniu pozytywnie zaskoczyły, a słabszy odczyt sprzedaży detalicznej (oczekuje się spowolnienia wzrostu w styczniu do 0,1% m/m z 0,6% m/m) nie zmieni oczekiwań niezłego wzrostu konsumpcji w USA w 4Q 2023.

Silny spadek inflacji na początku 2024 roku

W czwartek GUS opublikuje wstępne dane o inflacji w styczniu tego roku. Według naszych szacunków wskaźnik CPI spadł w minionym miesiącu do 4,5% r/r. To nieco wyżej niż konsensus rynkowy na poziomie 4,1% r/r. Dane za styczeń będą o tyle ciekawe, że pokażą punkt startowy inflacji w tym roku. Początek roku to czas zmian cenników w wielu firmach i odczyt za styczeń i luty pokażą, na ile ten efekt był w tym roku silny. Należy jednak pamiętać, że publikowane dane będą miały charakter wstępny, gdyż wyliczone są na podstawie starych wag i nie będą zawierały pełnego koszyka inflacyjnego. Nie poznamy zatem kształtowania się cen usług, a te są szczególnie istotne do oceny perspektyw inflacji, bo tu wzrosty są szczególnie uporczywe. W kolejnych miesiącach wskaźnik CPI będzie dalej spadał, zbliżając się do celu inflacyjnego. Druga połowa roku przyniesie jednak znaczny wzrost inflacji, a skła zwyżki będzie zależała od zakresu wycofania się z rządu w obecnych działaniach ostonowych w zakresie cen żywności i energii. Dane o inflacji za styczeń nie powinny istotnie wpłynąć na rynki finansowe, ponieważ nie zmienią oczekiwań co do polityki pieniężnej. Po ostatnim posiedzeniu RPP wyraźnie komunikuje chęć stabilizacji stóp procentowych.

Szczegóły wzrostu PKB w 4Q 2023 bez istotnego wpływu na rynki finansowe

W środę natomiast GUS opublikuje wstępny szacunek PKB za 4Q 2023. Ich wpływ na nastroje rynkowe, a także ocenę perspektyw polskiej gospodarki i ścieżki stóp procentowych w Polsce, również nie powinien być znaczny. Dane te mają bowiem charakter historyczny i wynik PKB w 4Q 2023 można ze sporem przybliżeniem oszacować na podstawie opublikowanych już danych za pierwsze trzy kwartały oraz za cały rok. Według naszych szacunków dynamika PKB w 4Q 2023 wyniosła 1,1% r/r. Dynamika konsumpcji wyhamowała do ok. -0,2% r/r, natomiast wzrost inwestycji utrzymał się na solidnym poziomie ok. 7,2% r/r. Ciekawe będą natomiast dane pokazujące zmianę w porównaniu z poprzednim kwartałem po odsezonowaniu. One zapewne pokażą, że skurczyła się konsumpcja, a cała gospodarka. W tym roku spodziewamy się przyspieszenia dynamiki PKB do 2,9%. Głównym motorem gospodarki będzie, naszym zdaniem, popyt konsumpcyjny. Oczekujemy natomiast wyhamowania dynamiki inwestycji w środki trwałe, m.in. z powodu zakończenia starej perspektywy budżetu UE.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3237	-0,2%
USD/PLN	4,0142	-0,4%
CHF/PLN	4,5850	-1,1%
EUR/USD	1,0769	0,2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,82	-2
WIBOR 3M	5,87	2

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,76	-24
5Y	5,24	7
10Y	5,38	6

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,31	12
5Y	4,76	11
10Y	4,79	9




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,35	4
US 10Y	4,17	5

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	78554,8	-0,6
S&P 500	5026,6	1,4
Nikkei 225	36897,4	2,0




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

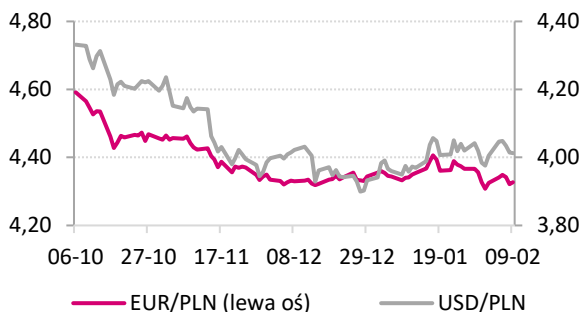
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Złoty oscyluje wokół poziomu 4,33 za EUR i w tym tygodniu obraz ten może się nie zmienić. Wynikać to będzie z faktu, iż krajowe dane makroekonomiczne, jakie publikowane będą w tym tygodniu, a więc odczyty dynamiki PKB za 4Q i inflacji za styczeń nie wpłyną istotnie na wartość polskiej waluty. Utożsamiamy to z faktem dość jasnego forward guidance, jaki zaprezentował w ubiegłym tygodniu prezes NBP. W ocenie A.Głapińskiego stopy procentowe w Polsce mogą pozostać bez zmian przez cały rok, stąd wpływ wspomnianych danych może okazać się znikomy. Nieco zmienności pojawić się może na rynkach rozwiniętych, lecz w ostatnich tygodniach złoty udowodnił dość sporą odporność na wpływ informacji zagranicznych, czy rozkorelowanie z notowaniami eurodolara. W efekcie mimo potencjalnych impulsów spodziewamy się spokojnego tygodnia w wykonaniu krajowej waluty. W szerszym układzie niezmiennie obowiązuje przedział 4,31 - 4,37 przy czym opisywana powyżej narracja prezesa NBP - stojąca w kontrze do oczekiwań rynkowych zakładających cięcie stóp procentowych w Polsce w 2024 roku - utrzymywać powinna kurs EUR/PLN bliżej dolnego poziomu wskazanego przedziału.
USD/PLN 	Mimo, iż w przypadku notowań EUR/PLN oczekujemy stabilizacji, to para USD/PLN w naszej ocenie może w tym tygodniu kontynuować niewielkąwyżkę. Odbędzie się ona udziałem zmian wyceny dolara na rynkach globalnych. W naszej ocenie bowiem amerykańska waluta pozostanie w trendzie umocnienia w najbliższych dniach. Decydować o tym mogą m.in. dane makroekonomiczne z USA, jakie zaplanowane są na ten tydzień. W efekcie para USD/PLN powinna trwale wyjść ponad poziom 4,00 i próbować przemieszczać się w stronę 4,04, a nawet 4,06.
EUR/USD 	W naszej ocenie kurs EUR/USD pozostaje w trendzie spadkowym. Bieżącymi argumentami za umocnieniem dolara mogą stać się wypowiedzi przedstawicieli Fed jakie planowane są w tym tygodniu (w przypadku utrzymania mniej gołębiej narracji) oraz dane inflacyjne, czy indeks uniwersytetu Michigan (interpretowane pod kątem startu cyklu łagodzenia monetarnego Fed). Podtrzymujemy nasze wcześniejsze wskazania techniczne, które sugerują, iż przestrzeń do niżki w przypadku kursu EUR/USD wygasa w okolicy 1,0683. Z kolei 200-dniowa średnia ruchoma (1,808) zabezpiecza notowania przed nadmiernym wzrostem. W przypadku kalendarium danych ze strefy euro jest ono tak ubogie, że sprawia, iż o ruchach eurodolara w tym tygodniu decydować będą przede wszystkim sygnały ze Stanów Zjednoczonych.

Rynek obligacji

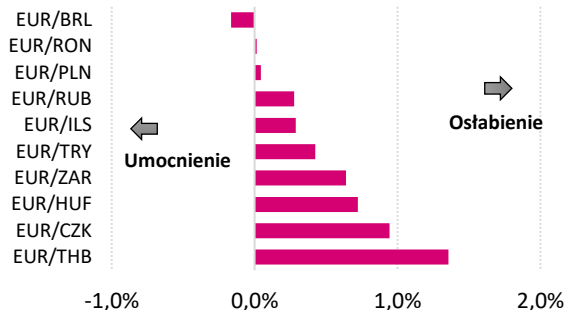
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Długi koniec krajowej krzywej pozostaje zdominowany przez wydarzenia globalne, a dokładnie przetasowania w oczekiwanym przez inwestorów momencie rozpoczęcia obniżek stóp procentowych w USA i strefie euro. W ślad za ruchami Bunda i Treasuries podąża polski dług. Tym bardziej, iż czynnikiem potęgującym wzrostowy ruch dochodowości rynków bazowych są sygnały z Rady Polityki Pieniężnej. Wskazują one na rosnące prawdopodobieństwo utrzymania stóp procentowych w Polsce przez cały 2024 rok. Czynnikiem nieco podbijającym rentowność w najbliższych dniach będą ponadto przetargi długu planowane przez resort finansów. W środę odbędzie się przetarg zamiany, a w drugiej połowie miesiąca dwa przetargi sprzedaży długu skarbowego z potencjalnie solidnymi podażami będącymi konsekwencją rekordowo wysokich potrzeb pożyczkowych w tym roku.
10Y DE (%) 	Dochodowość Bunda rośnie, reagując na rynkowe przetasowania 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 wyżkę dochodowości obligacji rynków bazowych. W tym tygodniu jednak nie poznamy żadnych nowych informacji ze strefy euro mogących wspierać wspomniany trend. Niewykluczone zatem, iż rynek wykorzysta spokojniejszy okres do wygenerowania korekty spadku dochodowości Bunda. Takie też są nasze oczekiwania na najbliższe dni.
10Y US (%) 	Rynek konsekwentnie wyszukuje sygnałów mogących pomóc mu w interpretacji najbardziej prawdopodobnego miesiąca początku cięć stóp procentowych w USA. Niewykluczone, iż w tym tygodniu w ślad za wypowiedziami członków Fed, danymi o inflacji, czy oczekiwaniami inflacyjnymi (publikowanych wraz z indeksem uniwersytetu Michigan) ponownie dojdzie do opóźnienia premierowej obniżki kosztu pieniądza (z maja na czerwiec). Efektem będzie dalszy, choć już tylko nieznaczny wzrost dochodowości amerykańskiej 10-latki. W tym tygodniu planowane są ponadto przetargi obligacji amerykańskich, co powinno jednak przekładać się przede wszystkim na chwilowe podbicie zmienności.

Wykresy rynkowe

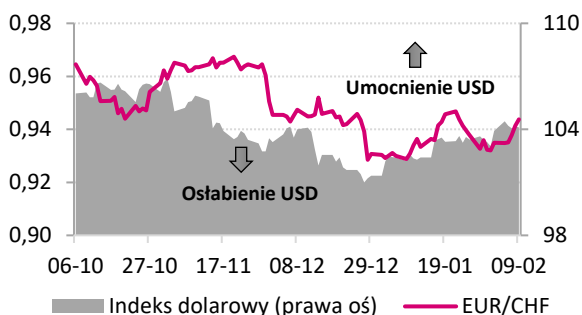
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



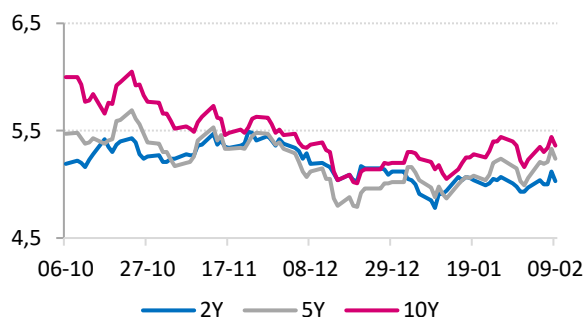
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



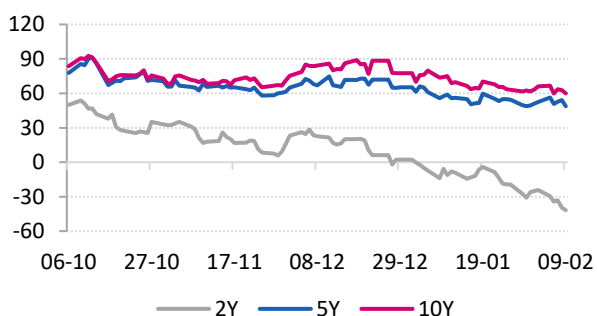
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



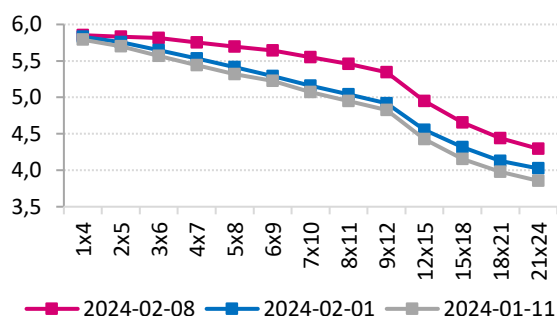
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



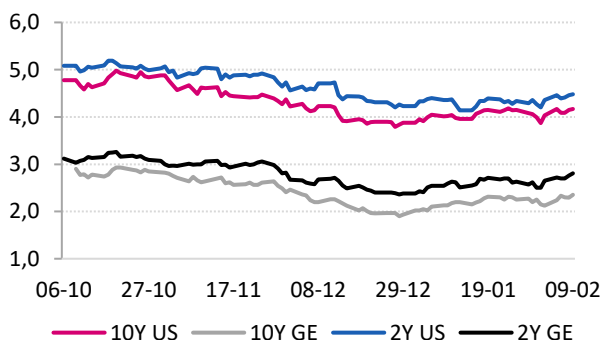
Krajowe stawki ASW [%]



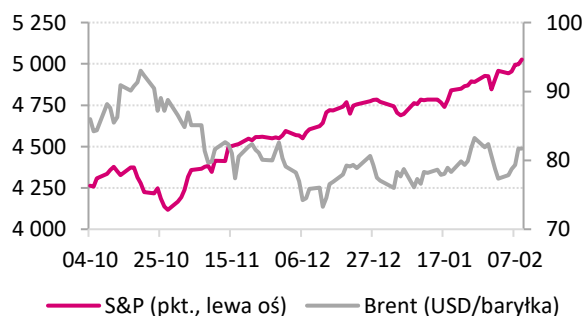
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 05 lutego					
Brak istotnych publikacji					
Wtorek 06 lutego					
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Luty	15.2	17.7	
14:00 Saldo rachunku bieżącego EUR	Polska	Grudzień	1325m	53m	100m
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Styczeń	3.4%	2.0%	
Środa 07 lutego					
10:00 PKB r/r rew.	Polska	4Q	0.5%	1.0%	
11:00 PKB r/r rew.	EZ	4Q	0.0%	0.1%	
14:00 Protokół z posiedzenia banku centralnego	Węgry	Styczeń			
Czwartek 08 lutego					
09:00 Inflacja CPI r/r	Czechy	Styczeń	6.9%	2.9%	
10:00 Inflacja CPI fin. r/r	Polska	Styczeń	6.2%	4.2%	4.5%
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Styczeń	0.6%	0.2%	
14:30 Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych	USA	09 lutego	218k	217k	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Styczeń	0.1%	0.3%	
Piątek 09 lutego					
09:00 Protokół z posiedzenia banku centralnego	Czechy	Luty			
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Styczeń	1.0%	0.7%	
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Styczeń	1493k	1515k	
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan wst.	USA	Luty	79.0	79.9	
Poniedziałek 12 lutego					
Dzień wolny od pracy	USA				

Dane i prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
PKB	% 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
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	11.4	5.0	17.0	13.1	9.7	6.4	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

** - prognozy według stanu na dzień 05.02.2024

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.