

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

5 września 2022

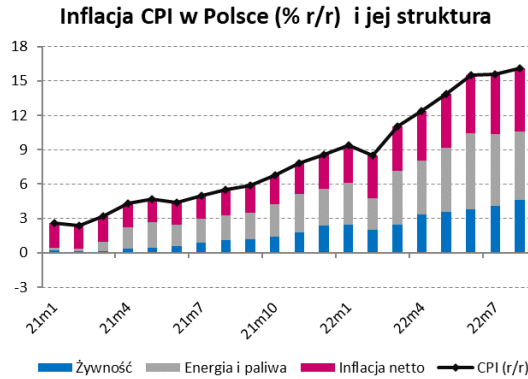
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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

Inflacja nie odpuszcza. Wskaźnik CPI wyniósł w sierpniu 16,1%, a co istotniejsze inflacja bazowa osiągnęła rekordowo wysoki poziom ok. 9,8%, a jej miesięczny wzrost przyspieszył do ok. 0,8% m/m z 0,6% m/m w lipcu. Hamowanie gospodarki nie ogranicza presji na wzrost cen, co częściowo wiąże się z wciąż niskim bezrobociem, ale także ekspansywną polityką fiskalną. W takich uwarunkowaniach cykl podwyżek stóp procentowych będzie kontynuowany, a perspektywa przyspieszenia obniżek stopniowo się oddala.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Posiedzenie Rady Pieniężnej kluczowe dla krajowych rynków finansowych...

Wydarzeniem tygodnia na krajowym rynku finansowym będzie posiedzenie RPP, która w środę ogłosi decyzję o stopach procentowych. Będzie to pierwsze posiedzenie po wakacyjnej przerwie, a poprzednie, w lipcu, zakończyło się podwyżką stóp proc. o 50 pkt. baz. Od ostatniego posiedzenia napłynęły dane wskazujące na utrzymanie się silnej presji inflacyjnej. Szybki odczyt inflacji w sierpniu wskazał na przyspieszenie inflacji, która napędzana jest nie tylko cenami energii, ale także czynnikami popytowymi. Dane z rynku pracy wskazały natomiast na utrzymanie rekordowo niskiego bezrobocia. To uwarunkowania, które przemawiają za dalszym zacieśnianiem polityki pieniężnej. W naszej ocenie jednak dane o coraz silniejszym hamowaniu polskiej gospodarki mogą wpłynąć na zmniejszenie skali dalszych podwyżek, dlatego też w naszej ocenie wysoce prawdopodobne jest podniesienie kosztu pieniądza o 25 pkt. baz. Zmniejszenie skali podwyżek stóp pozwoli RPP bardziej elastycznie reagować na z jednej strony utrzymującą się silną presję inflacyjną, a jednocześnie na spodziewane dalsze studzenie koniunktury. Szczególnie, że dotychczas RPP podniosła stopy aż o 640 pkt. baz. Zmniejszenie skali podwyżek nie musi jednak oznaczać rewizji prognozy docelowej stopy procentowej, która w tym cyklu sięgnie 7%, lub nieco powyżej. Biorąc jednak pod uwagę pesymistyczne perspektywy krajowej, ale i europejskiej gospodarki uważamy, że cykl zacieśniania zbliża się do końca i przestrzeń do dalszych podwyżek stóp jest niewielka. Ze względu na ekspansywną politykę fiskalną rośnie jednak ryzyko utrzymania się stóp procentowych na wysokim poziomie dłużej niż nasze dotychczasowe oczekiwania.

..., a posiedzenie EBC dla rynków globalnych.

Najważniejszym wydarzeniem dla globalnych rynków finansowych będzie w tym tygodniu posiedzenie Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego (czwartek). Przypomnijmy, że ostatnie spotkanie w lipcu, zakończyło się podwyższeniem stóp proc. o 0,50 pkt. proc. Podstawowa stopa procentowa wzrosła do 0,50%, a stopa depozytowa co 0,0%, co oznacza zakończenie trwającego ponad dekadę okresu ujemnych stóp procentowych w strefie euro. Czas od ostatniego posiedzenia przyniósł nasilenie inflacji, która w sierpniu osiągnęła nowy historyczny szczyt, wielokrotnie przewyższający cel inflacyjny banku wynoszący 2,0% r/r. Jednocześnie zintensyfikowały się obawy o dostępność gazu, co skutkowało ogromnym wzrostem ich cen na rynkach. W takich warunkach zaostrzyła się retoryka bankierów centralnych w strefie euro i pojawiły się głosy o konieczności podwyżki stóp o 75 pkt. baz., a nie o 50 pkt. baz. jak spodziewano się wcześniej. Tym bardziej, że dane dla strefy euro wskazały na niewielki wzrost kw/kw PKB w 2Q br., rynek pracy nadal pozostawał odporny na rekordowo wysoką inflację, a wycena euro osłabła. W tym czasie rynki finansowe podniosły oczekiwany docelowy poziom stóp proc. z ok. 1,50% do niemal 2,25%. Naszym daniem sytuacja makroekonomiczna uzasadnia podwyżkę stóp o 0,75% (lub więcej) w tym tygodniu. EBC jest spóźnione z zacieśnianiem polityki pieniężnej i może zechcieć przyspieszyć tempo zacieśniania przed prawdopodobną recesją w strefie euro.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,7366	0,0%
USD/PLN	4,7746	0,9%
CHF/PLN	4,8616	-0,7%
EUR/USD	0,9919	-0,8%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	7,05	10
WIBOR 3M	7,16	8

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	7,08	-35
5Y	6,65	-23
10Y	6,13	-25

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	7,56	-5
5Y	6,52	-4
10Y	6,17	-10

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	1,56	7
US 10Y	3,20	11

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	49229,8	-4,0
S&P 500	3924,3	-3,3
Nikkei 225	27619,6	-0,9

Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

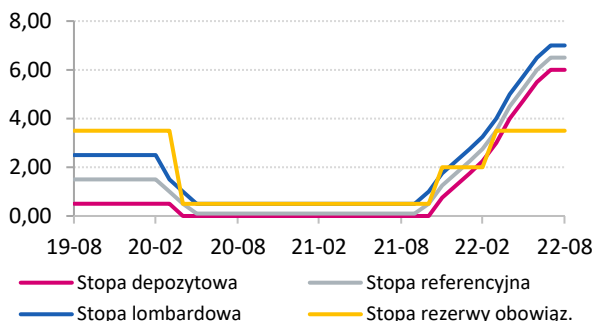
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↑	Mimo negatywnych nastrojów rynkowych związanym z rosnącymi obawami dotyczącymi kryzysu energetycznego w Europie, wycena złotego pozostaje względnie stabilna. Kurs EUR/PLN oscyluje bowiem wokół poziomu 4,72 i to pomimo dzisiejszego spadku notowań eurodolara poniżej 0,99 (20-letnie minimum). Rozpoczęty tydzień obfituje w wiele potencjalnych impulsów mogących kształtować notowania zarówno krajowej waluty, jak i kreślić trendy globalne. Przed nami zatem interesujący tydzień na rynkach finansowych. W przypadku złotego uważamy, iż niesprzyjający wzrost globalnej awersji do ryzyka może częściowo być neutralizowany poprzez prawdopodobną podwyżkę stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej. Mimo jej prawdopodobnie skromnego wymiaru (+25 pkt. baz.) istotniejsza - dla rynków - będzie kontynuacja cyklu zacieśniania i utrzymanie szans na wzrost kosztu pieniądza także w kolejnych miesiącach tego roku. Uważamy, iż o ile kurs EUR/PLN będzie w tym tygodniu rosnąć, to skala przeceny polskiej waluty powinna być umiarkowana. Z zastrzeżeniem, iż nie dojdzie do dalszej erozji nastrojów światowych. Wiele zależeć będzie ponadto od wymowy posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego (czwartek).
USD/PLN	↔	Z jednej strony liczymy na niewielkie osłabienie złotego (wpływ słabszych nastrojów globalnych), z drugiej zaś na stanowczą postawę Europejskiego Banku Centralnego i podwyżkę stóp procentowych o 75 pkt. baz. Efektem byłoby co najmniej chwilowe umocnienie wspólnej waluty. W konsekwencji notowania USD/PLN powinny pozostawać względnie stabilne tj. skupione wokół poziomu 4,75. Ryzykiem dla dolara pozostają wypowiedzi prezesa amerykańskiej Rezerwy Federalnej (czwartek), szczególnie gdyby wносиły one coś nowego do perspektyw gospodarczych Stanów Zjednoczonych.
EUR/USD	↑	Presja na euro nie maleje, po tym jak dostawy rosyjskiego gazu do Europy (poprzez Nord Stream 1) zostały wstrzymane do odwołania. W efekcie kurs EUR/USD przejściowo obniżył się dziś poniżej poziomu 0,99. W tym tygodniu jednak nie można wykluczyć prób powrotu eurodolara powyżej parytetu. W czwartek bowiem decyzję w sprawie stóp procentowych podejmie Europejski Bank Centralny. Ostatnie sygnały wskazują zaś na możliwość silniejszej od lipcowej podwyżki stóp procentowych. Kluczowe - poza samą skalą podwyżki - będzie jednak nastawienie członków EBC do dalszych ruchów. Inwestorzy coraz wyraźniej akcentują możliwość przyspieszonych i silniejszych podwyżek kosztu pieniądza, by w obliczu zbliżającej się recesji EBC mógł aktywniej przeciwdziałać rekordowo wysokiej inflacji. W naszej ocenie jest to obecnie najpoważniejszy argument mogący „wydobyć” kurs EUR/USD ponad poziom parytetu. Z uwagi na fakt, iż kalendarium danych makroekonomicznych tego tygodnia jest dość ubogie posiedzenie EBC nabiera dodatkowego znaczenia.

Rynek obligacji

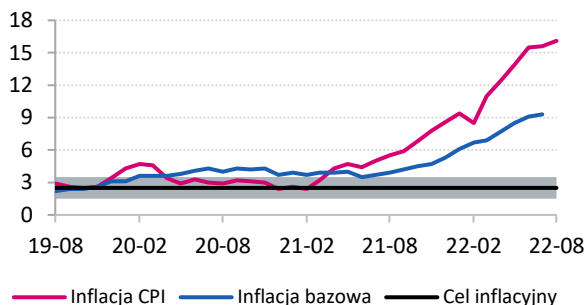
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↔	Rentowność polskiej 10-latki stabilizuje się wokół poziomu 6,15%. Podtrzymujemy nasze oczekiwania dotyczące kontynuacji podwyżek stóp procentowych w Polsce, co jest już jednak zdyskontowane i historycznie miało dużo mniejsze przełożenie na wycenę 10-latki w porównaniu do obligacji o krótszym terminie zapadalności (2-latka). Nie spodziewamy się ponadto przetomu podczas czwartkowego wystąpienia prezesa Narodowego Banku Polskiego. Nie oznacza to jednak potencjalnego braku zmienności wyceny SPW. Tym bardziej, iż nastroje globalne pozostają silnie zmienne a wrażliwość wyceny długiego końca krajowej krzywej na wpływ otoczenia zewnętrznego jest większa aniżeli lokalnych aspektów dotyczących polityki pieniężnej. W rezultacie nawet jeśli naszym scenariuszem bazowych pozostaje oscylowanie rentowności krajowej 10-latki wokół bieżącego poziomu, to dostrzegamy ryzyko podbicia zmienności w zależności od zmian trendów globalnych. Rozpoczynające się jutro forum ekonomiczne w Karpaczu, w którym udział wezmą politycy obozu rządzącego także stanowi potencjalne źródło wahań rentowności 10-latki, w sytuacji gdybyśmy poznali dodatkowe plany wydatkowe rządu.
10Y DE (%)	↔	Posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego jest bez wątpienia najważniejszym wydarzeniem tygodnia z punktu widzenia niemieckiego długu. Uważamy, iż o ile dojdzie do przyspieszenia względem lipca tempa podwyżek stóp procentowych (+75 pkt. baz.), to trudno będzie przebić nasilone w ostatnich dniach oczekiwania co do skali całego cyklu (dojście stopy podstawowej EBC do ponad 2%). W efekcie nawet silna podwyżka kosztu pieniądza we wrześniu nie powinna zrobić większego wrażenia na wycenie Bunda. Podobnie jak ogłoszony w weekend trzeci już pakiet antyinflacyjny przygotowany przez niemiecki rząd.
10Y US (%)	↔	Rentowność amerykańskiego długu o 10-letnim terminie zapadalności ponownie - po dwóch miesiącach przerwy - porusza się powyżej 3,15%. Najnowszym argumentem przemawiającym za utrzymaniem dość agresywnych oczekiwań na normalizację polityki pieniężnej w USA były dane z rynku pracy. Na chwilę obecną nie widzimy natomiast czynników mogących wspierać dalszy wzrost dochodowości Treasuries. Tym bardziej, iż kalendarium danych makroekonomicznych jest relatywnie ubogie. Ryzykiem pozostaną natomiast komentarze wygłoszone przez J.Powella podczas czwartkowego wystąpienia, w sytuacji gdyby kształtowałyby one perspektywy polityki pieniężnej Fed. W rezultacie scenariuszem bazowym na ten tydzień pozostaje dla nas stabilizacja wyceny amerykańskiej 10-latki.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

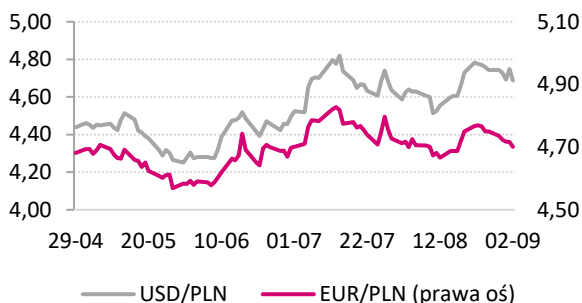


Cezary Kochalski (1.09.2022)	Przyjmując, że sytuacja gospodarcza rozwija się zgodnie z lipcową projekcją, oczywiście zakładając i dopuszczając także pewien margines na ewentualne odchylenia, to nadal dostrzegam przestrzeń do ewentualnych kolejnych podwyżek stóp procentowych, choć w mniejszej niż do tej pory skali. Moim zdaniem, z podwyżkami stóp jest obecnie trochę jak z lekarstwem, którego nie chcielibyśmy już przyjmować ponieważ wydaje nam się, że to co już zażyliśmy działa na ile mogło, a i dochodzą obawy, aby nie przedawkować.
Ludwik Kotecki (1.09.2022)	W przyszłym tygodniu szykuje się na Radzie długa dyskusja. Na pewno trzeba jednak przyjąć, że wciąż, we wrześniu czy październiku, jest przestrzeń do podwyżki stóp procentowych. Podwyżka niekoniecznie musi być bardzo wysoka, ale Rada powinna wystać przypomnienie, że poziom inflacji po wakacjach nie jest akceptowalny przez RPP. Tym bardziej, że mocno osłabił się złoty. Pozostawienie niezmiennych stóp procentowych mogłoby, w momencie gdy wszystkie poważne banki centralne kontynuują zacieśnienie polityki pieniężnej, doprowadzić do dalszego osłabienia PLN, co tylko wzmocniłoby presję inflacyjną. Obawiam się, że deprecjacja PLN w obecnych warunkach to zjawisko trwałe. A przydałby się mocniejszy złoty. W mojej opinii nie ma wciąż mowy o definitywnym zakończeniu cyklu.
Przemysław Litwiniuk (1.09.2022)	Myślę, że to scenariusz podstawowy [podwyżka o 0,25 pkt proc.], on może się rozwinąć w kierunku wyższej podwyżki we wrześniu, jeśli te dane będą się do siódmego (września) potwierdzać.
Henryk Wnorowski (31.08.2022)	W najbliższą środę mamy decyzyjne posiedzenie. Możemy wykluczyć obniżkę stóp, a niewielka podwyżka, bądź utrzymanie stóp są w równym stopniu prawdopodobne. Na ten moment można powiedzieć, że powoli zbliżamy się jednak do końca tej drogi pod górę, ale to, kiedy zaczniemy obniżać stopy procentowe, zależy od wielu czynników.
Adam Glapiński (29.08.2022)	(...) z dyskusji RPP może wyłonić się taki scenariusz, w którym podnosimy stopy procentowe jeszcze raz o 25 pkt baz. albo dwa razy po 25 pkt baz. Nie można też jednak wykluczyć, że skończymy na razie podwyższanie stóp procentowych, ale jednocześnie nie wiążemy sobie rąk i nie ogłaszamy końca cyklu podwyżek. Działamy w sposób pragmatyczny. Sama podwyżka o 25 pkt baz. byłaby już sygnałem, że hamujemy cykl podwyżek, ale jeszcze się przyglądamy sytuacji i nie jesteśmy pewni, kiedy powiemy: czas na koniec cyklu.
Adam Glapiński (12.08.2022)	(...) można uznać, że dotychczasowe działania Rady były słuszne i skuteczne, a zapewnienie średniookresowej stabilności cen - w świetle obecnych danych i prognoz - nie będzie wymagało dalszego, silnego zacieśniania polityki pieniężnej.
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 działać 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.
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.

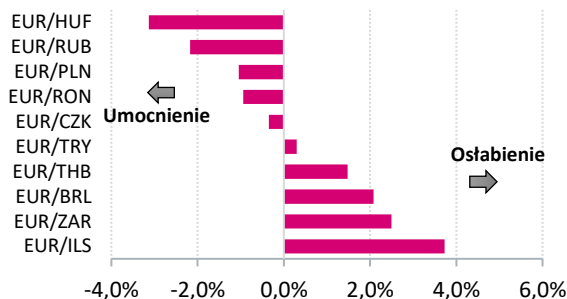
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

Wykresy rynkowe

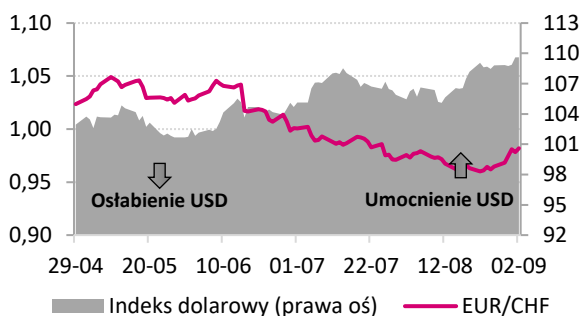
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



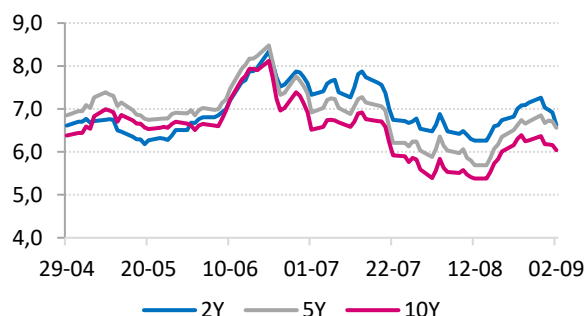
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



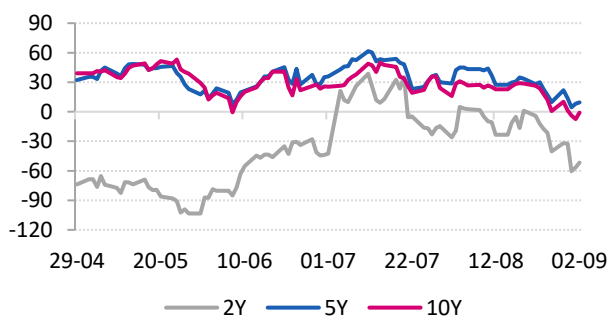
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



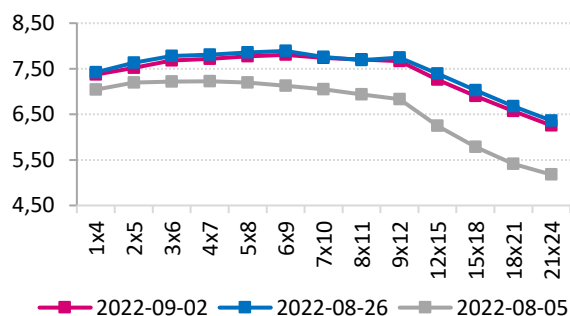
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



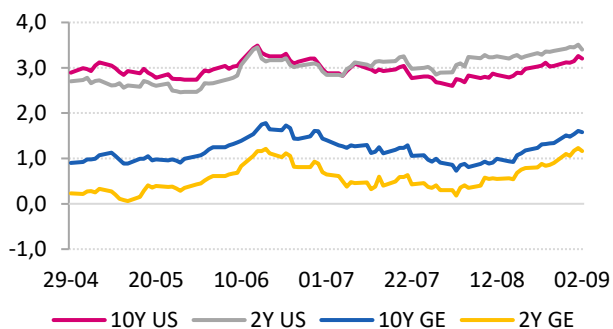
Krajowe stawki ASW [%]



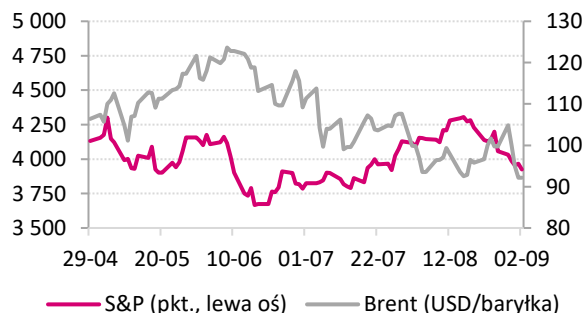
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 05 września					
Dzień wolny od pracy	USA				
09:55 PMI w usługach	Niemcy	Sierpień	49.7	48.2	
10:00 PMI w usługach	EZ	Sierpień	51.2	50.2	
10:30 Indeks Sentix	EZ	Sierpień	-25.2		
11:00 Sprzedaż detaliczna wda r/r	EZ	Lipiec	-3.7%	-0.3%	
Wtorek 06 września					
08:00 Zamówienia w przemyśle m/m	Niemcy	Lipiec	-0.4%	-0.5%	
15:45 PMI w usługach	USA	Sierpień	47.3	44.1	
16:00 ISM w usługach	USA	Sierpień	56.7	54.7	
Środa 07 września					
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Polska	Wrzesień	6.50%	6.75%	6.75%
11:00 PKB r/r fin.	EZ	Q2	5.4%	3.9%	
20:00 Beżowa Księga Fed	USA	Wrzesień			
Czwartek 08 września					
14:15 Decyzja w sprawie stóp procentowych	EZ	Wrzesień	0.5%	1.0%	
14:30 Wnioski o zasitek dla bezrobotnych	USA	02 września	232k		
15:00 Konferencja prasowa prezesa NBP	Polska				
15:10 Wystąpienie prezesa Fed					
16:15 Wystąpienie prezeski EBC					
Piątek 09 września					
03:30 Inflacja CPI r/r	Chiny	Sierpień	2.7%	2.8%	
Poniedziałek 12 września					
09:00 Inflacja CPI r/r	Czechy	Sierpień	17.5%		

Dane i prognozy

		2020	2021	2022	2023	1Q21	2Q21	3Q21	Q421	1Q22	2Q22	3Q22	Q422
PKB	% r/r	-2,2	5,9	4,5	1,5	-0,6	11,3	5,5	7,6	8,5	5,5	3,0	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	4,9	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	13,9	15,6	14,4
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	43,4	70,8	102,3	95,0	60,8	68,9	73,5	79,6	100,3	113,4	105,0	95,0
Stopa referencyjna	%, k.o.	0,10	1,75	7,00	6,50	0,10	0,10	0,10	1,75	3,50	6,00	7,00	7,00
WIBOR 1M	%, k.o.	0,20	2,23	7,10	6,60	0,18	0,18	0,18	2,23	4,12	6,59	7,10	7,10
WIBOR 3M	%, k.o.	0,21	2,54	7,20	6,70	0,21	0,21	0,23	2,54	4,77	7,05	7,20	7,20
WIBOR 6M	%, k.o.	0,25	2,84	7,35	6,75	0,25	0,25	0,31	2,84	5,05	7,35	7,40	7,35
EUR/PLN	k.o.	4,56	4,58	4,67	4,55	4,64	4,52	4,60	4,58	4,64	4,70	4,72	4,67
USD/PLN	k.o.	3,73	4,03	4,55	4,35	3,95	3,81	3,97	4,03	4,17	4,49	4,63	4,55
EUR/USD	k.o.	1,22	1,14	1,03	1,05	1,18	1,19	1,16	1,14	1,11	1,05	1,02	1,03
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0,53	-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.	0,25	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.