

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

16 stycznia 2023

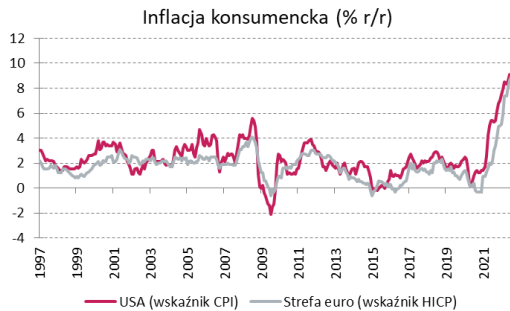
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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, Bank Millennium.

Inflacja CPI w USA obniżyła się w grudniu do 6,5% r/r z 7,1% r/r miesiąc wcześniej. W tym tygodniu Eurostat powinien potwierdzić także drugi z rzędu spadek w grudniu inflacji HICP w strefie euro. Pomimo początku tendencji dezinfłacyjnych w obu gospodarkach perspektywy polityki pieniężnej różnią się. Fed powoli kończy cykl zacieśniania, a EBC pozostaje jastrzębi.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

W środę dane o sprzedaży detalicznej i produkcji w przemyśle USA

W środę poznamy dane z gospodarki realnej Stanów Zjednoczonych w grudniu. Według konsensusu prognoz sprzedaż detaliczna obniżyła się o 0,5% m/m, po spadku o 0,6% m/m w listopadzie. W przypadku produkcji w przemyśle oczekuje się także ponownego spadku - w grudniu o 0,1% m/m wobec spadku o 0,2% m/m miesiąc wcześniej. Zauważmy, że powyższe dane przedstawiane są w ujęciu nominalnym, co oznacza, że uwzględniają tendencje dezinfłacyjne w ostatnim okresie. Niemniej coraz wyraźniej widać zmniejszającą się odporność amerykańskich gospodarstw domowych na inflację i wysokie stopy procentowe Fed, co stopniowo przekłada się na sektor przemysłowy (w grudniu indeks ISM po raz drugi z rzędu był niższy od neutralnego poziomu 50 pkt). Naszym zdaniem realizacja prognoz co do sprzedaży i produkcji w USA wpiswałaby się w ten scenariusz, co wspierałoby oczekiwania rynkowe spowolnienia podwyżek stóp procentowych przez Fed na posiedzeniu na początku lutego br. W naszej ocenie jednak kluczowe dla Fed pozostaje niedopasowanie podaży pracy do popytu, co biorąc od uwagę ostatnie dane oznacza ryzyka w górę dla obecnej wyceny rynkowej stóp Fed.

Niezmiennie uwarunkowania dla jastrzębiej postawy EBC

W środę poznamy także finalne dane o inflacji HICP w strefie euro w grudniu. Według wstępnego szacunku obniżyła się ona do 9,2% r/r z 10,1% r/r w listopadzie, głównie z powodu dezinfłacji w cenach energii i paliw. Wskaźnik bazy (HICP bez cen żywności, energii, alkoholu i wyrobów tytoniowych) wzrósł natomiast do 5,2% r/r z 5,0% r/r miesiąc wcześniej. Wysoka inflacja bazowa, wraz z opisem z ostatniego posiedzenia Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego (publikacja w czwartek) będzie wspierała jastrzębią postawę członków Rady i oczekiwania dalszego zacieśniania polityki monetarnej w strefie euro. Potwierdza to wypowiedź z ostatniego tygodnia przedstawiciela Finlandii w Radzie O.Rehna, według której EBC musi nadal „znacząco” podnosić stopy procentowe Zmieniające się perspektywy działań amerykańskiej Rezerwy Federalnej i EBC znalazły odbicie we wzroście w ostatnim okresie kursu eurodolara.

Stabilizacja na krajowym rynku pracy w grudniu

W piątek GUS opublikuje dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw. Według naszych szacunków dynamika zatrudnienia utrzymała się na poziomie 2,3% r/r, co oznacza stabilizację względem poprzedniego miesiąca. Wskaźniki koniunktury wskazują na stopniowe ograniczanie zapotrzebowania na pracę ze strony przedsiębiorstw, co nie dziwi biorąc pod uwagę osłabienie popytu. Wskaźniki spodziewanego zatrudnienia najsilniej pogorszyły się w ostatnich miesiącach w firmach budowlanych i handlowych. Najbliższe miesiące powinny przynieść ostudzenie temperatury na rynku pracy, jednak nie spodziewamy się silnego wzrostu bezrobocia. W przypadku wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw spodziewamy się wyhamowania ich rocznej dynamiki do 12,0% z 13,9% r/r w listopadzie. Wysoka inflacja, niskie bezrobocie i wzrost płacy minimalnej będą utrzymywały dynamikę wynagrodzeń na podwyższonych poziomach, jednak wraz ze studzeniem rynku pracy spodziewamy się także wolniejszego wzrostu płac.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,6970	0,2%
USD/PLN	4,3359	-0,9%
CHF/PLN	4,6864	-1,4%
EUR/USD	1,0830	1,1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	6,90	-4
WIBOR 3M	6,92	-4

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	6,12	17
5Y	6,08	34
10Y	6,14	26

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	6,32	17
5Y	5,40	26
10Y	5,38	27

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,21	-6
US 10Y	3,50	-9

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	61456,9	0,2
S&P 500	3999,1	2,7
Nikkei 225	25822,3	-0,6

Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

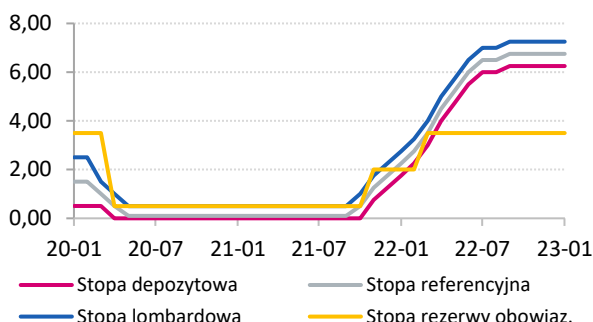
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↔	Kurs EUR/PLN kolejny tydzień z rządu kontynuuje ruch w ramach trendu horyzontalnego. Warto mieć jednak na uwadze, iż notowania coraz bardziej zbliżają się do górnego ograniczenia tegoż kanału tj. 4,7070. Wsparcie natomiast pozostaje na poziomie 4,66. Ruch w kierunku oporu technicznego jest o tyleż nieintuicyjny, iż towarzyszy mu wzrost notowań eurodolara (historycznie wspierający wycenę walut rynków wschodzących). Niewykluczone jednak, iż inwestorzy po początkowym optymizmie pod koniec ubiegłego roku, gdy premier rozpoczął ofensywę w sprawie Krajowego Planu Obudowy są coraz bardziej zniecierpliwieni brakiem ostatecznego rozstrzygnięcia w kwestii likwidacji tzw. kamieni milowych. Tym bardziej, iż perspektywa wypłaty środków z KPO - w ocenie premiera - to termin 3Q lub 4Q tego roku. Szerzy ekonomiczny outlook pozostaje natomiast bez większych zmian, choć i tu coraz mocniej akcentowany w wycenie rynkowej scenariusz obniżek stóp procentowych przyczynić się może do nieznacznego słabnięcia polskiej waluty. Ten tydzień na gruncie danych makroekonomicznych zapowiada się spokojnie. Odczyty wynagrodzenia, czy płac nie powinny wpływać na wycenę złotego. Wsparcia dla polskiej waluty nie stanowią także opublikowane dziś wypowiedzi wiceprezes Narodowego Banku Polskiego, w których zapowiada procesy dezinflacyjne oraz scenariusz miękkiego lądowania krajowej gospodarki. W naszej ocenie w najbliższych dniach kurs EUR/PLN powinien pozostawać stabilny, choć prawdopodobne są próby sforsowania oporu na poziomie 4,7070. Tym bardziej, iż w naszej ocenie bliski jest kres wzrostów pary EUR/USD.
USD/PLN	↑	Mimo oczekiwanej względnej stabilizacji kursu EUR/PLN w nadchodzących dniach spodziewamy się ruchu korekcyjnego w dotychczasowym dość dynamicznym trendzie spadkowym pary USD/PLN. Zdecyduje o tym w naszej ocenie przede wszystkim przecena dolara na międzynarodowych rynkach finansowych, której oczekujemy tak na gruncie technicznym, jak i fundamentalnym (zdyskontowanie wielu argumentów sprzyjających przecenie dolara). W rezultacie uważamy, iż kurs USD/PLN powróci w tym tygodniu w okolice 4,3932.
EUR/USD	↓	Kurs EUR/USD po dotarciu do oporu na 1,0865 (poziom z kwietnia 2022 roku) napotyka na coraz mocniejsze trudności w jego przelataniu. W naszej ocenie nie powinno to stanowić zaskoczenia, gdyż uważamy, iż bieżąca wycena dolara na międzynarodowym rynku zdyskontowała szereg niekorzystnych z punktu widzenia amerykańskiej waluty informacji. Dotyczy to przede wszystkim bliskiego końca cyklu zacieśniania polityki monetarnej przed Fed, ale i szybkiego (bo z końcem roku) przejścia do obniżek stóp procentowych. Na to nakładają się ponadto informacje pozytywne dla sentymentu inwestycyjnego (a więc negatywne dla dolara jako tzw. bezpiecznej przystani) dotyczące przeceny surowców energetycznych, czy możliwej mniej bolesnej recesji w gospodarce strefy euro niż początkowo sądzono. Warto zauważyć, iż w ledwie dwa miesiące kurs EUR/USD zwyżkował aż o 11 centów, co w naszej ocenie zrodzić powinno potrzebę czasowej korekty w trendzie wzrostowym. Wobec wymienionych powyżej argumentów uważamy, iż w tym tygodniu kurs EUR/USD powinien nieco zniżkować odraewując okres dynamicznej zwyżki.

Rynek obligacji

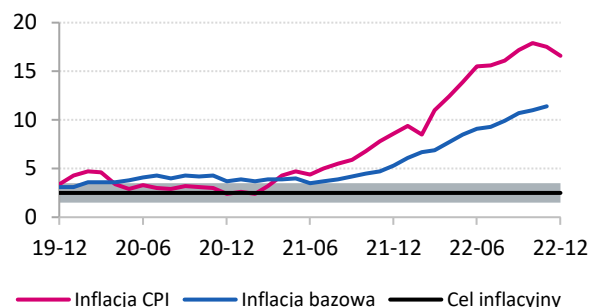
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↔	W naszej ocenie rentowności krajowego długu powinny w tym tygodniu pozostawać względnie spokojne. Uważamy, iż punkt krótkoterminowej równowagi w przypadku 10-latki przypada nieco powyżej bariery 6% i w tych okolicach poruszać powinna się dochodowość długiego końca krajowej krzywej. Nie znajdujemy bowiem na horyzoncie argumentów mogących w znaczący sposób podbijać zmienność. Krajowe dane (piątek) powinny przejść bez echa dla dobrze określonych perspektyw polityki pieniężnej w Polsce. Zaplanowany na środę jedyny styczniowy przetarg sprzedaży długu Banku Gospodarstwa Krajowego również nie będzie źródłem zmienności notowań. Także z rynków bazowych nie powinny płynąć impulsy mogące burzyć spodziewany przez nas względny spokój wyceny skarbowych papierów wartościowych w tym tygodniu.
10Y DE (%)	↔	Dochodowość Bunda powinna pozostawać w najbliższych dniach względnie spokojna tj. skupiona wokół poziomu 2,20%. Potencjalnie za najważniejsze wydarzenia tego tygodnia uznać należy publikację opisu z grudniowego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego (czwartek), jak i wystąpienie prezes Ch.Lagarde w Davos (piątek). W obu przypadkach spodziewamy się jednak utrzymania dość jastrzębiej wymowy i to pomimo coraz mocniej akcentowanych sygnałów wyhamowywania dynamiki inflacji w strefie euro.
10Y US (%)	↔	Mimo, iż do rozpoczęcia posiedzenia Fed pozostało nieco powyżej dwóch tygodni, to niewykluczone, iż do tego momentu wycena amerykańskich Treasuries pozostanie stabilna. Dochodowość 10-latki amerykańskiej koncentruje się wokół poziomu 3,50% i w naszej ocenie trudno w tym tygodniu - zwłaszcza na gruncie dość ubogiego kalendarza danych - o argumenty mogące sprzyjać zmienności notowań.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

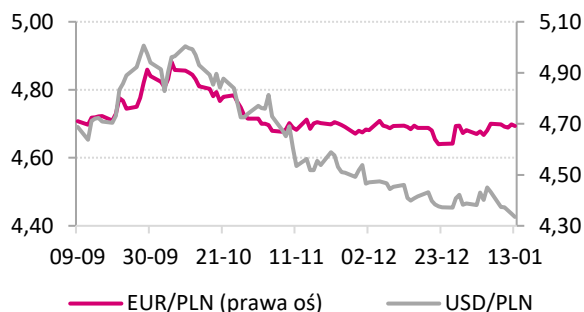


Henryk Wnorowski (13.01.2023)	"Ja nie wykluczam takiego scenariusza, dlatego że właśnie ta specyfika pierwszego kwartału i jeśli ten impuls inflacyjny byłby jakiś znaczący, bo jak pan redaktor wie, jest sporo ekspertów, którzy przewidują skok inflacji powyżej 20 proc., ja uważam, że tak nie będzie. Natomiast gdyby coś takiego się zdarzyło to jest możliwy powrót do jakiejś jednej czy dwóch podwyżek."
Ireneusz Dąbrowski (12.01.2023)	"Moim zdaniem na przelomie roku może pojawić się przestrzeń do obniżki stóp procentowych, jest duże prawdopodobieństwo tego".
Gabriela Masłowska (12.01.2023)	"Cykl podwyżek stóp procentowych formalnie nie został zakończony i dlatego nie można wykluczyć, że w którymś momencie do podwyżki stóp procentowych jeszcze w tym roku dojdzie, ale aktualnie uważam to za mało prawdopodobne. Wyraźnie widać, że dotychczasowe podwyżki stóp wywarły bardzo silny wpływ na sytuację kredytową i nie wydaje się, aby trzeba było ją jeszcze bardziej ograniczać. Jedną z istotnych przesłanek branych pod uwagę przy wyborze optymalnego momentu dokonania obniżki stóp procentowych będzie prawdopodobnie treść kolejnych projekcji inflacji oraz PKB publikowanych w cyklicznych „Raportach o inflacji”."
Ludwik Kotecki (10.01.2023)	"Na pewno nie możemy powiedzieć dzisiaj, że cykl podwyżek stóp procentowych jest zakończony, bo to byłoby dużo za wcześnie. Już nie mówię o tym, że niektórzy z członków mówili całkiem niedawno, że przewidują obniżki w końcu tego roku. Wydaje się że jest dużo za wcześnie na takie wypowiedzi. (...) Jeżeli gospodarka, tak jak oczekują, bardzo dobrze sobie poradzi z recesją na świecie, w UE, czy z bardzo silnym spowolnieniem - jeżeli Polska sobie z tym poradzi, to oznacza, że inflacja i presja na wzrost cen będzie się utrzymywać i być może będą potrzebne kolejne decyzje. Niekoniecznie to muszą być stopy. Wracam do pomysłu obligacji oszczędnościowych emitowanych przez NBP".
Adam Glapiński (5.01.2023)	"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".
Przemysław Litwiniuk (15.12.2022)	W warunkach, gdy kredytobiorcy mają osłonę w postaci wakacji kredytowych, które będą trwały jeszcze przez cały 2023 r., wskazane byłoby moim zdaniem większe zacieśnienie polityki pieniężnej. Dodatkowo 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.
Wiesław Janczyk (2.12.2022)	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.
Iwona Duda (30.11.2022)	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.
Cezary Kochalski (13.12.2022)	"W świetle obecnych danych jest to poziom adekwatny. RPP nie podnosiła stóp od września, bo mamy wiele przesłanek wskazujących na oddziaływanie wcześniejszych podwyżek. One już zaczynają działać. Obniżyły w tym roku inflację o 0,5 pkt., a w 2023 będzie to 3 pkt. proc."
Joanna Tyrowicz (21.11.2022)	Nie widzę powodów do podejścia wait-and-see. Negatywne ryzyka dla inflacji materializują się pomimo podwyżek stóp procentowych.

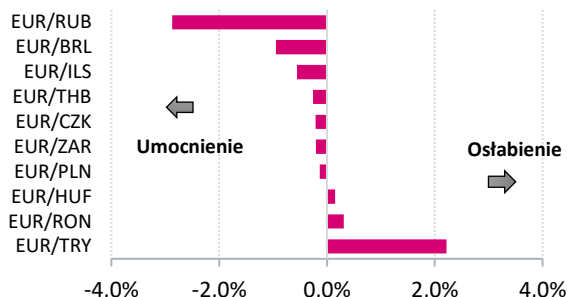
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

Wykresy rynkowe

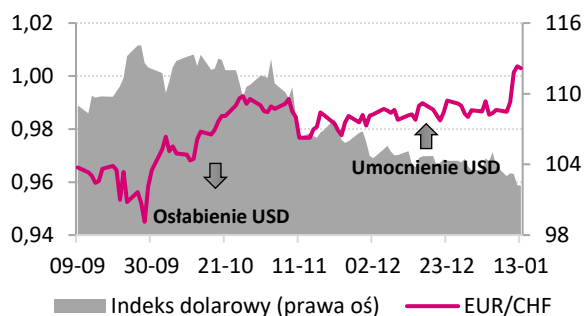
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



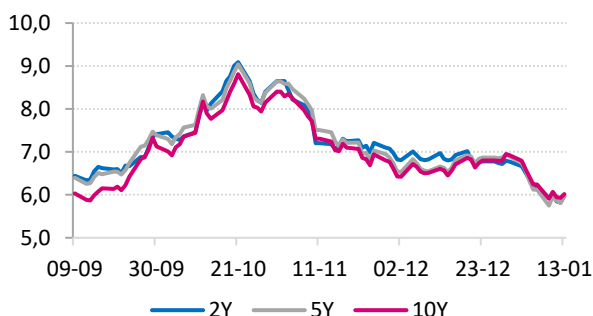
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



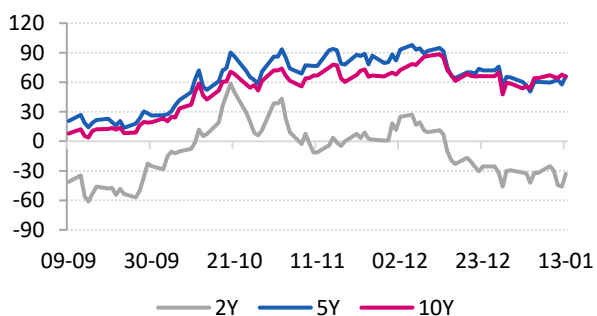
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



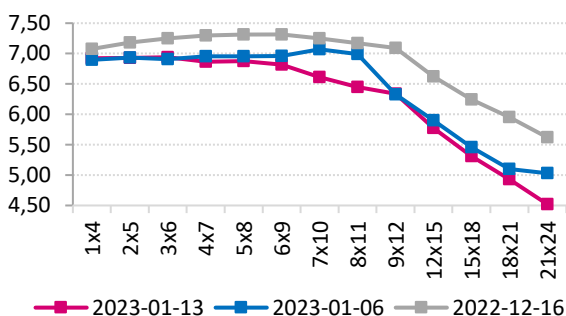
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



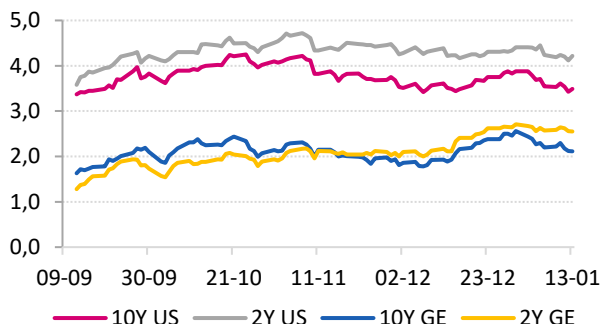
Krajowe stawki ASW [%]



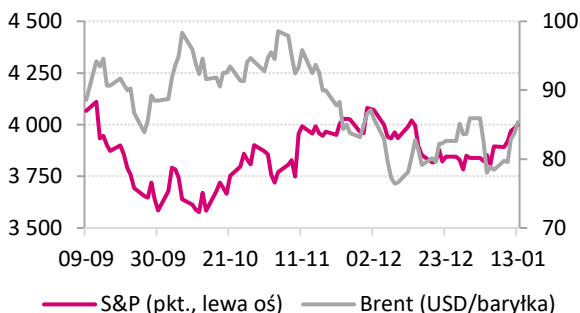
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 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%	6.8%	
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%

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.