

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

12 września 2022

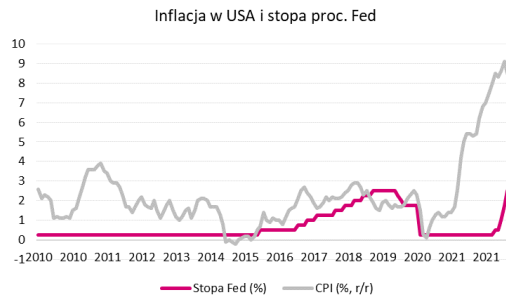
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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

Odczyt inflacji CPI w USA (wtorek) jest prawdopodobnie najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia z potencjalnym wpływem na oczekiwania co do skali całego cyklu zacieśniania Fed, a tym samym np. na wartość dolara. Uważamy, iż kontynuacja spadku presji inflacyjnej w Stanach Zjednoczonych może stanowić argument za chwilowym wzrostem kursu EUR/USD. W szczególności, iż EBC utrzymuje wyraźnie jastrzębi ton.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Dane o inflacji CPI preludeum do posiedzenia Fed w przyszłym tygodniu.

Dane makroekonomiczne dla Stanów Zjednoczonych, które zostaną opublikowane w tym tygodniu, będą stanowić preludeum dla posiedzenia Fed zaplanowanego na 20-21 września. W kontekście decyzji Rezerwy Federalnej kluczowe znaczenie będzie miał odczyt za sierpień inflacji CPI, który poznamy we wtorek. Jastrzębie wystąpienie przewodniczącego Fed J. Powella z 26 sierpnia na sympozjum w Jackson Hole jeszcze bardziej uwydatniło znaczenie inflacji dla perspektyw amerykańskiej polityki pieniężnej. Według konsensusu prognoz wskaźnik CPI ma obniżyć się do 8,1% r/r z 8,5% r/r w lipcu (przypomnijmy, że odczyt za lipiec okazał się sporo niższy od oczekiwań). Należy zauważyć jednak, że za spodziewany w sierpniu spadek indeksu odpowiadają ceny energii i paliw, a inflacja bazowa (CPI bez żywności i energii) ma wzrosnąć, według konsensusu, do 6,1% r/r z 5,9% r/r. W czwartek poznamy natomiast dane za sierpień o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej, które najpewniej potwierdzą częściową odporność popytu konsumpcyjnego na inflację oraz poprawiającą się sytuację w zaopatrzeniu amerykańskiego sektora wytwórczego. W naszej ocenie jastrzębia komunikacja Fed, wzrost kosztów pracy przewyższający dynamikę produktywności pracy, bardzo niskie bezrobocie oraz prawdopodobny niezły obraz handlu detalicznego i przemysłu w sierpniu będą uzasadniać trzecią z rzędu podwyżkę stóp procentowych Fed o 0,75 pkt proc. (podobnie jak na dwóch ostatnich posiedzeniach) do przedziału 3,00-3,25%. Niższy od oczekiwań odczyt CPI może jednak wpłynąć na zmniejszenie skali oczekiwanej podwyżki do 0,50 pkt proc., choć dla nas jest to scenariusz alternatywny. Zacieśnianie polityki pieniężnej w USA będzie kontynuowane w kolejnych miesiącach, a rynki finansowe wyceniają obecnie szczyt poziomu stóp na 4,00% na przełomie 2022 i 2023 r.

Szczegóły sierpniowej inflacji raczej bez wpływu na rynkowe oczekiwania co do stóp

W czwartek GUS opublikuje szczegółowe dane o inflacji w sierpniu, która według szybkiego szacunku sprzed dwóch tygodni wzrosła do 16,1% r/r z 15,6% r/r w lipcu. Dane te nie powinny stanowić dużej niespodzianki, choć nieznaczna korekta wstępnego odczytu jest możliwa. Dużo ciekawsze będą szczegółowe dane o zmianach cen w poszczególnych elementach koszyka inflacyjnego, a szczególnie źródła wzrostu cen inflacji bazowej. Według naszych szacunków inflacja bazowa, mierzona jako CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła do 9,9% r/r, zaś jej miesięczny wzrost przyspieszył do ok. 0,8% m/m. Opublikowane dane pozwolą ocenić charakter oraz trwałość tych zmian. Wysoki koszt energii i elektrycznej i gazu podnoszą koszty produkcji, jednak w warunkach spadającego popytu konsumpcyjnego zmniejszają się możliwości przeliczenia kosztów produkcji na ceny detaliczne. Dane te nie powinny istotnie wpłynąć na rynkowe oczekiwania co do kształtu polityki pieniężnej.

Deficyt obrotów bieżących ponownie wzrośnie w lipcu

We wtorek NBP opublikuje dane o bilansie obrotów bieżących za lipiec. Spodziewamy się wzrostu deficytu na rachunku obrotów bieżących do 1840 mln EUR z 1469 mln EUR w czerwcu. To w duże mierze efekt powiększenia deficytu na rachunku dochodów pierwotnych (mniejsze napływy funduszy z UE), a także zwiększenia deficytu handlowego. Poprawia się natomiast saldo usług, które w ostatnich miesiącach notuje wyższą nadwyżkę. Deficyt obrotów bieżących utrzymuje się na podwyższonym poziomie (ok. 4% PKB) co niekorzystnie wpływa na ocenę perspektyw złotego. Ewentualna negatywna niespodzianka po stronie tych danych może pogorszyć nastawienie inwestorów do polskiej waluty.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,6945	-0,9%
USD/PLN	4,6135	-3,4%
CHF/PLN	4,8248	-0,7%
EUR/USD	1,0175	2,6%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	7,00	-5
WIBOR 3M	7,15	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	6,67	-29
5Y	6,41	-24
10Y	6,02	-11

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	7,00	-54
5Y	6,13	-38
10Y	5,92	-25

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	1,73	16
US 10Y	3,31	12




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	51006,2	3,3
S&P 500	4067,4	2,5
Nikkei 225	28542,1	3,3

Źródło: Refinitiv




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

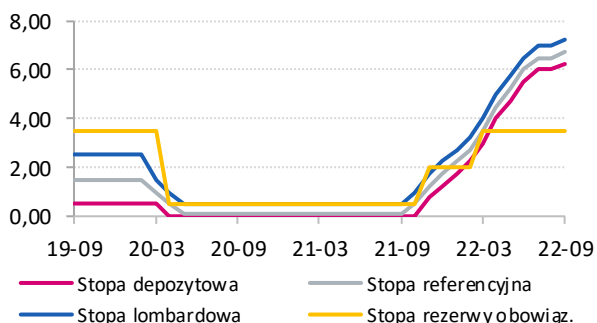
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Złoty walczy o skuteczne złamanie poziomu 4,70 i trwałe zejście na niższe poziomy. W świetle narastających nierównowag w polskiej gospodarce - które w tym tygodniu poprzez odczyt rachunku obrotów bieżących (wtorek) i szczegółów inflacji (czwartek) zostaną uwypuklone - trudno o mocne argumenty prozłotowe. Niezmiennie wyznacznikiem kierunku zmian EUR/PLN pozostanie sytuacja eurodolara, gdzie wyższa para EUR/USD umacniać będzie polską walutę. Uważamy, iż początek tygodnia przyniesie próbę wyniesienia eurodolara do nawet 1,0280 - tym bardziej, gdyby wtorkowe dane inflacyjne z USA potwierdziłyby oczekiwany spadek wskaźnika. Ogólnie jednak potencjał do spadku pary EUR/PLN oceniamy jako niewielki. Tym bardziej, iż poza wspomnianymi publikacjami krajowymi hamulcem w umocnieniu polskiej waluty jest bliski koniec cyklu podwyżek stóp procentowych w Polsce wypowiedziany przez coraz liczniejsze grono przedstawicieli Rady Polityki Pieniężnej.
USD/PLN 	W naszej ocenie rozpoczęty tydzień w wykonaniu pary USD/PLN będzie można podzielić na dwie części. Początek tygodnia powinien przynieść wzrost eurodolara, co w połączeniu z możliwym niewielkim spadkiem pary EUR/PLN będzie obniżać także notowania USD/PLN. Docelowym poziomem, który w ramach tego ruchu USD/PLN może zostać osiągnięty jest bariera 4,5330, a więc sierpniowe minimum i jednocześnie szczyty kursowe z kwietnia, maja i czerwca. Od tego momentu (wyznaczenia wspomnianego minimum) liczymy się z możliwością odwrócenia trendu. W rezultacie mimo zmienności kurs USD/PLN może zakończyć notowania na poziomie ich rozpoczęcia w poniedziałek.
EUR/USD 	Kurs EUR/USD rozpoczyna nowy tydzień poruszając się wokół parytetu i oczekuje na nowe impulsy. Za najważniejsze wydarzenie najbliższych dni należy uznać odczyt amerykańskiej inflacji CPI (wtorek), który w przypadku dalszego obniżania się wskaźnika mógłby nieco zredukować oczekiwania przed przyszłotygodniowym posiedzeniem Fed. Mimo, iż członkowie Rezerwy Federalnej utrzymują jastrzębią retorykę i gotowość do walki z inflacją, to jej dalszy spadek mógłby stanowić argument wspierający wzrost notowań eurodolara. Tym bardziej, iż silną determinacją do walki ze wzrostem cen wykazuje się także Europejski Bank Centralny. Rozpoczynający się tydzień nie obfituje w wiele istotnych publikacji makroekonomicznych. Inwestorzy z uwagą przysłuchiwają się zaś będą zaplanowanym na ten tydzień wypowiedziom przedstawicieli największych banków centralnych. Na gruncie analizy technicznej dotarcie notowań do poziomu 1,0280 byłoby w naszej ocenie kresem możliwości wzrostowych eurodolara w obecnych uwarunkowaniach.

Rynek obligacji

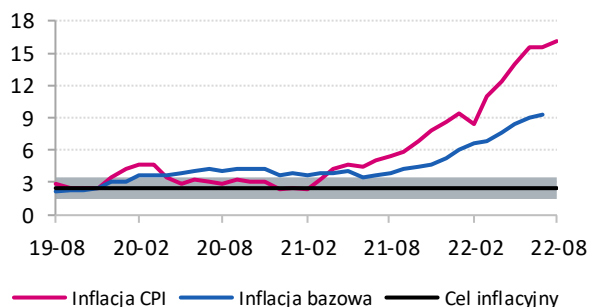
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Rentowność polskiej 10-latki obniżyła się poniżej psychologicznego poziomu 6% i to pomimo rosnących dość istotnie dochodowości na bazowych rynkach długu. Częściowym wytłumaczeniem bieżących zmian są topniejące nieco oczekiwania co do kontynuacji cyklu zacieśniania monetarnego przez Radę Polityki Pieniężnej oraz ciut lepsze nastroje globalne (widoczne między innymi w przypadku złotego). Nie uważamy jednak, by silne zmniejszanie się spreadu między 10-latką krajową a sterowanym przez politykę Europejskiego Banku Centralnego Bundem miało dalsze uzasadnienie (zwłaszcza w obliczu napiętej sytuacji budżetowej Polski). Liczymy zatem na powrót rentowności krajowych skarbowych papierów wartościowych na wyższe poziomy.
10Y DE (%) 	Jastrzębia wymowa wrześniowego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego i największa w historii banku podwyżka stóp procentowych byłyby wystarczającymi argumentami dla wzrostu dochodowości Bunda i osiągnięcia tegorocznego maksimum na poziomie 1,70%. O ile determinacja EBC do walki z inflacją jest duża, to w naszej ocenie trudno będzie Bundowi osiągnąć nowe szczyty zważywszy na fakt, iż kolejne dane ze strefy euro powinny wskazywać na coraz większe spowolnienie koniunktury. W takich uwarunkowaniach nawet w obliczu rosnącej inflacji trudno będzie przebić bieżące oczekiwania co do docelowego poziomu stopy procentowej EBC. Tym bardziej, iż potencjalne okno czasowe dla działań banku jest dość ograniczone i koncentrować się powinno na najbliższych dwóch posiedzeniach.
10Y US (%) 	W naszej ocenie rentowność 10-letniego długu Stanów Zjednoczonych przejdzie obecnie w stan konsolidacji wokół poziomu 3,30%. Z jednej strony presję w kierunku wzrostu dochodowości wywierac będzie bliskość posiedzenia Fed (przyszła środa) i kolejna agresywna podwyżka stóp procentowych, z drugiej zaś jutrzejsze dane w przypadku potwierdzenia ustępowania presji inflacyjnej powinny działać w przeciwnym kierunku na wycenę Treasuries. Efektem będzie wspomniany trend boczny. Nie uważamy ponadto, by napływające dane z USA, od których Fed uzależnia swoje bieżące decyzje stanowiłyby argument mogący przewyższyć dotychczasowe oczekiwania co do całego cyklu zacieśniania. Efektem - jak wspomnieliśmy - powinien być trend horyzontalny.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

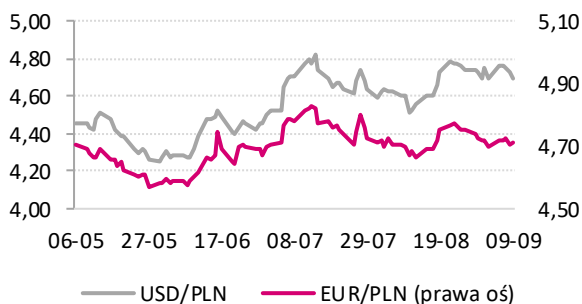


<p>Ludwik Kotecki (12.09.2022) (9.09.2022)</p>	<p>Stopy powinny być na wyższym poziomie. Inflacja bazowa kształtuje się na poziomie 10 proc. To mamy odpowiedź, na jakim poziomie powinny być stopy. Podwyżki są za małe.</p> <p>Nie widzę pewnej determinacji (w RPP), nie od dzisiaj, do tego żeby rzeczywiście zacząć walczyć z inflacją na poważnie. To nie tylko są stopy procentowe. (...) To jest poważna rozmowa z ministrem finansów - spotkanie Rady z ministrem finansów i uświadomienie być może członkom rządu, że inflacja nie zgaśnie sama. Nie możemy oczekiwać, że ona sama zacznie spadać. (...) Mówię o czystym dialogu. Nie możemy wpływać na ich decyzje, mówię o rządzie ani oni na nasze.</p>
<p>Joanna Tyrowicz (9.09.2022)</p>	<p>Ewidentnie nasza dzisiejsza sytuacja gospodarcza woła o podwyżki stóp procentowych. W jakiej wysokości i horyzoncie - to jest do zdecydowania. Mamy silnie ujemne realne stopy procentowe, przyspieszającą inflację i cały czas relatywnie dobrą sytuację gospodarczą. Mandat NBP jest jasny.</p>
<p>Henryk Wnorowski (9.09.2022)</p>	<p>Jestem głęboko przekonany, że sierpniowy odczyt inflacji na poziomie 16,1 proc. był odczytem najwyższym w 2022 r. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach powakacyjnych będziemy mieli o kilka dziesiątych, może 0,4 pkt. proc. miesiąc do miesiąca, obniżenie inflacji. (...) Jeśli to się potwierdzi, to myślę, że koniec cyklu podwyżek stóp proc. jest bardzo bliski. Być może okaże się, że śródowa podwyżka była ostatnią w tym cyklu. Być może jeszcze jedna nastąpi, także minimalna</p>
<p>Ireneusz Dąbrowski (9.09.2022)</p>	<p>Analiza danych wskazuje, że wrześniowa podwyżka o 25 pb była ostatnią. W mojej opinii cykl podwyżek stóp procentowych w Polsce zakończył się.</p>
<p>Adam Glapiński (8.09.2022)</p>	<p>W październiku możliwy jest albo brak zmiany poziomu stóp procentowych, albo wzrost o 25 pb. (...) Formalnie nie zakończyliśmy cyklu podwyżek, nasze kolejne decyzje będą zależały od napływających danych. Z tych danych będą się wyłaniały perspektywy inflacji, koniunktury. W listopadzie będzie raport, jakie są te perspektywy.</p> <p>Gdyby się udało utrzymać tarczę i nie podwyższać cen regulowanych od stycznia (...), a wprowadzić dopłaty dla firm, które dostarczają energię (...) - gdyby to było teoretycznie możliwe, to inflacja byłaby niższa o 7 pkt. proc. w przyszłym roku.</p>
<p>Cezary Kochalski (1.09.2022)</p>	<p>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.</p>
<p>Przemysław Litwiniuk (1.09.2022)</p>	<p>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.</p>
<p>Wiesław Janczyk (21.07.2022)</p>	<p>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.</p> <p>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.</p>

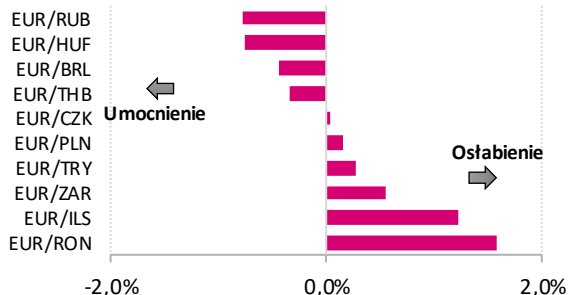
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

Wykresy rynkowe

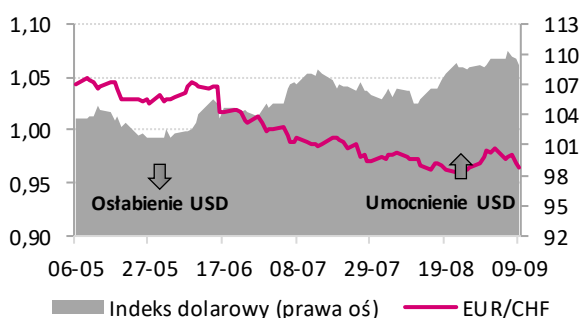
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



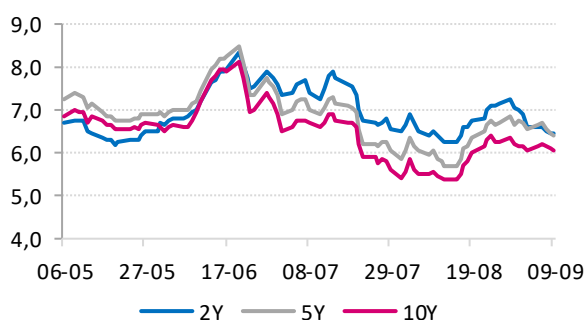
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



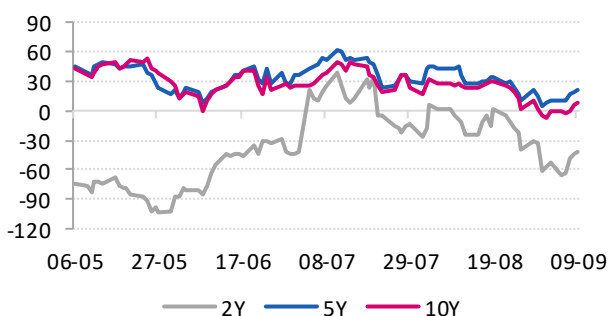
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



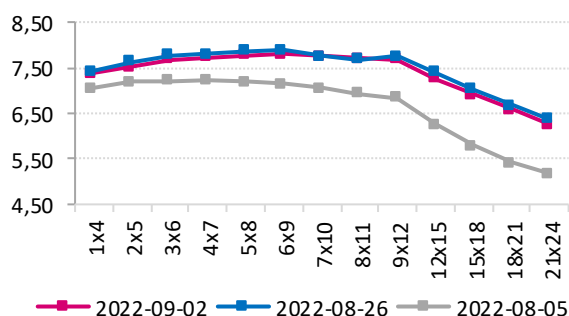
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



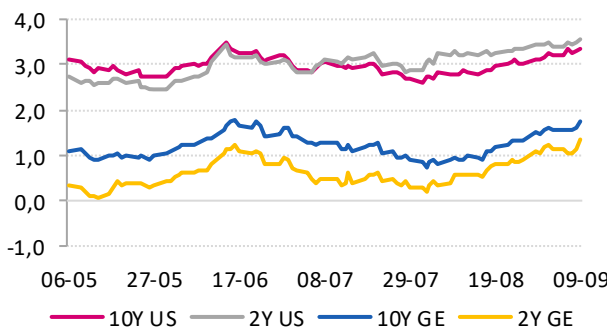
Krajowe stawki ASW [%]



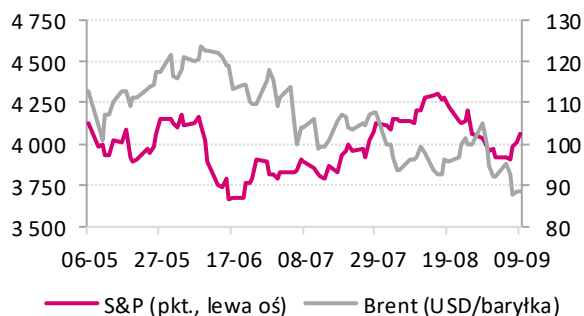
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 12 września					
09:00 Inflacja CPI r/r	Czechy	Sierpień	17.5%	17.7%	
Wtorek 13 września					
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Wrzesień	-55.3	-60.0	
14:00 Rachunek obrotów bieżących EUR	Polska	Lipiec	-1469m	-1850m	-1840m
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Sierpień	8.5%	8.1%	
Środa 14 września					
11:00 Produkcja przemysłowa r/r WDA EZ		Lipiec	2.4%	0.6%	
14:00 Protokół z posiedzenia banku centralnego	Węgry	Sierpień			
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Sierpień	9.8%	8.9%	
Czwartek 15 września					
10:00 Inflacja CPI r/r	Polska	Sierpień	15.6%	16.1%	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Sierpień	0.0%	0.0%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	09 września	222k	225k	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Sierpień	0.6%	0.2%	
Piątek 16 września					
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Sierpień	3.8%	4.0%	
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Sierpień	2.7%	3.9%	
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Sierpień	8.9%	9.1%	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Sierpień	9.3%	9.9%	
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Wrzesień	58.2	60.0	
Poniedziałek 19 września					

Brak istotnych publikacji

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	1,00	2,15
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	3,55	4,10

* 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.