

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

26 września 2022

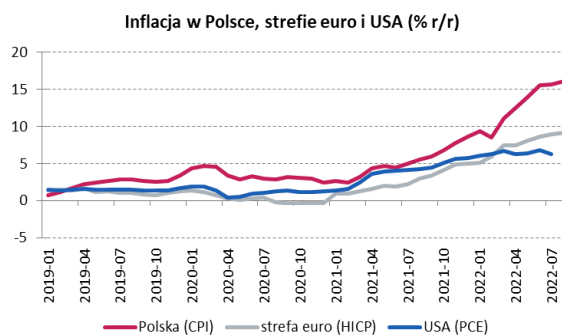
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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

W tym tygodniu w kalendarium danych makroekonomicznych dominują dane inflacyjne: wstępne wyliczenia inflacji w Polsce i w strefie euro, które najpewniej będą wyższe we wrześniu niż w sierpniu. Poznamy także szacunek inflacji PCE w USA. W przypadku wzrostu inflacji CPI w Polsce spodziewamy się podwyżki stóp na posiedzeniu w październiku o 0,25 pkt proc, która być może zakończy cykl. EBC i Fed będą nadal agresywnie zacieśniać politykę monetarną.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Inflacja we wrześniu zapewne osiągnie tegoroczny szczyt

W piątek o godzinie 10.00 Główny Urząd Statystyczny opublikuje szybki szacunek inflacji we wrześniu. Według naszych szacunków roczny wskaźnik inflacji CPI nieznacznie wzrośnie osiągając poziom ok. 16,3% r/r. Zwyżka inflacji będzie w głównej mierze efektem dalszego wzrostu cen opału oraz żywności. Ceny opału stanowią główny czynnik niepewności wrześniowego odczytu. Nieznacznie obniży się natomiast dynamika cen paliw jako efekt spadków cen ropy naftowej. Na wysokim poziomie utrzyma się inflacja bazowa, która w naszej ocenie powinna się ustabilizować na poziomie z sierpnia (9,9% r/r). Wrześniowy odczyt inflacji będzie zapewne jej szczytem w tym roku. Od skali podwyżek cen energii i gazu zależeć będzie, czy inflacja ponownie wzrośnie na początku roku 2023. Rok 2023 powinien zasadniczo być jednak okresem obniżania się inflacji z obecnych poziomów, choć tempo dezinflacji może być powolne ze względu na ekspansywną politykę fiskalną, a także słabego złotego. Materializacja naszej prognozy inflacji powinna utrzymać oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych na październikowym posiedzeniu RPP o 25 pkt. baz.

Dane makroekonomiczne bez wpływu na działania Fed

W tym tygodniu poznamy szereg danych makroekonomicznych dla gospodarki amerykańskiej: m.in. raport o dochodach i wydatkach Amerykanów w sierpniu (publikacja w piątek o godz. 14:30), obejmujący również wyliczenie inflacji PCE, tj. najważniejszego dla Fed wskaźnika cen konsumpcyjnych w USA. Wskaźnik ten zapewne nieco obniżył się z 6,3% r/r w lipcu, na skutek spadku cen paliw. Konsensus wskazuje także na niewielkie przyspieszenie wzrostu m/m dochodów i wydatków. Realizacja tych oczekiwań oznaczałaby pewną odporność gospodarki na wysoką inflację i zacieśnianie polityki pieniężnej, co wynika głównie z bardzo mocnego rynku pracy. Inflacja w USA pozostaje i będzie pozostawała wysoka, a więc amerykańska Rezerwa Federalna nie zmieni swojej jastrzębiej retoryki i będzie kontynuowała cykl podwyżek stóp procentowych na najbliższych posiedzeniach. W tym roku stopy Fed powinny wzrosnąć jeszcze o 100-125 pkt baz.

Dane inflacyjne wesprą jastrzębie nastawienie EBC

W piątek o godz. 11:00 poznamy wstępne wyliczenie inflacji HICP w strefie euro we wrześniu. Konsensus prognoz wskazuje na oczekiwania wzrostu wskaźnika do najwyższej wartości w historii unii walutowej - do 9,6% r/r z 9,1% r/r w sierpniu. Bardzo wysoka inflacja, wynikająca przede wszystkim z kryzysu energetycznego w Europie, wpłynęła na bardziej jastrzębią postawę Europejskiego Banku Centralnego, który we wrześniu podniósł stopy procentowe o 0,75 pkt proc. Naszym zdaniem nasilenie wzrostu cen w strefie euro będzie wspierało oczekiwania na kolejną podwyżkę w tej samej skali na posiedzeniu w październiku.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,7597	1,0%
USD/PLN	4,9369	4,6%
CHF/PLN	5,0004	2,4%
EUR/USD	0,9636	-3,4%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	7,05	4
WIBOR 3M	7,15	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	6,73	17
5Y	6,76	23
10Y	6,45	32

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	7,30	22
5Y	6,56	31
10Y	6,36	35

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,12	32
US 10Y	3,79	31

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	48081,2	-2,6
S&P 500	3693,2	-4,6
Nikkei 225	26431,6	-5,2

Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

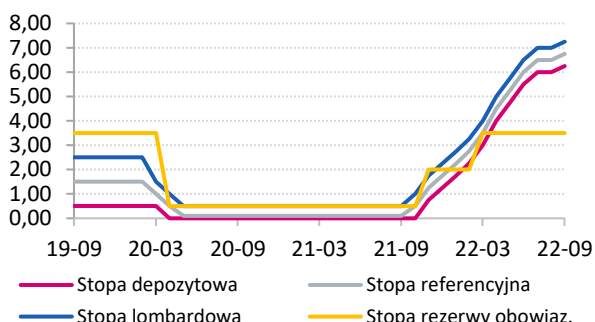
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↑	Złoty pozostaje w trudnym położeniu, gdyż presja zewnętrzna związana z rosnącą awersją do ryzyka premiuje tzw. walutowe bezpieczne przystanie, co z perspektywy walut emerging markets jest niekorzystne. Materializujący się scenariusz recesji w globalnej gospodarce, coraz bardziej agresywny cykl zacieśniania polityki pieniężnej przez największe banki centralne oraz kryzys energetyczny w Europie odciskają swoje negatywne piętno na wycenie złotego. W rezultacie kurs EUR/PLN walczy o pozostanie poniżej poziomu 4,75, a więc górnego ograniczenia miesięcznego trendu bocznego, z którego jednak w ubiegłym tygodniu przejściowo udało mu się wybić. W naszej ocenie polska waluta nie ma obecnie silnych argumentów mogących zainicjować umocnienie. Szansą pozostają piątkowe dane inflacyjne, które w przypadku odczytu wyższego od oczekiwań mogą przywrócić oczekiwania na podwyżki stóp procentowych, nie tyle w październiku (tu rynek wciąż pozostaje przekonany do konieczności zacieśniania), co w dalszej części czwartego kwartału. Decydujący dla nastrojów na złotym pozostaje jednak sentyment zewnętrzny, który naszym zdaniem powinien pozostawać niesprzyjający. W efekcie w miarę spadku eurodolara na stronę poziomu 0,95 rosnąć powinna także presja na wzrost kursu EUR/PLN w okolicie bariery technicznej 4,7860.
USD/PLN	↑	Historyczne maksimum kursu USD/PLN stało się faktem. Notowania weszły zatem na „nieznane wody”, a pomocne w wyznaczeniu nowych oporów i wsparć będą wskazania analizy technicznej oraz poziomy psychologiczne. Za pierwszy cel we wzrostowym trendzie uznajemy barierę 5,00, do której w naszej ocenie wkrótce możemy się zbliżyć zważywszy na oczekiwane dalsze umocnienie dolara na międzynarodowym rynku i - w konsekwencji - także presję na osłabienia złotego.
EUR/USD	↓	Eurodolar konsekwentnie kieruje się na coraz to niższe poziomy reagując w ten sposób na ubiegłotygodniowe wydarzenia, w trakcie których Fed zaprezentował kolejny raz ostrzejszy kurs co do polityki pieniężnej potęgując średnioterminowy trend spadkowy EUR/USD. W efekcie notowania wyznaczyły 20-letnie minimum. Nie uważamy przy tym, by argumenty stojące za silnym dolarem miały szybko ustąpić. W naszej ocenie czwarty kwartał przyniesie bowiem utrzymanie wysokiej awersji do ryzyka związanej zarówno z materializującym się scenariuszem światowego spowolnienia/recesji, jak i napięcia geopolitycznego. Przestrzeń do umocnienia dolara w naszej ocenie pozostaje, choć jest niewielka. Na gruncie analizy technicznej pierwsze próby wyprowadzania korekty wzrostowej na rynku eurodolara powinny nastąpić po dotarciu do bariery 0,9489.

Rynek obligacji

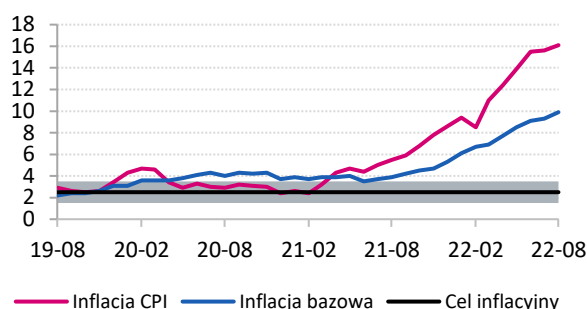
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↑	Zgodnie z naszymi oczekiwaniami ubiegły tydzień - po blisko miesięcznym trendzie bocznym - przyniósł wzrost rentowności 10-latki, który naszym zdaniem kontynuowany będzie także w najbliższych dniach. Argumentami stojącymi za zmianami wyceny długiego końca krajowej krzywej są trendy rynków globalnych, gdzie coraz ostrzejszy kurs Europejskiego Banku Centralnego i Fed powodują wyznaczanie coraz to nowych kilkuletnich maksimów. Lokalnie natomiast czynnikiem potęgującym zmienność będzie utrzymujący się brak należytej płynności krajowego rynku długu. Co prawda jutrzejszy przetarg, na którym Ministerstwo Finansów będzie sprzedawać obligacje powinien wyciszyć problem płynnościowy, lecz jedynie chwilowo.
10Y DE (%)	↑	Dochodowość Bunda konsekwentnie zwyżkuje a przebiecie psychologicznej bariery 2% nie zatrzymało trendu. Źródłem zmian pozostają bardziej agresywne rynkowe oczekiwania co do docelowego poziomu stóp procentowych w Eurolandzie, tym bardziej, iż natrafiają one na podkreślaną przez przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego coraz większą determinację do walki z inflacją. W tym tygodniu uwaga inwestorów skupiona będzie - poza piątkowym odczytem inflacji HICP ze strefy euro - właśnie na komentarzach członków EBC, w tym prezes Ch.Lagarde. Zakładamy podtrzymanie dotychczasowej jastrzębiej retoryki, co obok bieżących procesów inflacyjnych na świecie będzie wystarczającym argumentem do dalszego wzrostu rentowności Bundu.
10Y US (%)	↑	Dynamiczny trend wzrostu rentowności towarzyszy także rynkowi amerykańskiego długu. Tu również za fundament zmian uznać należy proces agresywnego zacieśniania polityki monetarnej, który znajduje swoje odzwierciedlenie - obok uporczywie wysokiej inflacji - w ustanawianiu coraz to wyższych poziomów dochodowości Treasuries. W najbliższych dniach uważamy, iż trend ten będzie kontynuowany a zapewnici o tym mogą dane dotyczące inflacji PCE w USA (piątek) i przemówienie prezesa Fed (wtorek).

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

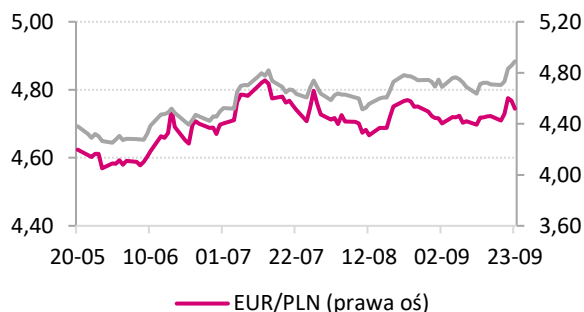


<p>Joanna Tyrowicz (23.09.2022)</p>	<p>(...) w warunkach bardzo dużych niepokoїв pożądanе może być bardziej radykalne podejście do podnoszenia stóp procentowych. To wszystko jeszcze jest podlane sosem bardzo ekspansywnej polityki fiskalnej. (...) Ta ekspansywna polityka fiskalna czynni politykę pieniężną bezzębną, czy 'mniej zębną'. Skuteczność podnoszenia stóp procentowych jest niższa.</p> <p>Nie ma wątpliwości, że stopy trzeba podnosić. Czy trzeba je podnosić na najbliższym posiedzeniu - to jest zupełnie inna kwestia, ale nie ma wątpliwości, że stopy trzeba dzisiaj podnosić, że są zdecydowanie za niskie. Trwanie przy podnoszeniu o 0,25 pkt. proc. na kolejnych posiedzeniach nie byłoby rozsądną strategią.</p> <p>A mówimy o tym, żeby podnosić stopę procentową o 2-3, potencjalnie 4 pkt. proc. maksymalnie, na dzisiaj, przy dzisiejszych danych, po ocenie na ile skuteczne były wcześniejsze podwyżki.</p>
<p>Ludwik Kotecki (23.09.2022) (12.09.2022) (9.09.2022)</p>	<p>Po pierwsze wycofano się z narracji, że mamy już koniec podwyżek, to było mówione w lipcu. Tego już teraz we wrześniu nie ma. Prezes Glapiński mówił raczej o jakiejś pauzie. Ja uważam, że tak będzie, że będziemy mieć jakąś przerwę. Bardzo ważne jest, co się stanie z tarczą antyinflacyjną, z cenami prądu i gazu dla gospodarstw domowych, o czym dowiemy się w styczniu przyszłego roku, a są to bardzo ważne dwa elementy.</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.</p>
<p>Henryk Wnorowski (19.09.2022)</p>	<p>Zgadzam się. Nie widzę powodów, aby [główna stopa procentowa] miała być wyżej [niż 7,00 proc.]. Ale potrzebne jest tu zastrzeżenie: to jest ocena przy obecnym stanie wiedzy. Rzeczywistość jest zaś niezwykle dynamiczna, w otoczeniu zewnętrznym i wewnętrznym utrzymuje się duża niepewność. Moja ocena może się, więc zmienić.</p> <p>Nie spodziewam się też, żeby [podwyższenie płacy minimalnej] wywołało to jakieś duże kłopoty w przedsiębiorstwach, które w zdecydowanej większości i tak płacą więcej. Wpływy do budżetu z CIT-u sugerują, że ich kondycja jest niezła. A udział kosztów pracy w całkowitych kosztach w ostatnich kwartałach stale małał. Natomiast tak duża podwyżka płacy minimalnej może być problemem dla części podmiotów z sektora publicznego, np. w służbie zdrowia</p>
<p>Cezary Kochalski (12.09.2022)</p>	<p>Przestrzeń do dalszych podwyżek stóp znacząco zmalęła, a prawdopodobieństwo zakończenia cyklu podwyżek wzrosło. Po wrześniowej decyzji RPP prawdopodobieństwo braku zmian stóp w październiku wzrosło.</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>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 gospodarke 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>

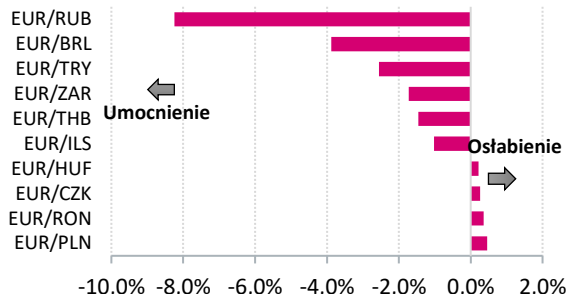
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

Wykresy rynkowe

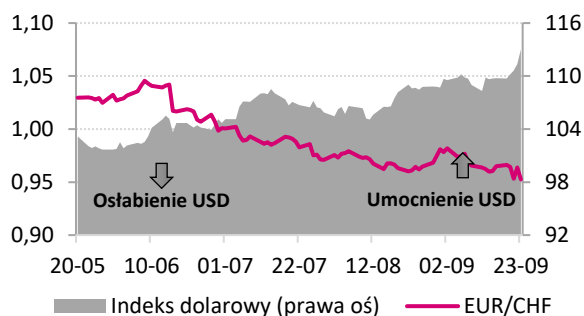
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



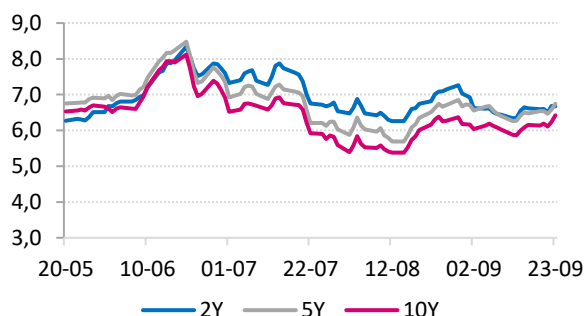
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



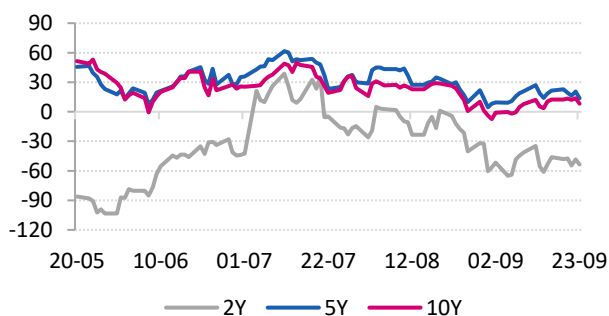
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



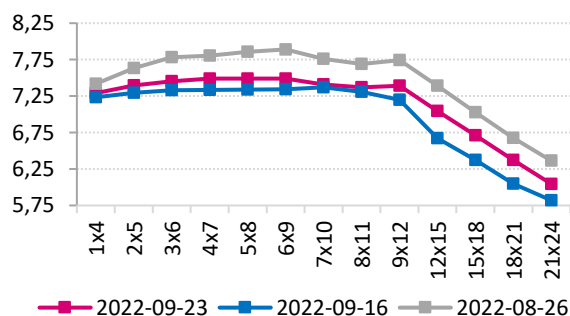
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



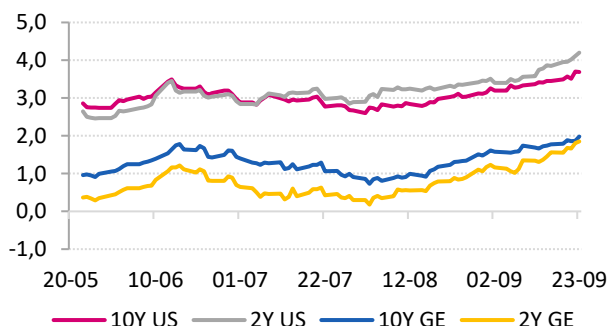
Krajowe stawki ASW [%]



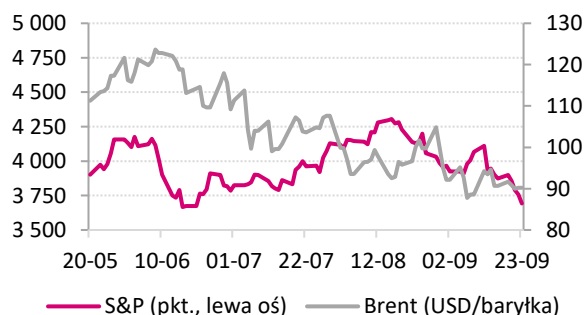
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 26 września					
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Wrzesień	88.5	87.2	
Wtorek 27 września					
14:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Wrzesień	11.75%	12.75%	
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m	USA	Sierpień	0.2%	0.3%	
16:00 Sprzedaż nowych domów	USA	Sierpień	511k	501k	
16:00 Conference Board	USA	Wrzesień	103.2	104.2	
Środa 28 września					
09:15 Wystąpienie Ch.Lagarde	EZ				
Czwartek 29 września					
14:00 Inflacja CPI wst. r/r	Niemcy	Wrzesień	7.9%	9.5%	
14:30 PKB fin. r/r	USA	Q2	-1.6%	-0.6%	
14:30 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Czechy	Wrzesień	7.00%	7.00%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	23 września	213k	215k	
Piątek 30 września					
03:00 PMI w przemyśle	Chiny	Wrzesień	49.5	49.7	
03:00 PMI w usługach	Chiny	Wrzesień	52.6	52.6	
Decyzja S&P w sprawie ratingu	Polska				
10:00 Inflacja CPI wst. r/r	Polska	Wrzesień	16.1%		
11:00 Inflacja HICP wst. r/r	EZ	Wrzesień	9.1%	9.6%	
11:00 Stopa bezrobocia	EZ	Sierpień	6.6%	6.6%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Sierpień	6.3%		
15:45 Chicago PMI	USA	Wrzesień	52.2	51.9	
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Wrzesień	58.2	51.9	
Poniedziałek 03 października					
09:00 Indeks PMI w przemyśle	Polska	Wrzesień	40.9		
10:00 Indeks PMI w przemyśle	EZ	Wrzesień	49.6	48.5	
15:45 Indeks PMI w przemyśle	USA	Wrzesień	51.5	51.8	

Dane i prognozy

		2021	2022	2023	Q421	1Q22	2Q22	3Q22	Q422	1Q23	2Q23	3Q22	4Q23
PKB	% r/r	5,9	4,2	1,0	7,6	8,5	5,5	3,0	1,2	-1,2	1,1	1,9	2,2
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5,4	5,4	5,7	5,4	5,4	4,9	4,9	5,1	5,2	5,3	5,4	5,7
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	5,1	13,8	10,5	7,7	9,6	13,9	16,0	15,4	15,1	11,0	9,1	7,9
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	70,8	101,3	83,6	79,6	100,3	113,4	100,8	93,2	87,2	84,1	82,3	80,8
Stopa referencyjna	%, k.o.	1,75	7,00	6,50	1,75	3,50	6,00	6,75	7,00	7,00	7,00	7,00	6,50
WIBOR 1M	%, k.o.	2,23	7,10	6,55	2,23	4,12	6,59	7,10	7,10	7,10	7,10	7,05	6,55
WIBOR 3M	%, k.o.	2,54	7,20	6,65	2,54	4,77	7,05	7,20	7,20	7,20	7,20	7,15	6,65
WIBOR 6M	%, k.o.	2,84	7,35	6,70	2,84	5,05	7,35	7,40	7,35	7,35	7,35	7,25	6,70
EUR/PLN	k.o.	4,58	4,70	4,60	4,58	4,64	4,70	4,72	4,70	4,67	4,65	4,63	4,60
USD/PLN	k.o.	4,03	4,77	4,38	4,03	4,17	4,49	4,72	4,77	4,67	4,56	4,50	4,38
EUR/USD	k.o.	1,14	0,99	1,05	1,14	1,11	1,05	1,00	0,99	1,00	1,02	1,03	1,05
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0,57	2,65	2,70	-0,57	-0,46	-0,20	1,07	2,65	2,70	2,70	2,70	2,70
LIBOR 3M USD	%, k.o.	0,21	4,55	4,20	0,21	0,96	2,29	3,75	4,55	4,50	4,50	4,30	4,20

* 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.