

# Makro i rynek

komentarz tygodniowy

23 października 2023

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński

Ekonomista

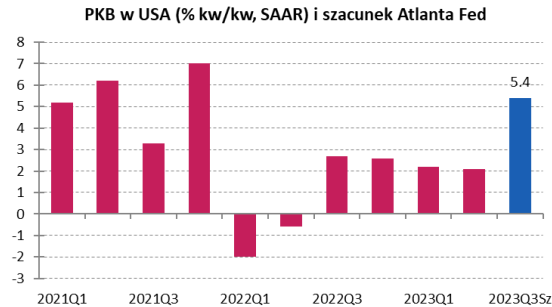
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

## Wykres tygodnia



SAAR - dane odsezonowane w ujęciu zannualizowanym  
Źródło: Macrobond,

Dziś rentowność 10-latk USA wzrosła powyżej 5,0% tj. najwyższego poziomu od 2007 roku. Rynek pod wpływem solidnych danych z USA nabiera coraz większego przekonania o możliwej kolejnej podwyżce stóp procentowych w USA (w grudniu). W tym tygodniu testem tych oczekiwań będzie m.in. wstępny odczyt PKB w USA za 3Q. Rynkowy konsensus, a zwłaszcza szacunek Atlanta Fed, zakłada optymistyczny odczyt mogący wzmocnić bieżące trendy rynkowe.

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### EBC utrzyma stopy procentowe i swoją retorykę

W kalendarium wydarzeń tego tygodnia najważniejsze będzie posiedzenie Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego. Decyzję odnośnie do stóp procentowych poznamy w środę o godz. 14:15. Powszechnie oczekiwania wskazują na utrzymanie stóp procentowych na obecnym poziomie, co jest zgodne z „forward-guidance” Rady z poprzedniego posiedzenia we wrześniu. Przypomnijmy, że wówczas podniesiono stopy o 0,25 pkt proc. komunikując jednocześnie prawdopodobne zakończenie tego szybkiego i historycznie dużego w skali zacieśniania polityki pieniężnej przez EBC. W komunikacie po decyzji zapisano, że „podstawowe stopy procentowe EBC znalazły się na poziomach, które - przy utrzymaniu ich przez wystarczająco długi okres - istotnie się przyczynią do szybkiego powrotu inflacji do docelowego poziomu”. Czas utrzymywania stóp na obecnym wysokim poziomie został uzależniony od napływających danych i informacji i na ten moment jest niepewny. Opublikowane od ostatniego posiedzenia dane potwierdzają spadek inflacji i niską aktywność gospodarczą, co jest w dużym stopniu zgodne z prognozami przedstawionymi przez EBC we wrześniu. Wnioski te zapewne potwierdzą wstępne wyliczenia indeksów PMI dla strefy euro w październiku br., które poznamy we wtorek o godz. 10:00, a więc przed posiedzeniem Rady Prezesów. Według konsensusu prognoz wskaźnik dla przemysłu wynieść ma 43,6 pkt wobec 43,4 pkt. we wrześniu, a dla usług 48,9 pkt wobec 48,7 pkt. Realizacja tych prognoz oznaczałaby słabą, aczkolwiek stabilną koniunkturę w strefie euro na początku 4Q 2023. W naszej ocenie nie wpłynęłoby to na bieżące oczekiwania rynków finansowych, które wyceniają utrzymywanie stóp procentowych EBC na obecnym poziomie do połowy 2024 r.

### Wzrost amerykańskiej gospodarki w 3Q 2023 powyżej długoterminowego trendu?

W czwartek o godz. 14:30 opublikowane zostanie pierwsze wyliczenie PKB w Stanach Zjednoczonych w 3Q 2023. Według mediany prognoz w ankiecie Refinitiv wzrost on o 4,2% kw/kw (SAAR, tj. po odsezonowaniu i annualizacji), po wzroście o 2,1% kw/kw w 2Q 2023. Szacunek oddziału Fed w Atlancie jest jeszcze bardziej optymistyczny i wskazuje na wzrost o 5,4% kw/kw. O ile utrzymanie stóp procentowych na posiedzeniu w przyszłym tygodniu jest przesądzone, o tyle rośnie znaczenie tych danych dla oceny perspektyw polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych w nieco dłuższej perspektywie. Złwłaszcza po ubiegłotygodniowym wystąpieniu przewodniczącego Fed J.Powella. Powiedział on, że „dodatkowe dowody na utrzymujący się wzrost PKB powyżej trendu lub na to, że napięcia na rynku pracy już się nie łagodzą, mogą zagrozić dalszemu postępowi w walce z inflacją i uzasadniać dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej”. Dane za 3Q najprawdopodobniej będą zatem mocniejsze niż średnia wieloletnia, która wynosi ok. 3,2% kw/kw (SAAR). Naszym zdaniem jednak znaczenie ma także struktura wzrostu amerykańskiej gospodarki. O ile konsumpcja była silnym motorem napędowym wzrostu, to sektor mieszkaniowy, bardziej wrażliwy na wyższe stopy procentowe, zapewne kolejny kwartał obniżał dynamikę PKB potwierdzając oddziaływanie wysokich kosztów finansowania. Podobnie powinny potwierdzić to najpewniej dane o inflacji PCE (piątek), która we wrześniu była zapewne niższa niż w sierpniu. Obecnie rynki finansowe wyceniają niemal 100% prawdopodobieństwo utrzymania stóp proc. na posiedzeniu w przyszłym tygodniu i ok. 20% dla podwyżki stóp w grudniu.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,4585	-0,3%
USD/PLN	4,2085	-0,9%
CHF/PLN	4,7133	0,3%
EUR/USD	1,0591	0,6%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,80	-6
WIBOR 3M	5,67	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,45	17
5Y	5,72	35
10Y	6,08	42

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,12	19
5Y	5,05	40
10Y	5,35	46

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,96	18
US 10Y	5,01	32




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	68361,1	1,9
S&P 500	4224,2	-2,4
Nikkei 225	30999,6	-2,1

Źródło: Refinitiv




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium  
bank

## Rynek walutowy

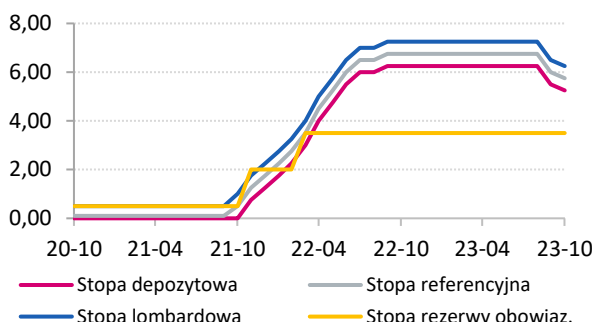
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	W naszej ocenie złoty, który entuzjastycznie zareagował na wyniki wyborów parlamentarnych w Polsce obecnie nie ma podstaw do kontynuowania umocnienia. Co więcej wciąż uznajemy ubiegłotygodniowe odrealizowanie spadku EUR/PLN za niewystarczające. Przed nami bowiem okres podwyższonej niepewności politycznej w Polsce, która - z uwagi na aspekty prawne - prawdopodobnie przeciągnie się na najbliższe dwa miesiące. Ponadto wciąż brak jest jednoznacznie pozytywnych dla walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej sygnałów z rynków zewnętrznych. Dolar co prawda przestał się umacniać, ale rozbudowuje trend boczny blisko tegorocznego minimum. Wycena złotego - mimo m.in. pozytywnej niespodzianki w sprzedaży detalicznej - pozostaje niewrażliwa na dane makro w oczekiwaniu na listopadowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Za podstawowy scenariusz przyjmujemy zatem anemiczne zbliżanie się kursu EUR/PLN w kierunku poziomu 4,48 wokół którego notowania oscylowały niemal przez cały sierpień tj. przed wrześniową niespodzianką co do skali cięcia stóp procentowych.
USD/PLN 	Oczekiwane niewielkie osłabienie złotego sprzyjać będzie wzrostowi pary USD/PLN w kolejnych dniach. Notowania powinny w naszej ocenie kierować się w stronę poziomu 4,2452 tj. 200-dniowej średniej ruchomej. Istotne dla perspektyw tej pary będzie jednak przede wszystkim globalne zachowanie dolara. Bazując zaś na kalendarium danych makroekonomicznych przed amerykańską walutą intensywny tydzień.
EUR/USD 	Eurodolar, który w ubiegłym tygodniu kilkakrotnie nieskutecznie próbował wybicia górą z trendu zniżującego ostatecznie wydostał się z niego tworząc kanał horyzontalny. W rezultacie kurs EUR/USD porusza się obecnie - z zachowaniem niewielkiej zmienności - wokół poziomu 1,0584. W najbliższych dniach zakres zmian może zaś ulec zmianie zważywszy na rozbudowane kalendarium istotnych wydarzeń. Mimo, iż za najbardziej prawdopodobny scenariusz uważamy stabilizację kosztu pieniądza podczas czwartkowego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego, to wycena euro zależna będzie od narracji szefowej EBC. Istotne dla perspektyw eurodolara okazać się mogą ponadto jutrzejsze odczyty indeksów PMI, czy czwartkowe i piątkowe dane dotyczące - odpowiednio - PKB i inflacji PCE w amerykańskiej gospodarce. W sytuacji, gdy kolejne dane makro potwierdziły solidny obraz gospodarki Stanów Zjednoczonych dolar, w ślad za zwiększeniem rynkowych oczekiwań na podwyżkę stóp procentowych w grudniu, zyskałby na wartości i zawalczył o zejście poniżej poziomu 1,05.

## Rynek obligacji

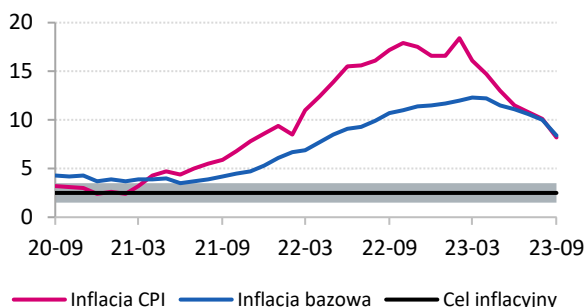
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Rentowności krajowego długu pozostają w trendzie wzrostu dochodowości. Za nadrzędny argument motywujący spadek cen skarbowych papierów wartościowych uznajemy zachowanie rynków bazowych, za którymi podążają nasze obligacje. Rosnące szanse na podwyżkę stóp procentowych w USA w grudniu i próba złamania przez amerykańską 10-latkę bariery 5,0% zwiększa presję na ruch wzrostowy dochodowości także i polskiego długu. Co więcej także czynniki krajowe kierują dochodowość polskich obligacji na coraz to wyższe poziomy. Mamy tu na myśli przede wszystkim ostudzenie zapatu Rady Polityki Pieniężnej do kolejnych cięć stóp procentowych (listopadowe cięcie zainicjuje w naszej ocenie kilkumiesięczną stabilizację kosztu pieniądza). Co więcej rosną także stawki asset swap sugerując rosnące ryzyko fiskalne. Po pierwszej pozytywnej reakcji na wynik wyborów parlamentarnych przybliżających w ocenie rynku uzyskanie funduszy z Krajowego Planu Odbudowy obecnie inwestorzy niepokoją się o tegoroczny stan finansów państwa (pretekstem były niedawne dane o deficycie budżetowym). Tym bardziej, iż przyszłoroczne potrzeby pożyczkowe są wyraźnie większe a to pociąga za sobą solidne podażę długu w najbliższych kwartałach (co najmniej w Q4 2023 i Q1 2024). Efektem jest zwyczajka dochodowości 10-latki ponad poziom 6%, która w naszej ocenie może utrzymać się w kolejnych tygodniach. Wiele zależeć będzie w tym przypadku od napływających danych, przede wszystkim z USA, pozwalających ocenić przyszłą ścieżkę stóp procentowych Fed.
10Y DE (%) 	Rentowność niemieckiej krzywej podnosi się w ślad za zmianami krzywej amerykańskiej. To ona - w obliczu braku impulsów po stronie europejskiej - decyduje o zachowaniu rynku Bunda. Zmiany w wykonaniu długu niemieckiego są skromniejsze niż w przypadku Treasuries ale mimo to 10-latka kieruje się w stronę 3%. Posiedzenie EBC pozostanie w naszej ocenie bez większego wpływu na długoterminowy dług Niemiec.
10Y US (%) 	Rentowność amerykańskiej 10-latki wzrosła powyżej 5% na starcie nowego tygodnia tj. osiągnęła najwyższy od 2007 roku poziom. Źródłem zmian - mimo utrzymującego się napięcia geopolitycznego sprzyjającego co do zasady spadkowi dochodowości obligacji rynków bazowych - jest rosnące przekonanie inwestorów o kolejnej podwyżce stóp procentowych w USA (w grudniu). Ma to być reakcja Fed na wciąż solidne wyniki koniunktury mimo dotychczasowego silnego zacieśnienia monetarnego. W najbliższych dniach oczekujemy utrzymania trend wzrostu dochodowości a za najważniejszy moment tego tygodnia uznajemy czwartek i publikację wstępnych danych o PKB w USA za 3Q. Mimo, iż trudno będzie przebić optymizm z konsensusu to mocny odczyt potwierdzi przesłanki za wzrostem rentowności Treasuries.

## Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]



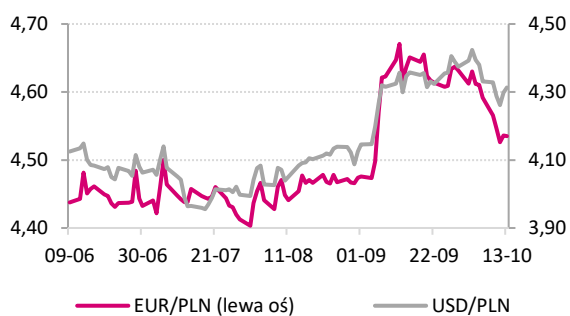
<b>Ludwik Kotecki</b> (19.10.2023)	Zakładam, że po pierwsze, ta projekcja [listopadowa] pokaże skutki obniżek - wrześniowej i październikowej - i to jest coś nowego w porównaniu do poprzedniej projekcji. Czyli zobaczymy, na ile te obniżki spowodują, tak naprawdę, bądź to brak spadku inflacji, bądź nawet - być może - jej podwyższenie w tym długim okresie. Czyli nie dojdziemy, być może niestety, do celu w 2025 r., tylko w 2026 r.
<b>Adam Glapiński</b> (09.10.2023) (05.10.2023)	U nas nie ma żadnego sterowania kursem. NBP nie dąży do żadnego konkretnego kursu (...). Jesteśmy zadowoleni z tego, jak kurs złotego się kształtuje. Przez cały okres moje kadencji, pierwszej i drugiej, kurs złotego jest zadowalający, sprzyja rozwojowi polskiej gospodarki. Generalnie jesteśmy zwolennikami dokonywania płynnych, stopniowych zmian, które nie burzą samopoczucia konsumentów, banków i przedsiębiorstw, wolimy serię mniejszych działań, zamiast skokowych, chociaż czasem trzeba wykonać dostosowania. Na razie się trzymamy projekcji lipcowej. W przyszłym miesiącu jest projekcja i zobaczymy jak to będzie. (...) Nasze decyzje o obniżeniu stóp procentowych teraz, w zasadzie nie zmieniają czasu dojścia do (celu - PAP) - odnoszą się do niższych poziomów inflacji, które nastąpiły niespodziewanie (...). W związku z tym nasza decyzja o obniżeniu stóp dostosowała parametry w postaci stóp proc. do sytuacji, nie spowolniła dochodzenia do celu - przy czym tym celem nazywamy 2,5 proc.
<b>Gabriela Masłowska</b> (06.10.2023)	Nie możemy jednoznacznie w tym momencie powiedzieć (o perspektywach stóp proc.), bo zależy to od tego, jak będą dalej kształtowały się wskaźniki inflacji, a także dotyczące wzrostu gospodarczego, aktywności gospodarczej. Także nie można powiedzieć jednoznacznie, czy ten trend będzie utrzymywany, wydaje się, że tak, (...), ale na pewno nic już nie można powiedzieć o tempie tej obniżki (stóp) w tym momencie, czy to będzie dalej po 0,25 pp., czy więcej. Ta różnica, że najpierw obniżyliśmy we wrześniu o 0,75 pp., a teraz o 0,25 pp. - świadczy to o tym, że RPP podchodzi bardzo elastycznie i ostrożnie do tych decyzji, do tych zmian. Gospodarka jest żywym organizmem, wszystko się zmienia.
<b>Henryk Wnorowski</b> (20.09.2023)	Lekcja płynąca z reakcji kursu walutowego może sugerować, że obecnie bardziej potrzebne są stopniowe działania w polityce pieniężnej.
<b>Joanna Tyrowicz</b> (19.09.2023) (12.09.2023)	Z kolejnych projekcji NBP wiemy, że stopa 6,75 nie sprowadzała inflacji do celu. Z moich dotąd opublikowanych głosowań wynika, że w mojej ocenie przynajmniej 7,75 jest niezbędne do sprowadzenia inflacji do celu w horyzoncie, w którym nie zniweczymy doszczętnie wiarygodności NBP. Wszystkie dane, którymi dysponujemy w Narodowym Banku Polskim, wskazują, że nie dochodzimy do celu inflacyjnego do końca roku 2025. Co więcej, wskazują, że nie dochodzimy do górnego pasma odchyłań od celu inflacyjnego do końca 2025 r. Materiały analityczne jednoznacznie wskazywały, że - gdyby je traktować poważnie - to nie ma przesłanek do obniżania stóp procentowych.
<b>Wiesław Janczyk</b> (13.09.2023)	Dla wielu podmiotów operujących na rynku finansowym i w gospodarce, a przede wszystkim konsumentów, to ważny sygnał o tym, że gospodarka wraca do bezpiecznej strefy. Warto przypomnieć sobie ceny surowców, frachtu, węgla i gazu przed sezonem zimowym i niepewność dotyczącą rozwoju wydarzeń w Ukrainie. Stopy, które wytrzymały próbę czasu dla inflacji 18,4 proc. z lutego br. zdecydowanie muszą być zrewidowane przy inflacji schodzącej poniżej 10 proc.
<b>Przemysław Litwiniuk</b> (13.09.2023) (11.09.2023)	Absolutnie poczekalbym do listopada. W listopadzie mielibyśmy aktualne analizy tzw. projekcję listopadową, opartą o znane dane dotyczące gospodarki i środowiska prawnego, jakie będzie nam towarzyszyć w 2024 r. To środowisko prawne może mieć decydujące znaczenie co do sposobu kształtowania się ścieżki dezinflacji. Mogę już jednak powiedzieć, w jaki sposób oceniam taką decyzję. Jest ona przedwczesna. To, co mówię jest spójne, z tym, co prezentowałem wcześniej. Inflacja jest nadal uporczywa, nadal daleka od celu. Jesteśmy poza trasą. Została podjęta decyzja, że będziemy jechać wzdłuż tej trasy, zamiast zmierzać w jej kierunku.

Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

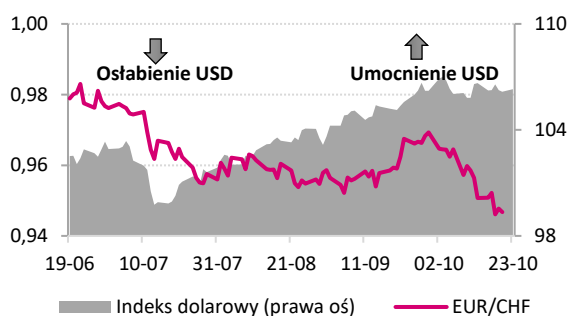
## Wykresy rynkowe

Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN

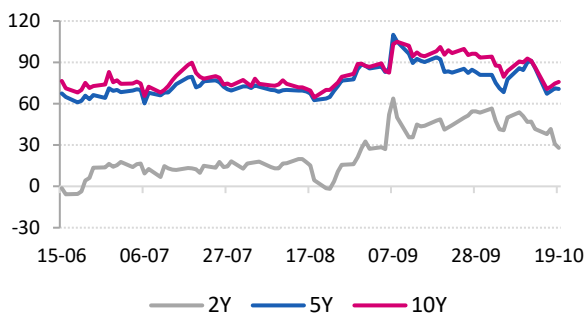
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



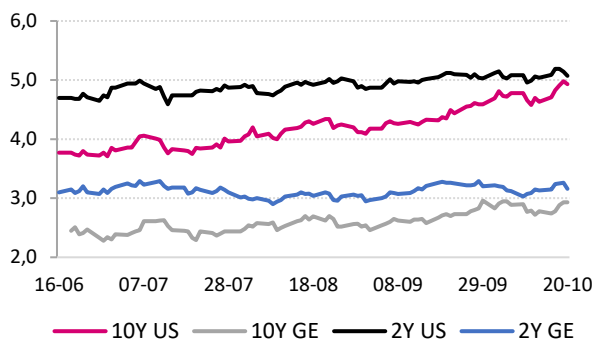
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



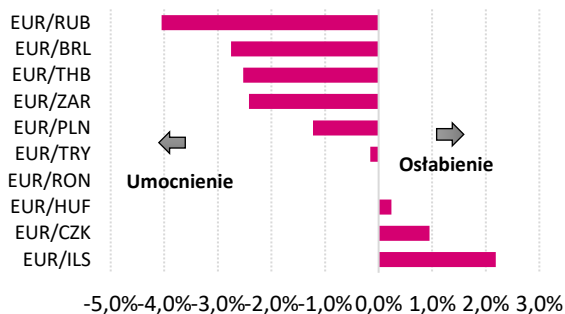
Krajowe stawki ASW [%]



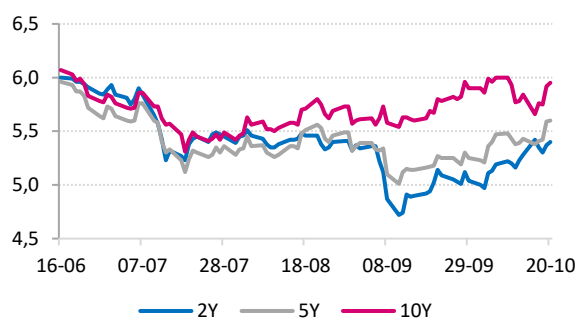
Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



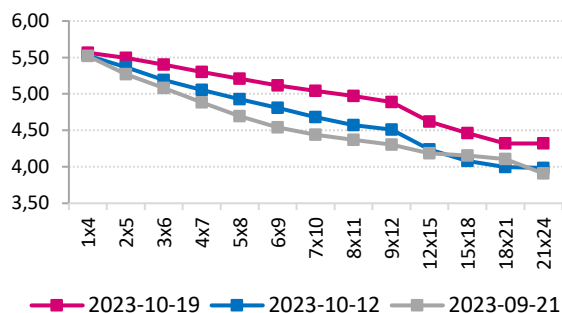
Źródło: Macrobond, Refinitiv



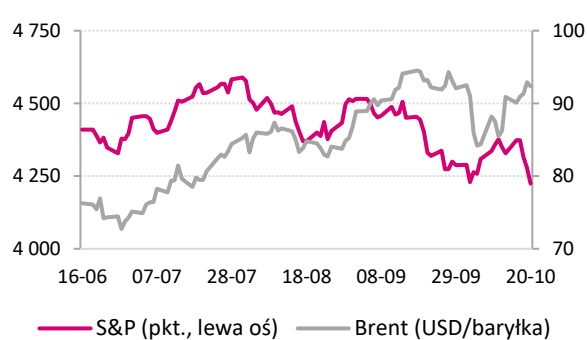
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



Kontrakty FRA w Polsce [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Poniedziałek 23 października</b>					
10:00 Produkcja bud.-montaż. r/r	Polska	Wrzesień	3.5%	5.9%	6.0%
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Wrzesień	7.3%	7.3%	7.3%
<b>Wtorek 24 października</b>					
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Październik	39.6	40.0	
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Październik	50.3	50.0	
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Październik	43.4	43.6	
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Październik	48.7	48.9	
14:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Październik	13.00%	12.50%	
15:45 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Październik	49.8	49.5	
15:45 Wstępny PMI w usługach	USA	Październik	50.1	49.9	
<b>Środa 25 października</b>					
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Październik	85.7	85.5	
16:00 Sprzedaż nowych domów	USA	Wrzesień	675k	680k	
<b>Czwartek 26 października</b>					
14:15 Decyzja w sprawie stóp procentowych (stopa depo)	EZ	Październik	4.00%	4.00%	4.00%
14:30 PKB r/r wst.	USA	3Q	2.1%	4.1%	
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m wst.	USA	Wrzesień	0.1%	0.6%	
14:30 Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych	USA	20 paź.	198k	205k	
<b>Piątek 27 października</b>					
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Wrzesień	3.5%		
14:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Wrzesień	0.4%	0.3%	
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Wrzesień	0.4%	0.4%	
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Październik	68.1	63.0	
<b>Poniedziałek 30 października</b>					
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Październik	4.5%		

## Dane i prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
<b>PKB</b>	% r/r	6.9	5.3	0.6	2.9	-0.3	-0.6	0.3	2.6	2.5	3.1	2.8	2.9
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, k.o.	5.8	5.2	5.2	5.3	5.4	5.0	5.0	5.2	5.5	5.1	5.3	5.3
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, śr.o.	5.1	14.4	11.7	6.4	17.0	13.1	9.7	7.0	7.0	5.9	6.4	6.2
<b>Ropa naftowa Brent</b>	USD, śr.o.	70.8	98.7	85.3	90.8	82.1	77.7	85.6	95.6	92.5	91.4	90.2	89.1
<b>Stopa referencyjna</b>	%, k.o.	1.75	6.75	5.50	4.50	6.75	6.75	6.00	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50
<b>WIBOR 1M</b>	%, k.o.	2.23	6.93	5.55	4.55	6.84	6.86	6.04	5.55	5.30	5.05	4.80	4.55
<b>WIBOR 3M</b>	%, k.o.	2.54	7.02	5.60	4.50	6.89	6.90	5.77	5.60	5.35	5.00	4.70	4.50
<b>WIBOR 6M</b>	%, k.o.	2.84	7.14	5.45	4.20	6.95	6.95	5.63	5.45	5.20	4.90	4.50	4.20
<b>EUR/PLN</b>	k.o.	4.60	4.69	4.55	4.45	4.68	4.45	4.64	4.55	4.55	4.50	4.50	4.45
<b>USD/PLN</b>	k.o.	4.06	4.40	4.20	3.94	4.29	4.11	4.37	4.20	4.14	4.05	3.98	3.94
<b>EUR/USD</b>	k.o.	1.14	1.07	1.08	1.13	1.09	1.09	1.06	1.08	1.10	1.11	1.13	1.13
<b>EURIBOR 3M</b>	%, k.o.	-0.57	2.13	4.00	3.45	3.04	3.58	3.95	4.00	4.00	3.85	3.65	3.45
<b>SOFR 3M</b> (następca LIBOR 3M USD od 07.2023)	%, k.o.	0.21	4.77	5.34	4.09	5.19	5.55	5.66	5.34	5.34	4.98	4.41	4.09

\* 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.