

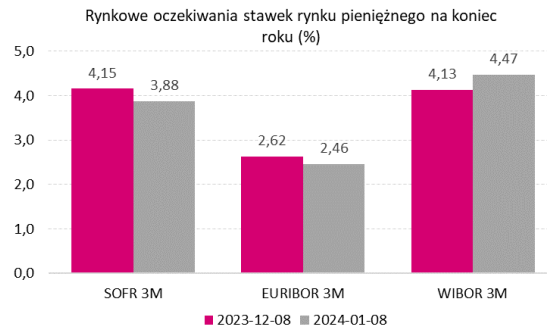
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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



Rynek przetasowują oczekiwania co do cięć stóp procentowych na świecie. W tym tygodniu potencjalnymi źródłami możliwej zmienności będą dane inflacyjne z USA (czwartek). W przypadku odczytu różniącego się od oczekiwań może dojść do zmian zarówno terminu pierwszego cięcia stóp Fed, jak również skali obniżek w 2024 roku.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Pierwsze w tym roku posiedzenie RPP powinno być bez niespodzianki

Głównym wydarzeniem tego tygodnia na krajowym rynku finansowym będzie pierwsze w nowym roku posiedzenie RPP, które w naszej ocenie zakończy się utrzymaniem stóp procentowych na obecnym poziomie (decyzja we wtorek w godzinach popołudniowych). Taki też jest konsensus rynkowy. Decyzja RPP nie powinna zaskoczyć, ponieważ po agresywnym cięciu stóp we wrześniu i październiku ub. roku o łącznie 100 pkt. baz. RPP wyraźnie komunikuje przejście w tryb wait and see. Z tego punktu widzenia ciekawszy będzie komunikat po posiedzeniu, a także komentarze prezesa NBP (konferencja odbędzie się w środę o godz. 15.00), które mogą rzucić więcej światła na oczekiwania bankierów centralnych co do ścieżki inflacji w dalszej części roku, co wpłynąć może na rynkowe oczekiwania co do stóp procentowych. Szczególnie ciekawe to będzie w kontekście niespodzianki inflacyjnej za grudzień. Do marca oczekujemy stabilizacji parametrów polityki pieniężnej. Szybszy niż zakładano w projekcji listopadowej spadek inflacji CPI oraz inflacji bazowej, wraz ze spadkiem inflacji w otoczeniu zewnętrznym, a także relatywnie mocnym złotym, dają w naszej ocenie przestrzeń do złagodzenia polityki pieniężnej w tym roku. Spadek inflacji może przekonać RPP do cięcia stop procentowych na marcowym posiedzeniu, kiedy RPP zapozna się z wynikami nowej projekcji. Zakres cięć stóp w tym roku nie powinien być jednak znaczny, ponieważ luźna polityka fiskalna, solidna dynamika płac, odbudowa konsumpcji prywatnej i odradzanie się kredytu, będą utrudniały sprowadzenie inflacji bazowej do celu NBP.

Wyhamowanie dezinflacji w USA w grudniu 2023 r.

W czwartek poznamy grudniowy odczyt inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych. Konsensus rynkowy wskazuje na jej nieznaczny wzrost do 3,2% r/r z 3,1% r/r w listopadzie. W skali miesiąca natomiast oczekiwane jest przyspieszenie dynamiki cen do 0,2% m/m wobec 0,1% m/m miesiąc wcześniej. Dezinflacji w USA sprzyja wyhamowanie inflacji cen towarów, czemu pomagają spadki cen surowców oraz rozładowanie napięć w łańcuchach dostaw. Z drugiej jednak strony wciąż podwyższona zostaje inflacja cen usług. Z tego powodu inflacja bazowa wyhamowuje wolniej i według konsensusu Bloomberg'a wyniesie w grudniu 3,8% r/r wobec 4,0% r/r w listopadzie, a w ujęciu m/m 0,2% wobec 0,3% w listopadzie. Odczyty inflacji, szczególnie jeśli będą odbiegać od konsensusu, a także wypowiedzi przedstawicieli Fed mogą wpłynąć na rynkowe oczekiwania co do stóp procentowych w USA. Obecnie rynki finansowe wyceniają spadek stóp Fed o 150 pkt. baz. w całym roku, a pierwsze cięcie możliwe jest już w marcu. Niemniej jednak po piątkowej publikacji danych z rynku pracy wzrosło prawdopodobieństwo przesunięcia tej decyzji na kwiecień.

Kolejny miesiąc nadwyżki na rachunku obrotów bieżących

W piątek NBP opublikuje dane o bilansie płatniczym. Według naszych szacunków bilans obrotów bieżących zamknął się nadwyżką wartości 1210 mln EUR wobec nadwyżki 2036 mln EUR w październiku. Konsensus rynkowy jest natomiast na poziomie 1571 mln EUR.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3551	0,1%
USD/PLN	3,9806	0,4%
CHF/PLN	4,6776	0,3%
EUR/USD	1,0939	-0,3%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,86	1
WIBOR 3M	5,87	-2

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,96	-13
5Y	5,04	-8
10Y	5,28	0

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,97	-5
5Y	4,47	-7
10Y	4,55	-9




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,18	9
US 10Y	4,03	8

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	76153,1	-2,9
S&P 500	4697,2	-1,8
Nikkei 225	33377,4	0,2




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

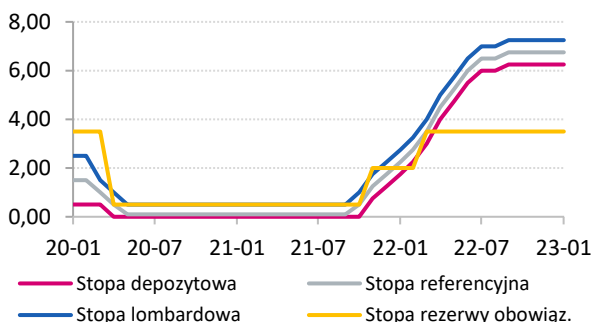
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN		Kurs EUR/PLN kontynuuje ruch w ramach 2-miesięcznego trendu horyzontalnego (4,31 - 4,37). Obecnie jednak naszym zdaniem zdecydowanie bliżej notowaniom do utrzymywania się w okolicach górnego przedziału. Podtrzymujemy bowiem nasze stanowisko, iż argumenty za aprecjacją polskiej waluty zostały w dużej mierze zdyskontowane. Należały do nich przede wszystkim: mniej łagodnej nastawienie Rady Polityki Pieniężnej do kwestii kolejnych obniżek stóp procentowych, bardziej przychylnie spojrzenie zagranicznych inwestorów na polskie aktywa w obliczu ocieplenia relacji z Unią Europejską po wyborach parlamentarnych w Polsce. Efektem tego jest odblokowanie środków z Krajowego Planu Odbudowy. Te czynniki - jak wspomnieliśmy - zostały już w znaczącej mierze uwzględnione w bieżącej wycenie złotego. Na horyzoncie zaś nie widzimy czynników mogących decydować o kontynuacji siły złotego. Jednocześnie jednak w sytuacji wciąż względnie stabilnych notowań eurodolara nie widzimy szans na bardziej wyraźne osłabienie krajowej waluty. W tym tygodniu za najważniejsze wydarzenie uznajemy posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (ze względu na narrację, gdyż nie oczekujemy zmian stóp procentowych) oraz (z tego samego powodu) wystąpienie prezesa Narodowego Banku Polskiego. Wpływ wydarzeń globalnych (inflacja CPI z USA) pozostanie drugoplanowy. Kurs EUR/PLN wyraźnie rozluźnił korelację z notowaniami eurodolara już w połowie grudnia.
USD/PLN		Oczekiwana stabilizacja złotego „wystawia” kurs USD/PLN na zmiany wynikające przede wszystkim ze zmian eurodolara. Tu zaś spodziewamy się - o czym rozpisujemy się poniżej - względnego spokoju głównej pary walutowej świata. Wynikać ona będzie przede wszystkim z relatywnie ubogiego kalendarium danych makroekonomicznych. Niewykluczone zatem, iż to aspekty techniczne decydować będą o zachowaniu pary USD/PLN. Oznaczałoby to, iż po nieskutecznych próbach wybicia powyżej poziomu 4,00 notowania kierować się będą w stronę 3,92 PLN za USD.
EUR/USD		Z punktu widzenia eurodolara tydzień zdominują dane inflacyjne ze Stanów Zjednoczonych (czwartek). Po tym jak piątkowe dane z amerykańskiego rynku pracy ostudziły nieco oczekiwania na cięcie stóp procentowych Fed w marcu obecnie to dane CPI są najbardziej wyczekiwaną „figurą”. Będą one decydować o ewentualnych rynkowych zmianach co do terminu pierwszego cięcia kosztu pieniądza a przez to mogą powodować zmienność nie tylko aktywów dolarowych. Póki co jednak kurs EUR/USD pozostaje skupiony wokół 1,0950 i nic nie wskazuje, by do czasu danych inflacyjnych z USA miało się to zmienić. Liczne wystąpienia bankierów centralnych, w tym z Fed nie powinny istotnie wpływać na nastroje. Przypomnijmy, iż jesteśmy około trzy tygodnie po grudniowym posiedzeniu Rezerwy Federalnej, gdzie poznaliśmy najnowsze prognozy Fed, ale i oficjalne oczekiwania członków FOMC co do wysokości stóp procentowych w kolejnych latach. Podsumowując spodziewamy się spokojnej pierwszej tygodnia w wykonaniu eurodolara i podbicia zmienności w zależności od wymowy danych CPI z USA. Dotychczasowy obraz notowań EUR/USD - a więc średnioterminowy trend wzrostowy - nie powinien jednak ulec zmianie.

Rynek obligacji

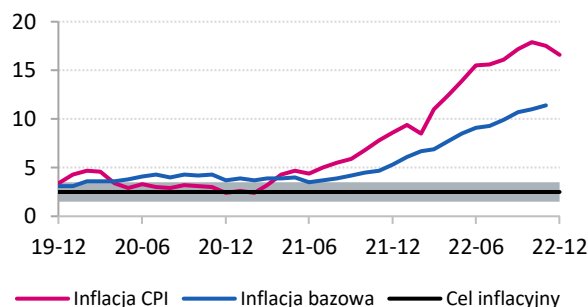
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)		Krajowy rynek długoterminowych obligacji kopiuje ruchy rynków bazowych. Efektem jest wzrostowy, korekcyjny ruch dochodowości w nadrzędnym dla nas trendzie zniżki. Uważamy jednak, iż jest on bliski kresu, gdyż 1) rynki bazowe utemperowały nieco oczekiwania co do szybkiego terminu rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej na świecie, 2) inflacja w Polsce obniża się szybciej od oczekiwań, 3) proces finansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych postępuje sprawnie i z wysokim popytem po stronie inwestorów zagranicznych oraz krajowego sektora bankowego. W efekcie uważamy, iż dochodowość 10-latki zawróci z poziomu 5,30% i kierować się będzie na niższe poziomy. Sporo - w szczególności dla 2-letniego długu - zależeć będzie jednak w tym tygodniu od narracji Rady Polityki Pieniężnej oraz prezesa Narodowego Banku Polskiego. Uważamy jednak, że krótki koniec krzywej pozostanie względnie stabilny, gdyż stopy procentowe pozostaną niezmiennione a narracja RPP zostanie podtrzymana w stosunku do grudnia.
10Y DE (%)		Dochodowość Bunda od trzech tygodni porusza się w trendzie wzrostowym odreagowując grudniowe nasilenie oczekiwań co do skali cięć stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego w 2024 roku. W tym tygodniu nie znajdujemy natomiast argumentów przemawiających za kontynuacją tego ruchu. W naszej ocenie najbardziej prawdopodobne jest przejście notowań w trend boczny.
10Y US (%)		Rynek amerykańskiego długu pozostaje w wyczekiwaniu na dane inflacyjne. Będą one kształtować oczekiwania co do momentu premierowego cięcia stóp procentowych w cyklu łagodzenia polityki monetarnej Fed. W efekcie - w zależności od wymowy danych - spodziewamy się podbicia zmienności w dniu publikacji danych CPI (czwartek). Zdecydują one o trwałości bieżącego trendu wzrostu dochodowości Treasuries.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

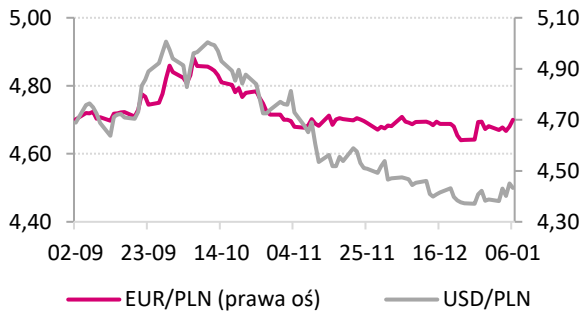


Ireneusz Dąbrowski (28.12.2023)	Rada Polityki Pieniężnej powinna poczekać do marca 2024 r. z decyzjami ws. stóp procentowych, wówczas będzie znana najnowsza projekcja NBP i kształt polityki fiskalnej Inflacja CPI w marcu '24 może znaleźć się w przedziale 3,4-3,9 proc.
Adam Glapiński (09.12.2023)	Wszystkie kolejne decyzje będą zależne od napływających danych, nawet przyszło-miesięcznych" - powiedział szef banku centralnego. W marcu rada się nad tym [kolejnymi ruchami Rady - przyp.] pochyli. Stwierdzamy, że kurs jest korzystny, bo złoty się umocnił. Z punktu widzenia inflacji, a nie eksporterów, z naszego punktu widzenia, mocny kurs złotego jest dobry, ponieważ wzmacnia transmisję naszej polityki i działa deflacyjnie.
Ludwik Kotecki (30.11.2023)	Inflacja - my nie załatwiliśmy sprawy inflacji jeszcze. Dzisiaj GUS opublikował flash za listopad. Wstępny odczyt inflacji w listopadzie to 6,5 proc. To jest niby mało (...) ale to jest ciągle dużo więcej niż byśmy chcieli widzieć. Tutaj jest problem, osiągnąć redukuję inflacji z 18 do 6 proc. było łatwiej niż 6 do 2,5 proc. Ona się stała uporczywa. Każdy z nas działa, jakbyśmy żyli w środowisku podwyższonej inflacji 6-7 proc. Trzeba sobie z tym jak najszybciej poradzić.
Przemysław Litwiniuk (30.11.2023)	Nie spodziewam się istotnych zmian, jeżeli chodzi o krajobraz w tym zakresie. Odczyt rdr (w listopadzie) może być na podobnym poziomie jak w październiku, 6,6 proc., 6,7 proc. może, rok do roku. Istotniejsze informacje to to, jak kształtuje się wzrost cen w ujęciu miesiąc do miesiąca. W moim przekonaniu, przynajmniej do marca, nie będzie żadnych ruchów, jeśli chodzi o stopy procentowe.
Henryk Wnorowski (27.11.2023)	Poziom CPI, jaki mamy osiągnąć w horyzoncie projekcji, jest więc umiarkowanie zadowalający. Wobec tego, jeśli w kolejnych projekcjach będziemy uzyskiwali potwierdzenia, że tempo schodzenia CPI do celu jest zbliżone do zakładanego obecnie, czyli nie będziemy widzieć przyspieszenia deflacji, to przestrzeni do obniżek stóp nie będzie przez dłuższy czas. Musimy pokazać, że determinacja Rady do sprowadzenia inflacji do celu jest duża.
Joanna Tyrowicz (23.11.2023)	Po ostatnich decyzjach RPP, inflacja zostanie z nami na dłużej, a i przed obniżkami nie zbiegała do celu do końca 2025 roku. Obecnie nie mamy nawet 50 proc. szans zaczepić się na 3,5 proc. w 2025 roku, a 2,5 proc. jest nadal daleko poza zasięgiem. Wskazują na to kolejne projekcje NBP. Szczególnie symptomatyczna jest tu najnowsza projekcja, która uwzględnia już pierwsze obniżki stóp procentowych. Sytuacja w naszej gospodarce jest zbyt dobra, by pomogło to obniżyć inflację przy bieżącym poziomie stóp. Z perspektywy koniunktury 2024 będzie lepszy niż 2023, a rok obecny też do bardzo złych nie należy: charakteryzuje go stabilne zatrudnienie i dynamiczny wzrost płac realnych pomimo (dotąd) relatywnie słabego popytu konsumenckiego.
Ireneusz Dąbrowski (22.11.2023)	Coraz szybszy wzrost realnych wynagrodzeń, znacznie powyżej wzrostu wydajności pracy. Rosnąca presja popytowa może znacznie spowolnić procesy deflacji.
Wiesław Janczyk (21.11.2023)	Żeby zrealizować te wszystkie sformułowane w wyborach cele trzeba dostarczyć do budżetu i wydać szybko setki miliardów złotych. Ale nie wiemy, czy to były zobowiązania, czy tylko narracja z gatunku fikcji oraz festiwalu kłamstwa, czas przyniesie tę odpowiedź.
Gabriela Masłowska (10.11.2023)	Osobiście mam nadzieję, że dojdzie do dalszych obniżek stóp procentowych w następnych miesiącach kolejnego roku. Projekcja NBP przewiduje, że inflacja obniży się do poziomu ok. 5 proc. w przyszłym roku i do celu inflacyjnego tzw. 2,5 proc. +/- 1 pp., czyli w okolicach 3,5 proc., dojdziemy pod koniec 2025 r.

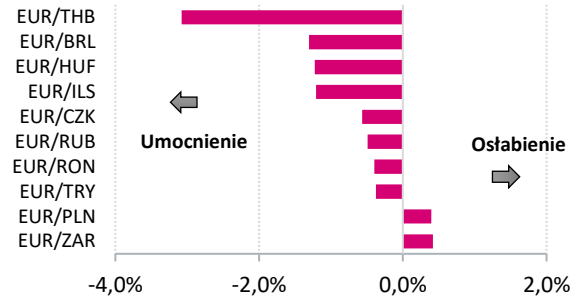
Źródło: PAP, LSEG Data & Analytics, Bloomberg

Wykresy rynkowe

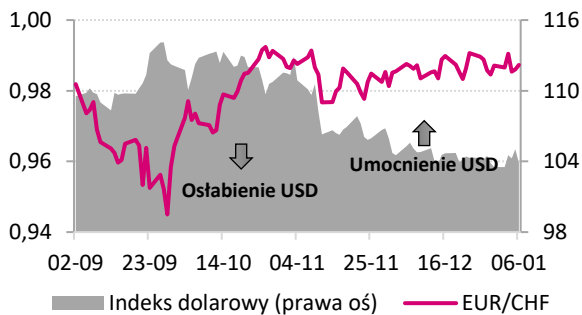
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



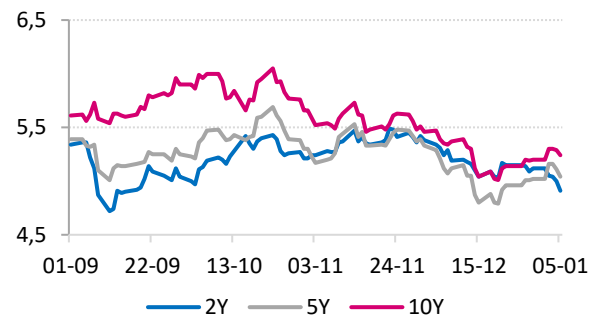
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



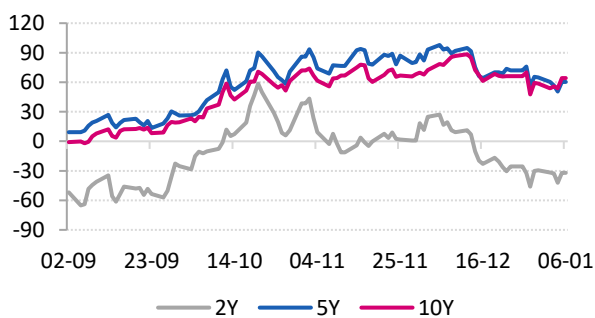
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



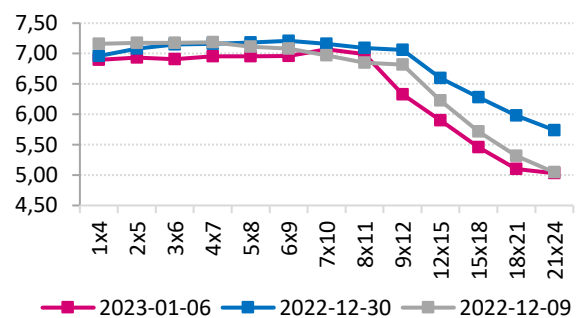
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



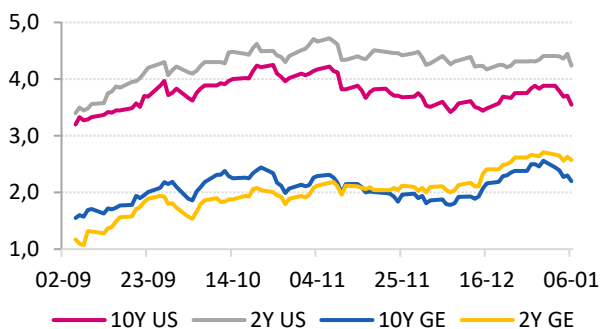
Krajowe stawki ASW [%]



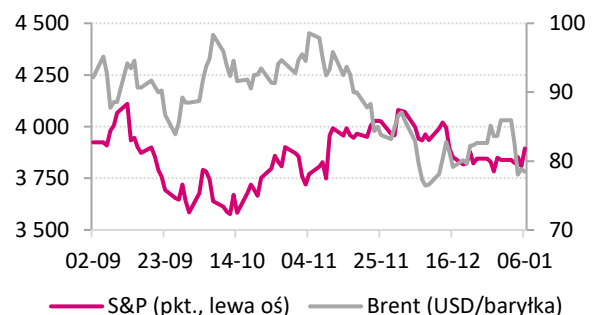
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, LSEG Data & Analytics

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 08 stycznia					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Styczeń	-16.8	-15.5	
Wtorek 09 stycznia					
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Polska	Styczeń	5.75%	5.75%	5.75%
14:30 Bilans handlowy USD	USA	Listopad	-64.3b	-64.0b	
Środa 10 stycznia					
14:00 Opis posiedzenia banku centralnego	Węgry	Grudzień			
15:00 Konferencja prasowa prezesa NBP	Polska	Styczeń			
Czwartek 11 stycznia					
14:00 Opis posiedzenia RPP	Polska	Grudzień			
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Grudzień	3.1%	3.2%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	05 stycznia	202k	213k	
Piątek 12 stycznia					
Bilans handlu zagranicznego USD Chiny		Grudzień	68.39b	76.2b	
14:00 Rachunek obrotów bieżących EUR	Polska	Listopad	2036m	1571m	1210m
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Grudzień	0.9%	1.3%	
Poniedziałek 15 stycznia					
Dzień wolny od pracy	USA				
10:00 Inflacja CPI r/r	Polska	Grudzień	6.6%	6.1%	6.1%

Dane i prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
PKB	% r/r	6.9	5.3	0.7	2.9	-0.3	-0.6	0.5	2.6	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	11.6	5.0	17.0	13.1	9.7	6.5	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
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.