

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

6 listopada 2023

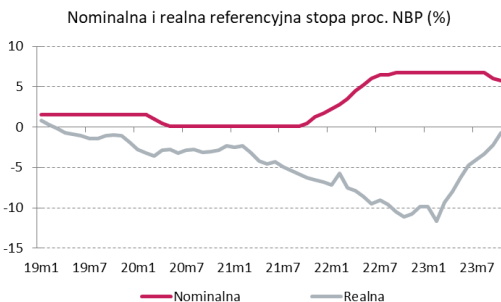
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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

W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Nasz scenariusz zakłada obniżkę stóp o 0,25 pkt proc., za czym przemawia obniżająca się inflacja, wzrost PKB poniżej potencjału i niemal już dodatnia realna referencyjna stopa NBP. Decyzja Rady obciążona jest wysoką niepewnością, m.in. ze względu na nieokreśloną przyszłość działań ostonowych oraz możliwą zmianę funkcji reakcji po prawdopodobnej zmianie koalicji rządzącej w Polsce.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Czy RPP obniży stopy procentowe?

W tym tygodniu uwaga inwestorów na krajowym rynku finansowym koncentrować się będzie na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej, które rozpoczyna się we wtorek. Decyzja o parametrach polityki pieniężnej ogłoszona będzie w środę w godzinach popołudniowych. Zakładamy, że stopy procentowe spadną o 25 pkt. baz. Taki też jest konsensus ekonomistów Bloomberg'a. W naszej ocenie spadek inflacji w październiku do 6,5% r/r będzie argumentem dla zwolenników łagodzenia monetarnego za kolejną obniżą stóp. Szczególnie, że w całej drugiej połowie tego roku inflacja mierzona wskaźnikiem CPI, a także inflacja bazowa, będą niższe niż ścieżka z lipcowej projekcji makroekonomicznej NBP. Dodatkowo, od początku października złoty zyskał na wartości nieco ponad 4%, co zwiększa restrykcyjność warunków monetarnych. Niepewność co do listopadowej decyzji jest jednak wysoka, ponieważ RPP już obniżyła stopy proc. znacznie, a perspektywa powrotu inflacji do celu pozostaje odległa. Ważne z punktu widzenia listopadowej decyzji RPP będą wyniki najnowszej projekcji makroekonomicznej, z którą Rada zapozna się na obecnym posiedzeniu. Kluczową z punktu widzenia bankierów centralnych informacją będzie szansa powrotu inflacji do celu NBP w horyzoncie projekcji. Warto przy tym dodać, że nowa projekcja będzie uwzględniła ścieżkę inflacji także w roku 2026. O ile bieżące odczyty inflacji są niższe niż założenia lipcowej projekcji, to powrót inflacji do celu w perspektywie roku 2026 pozostają niepewne, ze względu na dokonane dotychczas obniżki stóp procentowych, luźną politykę fiskalną, ciasny rynek pracy, a także spodziewaną odbudowę popytu konsumpcyjnego. Źródłem niepewności dla ścieżki inflacji jest także podejście nowego rządu do działań ostonowych, szczególnie zamrożenia cen energii elektrycznej i gazu, a także dotyczące zerowej stawki VAT na część żywności. Czynnikiem niepewności jest także funkcja reakcji RPP w obliczu planowanej zmiany koalicji rządowej. Tym bardziej, że polityka fiskalna pozostanie w najbliższych latach zapewne ekspansywna. Z tego też punktu widzenia ważna będzie wymowa komunikatu RPP oraz wystąpienie prezesa NBP, które odbędzie się w czwartek o godz. 15. Analizowane będą one po kącie nastawienia RPP po dotychczasowych cięciach stóp procentowych, a tym samym oceny ich średniookresowej perspektywy. W naszej ocenie, ze względu na ograniczoną przestrzeń do spadku inflacji, w przyszłym roku RPP będzie ostrożniej dozowała luzowanie monetarne niż dotychczasowe ruchy i stopy procentowe do końca 2024 r. spadną do 4,50%. Rynki finansowe wyceniają nieco bardziej agresywny scenariusz stóp i ich spadek do 4,25%.

Fitch dokona przeglądu ratingu Polski

Na piątek wieczór zaplanowany jest przegląd ratingu Polski przez agencję Fitch, pierwszy po wyborach parlamentarnych. Spodziewamy się, że rating, jak i jego stabilna perspektywa zostaną utrzymane. Dłuższa perspektywa co do ratingu pozostaje bardziej niepewna. Jeszcze przed wyborami Fitch wskazywał, że zapowiedzi ekspansywnej polityki fiskalnej wszystkich opcji politycznych mogą obniżyć równowagę zadłużenia polski. Ponadto agencja oceniła, że „interakcja między polityką fiskalną i monetarną po wyborach będzie istotna dla wiarygodności instytucjonalnej (...)”. W naszej ocenie jednak także w przyszłym roku rating Fitch, ani jego perspektywa nie ulegnie zmianie, a czynniki ryzyka związane z sytuacją fiskalną będą w dużym stopniu bilansowane lepszą oceną dotyczącą otoczenia instytucjonalnego i przyspieszeniem napływu środków na rzecz Krajowego Planu Odbudowy i polityki spójności UE.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,4622	0,1%
USD/PLN	4,1510	-1,2%
CHF/PLN	4,6246	-0,7%
EUR/USD	1,0749	1,4%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,75	-5
WIBOR 3M	5,64	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,21	-2
5Y	5,18	-22
10Y	5,52	-25

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,83	-2
5Y	4,56	-17
10Y	4,82	-22

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,71	-14
US 10Y	4,60	-29

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	72819,8	3,6
S&P 500	4358,3	5,9
Nikkei 225	32708,5	5,5

Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

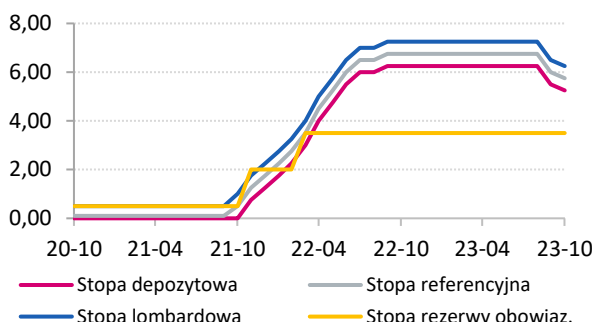
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↔	Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej uważamy za najważniejsze wydarzenie tego tygodnia na rynku złotego. Do czasu opublikowania decyzji (środa) uważamy, iż kurs EUR/PLN podlegać będzie niewielkim zmianom wynikającym przede wszystkim z dotychczasowego trendu bocznego. Sytuacja może zmienić się w momencie decyzji RPP (choć uważamy, iż jest to mimo wszystko mało prawdopodobne). Nasza prognoza jak i konsensus rynkowy zakładają cięcie stóp procentowych o 25 pkt. baz., co w przypadku realizacji nie stanowiłoby źródła rynkowej zmienności. Wtedy inwestorzy wyczekiwać będą czwartkowej konferencji prasowej prezesa Narodowego Banku Polskiego. Potencjalne ruchy złotego zależą od zmian w narracji. Nie wykluczamy bowiem, iż mimo obniżki stóp procentowych RPP może brzmieć nieco mniej głośnie niż w ostatnich miesiącach. Efektem byłaby presja, choć niewielka, na umocnienie złotego. Tym bardziej, gdyby wsparcie stanowiły zmiany eurodolara, tj. jego dalszy wzrost. Podsumowując uważamy, iż pierwsza połowa tygodnia upłynie pod znakiem stabilizacji kursu EUR/PLN w ramach obowiązującego w ostatnich tygodniach trendu horyzontalnego skupionego wokół 4,46. Kierunek zmian polskiej waluty mogą odmienić zmiany w narracji Rady Polityki Pieniężnej, przy czym większe prawdopodobieństwo przypisujemy niewielkiemu zjastrzębieniu retoryki, co umiarkowanie pozytywnie wpłynęłoby na wartość złotego. Dostrzegamy potencjał, iż na koniec tygodnia kurs EUR/PLN zniżywałby w okolicę poziomu 4,44. Ogólnie zatem zmiany wartości polskiej waluty byłyby w tym tygodniu dość ograniczone.
USD/PLN	↓	W obliczu spodziewanej stabilizacji złotego o kierunku zmian pary USD/PLN decydować będą globalne ruchy dolara. Zakładamy, iż amerykańska waluta może dalej, choć już tylko nieznacznie tracić na wartości. W rezultacie kurs USD/PLN może kierować się nawet w stronę poziomu 4,1108. Tym bardziej, iż w piątek notowania naruszyły dolne ograniczenia krótkoterminowego trendu horyzontalnego otwierając sobie na gruncie technicznym przestrzeń do spadku.
EUR/USD	↑	Z punktu widzenia kalendarium danych i wydarzeń ten tydzień nie prezentuje się atrakcyjnie dla eurodolara. Brakuje bowiem istotnych odczytów makroekonomicznych mogących odmienić np. perspektywy polityki pieniężnej Fed, czy Europejskiego Banku Centralnego. Z kolei liczne wystąpienia przedstawicieli wspomnianych banków centralnych nie powinny różnić się w narracji w stosunku do niedawno zakończonych posiedzeń Rezerwy Federalnej i EBC. W efekcie nie będą one stanowić źródła rynkowej zmienności. W rezultacie przed nami dość spokojny tydzień na rynku eurodolara. Ciekawie prezentuje się natomiast sytuacja techniczna na wykresie EUR/USD. Kurs sięgnął już górnego ograniczenia krótkoterminowego kanału wzrostowego i obecnie walczy o wybicie górą. Silnym oporem pozostaje jednak poziom 1,0734, tj. 200-dniowa średnia ruchoma, która bez impulsów fundamentalnych może dość skutecznie wstrzymać ruch wzrostowy eurodolara w tym tygodniu.

Rynek obligacji

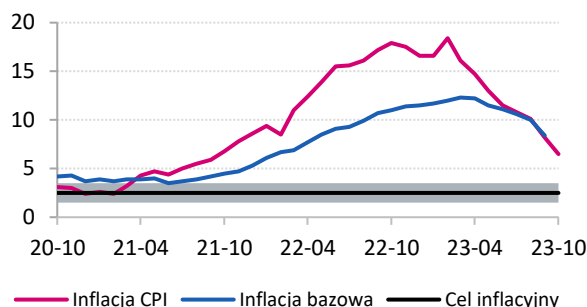
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↔	W naszej ocenie najbliższe dni przyniosą uspokojenie wyceny skarbowych papierów wartościowych. Warunkiem tych oczekiwań jest jednak realizacja naszej prognozy tj. cięcia o 25 pkt. baz. stóp procentowych w Polsce i niewielkiego zaostrzenia narracji przez członków Rady Polityki Pieniężnej. Taki scenariusz jest bowiem również scenariuszem bazowym dla rynku i nie będzie stanowił o podbiciu zmienności. Warto również przypomnieć, iż ostatnie dwa tygodnie przyniosły silny spadek rentowności, którego kontynuacja jest naszym zdaniem mało prawdopodobna obecnie, zważywszy zarówno na aspekty krajowe, jak i impulsy globalne. Interesująco, choć z potencjałem dopiero na początku przyszłego tygodnia (z racji publikacji w piątek po zamknięciu rynków) zapowiada się rewizja ratingu Polski przez agencję Fitch. W sytuacji, gdyby agencja nieco bardziej pozytywnie wypowiedziała się na temat np. długoterminowych kwestii fiskalnych nie wykluczamy skromnego spadku dochodowości skarbowych papierów wartościowych. Jak jednak zauważyliśmy doszłoby do tego dopiero w przyszłym tygodniu.
10Y DE (%)	↔	Zakładamy, iż rentowność niemieckiego długu przejdzie obecnie w trend boczny rozbudowywany wokół poziomu 2,75%. Nie znajdujemy bowiem impulsów mogących w znaczący sposób przekładać się na zmiany notowań niemieckiego długu. Dane istotne dla perspektyw polityki pieniężnej w strefie euro publikowane będą w dalszej części miesiąca. Najbliższe dni zaś jawią się dość jałowo w istotne odczyty dla notowań Bunda.
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 zaś w ślad za nieco mniej jastrzębią narracją podczas listopadowego posiedzenia Fed oraz mniejszym od oczekiwań wzrostem podaży amerykańskiego długu dochodowość Treasuries wyraźnie się obniżyła. Ten tydzień zaś - mimo, iż zdominowany będzie przez liczne wystąpienia przedstawicieli czołowych banków centralnych świata - powinien przynieść uspokojenie notowań długu rynków rozwiniętych.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

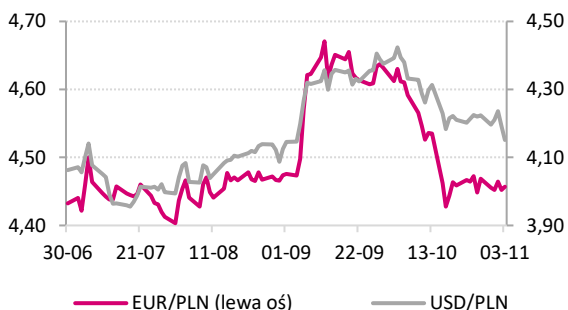


<p>Ludwik Kotecki (2.11.2023) (25.10.2023)</p>	<p>Raczej należałoby wykluczyć podwyżkę w listopadzie. Bieżące wskaźniki są dobre, ale one wynikają z braku popytu - nie ma co pchać inflacji w górę. (...) Nie wiemy, jaki będzie wpływ manipulacji cenami paliw. Nie wiemy co z tarczami antyinflacyjnymi oraz mrożeniem cen prądu i wreszcie ciągle nie wiemy, jaki będzie kształt finansów publicznych. Mając tyle niewiadomych, trudno się zdecydować na jednoznaczny ruch. Moja rekomendacja jest taka, że należy się wstrzymać dopóki nie poznamy odpowiedzi na te pytania.</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 przełomie 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>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>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 Maśłowska (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>

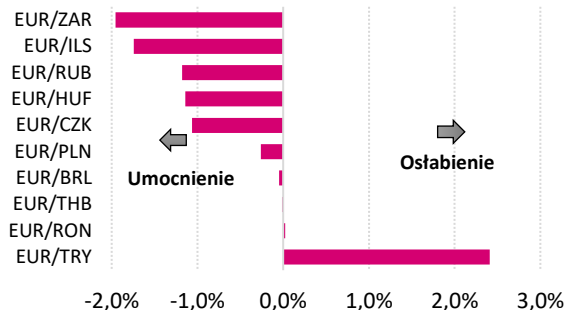
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

Wykresy rynkowe

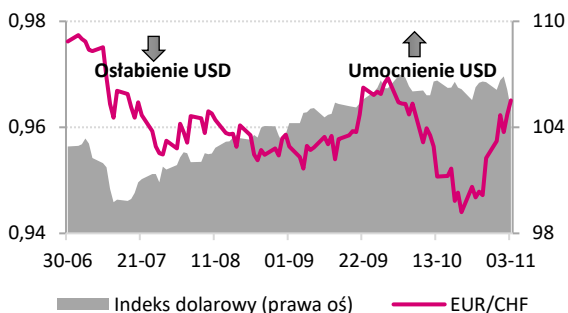
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



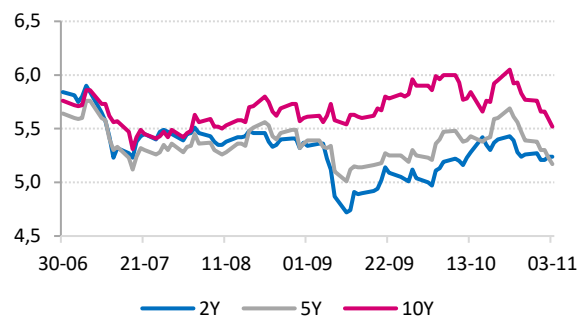
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



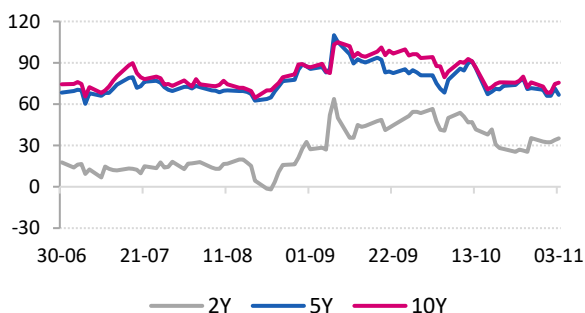
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



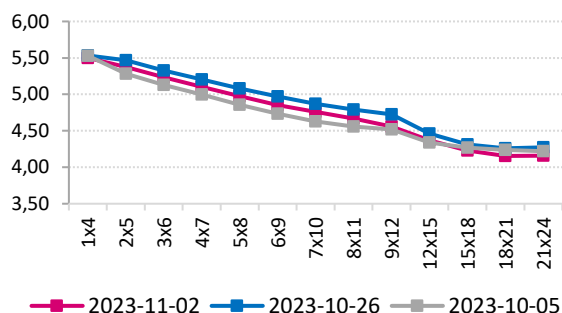
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



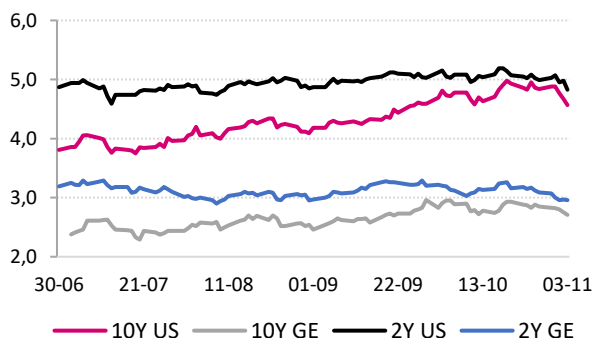
Krajowe stawki ASW [%]



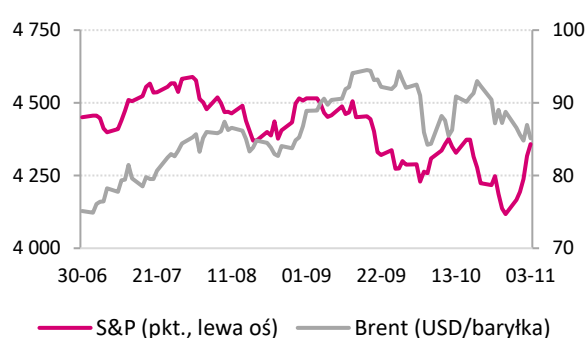
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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					
09:55 Indeks PMI w usługach fin.	Niemcy	Październik	50.3	48.0	
10:00 Indeks PMI w usługach fin.	EZ	Październik	48.7	47.8	
10:30 Indeks Sentix	EZ	Listopad	-21.9	-22.0	
Wtorek 31 października					
11:00 Inflacja PPI r/r	EZ	Wrzesień	-11.5%	-12.5%	
Środa 01 listopada					
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Polska	Listopad	5.75%	5.50%	5.50%
15:15 Wystąpienie prezesa Fed	USA	Listopad			
Czwartek 02 listopada					
14:30 Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych	USA	03 listopada	217k	215k	
15:00 Konferencja prasowa prezesa NBP	Polska	Listopad			
18:30 Wystąpienie prezeski EBC	EZ	Listopad			
Piątek 03 listopada					
Decyzja Fitch w sprawie ratingu	Polska	Listopad			
10:00 Wynagrodzenia w gospodarce narodowej r/r	Polska	3Q	13.8		12.9
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Październik			
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan wst.	USA	Listopad	63.8	64.8	
Poniedziałek 06 listopada					
14:00 Saldo rachunku obrotów bieżących EUR	Polska	Wrzesień	-202m	125m	295m

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.