



# Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

16 stycznia 2023

**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

## Informacje na dziś

- **PL:** Dziś Narodowy Bank Polski opublikuje dane o inflacji bazowej w grudniu. Według naszych szacunków inflacja bazowa mierzona jako wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła do 11,6% r/r z 11,4% r/r miesiąc wcześniej. Utrzymuje się silna presja inflacyjna, a przedsiębiorstwa kontynuują proces przeliczania rosnących kosztów produkcji na ceny detaliczne. W 2023 r. spodziewamy się jednak stopniowego wyhamowywania inflacji bazowej w ślad za osłabieniem wzrostu gospodarczego. Ze względu na ciasny rynek pracy proces ten będzie jednak postępował powoli.

## Wydarzenia i komentarze

- **PL:** Według finalnych danych inflacja CPI spadła w grudniu do 16,6% r/r z 17,5% r/r w listopadzie, co było zgodne z szybkim szacunkiem GUS z początku stycznia. Wyhamowaniu inflacji w ostatnim miesiącu minionego roku sprzyjał spadek cen paliw, a także nośników energii, w tym przede wszystkim opału, którego ceny w skali miesiąca spadły o 10,8% m/m. Wyhamowała nieznacznie dynamika cen żywności, która wyniosła w grudniu 22,1% r/r. Wzrosła natomiast inflacja bazowa, według naszych szacunków, do 11,6% r/r. W naszej ocenie inflacja osiągnie szczyt w lutym br. i kolejne miesiące przyniosą stopniowe wyhamowywanie inflacji, w dużej mierze w wyniku spadków cen surowców i efektu wysokiej bazy odniesienia. Obniżyć się będzie także inflacja bazowa, choć ze względu na rynek pracy proces ten będzie następował powoli. Pod koniec roku inflacja powinna osiągnąć wartości jednocyfrowe, co może otworzyć dyskusję o luzowaniu polityki monetarnej w Polsce.
- **PL:** Rachunek obrotów bieżących zamknął się w listopadzie deficytem 422 mln EUR wobec deficytu 597 mln EUR w październiku. Wynik ten jest wyraźnie lepszy od naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego. Poziom deficytu C/A okazał się najniższy od października 2021 r. Niższy deficyt na rachunku obrotów bieżących jest skutkiem poprawy salda wymiany handlowej wynikającej z wyraźnego wyhamowania dynamiki importu, przy utrzymaniu solidnych wzrostów eksportu. Po raz pierwszy od kwietnia 2021 r. dynamika eksportu (20,3% r/r) przewyższała wzrost importu (17,7% r/r). W rezultacie deficyt handlowy zmniejszył się do 1496 mln EUR z 2284 mln EUR w październiku. Wyhamowanie importu odzwierciedla osłabienie popytu wewnętrznego, a także spadek cen surowców, podczas gdy eksport wspierany jest udroźnieniem łańcuchów dostaw i poprawą terms of trade. Nieco pogłębił się natomiast deficyt na rachunku dochodów pierwotnych. Według naszych szacunków deficyt C/A w relacji do PKB, liczony jako suma krocząca 12-miesięczna, spadł do 3,4% z 3,7% miesiąc wcześniej. Wraz ze słabnięciem wzrostu gospodarczego oczekujemy dalszego zmniejszenia się w 2023 r. nierównowagi zewnętrznej gospodarki.

## Rynki na dziś

Rozpoczynający się tydzień zdominować mogą wystąpienia m.in. przedstawicieli banków centralnych podczas forum ekonomicznego w Davos. Od strony danych makroekonomicznych natomiast inwestorzy w tym tygodniu koncentrować się będą przede wszystkim na publikacjach z USA (Beżowa Księga, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna). Kurs EUR/USD niezmiennie od kilku dni ma problemy z wybiciem powyżej 1,0865 i w naszej ocenie notowania eurodolara bez nowych impulsów nie będą w stanie kontynuować wzrostów. Tym bardziej dziś, gdy inwestorzy z USA są nieobecni. Lokalnie kurs EUR/PLN porusza się nieco poniżej górnego ograniczenia trendu bocznego, tj. 4,7070 oczekując na informacje m.in. w sprawie zatwierdzenia Krajowego Planu Obudowy (obecnie przez Senat).

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,6831	-0,3%
USD/PLN	4,3391	-0,2%
CHF/PLN	4,6602	-0,4%
EUR/USD	1,0795	-0,1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	6,93	1
WIBOR 3M	6,92	-3

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,98	2
5Y	5,93	12
10Y	6,01	9

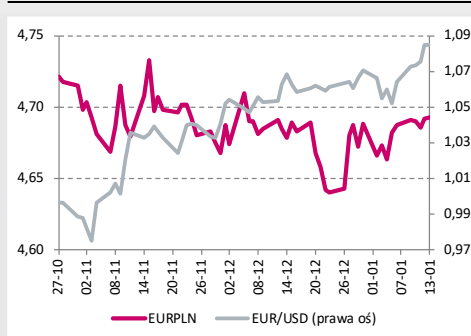
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	6,25	2
5Y	5,27	7
10Y	5,25	11

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,14	0
US 10Y	3,48	-3

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	61565,8	-0,3
S&P 500	3999,1	0,4
Nikkei 225	25822,3	-1,1

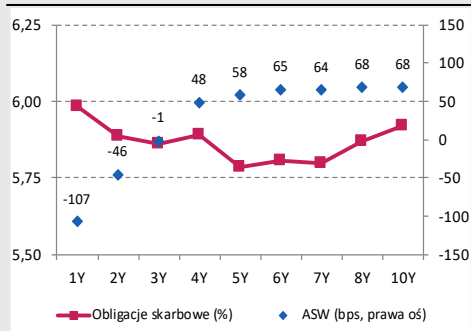
Źródło: Refinitiv  
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



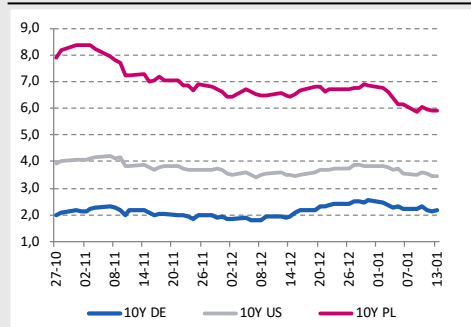
Źródło: Refinitiv

## Krajowy rynek stopy procentowej



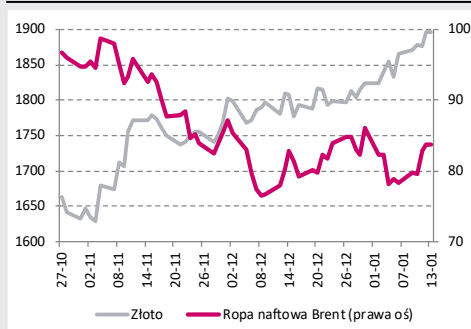
Źródło: Refinitiv

## Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Źródło: Refinitiv

## Ceny surowców [USD]



Źródło: Refinitiv

## Rynek krajowy

W piątek - podobnie jak w całym zakończonym tygodniu - kurs EUR/PLN pozostawał stabilny, odchylając się od poziomu 4,69 o +/- 1,5 grosza. Wrażenia na polskiej walucie nie zrobiły zarówno szczegóły krajowej inflacji CPI w grudniu, jak i dane o bilansie płatniczym w listopadzie. Warty odnotowania jest fakt, iż wycena polskiej waluty pozostawała niewrażliwa także na zmiany eurodolara, które w ostatnich dniach były znaczące. Na krajowym rynku długu minioną sesję była dość spokojna. Dochodowość 2-latkę wzrosła o 2 pkt. baz. do 5,98%, a w całym zakończonym tygodniu o ledwie 3 pkt. baz. Większą zmiennością cechowały się zmiany długiego końca krajowej krzywej, która w piątek zwyżkowała o 9 pkt. baz. powracając powyżej bariery 6,0% (dokładnie rosnąc do 6,01%) i to pomimo spadków obserwowanych na bazowych rynkach długu w ostatnich dniach.

## Rynki zagraniczne

Zgodnie z naszymi przypuszczeniami piątek przyniósł pierwszy od pięciu dni spadek notowań eurodolara. Tak jak wskazywaliśmy kurs EUR/USD starał się podczas minionej sesji sforsować kolejny opór techniczny tj. barierę 1,0865 (maksima z kwietnia), ale czynił to nieskutecznie. Tymczasem w naszej ocenie argumenty za osłabieniem dolara (w szczególności oczekiwania co do bliskiego końca cyklu zacieśniania Fed i przejście z końcem roku do obniżek stóp procentowych) są już niemal w pełni zdyskontowane i nie dają podstaw do kontynuacji wzrostów eurodolara. Na bazowych rynkach długu dochodowość 10-latkę amerykańskiej i niemieckiej była w piątek stabilna. W przypadku Bunda oznaczało to oscylowanie rentowności wokół poziomu 2,14%. Amerykańska 10-lątka natomiast fluktuowała wokół poziomu 3,48%.

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 13 stycznia						
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Grudzień	17.5%	16.6%	16.6%	
14:00 Saldo rachunku obrotów bieżących EUR	Polska	Listopad	-549m	-422m	-973m	-1070m
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Styczeń	59.7	64.6	60.0	
Poniedziałek 16 stycznia						
Dzień wolny od pracy		USA				
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Grudzień	11.4%		11.6%	11.6%
Wtorek 17 stycznia						
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Styczeń	-23.3		-15.5	
Środa 18 stycznia						
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Grudzień	10.1%		9.2%	
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Grudzień	7.4%			
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Grudzień	-0.6%		-0.5%	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Grudzień	-0.2%		-0.1%	
20:00 Beżowa Księga Fed	USA	Styczeń				
Czwartek 19 stycznia						
13:30 Protokół z posiedzenia EBC	EZ	Grudzień				
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	13 stycznia	205k		211k	
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Grudzień	1351k		1380k	
Piątek 20 stycznia						
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Grudzień	13.9%		12.6%	12.0%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Grudzień	2.3%		2.3%	2.3%
Poniedziałek 23 stycznia						
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Grudzień	4.6%		1.7%	0.9%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Grudzień	20.8%		19.5%	19.4%
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Grudzień	1.6%		1.4%	4.6%
10:00 Produkcja bud.-mont. r/r	Polska	Grudzień	4.0%		2.7%	4.7%

Źródło: Bloomberg, Millennium Bank S.A., Parkiet