



Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

27 września 2022

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

- HU:** Dziś o godz. 14:00 poznamy decyzję Narodowego Banku Węgier dotyczącą polityki pieniężnej. Według oczekiwań rynkowych główna stopa procentowa wzrośnie o 1,00 pkt proc. do 12,75%. To prawdopodobnie nie jest koniec podwyżek stóp na Węgrzech, co różni tę gospodarkę od Czech, gdzie cykl zacieśniania polityki pieniężnej najpewniej uległ zakończeniu, a w Polsce oczekiwane zmiany stóp procentowych w górę na ten moment nie są znaczne.

Wydarzenia i komentarze

- PL:** Narodowy Bank Polski opublikował wczoraj przyjęte przez Radę Polityki Pieniężnej *Założenia polityki pieniężnej na 2023 r.* Według dokumentu strategia i instrumenty nie ulegają zmianie. W szczególności głównym „celem polityki pieniężnej pozostaje zapewnienie stabilności cen” w oparciu o realizację celu inflacyjnego. Jego definicja nie ulega zmianie, tj. poziom 2,5% z dopuszczalnymi odchyleniami +/- 1 pkt proc. Naszym zdaniem o realizację celu polityki pieniężnej w najbliższych latach będzie bardzo trudno, gdyż stopy procentowe w ujęciu realnym naszym zdaniem przez długi czas będą znacząco ujemne, polityka fiskalna (biorąc pod uwagę sytuację na rynku energetycznym i konflikt zbrojny na Ukrainie) pozostanie luźna. Dodatkowo tzw. wakacje kredytowe zmniejszają w naszej ocenie skuteczność stóp procentowych jako kanał transmisji monetarnej. Wydaje się, że realizacja obecnej definicji celu inflacyjnego w warunkach wydatków militarnych i odchodzenia od rosyjskich surowców energetycznych jest nierealna bez głębokiej recesji w gospodarce. Sądzymy zatem, że większość członków Rady Polityki Pieniężnej może akceptować inflację powyżej celu inflacyjnego w średnim okresie.
- GE:** Indeks instytutu Ifo, najszerzej obrazujący nastroje w gospodarce niemieckiej, spadł we wrześniu do 84,3 pkt z 88,6 pkt przed miesiącem, co pomijając początkowy okres pandemii COVID-19 jest najniższą wartością od kryzysu finansowego w 2009 r. Na spadek ogólnego wskaźnika złożyło się pogorszenie oczekiwań na najbliższe miesiące, ale także ocena bieżącej sytuacji gospodarczej. Niezmiennie nastroje psują wysokie koszty energii i gazu, obawy o jego dostępność, a także inflacja zmniejszająca siłę nabywczą gospodarstw domowych. Dane te stanowią kolejny argument dla oczekiwań spadku PKB kw/kw w Niemczech w II połowie tego roku i być może także na początku 2023 r. Techniczna recesja w Niemczech stanowi scenariusz bazowy, a możliwe zaprzestanie dostaw gazu z Rosji do UE tylko pogłębiłoby skalę spadku.

Rynki na dziś

Na krajowym rynku walutowym kontynuowany jest trend oscylowania wokół poziomu 4,75 PLN za EUR. Dziś, po ostatnich pięciu dniach błyskawicznego spadku eurodolara (z parytetu do nawet 0,9565), liczymy na pierwsze próby wyprowadzenia korekty wzrostowej, co chronić powinno złotego przed ewentualnym osłabieniem. Duże zawirowania odbywają się na innych głównych parach walutowych powiązanych z frankiem szwajcarskim czy brytyjskim funtem, choć w naszej ocenie wtorek - podobnie jak na rynku eurodolara - może przynieść niewielkie odreagowania krótkoterminowych trendów. Ogólnie jednak perspektywy walut emerging markets z uwagi na rosnące ryzyko geopolityczne (prawdopodobne ogłoszenie przez Rosję aneksji okupowanych terenów) i gospodarcze (obawy dotyczące możliwej recesji) utrzymywać będzie zainteresowanie tzw. bezpiecznymi przystaniami. Na krajowym rynku długu dzisiejsza sesja - po wczorajszych silnych zmianach wyceny - powinna przynieść chwilową stabilizację za sprawą przetargu długu, na którym Ministerstwo Finansów zaoferuje do sprzedaży serie OK0724, P50527, WZ1127, DS1030, DS0432, WZ0533 o łącznej wartości 5-8 mld PLN. Oczekujemy zebrania maksymalnej puli dostępnej podaży a najciekawsza będzie siła dzisiejszego popytu.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,7402	-0,5%
USD/PLN	4,8723	0,6%
CHF/PLN	4,9880	0,9%
EUR/USD	0,9732	-1,0%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	7,05	1
WIBOR 3M	7,15	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	6,66	3
5Y	6,73	15
10Y	6,37	15

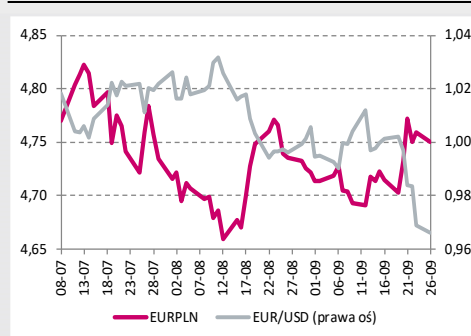
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	7,20	3
5Y	6,47	17
10Y	6,28	24

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,01	4
US 10Y	3,71	3

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	48081,2	-3,4
S&P 500	3693,2	-1,7
Nikkei 225	26449,3	-2,6

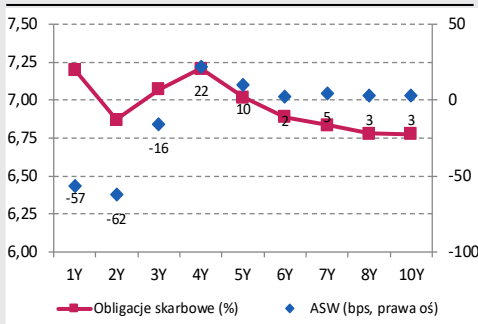
Źródło: Refinitiv
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



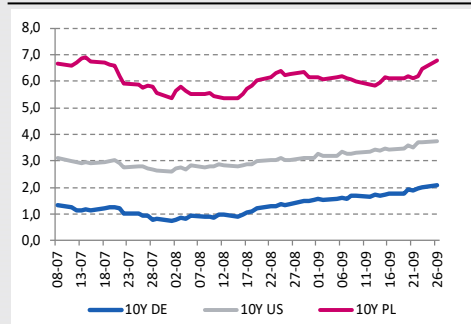
Źródło: Refinitiv

Krajowy rynek stopy procentowej



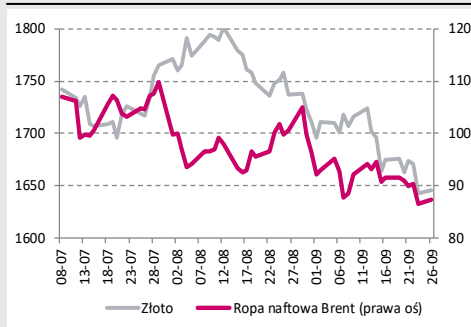
Źródło: Refinitiv

Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Źródło: Refinitiv

Ceny surowców [USD]



Źródło: Refinitiv

Rynek krajowy

Złoty pozostaje w trudnym położeniu, gdyż presja zewnętrzna związana z rosnącą awersją do ryzyka premiuje tzw. walutowe bezpieczne przystanie, co z perspektywy walut emerging markets jest niekorzystne. Materializujący się scenariusz recesji w globalnej gospodarce, coraz bardziej agresywny cykl zacieśniania polityki pieniężnej największych banków centralnych oraz kryzys energetyczny w Europie odciskają swoje negatywne piętno na wycenie złotego. W rezultacie kurs EUR/PLN walczy o utrzymanie poniżej poziomu 4,75, a więc górnego ograniczenia miesięcznego trendu bocznego, z którego jednak w ubiegłym tygodniu przejściowo udało mu się wybić. W naszej ocenie polska waluta nie ma obecnie silnych argumentów mogących zainicjować umocnienie. Szansą pozostają piątkowe dane inflacyjne, które w przypadku odczytu wyższego od oczekiwań mogą przywrócić oczekiwania na podwyżki stóp procentowych, nie tyle w październiku (tu rynek wciąż pozostaje przekonany do konieczności zacieśniania), co w dalszej części czwartego kwartału. Decydujący dla nastrojów na złotym pozostaje jednak sentyment zewnętrzny, który naszym zdaniem powinien pozostawać niesprzyjający. W efekcie w miarę spadku eurodolara w stronę poziomu 0,9489 rosnąć powinna także presja na wzrost kursu EUR/PLN w okolice bariery technicznej 4,7860.

Rynki zagraniczne

Eurodolar konsekwentnie kieruje się na coraz to niższe poziomy reagując w ten sposób na ubiegłotygodniowe wydarzenia, w trakcie których Fed zaprezentował kolejny raz ostrzejszy kurs co do polityki pieniężnej potęgując średnioterminowy trend spadkowy EUR/USD. W efekcie notowania wyznaczyły 20-letnie minimum. Nie uważamy przy tym, by argumenty stojące za silnym dolarem miały szybko ustąpić. W naszej ocenie czwarty kwartał przyniesie bowiem utrzymanie wysokiej awersji do ryzyka związanej zarówno z materializującym się scenariuszem światowego spowolnienia/recesji, jak i napięcia geopolitycznego. Przestrzeń do umocnienia dolara w naszej ocenie pozostaje, choć jest niewielka. Na gruncie analizy technicznej pierwsze próby wyprowadzania korekty wzrostowej na rynku eurodolara powinny nastąpić po dotarciu do bariery 0,9489. Dochodowość Bunda konsekwentnie zwiększa a przebicie psychologicznej bariery 2% nie zatrzymało trendu. Źródłem zmian pozostają bardziej agresywne rynkowe oczekiwania co do docelowego poziomu stóp procentowych w Eurolandzie, tym bardziej, iż natrafiają one na podkreślaną przez przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego coraz większą determinację do walki z inflacją. W tym tygodniu uwaga inwestorów skupiona będzie - poza piątkowym odczytem inflacji HICP ze strefy euro - właśnie na komentarzach członków EBC, w tym prezes Ch.Lagarde. Zakładamy podtrzymanie dotychczasowej jastrzębiej retoryki, co obok bieżących procesów inflacyjnych na świecie będzie wystarczającym argumentem do dalszego wzrostu rentowności Bunda.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 23 września						
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Wrzesień	49.6	48.5	48.8	
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Wrzesień	49.8	48.9	49.1	
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Sierpień	4.9%	4.8%	4.9%	4.9%
Poniedziałek 26 września						
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Wrzesień	88.6	84.3	87.2	
Wtorek 27 września						
14:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Wrzesień	11.75%		12.75%	
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m	USA	Sierpień	-0.1%		-0.5%	
16:00 Sprzedaż nowych domów	USA	Sierpień	511k		501k	
16:00 Conference Board	USA	Wrzesień	103.2		104.2	
Środa 28 września						
09:15 Wystąpienie Ch.Lagarde	EZ					
Czwartek 29 września						
14:00 Inflacja CPI wst. r/r	Niemcy	Wrzesień	7.9%		9.5%	
14:30 PKB fin. r/r	USA	Q2	-1.6%		-0.6%	
14:30 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Czechy	Wrzesień	7.00%		7.00%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	23 września	213k		215k	
Piątek 30 września						
03:00 PMI w przemyśle	Chiny	Wrzesień	49.5		49.7	
03:00 PMI w usługach	Chiny	Wrzesień	52.6		52.6	
Decyzja S&P w sprawie ratingu	Polska					
10:00 Inflacja CPI wst. r/r	Polska	Wrzesień	16.1%			
11:00 Inflacja HICP wst. r/r	EZ	Wrzesień	9.1%		9.6%	
11:00 Stopa bezrobocia	EZ	Sierpień	6.6%		6.6%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Sierpień	6.3%			
15:45 Chicago PMI	USA	Wrzesień	52.2		51.9	
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Wrzesień	58.2		51.9	
Poniedziałek 03 października						
09:00 Indeks PMI w przemyśle	Polska	Wrzesień	40.9			
10:00 Indeks PMI w przemyśle	EZ	Wrzesień	49.6		48.5	
15:45 Indeks PMI w przemyśle	USA	Wrzesień	51.5		51.8	

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