

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

25 lipca 2022

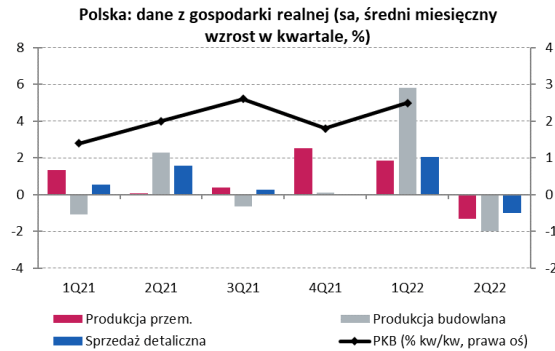
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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

Ostatnie dane „wysokiej częstotliwości” z krajowej gospodarki wskazały na rosnące ryzyko wystąpienia technicznej recesji w 2Q i 3Q. W naszej ocenie wraz z zaplanowanymi na najbliższy piątek wstępnymi danymi inflacyjnymi z Polski mogą zdecydować o skutecznym ograniczeniu oczekiwań na kontynuację cyklu podwyżek stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,7111	-1,2%
USD/PLN	4,6072	-2,0%
CHF/PLN	4,7827	-0,7%
EUR/USD	1,0225	0,7%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	6,71	3
WIBOR 3M	7,00	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	6,92	-89
5Y	6,21	-83
10Y	5,89	-79

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	7,08	-39
5Y	5,98	-48
10Y	5,70	-46

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	1,05	-15
US 10Y	2,80	-15

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	54074,7	2,1
S&P 500	3961,6	2,5
Nikkei 225	27699,3	3,4

Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia




W tym tygodniu kolejna podwyżka stóp przez amerykańską Rezerwę Federalną

W środę o godz. 20:00 poznamy decyzję amerykańskiej Rezerwy Federalnej w kwestii stóp procentowych. Rynki finansowe przypisują największe prawdopodobieństwo podwyżce o 0,75 pkt proc., a więc w takiej samej skali jak na posiedzeniu w czerwcu. Mniejsza część uczestników rynku oczekuje natomiast podwyżki o 1,00 pkt proc., a głównym argumentem pozostaje inflacja CPI w USA, która wzrosła w czerwcu do 9,1% r/r z 8,6% r/r. Po podwyżce o 75 pkt baz. główna stopa procentowa wzrosłaby do 2,25-2,50%, a więc byłaby zbliżona do tzw. „neutralnej”, jak oceniają amerykańscy bankierzy centralni w ckwartalnej ankiecie. Ten poziom utożsamiany jest z gospodarką w pełnej równowadze, a kolejne podwyżki będą już spowalniać wzrost. M.in. z tego powodu prawdopodobieństwo recesji w USA w nadchodzących kwartałach pozostaje wysokie. Warto przy tym zauważyć, że amerykańska gospodarka już w I poł. 2022 r. mogła znaleźć się tzw. technicznej recesji, tj. dwóch z rzędu kwartałów spadku PKB. Przekonamy się o tym w czwartek o godz. 14:30, gdy opublikowane zostanie pierwsze wyliczenie PKB w USA w 2Q br. Konsensus prognoz jak na razie wskazuje jednak na wzrost o 0,8% kw/kw SAAR po spadku w 1Q o 1,6% kw/kw. Fed będzie kontynuował podwyżki stóp procentowych ponad poziom neutralny, gdyż rynek pracy pozostaje ciasny (przewodniczący Fed J.Powell powiedział, że sytuacja na rynku pracy jest aż „niezdrowa”). Obecnie rynki finansowe wyceniają docelowy poziom stóp w tym cyklu na 3,50% w grudniu br. W naszej opinii krystalizujący się obraz spowolnienia w gospodarce amerykańskiej i jej otoczeniu stanowi pewne ryzyko w dół dla tych oczekiwań. W tym kontekście istotne będą napływające dane makro. W tym tygodniu poznamy wyliczenie za czerwiec zamówień na dobra trwałe w USA oraz raport o dochodach i wydatkach Amerykanów, choć ten publikowany będzie już po posiedzeniu Fed.




Wstępna inflacja CPI w lipcu

W piątek GUS opublikuje szybki szacunek inflacji w lipcu br. Według naszych wstępnych szacunków roczny wskaźnik inflacji CPI prawdopodobnie nie wzrósł względem odczytu z czerwca na poziomie 15,5% r/r. Złagodzeniu presji inflacyjnej sprzyjają przede wszystkim niższe ceny ropy naftowej, które znalazły odzwierciedlenie w spadkach cen paliw na stacjach benzynowych. Sezonowy spadek cen owoców i warzyw złagodzi też presję na wzrost cen żywności, choć czynnikiem ryzyka jest kształtowanie się cen cukru, które dynamicznie zaczęły rosnąć. Wyhamowania wzrostów oczekujemy także w przypadku inflacji bazowej, na co wskazują odczyty badań koniunktury, w których obniżyły się komponenty spodziewanych cen. Może to sugerować wyczerpywanie się możliwości przerzucania rosnących kosztów produkcji na ceny detaliczne. Dane te wpisują się będą w scenariusz coraz bliższego szczytu inflacji w tym roku. Realizacja takiego scenariusza sprzyjać będzie wygasaniu oczekiwań na dalsze podwyżki stóp procentowych przez RPP.

Rynek walutowy

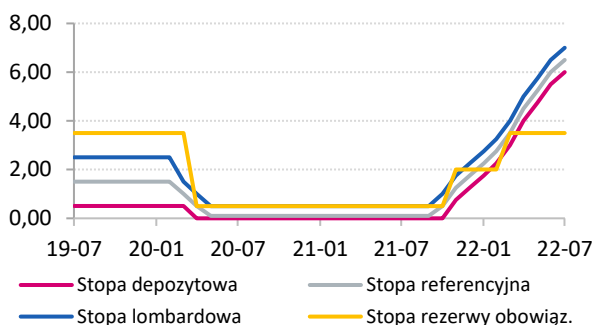
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Złoty kontynuuje umocnienie. Źródłem siły polskiej waluty są przede wszystkim zmiany globalnych rynków walutowych a przede wszystkim wzrost notowań eurodolara, z którym waluty emerging markets są ujemnie skorelowane (im wyższy EUR/USD tym mocniejsze waluty lokalne). Uważamy jednak, iż potencjał do wzrostu eurodolara uległ co najmniej czasowemu wyczerpaniu (do głosu dochodzą zaś coraz mocniej akcentowane w danych makro obawy związane z globalnym spowolnieniem gospodarczym). W efekcie pod presją znaleźć się może także i złoty. Tym bardziej, iż nie uważamy, by w czynnikach krajowych miał on wsparcie. Ten tydzień to przede wszystkim publikacja danych o inflacji CPI. W przypadku, gdyby wskazała ona na spadek wskaźnika (bądź stabilizację) byłby to kolejny w ostatnim czasie argument przemawiający za bliskim końcem cyklu podwyżek stóp procentowych w Polsce. W efekcie liczylibyśmy na wzrost kursu EUR/PLN powyżej bariery 4,75. Obecnie argumentem prołotowym pozostają przede wszystkim wskazania analizy technicznej. Po tym jak kurs EUR/PLN złamał barierę 4,7239 kolejny opór zlokalizowany jest na poziomie 4,7073. W naszej ocenie może to być kres umocnienia polskiej waluty w ramach trwającego od dwóch tygodni ruchu aprecjacyjnego, w trakcie którego notowania EUR/PLN obniżyły się już o około 10 groszy przy wciąż utrzymujących się ryzykach geopolitycznych.
USD/PLN 	Nastrój wyczekiwania na wynik najważniejszego wydarzenia tego tygodnia dla globalnych inwestorów, a więc posiedzenia Fed sprzyjać powinien stabilizacji tak eurodolara, jak i krajowej waluty. Efektem będzie spokój także pozostałych par złotych, w tym kursu USD/PLN. Bariera 4,6113 powinna być wystarczająco silna, by chronić notowania przed głębszym spadkiem.
EUR/USD 	Z ubiegłotygodniowego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego uwaga inwestorów przenosi się obecnie na posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Kurs EUR/USD pozostanie w naszej ocenie względnie stabilny do decyzji Fed (środa). Kierunek notowań eurodolara zależny będzie zaś od skali zacieśniania polityki pieniężnej w USA, przy czym za najbardziej prawdopodobny ruch należy uznać „konsensusową” podwyżkę stóp procentowych o 75 pkt. baz. W takim przypadku skala zmian eurodolara powinna pozostać niewielka, a inwestorzy skupiać się będą na odczytach PKB w USA za Q2 (czwartek) oraz danych inflacyjnych ze Stanów Zjednoczonych i strefy euro (piątek). Uważamy, iż wzorem EBC także i Fed przejdzie w tryb uzależnienia swych decyzji od napływających danych. Z czasem coraz silniej materializujący się scenariusz światowej recesji powinien utrzymywać eurodolara w bliskiej okolicy parytetu (premia dla USD jako aktywa safe-haven).

Rynek obligacji

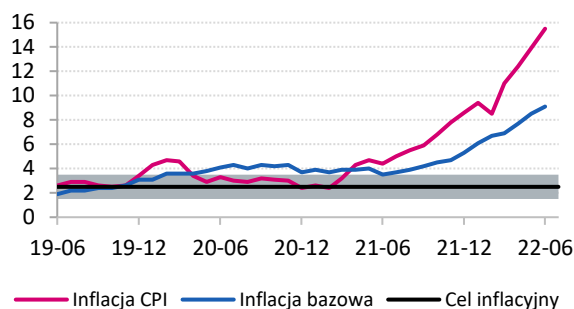
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Wycena krajowych obligacji skarbowych pozostaje zmienna. W przypadku krótkoterminowego długu istotne będą wstępne dane inflacyjne (piątek), które pozwolą określić możliwą decyzję podczas wrześniowego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej oraz kształtować będą docelowy poziom stopy referencyjnej w trwającym cyklu. Rosnące obawy dotyczące spowolnienia gospodarczego utrzymywane zaś będą odwróconą krzywą (rentowność krótkoterminowego długu jest wyższa niż 10-latk). Wspomniana dochodowość 10-latki zależna w większym stopniu będzie od zmian rynków bazowych, gdzie najnowszym trendem jest wzrost cen (spadek dochodowości) motywowany niedawnymi słabszymi od konsensusu danymi makroekonomicznymi. Dodatkowo w kierunku spadku rentowności europejskiego długu oddziałuje zaprezentowane w ubiegłym tygodniu przez Europejski Bank Centralny nowe narzędzie mające na celu ograniczenie przeceny obligacji państw strefy euro. W przypadku polskiej 10-latki prawdopodobne jest utrzymywanie się dochodowości poniżej bariery 6%.
10Y DE (%) 	Konsekwencją zaprezentowanego w ubiegłym tygodniu przez Europejski Bank Centralny narzędzia TPI - mającego ograniczać nadmierny z punktu widzenia banku spadek cen obligacji skarbowych państw EMU - oraz silniejszego od oczekiwań pogorszenia sytuacji w sektorze wytwórczym strefy euro był silny spadek dochodowości obligacji, w tym Bunda. Przejściowo rentowność 10-latki niemieckiej obniżyła się - po raz pierwszy od maja - do poziomu 1%. Obecnie liczymy, iż miks prawdopodobnego przyspieszenia inflacji HICP w strefie euro (piątek) w połączeniu z nasilającymi się obawami recesyjnymi w Europie zadecyduje o stabilizacji wyceny Bunda wokół bieżących poziomów. Oznaczać to będzie fluktuację rentowości 10-latki niemieckiej wokół poziomu 1,1%.
10Y US (%) 	Rentowność 10-latki amerykańskiej powróciła poniżej bariery 3% w odpowiedzi na coraz bardziej wyraźne sygnały spowolnienia koniunktury w Stanach Zjednoczonych. Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie posiedzenie Fed. Podwyżka stóp procentowych o 75 pkt. baz. - a więc w skali takiej jak została zapowiedziana na sierpień przez Fed - powinna być najbardziej neutralna z punktu widzenia rynkowej wyceny Treasuries. Jakikolwiek inny scenariusz będzie źródłem rynkowej zmienności rentowności 10-latki amerykańskiej.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

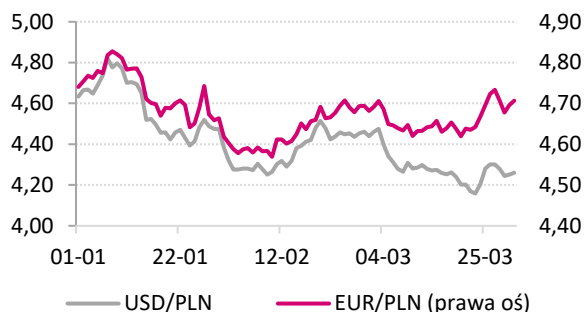


Przemysław Litwiniuk (14.05.2022)	„Podwyżka jak ta z kwietnia, gdy podniesiono o 100 pb., z nadzieją, że to załatwi sprawę kursową, była nadmierna. Uważam, że miała cechy podwyżki historycznej, co zamiast zbudować zaufanie do złotego obniżyło je i nie osiągnęliśmy w ten sposób żadnych efektów, które był związane z tego rodzaju drastycznym ruchem i ponieśliśmy (...) znaczące koszty”
Wiesław Janczyk (21.07.2022)	Najbliższe miesiące, mam nadzieję, nie przyniosą istotnych przesłanek do kontynuowania cyklu podwyżek, jednak oddziaływanie cen energii w nadchodzącym sezonie jesienno-zimowym na gospodarkę i konsumentów dzisiaj jest trudne do trafnego przewidzenia. Rada będzie działała adekwatnie do sytuacji w naszej gospodarce. W mojej opinii będzie dążyć do utrzymania możliwie najniższych poziomów stóp procentowych mając na celu realny powrót do celu inflacyjnego, który wynosi 2,5 proc. +/- 1 pkt. proc.
Henryk Wnorowski (20.07.2022)	Wydaje się, że jeszcze czeka nas być może jedna, czy kilka podwyżek stóp procentowych, ale wydaje się, że już nieznaczających. Tak wynika przynajmniej z ostatniej projekcji Narodowego Banku Polskiego i tego co my przewidujemy. Mówi się, że być może (inflacja) przekroczy nawet 20 proc. Ja osobiście takiego scenariusza nie dopuszczam, nie widzę takiego zagrożenia. Mamy 15,5 proc. i ja myślę, jeszcze czeka nas lipcowy odczyt, który moim zdaniem może będzie jeszcze ok. 1 pkt., może mniej niż 1 pkt., wyższy. (...) Najwyższy będzie odczyt sierpniowy i zaczniemy schodzić w drugą stronę
Ireneusz Dąbrowski (19.07.2022)	Moim zdaniem, jeżeli będą kolejne podwyżki stóp, to raczej niewielkie - w podobnej skali jak ostatnio lub nawet niższej. Gdyby decyzja zależała wyłącznie ode mnie, to w ogóle już bym nie podnosił stóp lub co najwyżej raz o 25 pkt baz. Bardzo ważne dla decyzji Rady są coraz bardziej widoczne objawy recesji za granicą oraz sygnały osłabienia aktywności w Polsce, na razie ograniczone do niektórych sektorów, co pokazał ostatni odczyt PMI w przemyśle. W związku z oczekiwaną recesją na świecie spadają ceny ropy naftowej, które pewnie niedługo dotkną 90 USD/b, a niektóre analizy wskazują, że jest przestrzeń do spadku nawet do 70 USD/b. Wszystko to natychmiast ściągnie globalną presję inflacyjną, a w konsekwencji również krajową. Z tego punktu widzenia ścieżka inflacji zarysowana w najnowszej projekcji jest jak najbardziej realna i już w 2023 r. będzie można obniżać stopy procentowe
Ludwik Kotecki (15.07.2022)	Najpóźniej na początku roku czekają nas bardzo silne podwyżki cen prądu i gazu, które mogą być niedoszacowane w projekcji inflacyjnej. To by sugerowało, że inflacja w styczniu 2023 r. może podskoczyć powyżej 20 proc. Według projekcji tymczasem na koniec przyszłego roku powinna spaść do 6 proc. Wydaje się, że to niemożliwe, bardzo mało prawdopodobne. Uważam, że tak [czyżby liczyć na podwyżkę stóp procentowych we wrześniu - przyp.]. I będzie za tym przemawiało to, co zobaczymy w finansach publicznych, w projekcie budżetu na 2023 r. Chyba że budżet będzie jednocześnie planem naprawy finansów publicznych, na co niestety w roku wyborczym nie liczę.
Adam Glapiński (14.07.2022)	Jeżeli projekcja będzie się materializować i według dzisiejszej oceny można powiedzieć, że możliwe będzie szybkie zakończenie cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej. Co więcej, w 2023 roku, przy spadającym szybko tempie wzrostu PKB, możliwe będą obniżki stóp. Dalsze decyzje będą jednak zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej
Cezary Kochalski (10.06.2022)	Przestrzeń do podwyżek stóp jest w lipcu, prawdopodobnie też we wrześniu. 50-75 pb to bardzo prawdopodobne przedziały tempa zmian stóp procentowych Zderzyliśmy na tej radzie z jednej strony naszą decyzję determinację, żeby inflację sprowadzać do celu. Determinacja do podwyżek była więc wyraźna. Z drugiej strony dostrzegliśmy pewne elementy, które mogą mieć wpływ na wzrost gospodarczy, czemu przyjrzelśmy się z dużą troską, ale uznaliśmy, że na szali w tej chwili to nie mogło wpłynąć na decyzję o podwyżkach. C.Kochalski wskazał, że szczyt inflacji przewidywany jest na 3Q 2022 r.

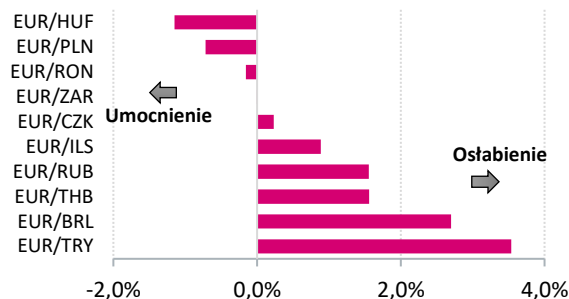
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

Wykresy rynkowe

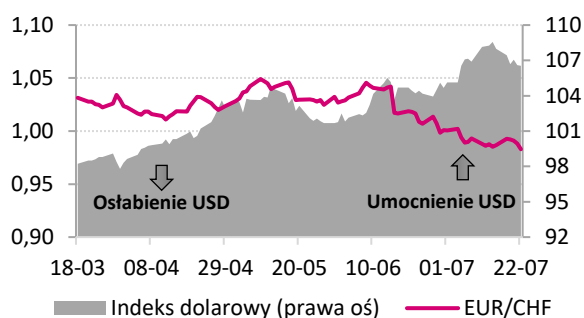
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



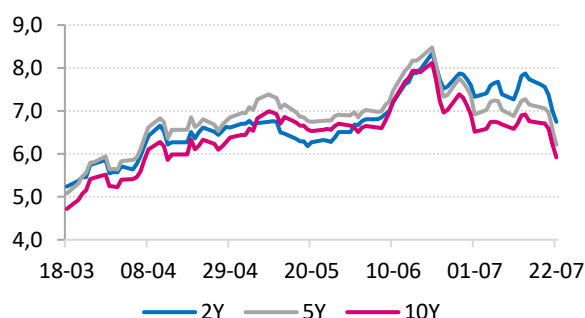
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



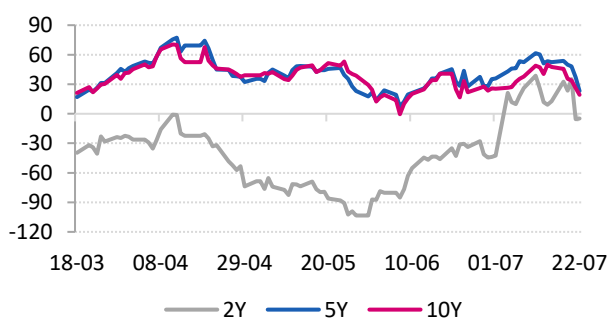
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



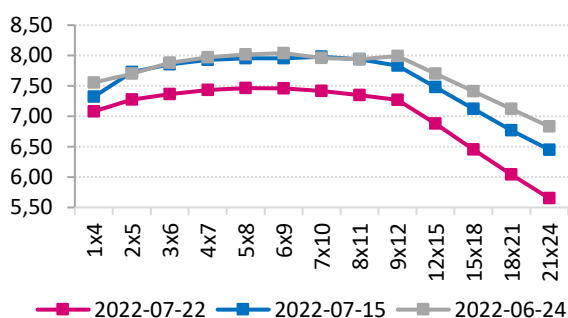
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



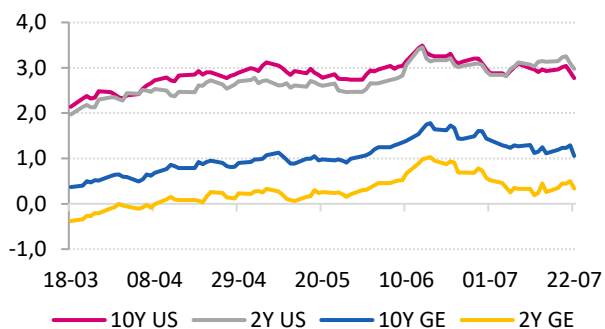
Krajowe stawki ASW [%]



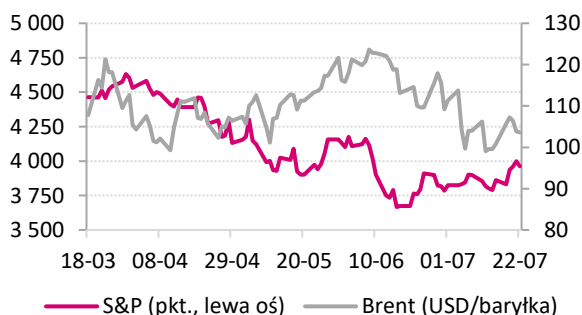
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 25 lipca					
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Lipiec	92.3	90.3	
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Czerwiec	5.1%	4.9%	
Wtorek 26 lipca					
14:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Lipiec	9.75%		
16:00 Sprzedaż nowych domów	USA	Czerwiec	696k	676k	
16:00 Conference Board	USA	Lipiec	98.7	98.2	
Środa 27 lipca					
10:00 Podaż pieniądza M3 r/r	EZ	Czerwiec	5.6%	5.5%	
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m	USA	Czerwiec	0.8%	-0.2%	
20:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	USA	Lipiec	1.50-1.75%	2.25-2.50%	
Czwartek 28 lipca					
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Lipiec	7.6%	7.4%	
14:30 PKB r/r wst.	USA	Q2	-1.6%	0.8%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	22 lipca	251k	240k	
Piątek 29 lipca					
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Lipiec	15.5%		
10:00 PKB r/r nsa wst.	Niemcy	Q2	4.0%	3.8%	
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Lipiec	8.6%	8.8%	
14:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Czerwiec	0.2%	0.8%	
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Czerwiec	0.5%	0.5%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Czerwiec	6.3%		
14:30 Inflacja bazowa PCE r/r	USA	Czerwiec	4.7%		
15:45 Chicago PMI	USA	Lipiec	56.0	56.0	
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan	USA	Lipiec	50.0	51.1	
Poniedziałek 01 sierpnia					
09:00 PMI w przemyśle	Polska	Lipiec	44.4		
10:00 PMI w przemyśle	EZ	Lipiec	52.1	49.2	
16:00 ISM w przemyśle	USA	Lipiec	53.0		

Dane i prognozy

		2020	2021	2022	2023	1Q21	2Q21	3Q21	Q421	1Q22	2Q22	3Q22	Q422
PKB	% r/r	-2,2	5,9	4,8	1,5	-0,6	11,3	5,5	7,6	8,5	6,9	3,5	1,2
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	6,3	5,4	5,4	5,7	6,4	6,0	5,6	5,4	5,4	5,0	5,0	5,4
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	3,4	5,1	13,4	9,6	2,7	4,5	5,5	7,7	9,6	14,0	15,6	14,4
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	43,4	70,8	106,3	95,0	61,1	68,9	73,1	79,6	97,6	111,5	111,0	105,0
Stopa referencyjna	%, k.o.	0,10	1,75	7,50	6,50	0,10	0,10	0,10	1,75	3,50	6,00	7,50	7,50
WIBOR 1M	%, k.o.	0,20	2,23	7,60	6,60	0,18	0,18	0,18	2,23	4,12	6,59	7,60	7,60
WIBOR 3M	%, k.o.	0,21	2,54	7,70	6,70	0,21	0,21	0,23	2,54	4,77	7,05	7,70	7,70
WIBOR 6M	%, k.o.	0,25	2,84	7,85	6,75	0,25	0,25	0,31	2,84	5,05	7,35	7,90	7,85
EUR/PLN	k.o.	4,61	4,60	4,60	4,50	4,66	4,52	4,63	4,60	4,65	4,68	4,64	4,60
USD/PLN	k.o.	3,76	4,06	4,30	4,10	3,97	3,80	3,99	4,06	4,18	4,48	4,40	4,30
EUR/USD	k.o.	1,22	1,14	1,07	1,10	1,18	1,19	1,16	1,14	1,11	1,05	1,05	1,07
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0,55	-0,57	1,25	1,60	-0,54	-0,54	-0,55	-0,57	-0,46	-0,20	0,50	1,25
LIBOR 3M USD	%, k.o.	0,24	0,21	3,70	3,00	0,19	0,15	0,13	0,21	0,96	2,29	3,20	3,70

* 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.