

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

30 października 2023

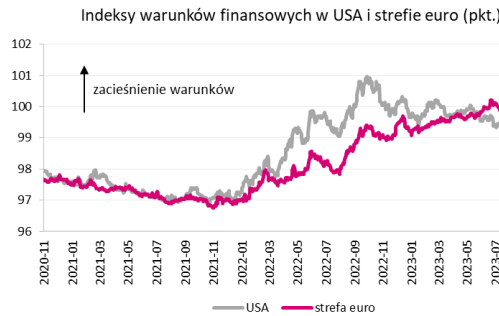
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński
Ekonomista
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz
Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond

Niedawne umocnienie dolara i zwiększenie dochodowości obligacji USA - wpływająca między innymi na oprocentowanie kredytów hipotecznych - skutkowało istotnym zacieśnieniem warunków finansowych. Daje to komfort Rezerwie Federalnej do obserwacji procesów gospodarczych. W rezultacie podczas kończącego się w środę posiedzenia Fed amerykańscy bankierzy centralni prawdopodobnie utrzymają stopy procentowe.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Jak głęboki spadek inflacji w październiku?

Spośród krajowych danych uwagę inwestorów przyciągać będzie szybki szacunek inflacji CPI za październik, który opublikowany zostanie we wtorek. Według naszych szacunków wskaźnik CPI spadł w październiku do 6,6% r/r z 8,2% r/r, poziomu najniższego od września 2021 r. Dezinflacja ma szeroki zakres i widoczna była zarówno w komponentach podażowych (paliwa, żywność), jak i inflacji bazowej. W naszej ocenie przestrzeń do dalszego spadku wskaźnika CPI wyczerpuje się, a ostatnie miesiące tego roku mogą przynieść jego wzrost, m.in. ze względu na odbicie cen paliw na stacjach benzynowych. Przestrzeni do wyraźnego obniżenia inflacji nie widzimy także w 2024 r., choć tutaj czynnikiem niepewności pozostaje podejście nowego rządu do działań osłonowych w zakresie cen nośników energii i żywności. Spadek inflacji może stanowić argument dla zwolenników łagodzenia polityki pieniężnej za kolejnym cięciem, stóp, jednak czynnikiem niepewności pozostaje możliwość zmiany funkcji reakcji RPP w obliczu prawdopodobnej zmiany koalicji rządzącej.

Fed z ostrożną decyzją pomimo mocnych danych z gospodarki USA

W kalendarium makroekonomicznym tego tygodnia wyróżnia się posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Konsensus ekonomistów oraz oczekiwania rynków finansowych wskazują na stabilizację stóp procentowych i utrzymanie stopy Fed w przedziale 5,25-5,50%. Także w naszej ocenie nie dojdzie do zmian stóp, pomimo mocnych danych z gospodarki realnej. Przypomnijmy, że w ub. tygodniu poznaliśmy pierwszy szacunek PKB w USA, który w 3Q 2023 wzrósł aż o 4,9% kw/kw (SAAR) po wzroście o 2,1% kw/kw w 2Q. Niemniej inflacja bazowa obniża się. Warto też odnotować, że ostatnie tygodnie przyniosły zacieśnienie warunków finansowych w USA, jako efekt umocnienia dolara i wzrostu rentowności amerykańskiego długu. Stanowi to pewien ekwiwalent podwyżki stóp proc. Naszym zdaniem utrzymana zostanie jastrzębia retoryka Fed, który nie będzie wykluczał możliwości podwyżki stóp w grudniu br., w przypadku danych potwierdzających utrwalenie presji popytowej w gospodarce, bądź brak łagodzenia napięcia na rynku pracy. W tym kontekście istotną publikacją będzie raport z rynku pracy za październik (publikacja w piątek). Według konsensusu prognoz wzrost liczby etatów poza rolnictwem (non-farm payrolls) wyhamował do 140 tys. m/m z 263 tys. we wrześniu, co wspierałoby scenariusz stóp proc. w tym cyklu.

Dane ze strefy euro w cieniu posiedzenia EBC z ubiegłego tygodnia

W tym tygodniu poznamy wstępne dane o inflacji konsumenckiej w strefie euro w październiku i pierwszy szacunek PKB w 3Q 2023. Według konsensusu prognoz indeks HICP obniżył się do 3,4% r/r z 4,3% r/r we wrześniu. Inflacja bazowa pozostaje bardziej uporczywa i prognozy wskazują na spadek w mniejszej skali (do 4,2% r/r z 4,5% r/r). W przypadku PKB oczekuje się spadku o 0,1% kw/kw po wzroście o 0,1% kw/kw w 2Q 2023. Realizacja tych prognoz potwierdziłaby powoli obniżającą się presję inflacyjną w warunkach materializującej się recesji gospodarczej. Nie stanowi to zaskoczenia dla EBC, który na posiedzeniu w ub. tygodniu nie zmienił stóp proc. i większą uwagę zwrócił na perspektyw słabej koniunktury.

Czy poprawiły się nastroje w polskim przemyśle?

W czwartek poznamy indeks PMI dla polskiego przemysłu za październik. Oczekujemy jego wzrostu do 44,5 pkt z 43,9 pkt, głównie z powodu lepszych zamówień krajowych i niewielkiej poprawy bieżącej produkcji. Ciekawe będą też informacje o cenach sprzedawanych produktów. Najpewniej potwierdzą one powrót do wzrostów, wraz z odbiciem cen surowców.

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

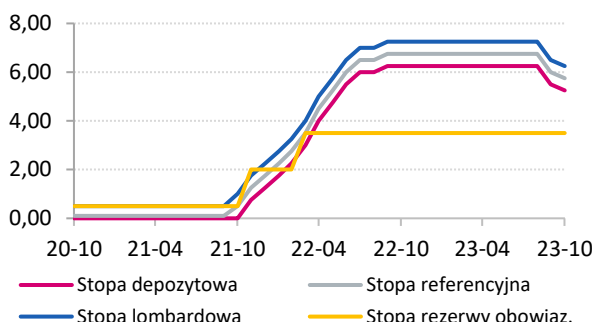
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Złoty tkwi od ponad tygodnia w wąskim paśmie odchyień. Kurs EUR/PLN porusza się bowiem wokół poziomu 4,46 +/- 1,5 grosza. W tym tygodniu nie zabraknie potencjalnych impulsów przemawiających za podbiciem zmienności. Uważamy jednak, iż zarówno krajowe dane o inflacji CPI, jak i wynik posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej (tj. najważniejsze wydarzenia krajowe i zagraniczne tego tygodnia) pozostaną dość neutralne dla polskiej waluty. Naszym zdaniem kontynuacja dezinflacji w Polsce skłoni Radę Polityki Pieniężnej do kolejnej obniżki stóp procentowych o 25 pkt. baz. w przyszłym tygodniu, co jest już jednak uwzględnione w rynkowych wycenach. Z kolei decyzja amerykańskiej Rezerwy Federalnej powinna przynieść stabilizację stóp procentowych w listopadzie (środa), która również jest uwzględniona przez rynkowy konsensus. W efekcie dane o inflacji CPI i wynik posiedzenia Fed powinny być relatywnie neutralne dla wyceny złotego. W rezultacie uważamy, iż przed nami dość spokojny okres notowań EUR/PLN. Nieobecność inwestorów krajowych w środę (dzień wolny od pracy w Polsce) nie powinna być wykorzystana przez inwestorów zagranicznych do podbicia zmienności. Uważamy iż kurs EUR/PLN w najbliższych dniach stabilizować się będzie wokół poziomu 4,46.
USD/PLN 	W obliczu spodziewanej stabilizacji złotego o kierunku zmian pary USD/PLN decydować będą globalne ruchy dolara. Zakładamy, iż amerykańska waluta może nieznacznie tracić na wartości, co wynikać będzie przede wszystkim z czynników technicznych. W rezultacie kurs USD/PLN może kierować się w stronę poziomu 4,1680 tj. dolnego ograniczenia krótkoterminowego trendu horyzontalnego.
EUR/USD 	Mimo, iż posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej (decyzja w środę) jawi się jako najważniejsze wydarzenie tygodnia, to jednak rynek zdyskontował możliwość utrzymania stóp procentowych oraz jastrzębiej narracji. W rezultacie nie uważamy, by było to wydarzenie mogące - zakładając realizację wspomnianego scenariusza - w istotny sposób wpłynąć na notowania eurodolara. Uwaga inwestorów przesunie się bowiem na publikacje danych makro budujące oczekiwania już co do kolejnego tj. grudniowego posiedzenia Fed. Wtedy to bowiem inwestorzy z rosnącym prawdopodobieństwem zakładają możliwość podwyżki stóp procentowych. Póki co jednak uważamy, iż to wskazania techniczne mogą okazać się decydujące dla kierunku zmian eurodolara. Kurs EUR/USD od miesiąca pozostaje bowiem w trendzie wzrostowym będącym korektą w nadrzędnym kanale spadkowym. Uważamy, iż notowania mogą kierować się w stronę górnego ograniczenia tj. poziomu 1,0683. Podsumowując dostrzegamy niewielki potencjał wzrostowy dla notowań eurodolara. Mimo dość licznych danych tego tygodnia niewykluczone, iż istotne okażą się przede wszystkim kwestie techniczne. Te zaś sugerują krótkoterminową niewielką słabość amerykańskiej waluty.

Rynek obligacji

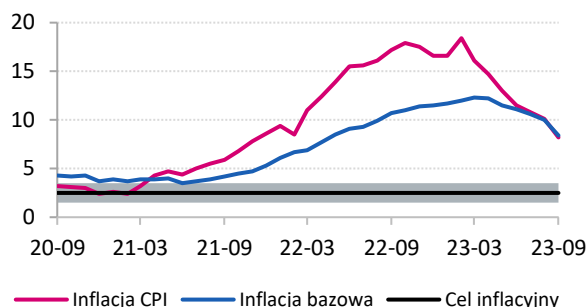
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Mimo, iż rentowności krajowego długu pozostawały w ostatnich tygodniach w trendzie wzrostu dochodowości, to uważamy, iż w kolejnych dniach przejdą w tryb stabilizacji. Przypomnijmy, iż głównym motorem zmian bieżących notowań skarbowych papierów wartościowych był miks czynników krajowych i zagranicznych. Te pierwsze związane były przede wszystkim z wysokimi emisjami obligacji i napięciami fiskalnymi towarzyszącymi realizacji przyszłorocznego budżetu. Z kolei presja na wzrost dochodowości z rynków bazowych związana była z dyskontowaniem możliwości podwyżki stóp procentowych w USA podczas grudniowego posiedzenia Fed. W naszej ocenie w najbliższych dniach trudno będzie o kontynuację bieżącego trendu. Nie zakładamy bowiem nowych impulsów wpływających na wycenę SPW. W konsekwencji uważamy, iż po okresie solidnych ruchów polskich papierów wartościowych ten tydzień przyniesie uspokojenie wyceny obligacji. Tym bardziej, iż jest on krótszy dla inwestorów krajowych.
10Y DE (%) 	Zaplanowane na ten tydzień dane ze strefy euro (wstępne odczyty inflacji i PKB) powinny wpisywać się w rynkowe oczekiwania osiągnięcia już docelowego poziomu stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego w tym cyklu. W rezultacie presja na wzrost dochodowości Bunda powinna ulec ograniczenia. Zakładamy, iż wycena niemieckiego długu przejdzie obecnie w trend boczny rozbudowywany wokół poziomu 2,85%.
10Y US (%) 	Niedawne liczne pozytywne niespodzianki z gospodarki amerykańskiej skutkowały solidnym wzrostem dochodowości obligacji USA, w tym osiągnięciem przez 10-latkę poziomu ponad 5% tj. najwyższego od 2007 roku. Obecnie uważamy, iż przestrzeń do kontynuacji wzrostów rentowności przez Treasuries uległa wyczerpaniu. Środowa decyzja Fed z wysokim prawdopodobieństwem przyniesie stabilizację stóp procentowych co jest już rynkowo uwzględnione. W efekcie nie powinno stanowić źródła zmienności. Podobnie jak możliwa wciąż jastrzębia narracja przedstawicieli Rezerwy Federalnej. Podsumowując zakładamy, iż ten tydzień - mimo posiedzenia Fed - przyniesie względną stabilizację wyceny Treasuries a presja na wzrost dochodowości może powrócić w kolejnych tygodniach wraz z potencjalnymi kolejnymi niespodziankami z gospodarki amerykańskiej.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

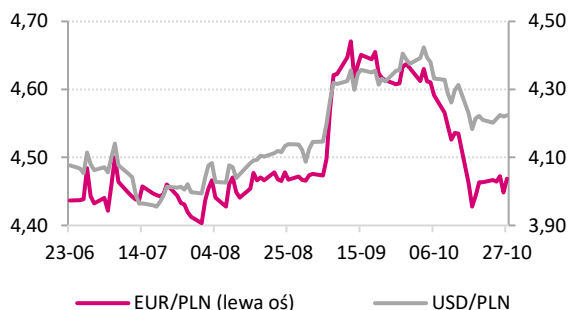


<p>Joanna Tyrowicz (26.10.2023)</p>	<p>Taka jest krótkookresowa prognoza analityków NBP, że po okresie letnim, inflacja w listopadzie i grudniu będzie wyższa niż ta, którą obecnie obserwujemy.</p>
<p>Ludwik Kotecki (25.10.2023) (19.10.2023)</p>	<p>Nie wiemy, co będzie z zerowym VAT na żywność. Można zakładać, że w którymś momencie zostanie on zniesiony, być może z początkiem 2024 roku. (...) Tarcza była wprowadzana przy inflacji 8-9 proc., można spodziewać się, że na przelocie roku spadnie do 6-7 proc. Nie ma więc sensu tego ciągnąć dalej.</p> <p>Można szacować, że zniesienie zerowego VAT na żywność przełoży się na wzrost inflacji o 0,9 pkt. proc. (...) Do tego dochodzą taryfy na prąd i gaz, które zostały ustalone na poziomie nierynkowym. Gdyby ceny zostały podniesione o 60 proc., to byłby powrót do cen rynkowych, ale raczej zakładałbym wzrost o 20-30 proc.</p> <p>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.</p>
<p>Przemysław Litwiniuk (24.10.2023)</p>	<p>Nie ma podstaw do tego, aby w tej chwili dążyć do wdrożenia kolejnej obniżki poziomu stóp procentowych. Czy będą podstawy do tego, aby zaostrzać politykę dowiemy się z projekcji listopadowej.</p> <p>Spodziewam się, że (w listopadowej projekcji) zobaczymy pierwsze zwiastuny odbicia gospodarczego, czyli czynnika, z którego rząd będzie się cieszyć, a RPP mniej, ze względu na to, że wzrost konsumpcji będzie przyczyniał się do zmiany ścieżki dezinflacji. (...) Dotychczas projektowana krzywa obrazująca ścieżkę dezinflacji będzie mniej ostra, nie będzie tak ambitna, jak wcześniej zakładano, choć nie zakładano najbardziej optymistycznego przebiegu tego procesu.</p>
<p>Adam Glapiński (09.10.2023) (05.10.2023)</p>	<p>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 mojej kadencji, pierwszej i drugiej, kurs złotego jest zadowalający, sprzyja rozwojowi polskiej gospodarki.</p> <p>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.</p> <p>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.</p>
<p>Gabriela Masłowska (06.10.2023)</p>	<p>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.</p> <p>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.</p>
<p>Henryk Wnorowski (20.09.2023)</p>	<p>Lekcja płynąca z reakcji kursu walutowego może sugerować, że obecnie bardziej potrzebne są stopniowe działania w polityce pieniężnej.</p>
<p>Wiesław Janczyk (13.09.2023)</p>	<p>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.</p>

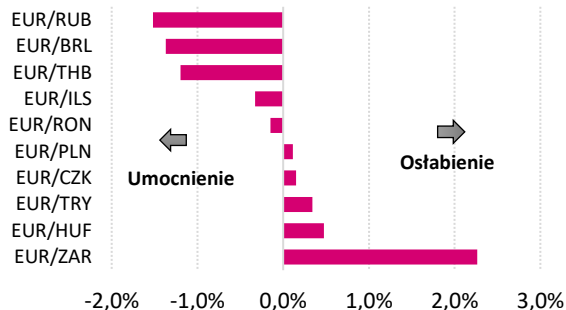
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

Wykresy rynkowe

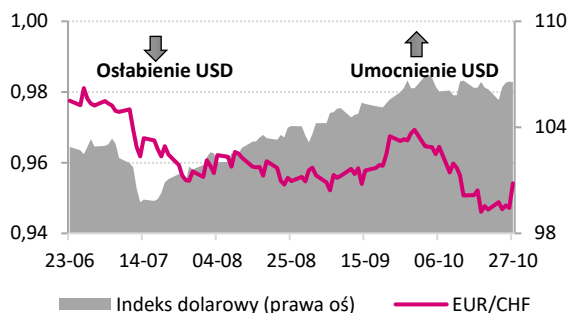
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



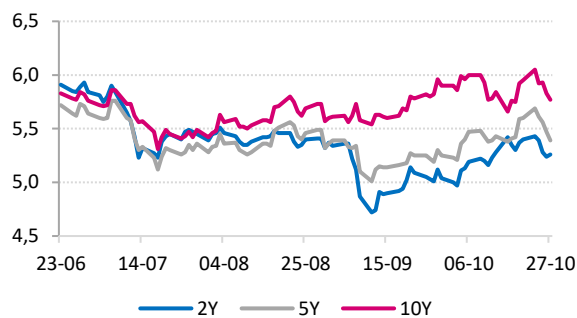
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



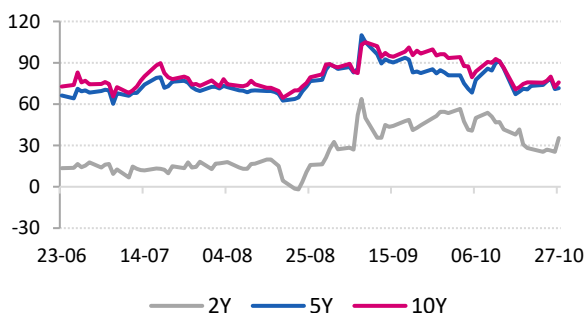
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



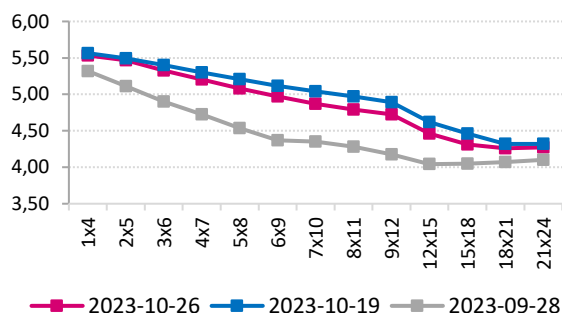
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



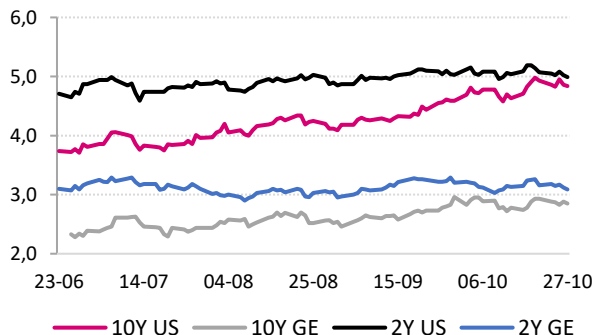
Krajowe stawki ASW [%]



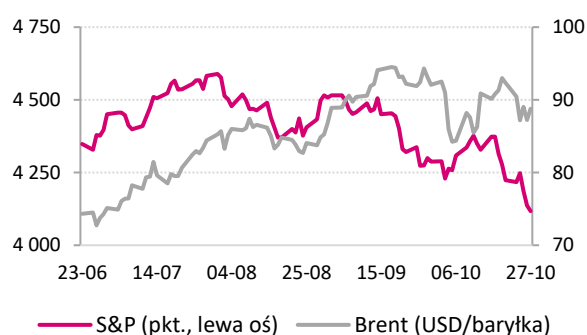
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 30 października					
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Październik	4.5%	4.0%	
Wtorek 31 października					
	Japonia	Październik	-0.1%	-0.1%	
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Październik	8.2%	6.8%	6.6%
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Październik	4.3%	3.4%	
11:00 PKB wst.	EZ	3Q	0.5%	0.2%	
15:00 Indeks Conference Board	USA	Październik	103.0	101.5	
Środa 01 listopada					
	Polska				
13:15 Raport ADP	USA	Październik	89k	140k	
14:45 Indeks PMI w przemyśle	USA	Październik	49.8	50.0	
15:00 Indeks ISM w przemyśle	USA	Październik	49.0	49.1	
15:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Wrzesień	9.61m		
20:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	USA	Listopad	5.25-5.50%	5.25-5.50%	
Czwartek 02 listopada					
09:00 Indeks PMI w przemyśle	Polska	Październik	43.9	44.3	44.5
09:55 Indeks PMI w przemyśle	Niemcy	Październik	39.6	40.7	
10:00 Indeks PMI w usługach	EZ	Październik	43.4	43.0	
13:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	UK	Listopad	5.25%	5.25%	
13:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	27 paź.	210k	212k	
14:30 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Czechy	Listopad	7.00%	7.0%	
15:00 Zamówienia na dobra trwałe użytku m/m fin.	USA	Wrzesień	-0.1%	4.7%	
Piątek 03 listopada					
13:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym	USA	Październik	336k	170k	
13:30 Stopa bezrobocia	USA	Październik	3.8%	3.8%	
14:45 Indeks PMI w usługach	USA	Październik	50.1	50.9	
15:00 Indeks ISM w usługach	USA	Październik	53.6	53.0	
Poniedziałek 06 listopada					
10:00 Indeks PMI w usługach fin.	EZ	Październik	48.7	47.8	

Dane i prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
PKB	% 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
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, 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
Inflacja CPI	% 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
Ropa naftowa Brent	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
Stopa referencyjna	%, 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
WIBOR 1M	%, 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
WIBOR 3M	%, 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
WIBOR 6M	%, 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
EUR/PLN	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
USD/PLN	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
EUR/USD	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
EURIBOR 3M	%, 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
SOFR 3M (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.