

Helweci żegnają ujemne stopy

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Spadek apetytu na ryzyko wywołany przez jastrzębi przekaz Fed został wczoraj pogłębiony za sprawą podwyżek stóp procentowych innych banków centralnych. Indeksy akcyjne w Europie i USA spadły. Trwało dostosowanie wyceny docelowych poziomów stóp głównych banków centralnych – silnie rosły rentowności obligacji na rynkach bazowych. Aprecjacja dolara wytraciła impet. W Japonii zobaczyliśmy pierwszą od 1998 interwencję walutową, aby przeciwdziałać dalszej deprecjacji jena powodowanej upartym utrzymywaniem ultra-łagodnej polityki pieniężnej przez Bank Japonii. SNB nie sprostał oczekiwaniom rynku i mimo podwyżki stóp o 75pb oraz zapowiedzi kontynuacji cyklu, frank osłabił się. Złoty zachowywał się relatywnie dobrze. Odrobił część strat wobec euro i dolara z poprzedniej sesji. Umocnił się również wobec CZK i SEK. Rentowności krajowych obligacji 10-letnich podążyły śladem obligacji z rynków bazowych.
- Dziś poznamy wstępne PMI dla przemysłu Niemiec, strefy euro i USA za wrzesień. Konsensus wskazuje na spadek aktywności w Europie oraz utrzymanie impetu wzrostowego w USA. Taka kombinacja danych sprzyjałaby oczekiwaniom na kontynuację zdecydowanego zacieśnienia monetarnego Fed i ciężałoby kursowi EURUSD.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **SWI:** Szwajcarki Bank Narodowy (SNB) podwyższył stopy procentowe o 75pb (główną stopę do 0,50%), kończąc trwającą ponad 7 lat politykę ujemnych stóp procentowych. Była to druga podwyżka stóp w cyklu, po ruchu o 50pb w czerwcu. Prezes SNB, T.Jordan, zapowiedział, że nie można wykluczyć kolejnych podwyżek stóp procentowych, gdyby presja inflacyjna nie słabła, ale podał jednak szczegółów co do losów polityki pieniężnej w Szwajcarii. SNB zadeklarował, że nadal będzie interweniować na rynku walutowym w celu stabilizacji kursu franka, ale wskazał poziomów, które mogłyby wywołać takie interwencje. Decyzja i wydźwięk posiedzenia były raczej gołębnie w porównaniu do ostatnich działań innych banków centralnych z krajów rozwiniętych. Nowa projekcja inflacji oraz relatywnie łagodna retoryka SNB sugerują, że na grudniowym posiedzeniu nie będzie kolejnej podwyżki w tak dużej skali. Naszym zdaniem stopy procentowe w Szwajcarii

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

@PKO_Research

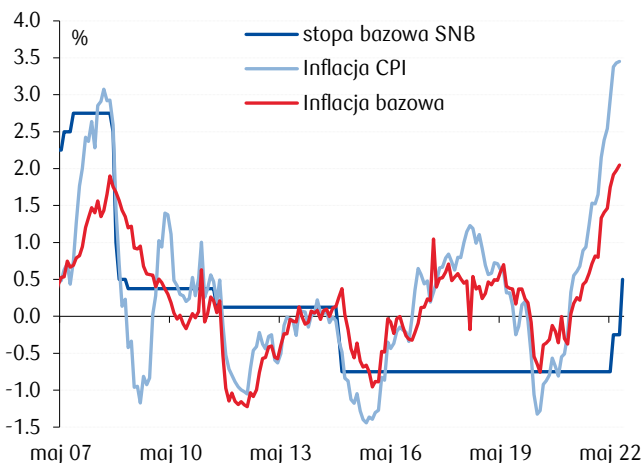
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

	Wartość 2022-09-22	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,7680	-0,1
USDPLN	4,8577	0,5
CHFPLN	4,9470	-1,2
GBPPLN	5,4354	-0,6
EURUSD	0,9816	-0,6
Obligacje:		
PL2Y	6,66	13
PL5Y	6,55	9
PL10Y	6,20	6
DE10Y	1,98	9
US10Y	3,71	20
Indeksy akcyjne:		
WIG	49 765,5	0,6
DAX	12 531,6	-1,8
S&P500	3 758,0	-0,8
Nikkei**	27 153,8	0,0
Shanghai Comp.**	3 110,0	0,0
Surowce:		
Złoto	1 669,60	0,1
Ropa Brent	90,40	0,6

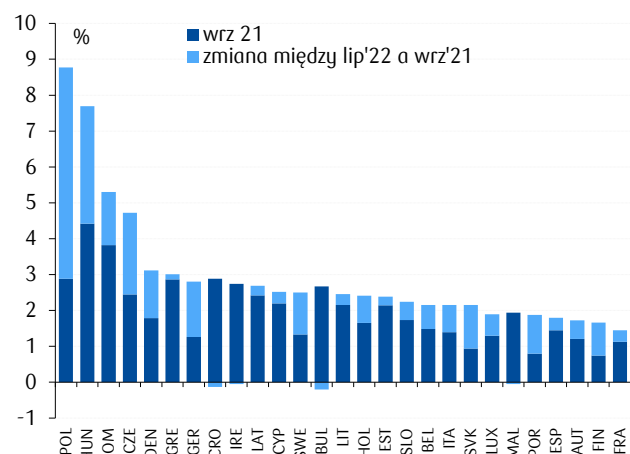
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Inflacja CPI i stopa bazowa w Szwajcarii



Źródło: Macrobond, NBP, EBC, PKO Bank Polski.

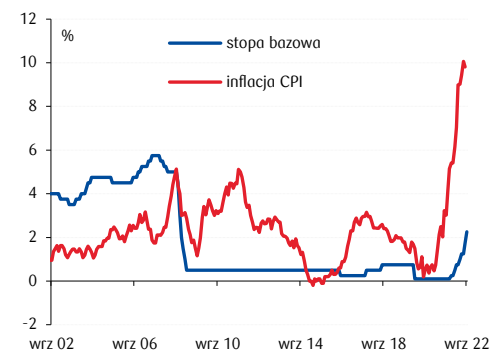
Oprocentowanie nowych kredytów mieszkaniowych w UE



wzrosną przed końcem tego roku o 50pb, a finalizująca cykl podwyżka o 25pb nastąpi w marcu 2023. Ryzyko dla takiego scenariusza jest jednak asymetryczne w stronę dłuższego i większego zacieśnienia polityki pieniężnej.

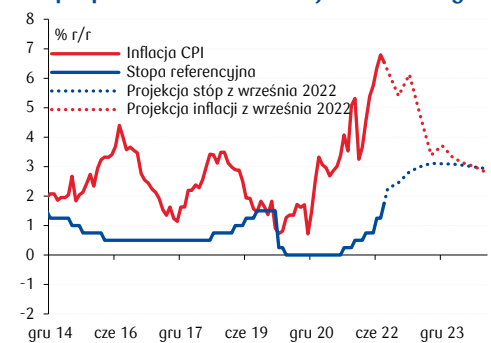
- POL: Podaż pieniądza M3 w sierpniu wzrosła o 7,4% r/r** (wobec 6,2% r/r w lipcu). Wśród węższych miar pieniądza kontynuowane były trendy z poprzedniego miesiąca: podaż pieniądza M1 pogłębiła spadek nominalnie i realnie, natomiast nominalna dynamika podaży pieniądza M2 lekko przyspieszyła. Statystyki bankowe pokazały dalsze hamowanie akcji kredytowej dla osób prywatnych. Jest to w dużej mierze efekt drastycznego wzrostu stóp procentowych – oprocentowanie nowych kredytów mieszkaniowych wzrosło w Polsce najmocniej i jest najwyższe wśród państw UE. Więcej w Makro Flashu: „[Stopy procentowe schładzają gospodarkę](#)”.
- UK: Bank Anglii (BoE) podniósł stopy procentowe o 50pb** (główna stopa: 2,25%). BoE zapowiedział, że chociaż gospodarka wchodzi w recesję, to podejmie kolejne działania, które będą niezbędne, aby sprowadzić inflację do celu. Bank szacuje, że PKB zacznie spadać już w 3q22 - o 0,1% q/q, choć poza pogorszeniem koniunktury będzie to także efekt dodatkowych dni wolnych związanych z uroczystościami pogrzebowymi Królowej. Komunikat BoE został utrzymany w tonie podobnym do tych z poprzednich miesięcy. Jeżeli prognozy będą wskazywać, że inflacja staje się uporczywa także z powodu silnego popytu, to BoE będzie reagować. Podwyżka nie była jednorodna - 3 z 9 członków Komitetu Polityki Pieniężnej optowało za ruchem o 75pb, a 1 za podwyżką o 25pb. Jednymyślnie natomiast postanowiono, że bilans BoE będzie zredukowany o 100 mld GBP w ciągu nadchodzących 12 miesięcy, albo poprzez zapadanie papierów, albo poprzez ich aktywną sprzedaż na rynku. Sprzedaż papierów na rynku ma się rozpocząć w październiku. BoE spodziewa się, że dwucyfrowa inflacja utrzyma się jeszcze kilka miesięcy po październiku, gdy ma zostać wprowadzony limit rachunków za energię dla gospodarstw domowych. BoE zostawił sobie otwartą furtkę na wypadek, gdyby limity cenowe nie weszły w formie, jaka jest teraz zapowiadana przez rząd. O dalszych losach polityki pieniężnej Bank zadecyduje zatem na posiedzeniu w listopadzie, w oparciu o bieżące informacje i dane z gospodarki.
- NOR: Norges Bank (NB) podniósł stopy procentowe o 50pb** (główna stopa: 2,25%) zapowiadając jednocześnie, że podwyżki w przyszłości będą jedynie stopniowe. Prognozy NB wskazują, że do podwyżek w skali 25pb może dojść w listopadzie, grudniu i w marcu. NB był pierwszym spośród głównych banków centralnych na świecie, który rozpoczął podwyżki stóp procentowych w 2021, teraz jest pierwszym, który sygnalizuje koniec cyklu. Według prognoz NB stopy procentowe mogą zacząć spadać w 2024.
- TUR: Bank centralny Turcji obniżył stopy procentowe o 100pb** (główna stopa: 12,00%). W reakcji na decyzję kurs tureckiej liry ustanowił kolejne historyczne minimum wobec dolara (18,42), przebijając poziom z grudnia ubiegłego roku. Poluzowanie polityki pieniężnej przy inflacji utrzymującej w okolicach 80% jest podyktowane naciskami politycznymi na bank centralny. Bank Turcji motywuje swoje działania pogarszającą się aktywnością gospodarki, która może mieć negatywny wpływ na tamtejszy rynek pracy. Okno dla dalszych obniżek stóp pozostaje w Turcji otwarte, ale kolejne ruchy będą zapewne bardziej stopniowe po tym jak lira ponownie skokowo się osłabiła. Celem polityki gospodarczej tureckiego rządu miało być wsparcie inwestycji i przemysłu zorientowanego na eksport, aby zredukować deficyt w obrotach bieżących. Skokowy wzrost cen importowanej energii przekrzyżował jednak te plany.
- USA: Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych lekko wzrosła**, do 213 tys. (z 208 tys. w poprzednim tygodniu, po rewizji). Trend spadkowy liczby wniosków utrzymał się, a dane wskazują, że pomimo spowolnienia,

Stopa procentowa i inflacja w Wlk. Brytanii



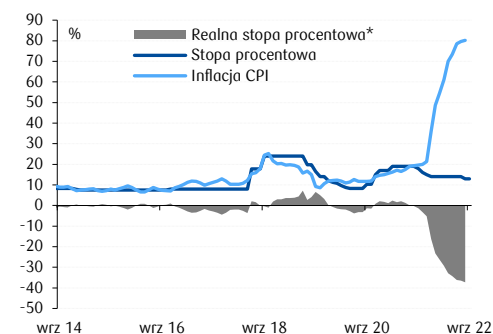
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Stopa procentowa i inflacja w Norwegii



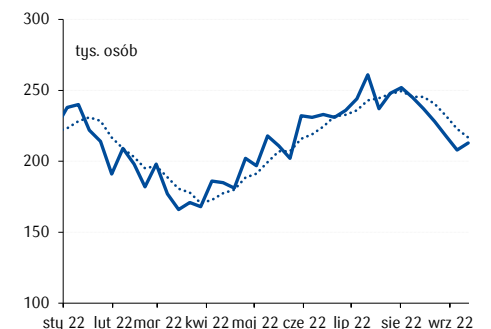
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Stopa procentowa i inflacja w Turcji



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski. *ex post, deflowana bieżącą inflacją.

Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

osobom zwalnianym jest wciąż łatwo znaleźć nową pracę. Dane wspierają scenariusz dalszego, mocnego zacieśniania polityki pieniężnej Fed.

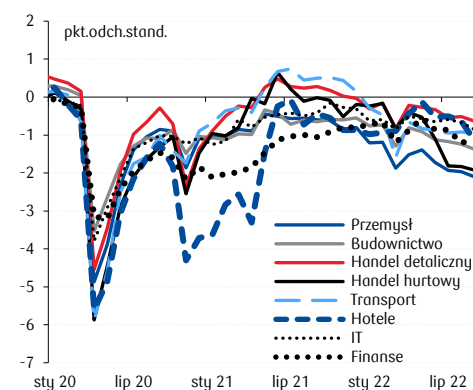
- POL: Według wstępnego projektu programu pomocy dla branż energochłonnych**, o pomoc w ramach programu będą mogli ubiegać się przedsiębiorcy potrafiący wykazać, że w 2021 ponieśli koszty zakupu energii elektrycznej i gazu ziemnego stanowiące nie mniej niż 3% wartości ich produkcji, których przeważająca działalność odbywa się w jednej z wskazanych grup PKD, m.in. produkcja odzieży skórzanej, aluminium, pozostałych podstawowych chemikaliów nieorganicznych, ołowiu, cynku i cyny, produkcja masy włóknistej, górnictwo pozostałych rud metali nieżelaznych, produkcja papieru i tektury, surówki żelazostopów, żeliwa i stali oraz wyrobów hutniczych, kauczuku syntetycznego w formach podstawowych, odlewnictwo żeliwa, produkcja włókien chemicznych, wytwarzanie i przetwarzanie produktów rafinacji ropy naftowej, produkcja miedzi, tworzyw sztucznych w formach podstawowych, przygotowanie i przędzenie włókien tekstylnych, produkcja pozostałych metali nieżelaznych, ceramicznych kafli i płytek, włókien i wyrobów wykonanych z włókien z wyłączeniem odzieży, włókien szklanych, nawozów i związków azotowych, arkuszy forniowych i płyt wykonanych na bazie drewna, szkła płaskiego, szkła gospodarczego, produkcja wodoru, cykloheksanu, benzenu, toluenu, ksylenu, styrenu, etylobenzenu, glikolu etylenowego, wełny żuźlowej, wełny skalnej. Pomoc dla przedsiębiorstw ma wynieść 5 mld zł w 2022, 8,2 mld zł w 2023 i 4,1 mld zł w 2024.
- POL: Zagregowany przez nas wskaźnik koniunktury w przedsiębiorstwach** we wrześniu spadł do -11,6 pkt (z -10,8 pkt. w sierpniu, wykres). Koniunktura pogorszyła się we wszystkich ankietowanych branżach za wyjątkiem usług finansowych. Choć twarde dane z przemysłu i budownictwa za sierpień wyglądały dobrze, to wyniki badania koniunktury za wrzesień wraz z innymi sygnałami wskazują, że aktywność gospodarki się obniża. Rosnący popyt na kredyt obrotowy (widoczny w sierpniowych danych z sektora bankowego), zazwyczaj odwrotnie skorelowany z płynnością sektora przedsiębiorstw, wskazywać może na rosnące ryzyko zatorów płatniczych. Dodatkowo, część firm ogranicza działalność, a ich bieżące, ciągle dobre wyniki, mogą być efektem sprzedaży zapasów gromadzonych na przełomie 2021/2022. Największy odsetek firm odczuwających poważne skutki wojny w Ukrainie odnotowano we wrześniu w przemyśle, transporcie oraz zakwaterowaniu. Jako główne źródło problemów przeważająca większość firm ze wszystkich branż podaje wzrost kosztów. Większy odsetek firm deklarujących wzrost poziomu inwestycji niż spadek (wobec 2021) odnotowano w branży transportowej i w handlu hurtowym. Co ciekawe, wysoka inflacja oraz wysokie koszty inwestycji należą do kluczowych powodów ograniczenia skali inwestycji firm we wszystkich branżach. Z drugiej strony wysokie tempo wzrostu inwestycji dużych firm, z jakim mieliśmy do tej pory do czynienia, może sugerować, że problemy skupiają się w sektorze MSP (a on ma większą liczebność niż sektor dużych firm – w ankiety koniunktury liczą się „sztuki” odpowiedzi, a nie całkowity wolumen inwestycji).
- EUR: Wstępne wyniki badania nastrojów konsumentów** we wrześniu pokazały spadek o 3,8 pkt. do rekordowo niskiego poziomu -28,8 pkt. Za pogorszeniem koniunktury konsumenckiej od kilku miesięcy stoi rekordowa w historii strefy euro inflacja, która stopniowo przekształca się w „kryzys kosztów życia”.
- USA: Deficyt na rachunku obrotów bieżących w 2q22 zmniejszył się** do 251,1 mld USD (z 282,5 mld USD w 1q22), wraz ze wzrostem eksportu towarów. W relacji do PKB deficyt wyniósł 4,0% wobec 4,6% w 1q22. Ograniczenie deficytu to efekt skokowego wzrostu eksportu surowców energetycznych – USA to eksporter netto ropy i gazu.

Zagregowany wskaźnik koniunktury przedsiębiorstw



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Koniunktura według branż



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 16 września						
EUR: Inflacja HICP (sie, rew.)	11:00	% r/r	8,9	9,1	--	9,1
EUR: Inflacja bazowa (sie, rew.)	11:00	% r/r	4,0	4,3	--	4,3
POL: Inflacja bazowa (sie)	14:00	% r/r	9,3	9,5	9,9	9,9
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz, wst.)	16:00	pkt.	58,2	59,6	--	59,5
Wtorek, 20 września						
GER: Inflacja PPI (sie)	8:00	% r/r	37,2	37,4	--	45,8
SWE: Posiedzenie Riksbanku	9:30	%	0,75	1,50	1,50	1,75
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (sie)	10:00	% r/r	15,8	13,9	13,5	12,7
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (sie)	10:00	% r/r	2,3	2,4	2,4	2,4
POL: Produkcja przemysłowa (sie)	10:00	% r/r	7,1	9,7	9,9	10,9
POL: Inflacja PPI (sie)	10:00	% r/r	25,5	24,8	24,6	25,5
USA: Pozwolenia na budowę (sie)	14:30	mln	1685	1615	--	1517
USA: Rozpoczęte budowy domów (sie)	14:30	mln	1404	1433	--	1575
Środa, 21 września						
POL: Koniunktura konsumencka (wrz)	10:00	pkt.	-44,9	--	--	-44,2
POL: Produkcja budowlano-montażowa (sie)	10:00	% r/r	4,2	4,3	2,0	6,2
POL: Sprzedaż detaliczna (sie)	10:00	% r/r	2,0	3,0	3,9	4,2
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (sie)	16:00	mln	4,82	4,62	--	4,80
USA: Posiedzenie Fed	20:00	%	2,50	3,25	3,25	3,25
Czwartek, 22 września						
JAP: Posiedzenie BoJ	--	%	-0,10	-0,10	-0,10	-0,1
SWI: Posiedzenie SNB	9:30	%	-0,25	0,50	0,50	0,50
NOR: Posiedzenie Norges Banku	10:00	%	1,75	2,25	2,25	2,25
UK: Posiedzenie BoE	13:00	%	1,75	2,25	2,25	2,25
TUR: Posiedzenie Banku Turcji	13:00	%	13,0	13,0	13,0	12,0
POL: Podaż pieniądza M3 (sie)	14:00	% r/r	6,2	6,2	6,3	7,4
USA: Saldo rachunku obrotów bieżących (2q)	14:30	mld USD	-282,5	-273,5	--	-251,1
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	208	218	--	213
EUR: Koniunktura konsumencka (wrz, wst.)	16:00	pkt.	-24,9	-26,0	--	-28,8
Piątek, 23 września						
GER: PMI w przetwórstwie (wrz, wst.)	9:30	pkt.	49,1	48,5	--	--
GER: PMI w usługach (wrz, wst.)	9:30	pkt.	47,7	47,2	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (wrz, wst.)	10:00	pkt.	49,6	48,7	--	--
POL: Stopa bezrobocia (sie)	10:00	%	4,9	4,9	4,9	--
EUR: PMI w usługach (wrz, wst.)	10:00	pkt.	49,8	49,0	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (wrz, wst.)	15:45	pkt.	51,5	52,0	--	--

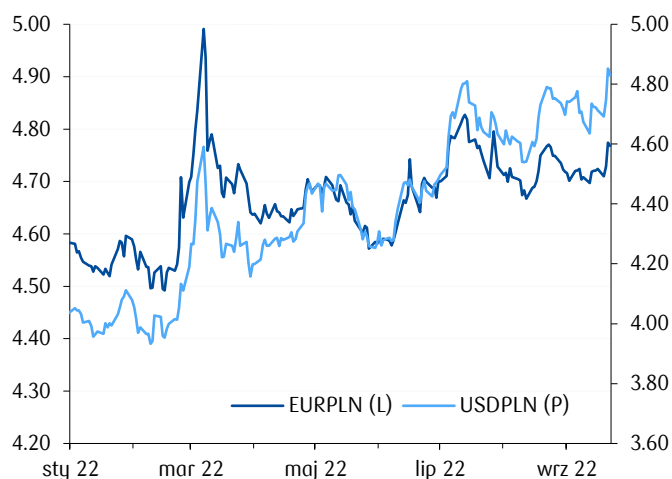
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

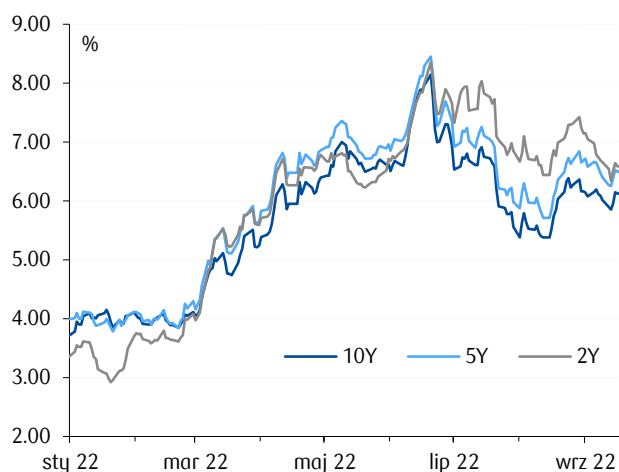
		Wartość 2022-09-22	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,7680	-0,1	1,0	0,4	3,1	8,6
	USDPLN	4,8577	0,5	2,9	2,1	23,3	21,6
	CHFPLN	4,9470	-1,2	0,6	0,2	15,9	22,5
	GBPPLN	5,4354	-0,6	0,4	-3,3	0,9	9,5
	EURUSD	0,9816	-0,6	-1,8	-1,7	-16,3	-10,7
	EURCHF	0,9638	1,1	0,4	0,2	-11,0	-11,4
	GBPUSD	1,1262	-0,6	-2,0	-4,8	-17,5	-9,4
	USDJPY	142,10	-1,4	-1,0	4,0	29,6	32,4
	EURCZK	24,68	0,1	0,9	0,1	-2,7	-4,7
	EURHUF	407,83	0,2	-0,2	-0,9	14,8	21,7
Obligacje	PL2Y	6,66	13	2	-63	605	520
	PL5Y	6,55	9	3	-8	512	474
	PL10Y	6,20	6	5	-3	421	416
	DE2Y	1,85	10	35	99	256	257
	DE5Y	1,96	12	33	87	259	273
	DE10Y	1,98	9	25	66	231	256
	US2Y	4,13	13	25	75	389	246
	US5Y	3,93	21	25	77	306	235
	US10Y	3,71	20	25	68	238	200
Akcje	WIG	49 765,5	0,6	-1,6	-6,2	-29,9	-12,5
	WIG20	1 518,2	0,6	-1,4	-7,0	-35,0	-29,3
	S&P500	3 758,0	-0,8	-3,7	-10,5	-14,5	25,6
	NASDAQ100	11 501,7	-1,2	-3,6	-12,5	-24,2	47,1
	Shanghai Composite**	3 110,0	0,0	-2,8	-4,2	-14,3	4,5
	Nikkei**	27 153,8	0,0	-2,6	-4,7	-8,4	23,0
	DAX	12 531,6	-1,8	-3,3	-5,6	-19,2	1,5
	VIX	27,35	-2,3	4,1	25,6	31,0	83,4
Surowce	Ropa Brent	90,4	0,6	-0,7	-8,9	18,4	40,4
	Ropa WTI	83,9	0,5	-2,0	-9,8	16,0	43,3
	Złoto	1669,6	0,1	0,1	-5,0	-6,0	9,5

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, **zamknięcie dnia bieżącego.

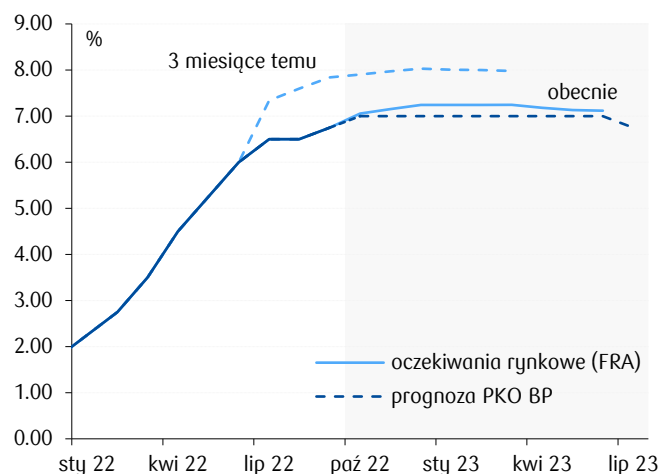
Notowania złotego wobec głównych walut



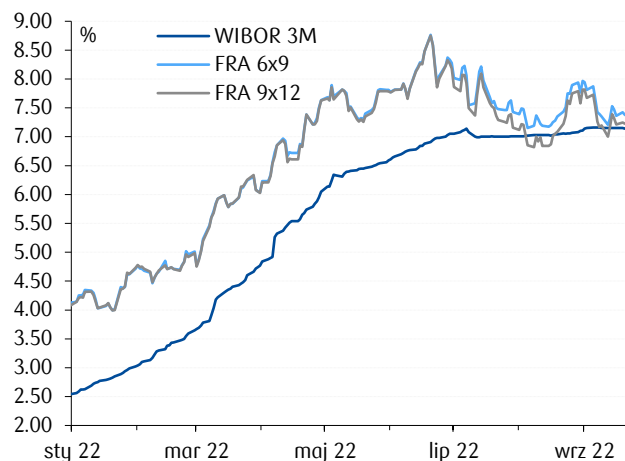
Rentowności polskich obligacji skarbowych



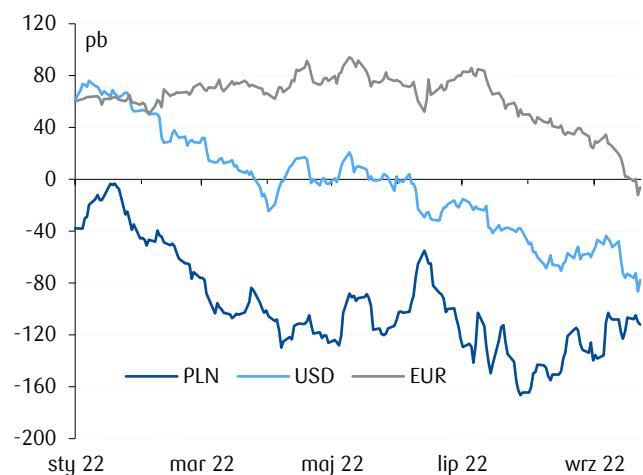
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



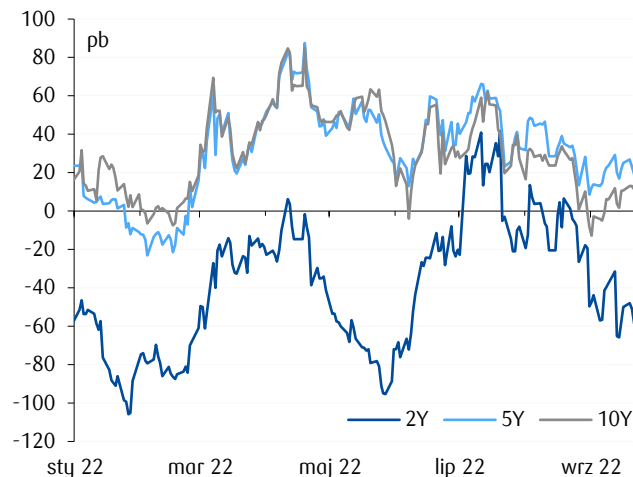
Krótkoterminowe stopy procentowe



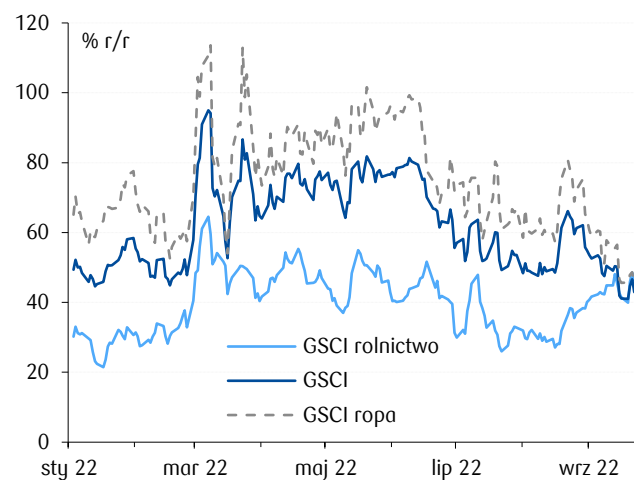
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



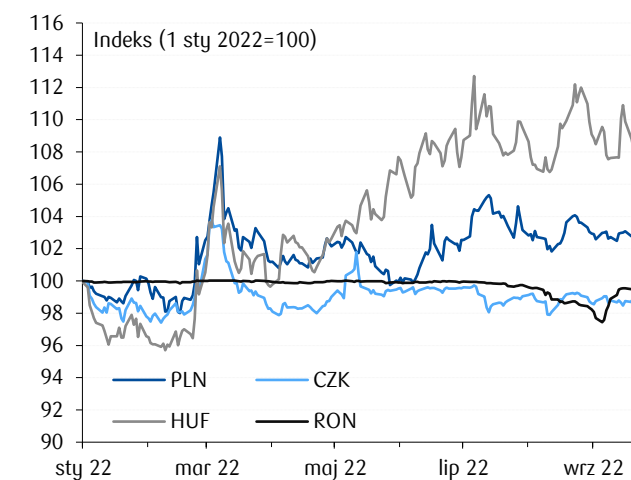
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

