

Biuro Analiz Makroekonomicznych

research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński

Ekonomista

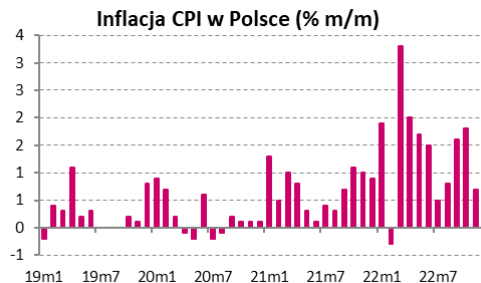
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond, Bank Millennium.

Roczny wskaźnik inflacji obniżył się w grudniu ub. r. drugi miesiąc z rzędu. Natomiast miesięczny wzrost inflacji (+0,2% m/m) był najniższy od lutego 2022 r. To w dużej mierze efekt spadku cen surowców energetycznych, jednak zauważalne jest także wyhamowywanie presji cenowej ze strony popytu.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Kolejny miesiąc wyhamowania inflacji konsumenckiej w USA

W czwartek opublikowane zostaną dane o inflacji w USA za grudzień. Konsensus rynkowy wskazuje na jej spadek do 6,5% r/r z 7,1% r/r miesiąc wcześniej. Realizacja tej prognozy oznaczałaby spadek inflacji do poziomu najniższego od października 2021 roku. Byłby to także szósty z rzędu miesiąc spadku rocznego wskaźnika CPI, który jeszcze w połowie 2022 roku wynosił 9,1% r/r. Proces dezinflacji postępuje, czemu sprzyjają spadki cen surowców na rynkach międzynarodowych. Presja kosztowa stopniowo łagodnieje, co widoczne jest także na poziomie cen producentów, których dynamika w listopadzie była najniższa od maja 2021 r. Wyhamowuje stopniowo także inflacja bazowa, co wiązać należy z osłabieniem tempa wzrostu gospodarczego. Inflacja w USA stopniowo obniża się choć w dalszym ciągu pozostaje na historycznie wysokich poziomach, znacznie przekraczających cel banku centralnego. Dlatego też Fed będzie kontynuował cykl zacieśniania polityki monetarnej, choć zgodnie z deklaracjami prezesa Fed skala kolejnych podwyżek stóp procentowych będzie mniejsza niż dotychczasowe ruchy. Rynek finansowy wycenia wzrost stopy Fed o kolejne 25 pkt. baz. i docelowy poziom stopy funduszy federalnych na 4,75-5,00% wobec 4,25-4,50% obecnie.

W piątek szczegółowe dane o inflacji w Polsce

W piątek poznamy szczegółowe dane o grudniowej inflacji CPI w Polsce, która według szybkiego szacunku GUS spadła do 16,6% r/r z 17,5% r/r w listopadzie. Dane te pozwolą precyzyjniej zidentyfikować źródła pozytywnej niespodzianki inflacyjnej, a przez to ocenić ich trwałość. Szczególnie ciekawe będą informacje o zmianach cen nośników energii, które w samym grudniu spadły o 3,3% m/m. Interesujące będą także informacje o zmianach cen komponentów bazowych, w szczególności cen usług, które w ostatnich miesiącach stopniowo wyhamowywały. Spadek konsumpcji, w szczególności konsumpcji usług może ograniczać przestrzeń do przerzucania rosnących kosztów działalności gospodarczej na ceny detaliczne. W pierwszych miesiącach tego roku inflacja wzrosła, czemu sprzyjać będą czynniki regulacyjne, w tym wygaśnięcie części rozwiązań z tarczy antyinflacyjnej. Szczytu inflacji spodziewamy się natomiast w lutym tego roku, a kolejne miesiące przyniosą stopniowe jej wyhamowywanie. Dane inflacyjne wspierają scenariusz stabilizacji stóp procentowych na obecnym poziomie.

Nieznaczne pogłębienie deficytu obrotów bieżących w listopadzie

Uzupełnieniem danych z krajowej gospodarki będą dane o bilansie płatniczym w listopadzie. W naszej ocenie bilans obrotów bieżących zamknął się deficytem 1070 mln EUR wobec deficytu 549 mln EUR w październiku. Powiększenie deficytu C/A to w naszej ocenie efekt przede wszystkim większego deficytu na rachunków dochodów pierwotnych, ale też nieznacznego powiększenia deficytu handlowego. Silna nadwyżkę wykazywać będzie natomiast rachunek usług. Spadek cen surowców na rynkach międzynarodowych, a także cykliczne wyhamowanie popytu powstrzymują wzrost deficytu obrotów bieżących.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,6897	0,4%
USD/PLN	4,3922	0,3%
CHF/PLN	4,7529	0,5%
EUR/USD	1,0677	0,1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	6,94	2
WIBOR 3M	6,96	-5

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,86	-74
5Y	5,67	-109
10Y	5,82	-97

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	6,13	-80
5Y	5,10	-101
10Y	5,06	-107




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,27	-17
US 10Y	3,60	-28

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	60817,4	5,8
S&P 500	3895,1	1,2
Nikkei 225	25973,9	-1,4




Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

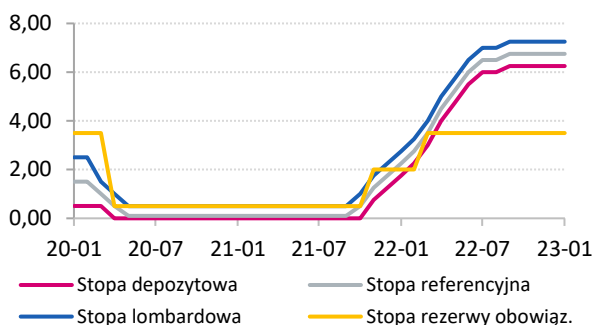
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Kurs EUR/PLN kontynuuje ruch w ramach trendu horyzontalnego, a najbliższe poziomy wsparcia i oporu zlokalizowane na 4,66 i 4,7070 wydają się być dość silne. Nie oczekujemy zatem zmian w dotychczasowym obrazie notowań złotego. Tym bardziej, iż rozpoczęty tydzień nie obfituje w istotne z rynkowego punktu widzenia publikacji. Kluczowy pozostaje czwartkowy odczyt inflacji z USA, który kanałem rynków bazowych może przekładać się na zmienność walut tej części regionu. Złoty jednak już w poprzednich dniach udowodnił dość wysoką odporność na zmiany eurodolara. Aspekty lokalne tj. decyzja agencji Fitch, czy szczególnie grudniowej inflacji w Polsce (obie publikacje w piątek) nie powinny mieć większego przełożenia na wartość krajowej waluty. Nie uważamy bowiem, by mogły w istotny sposób zmienić np. perspektywy stóp procentowych w Polsce, czy postrzeganie ryzyka fiskalnego przez inwestorów, zwłaszcza zagranicznych. W efekcie oczekujemy wydłużenia trendu bocznego w notowaniach EUR/PLN o kolejny tydzień. Ryzykiem pozostaje przebieg notowań rynków bazowych, w szczególności zmiana wartości amerykańskiej waluty. Podobnie jak zaplanowane na środę 3-dniowe posiedzenie Sejmu, na którym zaplanowano m. in. pierwsze czytanie poselskiego projektu ustawy o zmianie ustawy o Sądzie Najwyższym. Jest to kolejny krok mający na celu usunięcie tzw. „kamieni milowych” i odblokowanie środków z Krajowego Planu Odbudowy.
USD/PLN 	Podtrzymujemy nasze oczekiwania i konsekwentnie stawiamy na stabilizację notowań USD/PLN w kolejnych dniach. O ile dość komfortowo postrzegamy trend stabilizacji polskiej waluty w tym tygodniu, to ryzykiem dla naszej prognozy pozostaje zachowanie dolara na międzynarodowych rynkach. Do czasu czwartkowej najważniejszej w tym tygodniu publikacji inflacji CPI z USA nie oczekujemy jednak wzmożonych wahań dolara. Przedział 4,3640 - 4,4560 pozostaje zatem obowiązujący.
EUR/USD 	Perspektywy amerykańskiej polityki pieniężnej pozostają obecnie kluczowe dla kierunku zmian eurodolara. Inwestorzy wyceniają bowiem bliski termin zakończenia cyklu zacieśniania i jednocześnie coraz wyraźniej akcentują możliwość pierwszych cięć stóp procentowych na koniec 2023 roku przez Fed. W efekcie dolar podlega dość sporym wahaniom w obu kierunkach (w zależności od wymowy napływających informacji). W tym tygodniu przed nami kolejna istotna informacja pozwalająca ocenić perspektywy stóp procentowych w USA tj. inflacja CPI. Oczekiwany spadek jej dynamiki (r/r) powinien sprzyjać utrzymywaniu eurodolara w okolicy półrocznego maksimum (zbliżenie się kursu EUR/USD do 1,07). Większe ryzyko towarzyszy jednak sytuacji, w której inflacja okazałaby się wyższa od konsensusu, co obok dość powolnej erozji sytuacji na amerykańskim rynku pracy skutkowałoby umocnieniem dolara i powrotem pary EUR/USD w okolice 1,05. Jest to jednak naszym zdaniem scenariusz alternatywny. Bazowy zaś sugeruje stabilizację notowań wokół bieżącego poziomu a realizacja oczekiwań co do odczytu inflacji umocniłaby kurs EUR/USD na poziomie zbliżonym do 1,07.

Rynek obligacji

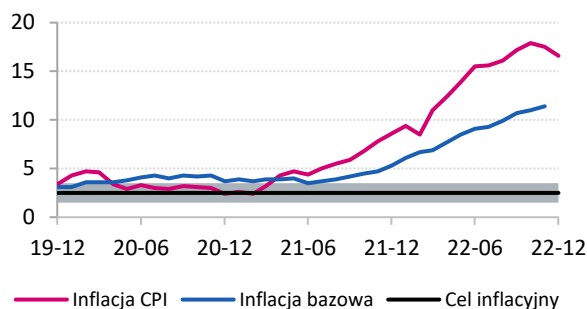
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Miks czynników krajowych i zewnętrznych doprowadził w ostatnim czasie do wyraźnego obniżenia się dochodowości polskich obligacji skarbowych wzdłuż całej krzywej. Poprzez aspekty lokalne należy rozumieć przede wszystkim niespodziankę niższym od oczekiwań odczytem inflacji w grudniu, który wspiera postawę wait-and-see Rady Polityki Pieniężnej, ale i pozwala coraz mocniej akcentować możliwość cięć stóp procentowych na przełomie 2023 i 2024 roku w oczekiwaniach rynkowych. W przypadku czynników globalnych doszło pod koniec ubiegłego tygodnia do ostudzenia oczekiwań co do kolejnych ruchów Fed, ale i EBC (po publikacji niższej od konsensusu inflacji ze strefy euro). Efektem są wielomiesięczne minima dochodowości polskiego długu, które z uwagi na między innymi złamanie psychologicznych barier (jak np. poziom 6% w przypadku 10-latki) mają szansę kontynuacji. W środę Ministerstwo Finansów zorganizuje pierwszy w tym roku przetarg zamiany obligacji. Odkupienie serii PS0123, OK0423 oraz DS1023 ma zwiększyć finansowanie tegorocznych potrzeb pożyczkowych.
10Y DE (%) 	Dochodowość Būnda po okresie ponad miesięcznego wzrostu ulega obecnie korekcie i kieruje się na coraz niższe poziomy. Źródłem zmian jest przede wszystkim niższa od oczekiwań inflacja w strefie euro, ale i trendy globalnych rynków, w tym rynku amerykańskich Treasuries. W tym tygodniu zakładamy, iż spadek rentowności ma szansę kontynuacji, lecz w przypadku Būnda jedynie w niewielkim stopniu.
10Y US (%) 	Ostatnie dane z rynku pracy USA, ale i zdecydowanie słabszy od oczekiwań indeks ISM dla amerykańskiego przemysłu nasiliły oczekiwania, iż cykl zacieśniania polityki pieniężnej Fed wkrótce dobiegnie końca a scenariusz cięć w perspektywie końca 2023 roku zyskuje na znaczeniu. Efektem są silne spadki dochodowości Treasuries, które w tym tygodniu przypieczętować może publikacja inflacji CPI ze Stanów Zjednoczonych (czwartek). W szczególności, gdyby zgodnie z konsensusem przyniosła ona potwierdzenie stopniowego spadku presji cenowej w amerykańskiej gospodarce.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

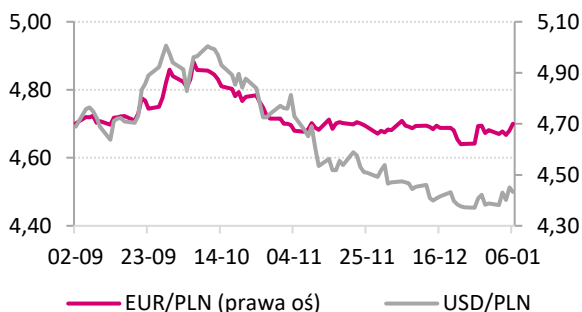


<p>Adam Glapiński (5.01.2023)</p>	<p>"Natychmiast kiedy to będzie możliwe stopy procentowe będą obniżone. Czy to będzie możliwe w końcu roku? Zobaczymy. Cały czas mam taką nadzieję - mniejszą niż poprzednio, ale mam". "Myślałem, że na koniec roku 2023 inflacja ma szansę zejść do poziomu 6-5 proc., a według ostatniej projekcji jest to 8 proc. Zobaczymy co powie projekcja marcowa. Żeby mógł nastąpić spadek stóp, inflacja musi być opanowana w tym sensie, że na pewno zejdzie do celu inflacyjnego, zabraknie niewiele tego, silny będzie trend w kierunku celu inflacyjnego. Wtedy stopy można obniżyć".</p>
<p>Gabriela Masłowska (20.12.2022)</p>	<p>W moim przekonaniu scenariuszem bazowym w polityce stóp procentowych polskiego banku centralnego wydaje się być ich stabilizacja na dotychczasowym poziomie przez kilkanaście miesięcy od momentu podjęcia ostatniej decyzji o podwyżce stóp procentowych. Powrót do fazy podwyżek stóp możliwy byłby wówczas, gdyby w 2023 roku tempo wzrostu gospodarczego kształtowało się na zaskakująco wysokim poziomie, a ponadto nie można byłoby dostrzec objawów wygasania procesów inflacyjnych. Istnieje szansa na to, że do obniżki stóp procentowych dojdzie w 2024 roku. Stać by się tak mogło, gdyby spadek inflacji był stopniowy. Obniżka w 2023 roku wydaje się być mniej prawdopodobna. Jej pojawienie się wymagałoby pojawienia się nadzwyczajnych okoliczności makroekonomicznych, w tym zwłaszcza bardzo silnego spadku inflacji konsumpcyjnej.</p>
<p>Henryk Wnorowski (19.12.2022)</p>	<p>Jest wyraźna ulga po listopadowym odczycie inflacji, gdy zobaczyliśmy niższe tempo wzrostu cen niż w październiku. Mimo tego jest zdecydowanie za wcześnie by już teraz mówić o obniżkach stóp. Chciałbym, aby utrwaliła się tendencja spadkowa tempa inflacji, to znaczy, żebyśmy mieli przynajmniej trzy kolejne miesięczne odczyty niższe od poprzednich. Ewentualnie wówczas można przystąpić do jakichś spekulacji o obniżkach. Nie widzę uzasadnienia, żeby robić to już teraz. Myślę, że rok 2023 to będzie rok, w którym pojawią się przesłanki do dyskusji na ten temat. Natomiast przesłanek do obniżek stóp raczej bym się nie spodziewał w przyszłym roku.</p>
<p>Ludwik Kotecki (15.12.2022)</p>	<p>Moim zdaniem przy dzisiejszych założeniach, czyli przy obecnych stopach procentowych i niewiadomego nastawienia w polityce fiskalnej tego celu nie osiągniemy bardzo szybko, a nawet szybko. Nie wiem kiedy. Musi zmienić się polityka makroekonomiczna, żeby osiągnąć cel 2,5 proc. Nawet zgodnie z projekcją inflacyjną NBP ten cel nie jest osiągnięty do końca 2025 r., czyli następne 3 lata.</p>
<p>Przemysław Litwiniuk (15.12.2022)</p>	<p>W warunkach, gdy kredytobiorcy mają ostonę w postaci wakacji kredytowych, które będą trwały jeszcze przez cały 2023 r., wskazane byłoby moim zdaniem większe zacieśnienie polityki pieniężnej. Dodatkowe podwyżki stóp sprawiłyby, że ścieżka dojścia do celu inflacyjnego byłaby bardziej stroma. Moim zdaniem, tolerowanie podwyższonej inflacji generuje większe koszty niż ewentualne minimalne perturbacje na rynku pracy, które mogłyby być skutkiem podwyżek stóp. Co więcej, nieznaczne „ochłodzenie” rynku pracy mogłoby być dla niego nawet ozdrowieńcze, wspierające konkurencyjność polskiej gospodarki oraz wygaszające spiralę płacowo-cenową.</p>
<p>Wiesław Janczyk (2.12.2022)</p>	<p>Obecny poziom stóp wydaje się właściwy przy informacjach jakie posiadamy dzisiaj. Co do przyszłych decyzji, to - jak dotychczas - będę analizować napływające dane i dostosowywać do nich moje preferencje w zakresie stóp.</p>
<p>Iwona Duda (30.11.2022)</p>	<p>W obecnej sytuacji, w świetle dostępnych danych i prognoz, a zwłaszcza projekcji inflacji NBP, poziom stóp jest optymalny. Dotychczasowe podwyżki stóp działają, choć ich wpływ nie jest jeszcze do końca widoczny, bo zajmuje to kilka kwartałów. Przypomnę, że dotychczas stopy procentowe zostały podniesione 11-krotnie. Dalsze podwyżki mogłyby prowadzić do zduszenia gospodarki.</p>
<p>Ireneusz Dąbrowski (28.11.2022)</p>	<p>Rynki mają rację, zakładając, że już w przyszłym roku możemy zobaczyć pierwsze obniżki stóp. Nasze stopy procentowe są dobrze skalibrowane, żeby obniżyć główny i bazowy wskaźnik inflacji. Zwalczymy inflację, ale nie kosztem dramatycznego spadku PKB. Szalone podwyżki stóp nie przyniosą niczego i mogą okazać się kontrproduktywne, mocno uderzając we wzrost.</p>
<p>Cezary Kochalski (28.11.2022)</p>	<p>Widzimy że dotychczasowe podwyżki działają. Cały czas z uporem to podkreślam, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej widzimy inflację w celu.</p>
<p>Joanna Tyrowicz (21.11.2022)</p>	<p>Nie widzę powodów do podejścia wait-and-see. Negatywne ryzyka dla inflacji materializują się pomimo podwyżek stóp procentowych.</p>

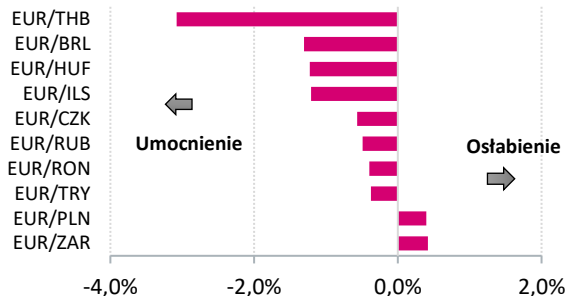
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

Wykresy rynkowe

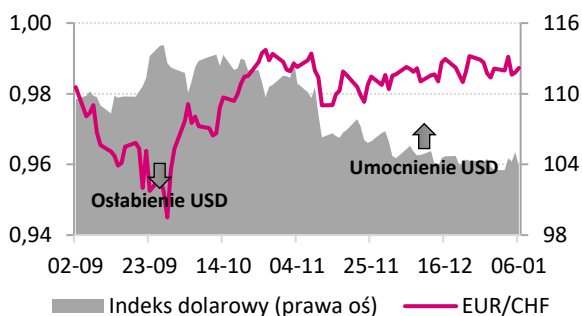
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



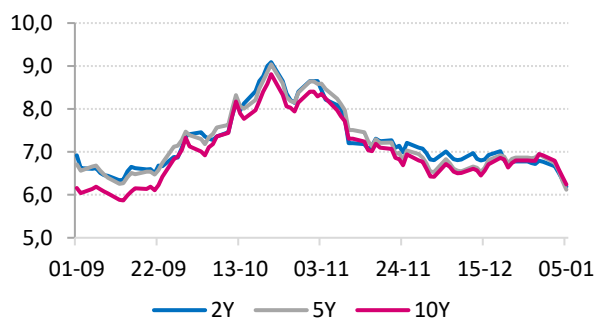
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



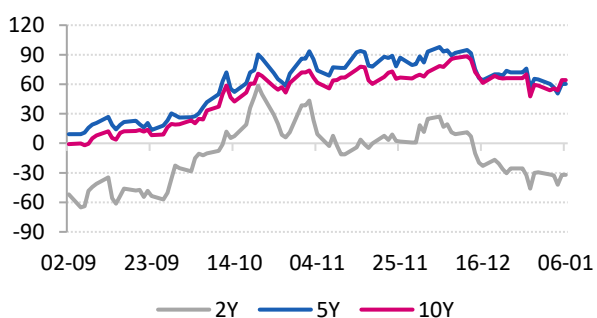
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



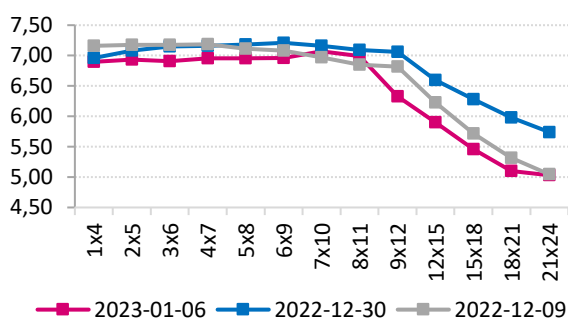
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



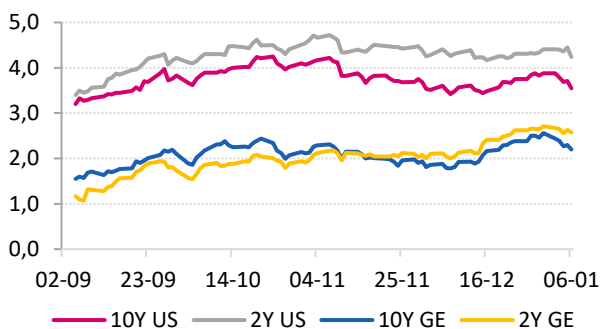
Krajowe stawki ASW [%]



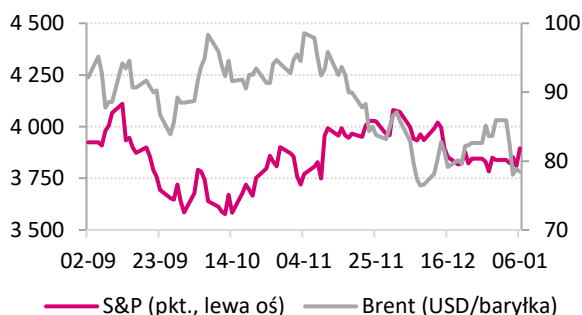
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, Refinitiv

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 09 stycznia					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Styczeń	-21.0	-18.1	
Wtorek 10 stycznia					
Brak istotnych publikacji					
Środa 11 stycznia					
09:00 Inflacja CPI r/r	Czechy	Grudzień	16.2%		
Czwartek 12 stycznia					
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Grudzień	7.1%	6.5%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	06 stycznia	204k	215k	
Piątek 13 stycznia					
Decyzja Fitch w sprawie ratingu Polska					
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Grudzień	17.5%	16.6%	
11:00 Produkcja przemysłowa r/r wda	EZ	Listopad	3.4%	0.5%	
14:00 Saldo rachunku obrotów bieżących EUR	Polska	Listopad	-549m	-973m	-1070m
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Styczeń	59.7	60.0	
Poniedziałek 16 stycznia					
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Grudzień	11.4%	11.6%	11.6%

Dane i prognozy

		2021	2022	2023	Q421	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
PKB	% r/r	6.8	4.7	0.7	8.5	8.6	5.8	3.6	1.6	-2.0	0.7	1.1	2.0
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.8	5.3	5.9	5.8	5.8	5.2	5.1	5.3	5.5	5.6	5.7	5.9
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	5.1	14.3	13.8	7.7	9.6	13.9	16.3	17.3	19.0	14.9	12.1	9.4
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	70.8	98.8	78.3	79.6	97.6	111.5	97.4	88.5	80.2	78.6	77.4	76.9
Stopa referencyjna	%, k.o.	1.75	6.75	6.75	1.75	3.50	6.00	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75
WIBOR 1M	%, k.o.	2.23	6.93	6.80	2.23	4.12	6.59	7.11	6.93	6.80	6.80	6.80	6.80
WIBOR 3M	%, k.o.	2.54	7.02	6.85	2.54	4.77	7.05	7.21	7.02	7.00	6.95	6.90	6.85
WIBOR 6M	%, k.o.	2.84	7.14	6.75	2.84	5.05	7.35	7.41	7.14	7.00	6.90	6.80	6.75
EUR/PLN	k.o.	4.60	4.69	4.60	4.60	4.65	4.68	4.87	4.69	4.68	4.65	4.62	4.60
USD/PLN	k.o.	4.06	4.40	4.23	4.06	4.18	4.48	4.95	4.40	4.40	4.35	4.28	4.23
EUR/USD	k.o.	1.14	1.07	1.09	1.14	1.11	1.05	0.98	1.07	1.06	1.07	1.08	1.09
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0.57	2.13	3.10	-0.57	-0.46	-0.20	1.17	2.13	3.00	3.10	3.10	3.10
LIBOR 3M USD	%, k.o.	0.21	4.77	4.25	0.21	0.96	2.29	3.75	4.77	5.00	4.95	4.70	4.25

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium, śr.o. - średnio w okresie, k.o. - na koniec okresu
 Źródło: GUS, NBP, Refinitiv, 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.