

# Makro i rynek

komentarz tygodniowy

1 sierpnia 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

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,7371	-0,7%
USD/PLN	4,6292	-1,6%
CHF/PLN	4,8698	1,1%
EUR/USD	1,0233	0,8%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	6,75	3
WIBOR 3M	7,01	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	6,83	-19
5Y	5,98	-30
10Y	5,57	-48

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	6,94	-19
5Y	5,67	-41
10Y	5,32	-48

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,83	-22
US 10Y	2,66	-15

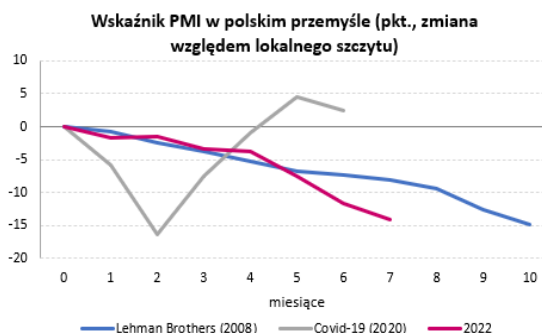
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	55007,4	1,7
S&P 500	4130,3	4,3
Nikkei 225	27993,4	1,1

Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

**Millennium**  
bank

## Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond, Bank Millennium

W lipcu br. wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu spadł do 42,1 pkt i trzeci miesiąc z rzędu był poniżej 50 pkt., granicy oddzielającej ekspansję od recesji. Polski przemysł pogrążył się zatem w recesji, a tempo pogorszenia koniunktury w ostatnich miesiącach jest wyraźnie szybsze niż w czasie globalnego kryzysu finansowego po upadku banku Lehman Brothers. Techniczna recesja w Polsce staje się coraz bardziej realnym scenariuszem.

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia




### Uwaga rynków skupiona na raporcie z amerykańskiego rynku pracy

Wydarzeniem, które będzie przyciągało uwagę inwestorów na globalnych rynkach finansowych będzie publikacja w piątek o godz. 14.30 miesięcznego raportu z amerykańskiego rynku pracy. Spodziewany jest wzrost liczby nowych etatów poza rolnictwem (non-farm payrolls) w lipcu o 255 tys. wobec wzrostu o 372 tys. w czerwcu. Wzrost zatrudnienia zostanie zatem utrzymany, choć należy zwrócić uwagę, że realizacja tej prognozy oznaczałaby najniższy wzrost liczby etatów od grudnia 2020 roku. Przyrost liczby nowych etatów wyhamowuje od początku tego roku. Rynek pracy pozostaje jednak wciąż napięty co znajduje odzwierciedlenie w niskiej stopie bezrobocia, która powinna utrzymać się na poziomie 3,6%, bliskim przedpandemicznym rekordowo niskim poziomom. We wcześniejszych dniach publikowane będą inne wskaźniki rynku pracy - raport Challengeera, initial claims (czwartek), czy też indeksy koniunktury ISM, które będą zawierały subindeksy zatrudnienia (interpretowane w kontekście piątkowej publikacji non-farm payrolls). Wspomniane wskaźniki już w ostatnich miesiącach wskazywały na stabilizowanie się sytuacji na rynku pracy w USA i prawdopodobne jest, że także najnowsze ich odczyty potwierdzą stopniowe wyhamowywanie popytu na pracę. Schładzanie amerykańskiej gospodarki potwierdzić powinny także indeksy koniunktury ISM, które publikowane będą w pierwszej połowie tego tygodnia. Pomimo coraz wyraźniejszych sygnałów hamowania gospodarki Fed będzie kontynuował cykl zacieśniania polityki pieniężnej. Publikowane w tym tygodniu dane mogą wpłynąć na oczekiwania co do skali i tempa kolejnych kroków Fed. Obecnie rynki finansowe wyceniają scenariusz wzrostu stóp do 3,25-3,50% do końca tego roku oraz o 50 pkt. baz. we wrześniu.




### Pogorszenie nastrojów w europejskiej gospodarce będzie postępować

Ten tydzień przyniesie kolejne liczne dane także z europejskiej gospodarki. Najważniejsze będą indeksy koniunktury dla sektora usług, choć będą to finalne odczyty indeksów PMI, więc nie powinny przynieść dużych niespodzianek. Oczekiwać należy kontynuacji pogorszenia nastrojów, na co wpływ ma wysoka inflacja, rosące stopy procentowe oraz ryzyko zaburzeń w dostawach surowców energetycznych do Europy. Ryzyka te dotyczą szczególnie Niemiec, których stopień uzależnienia od importu rosyjskiego gazu jest relatywnie wysoki. Z tego też powodu recesja w niemieckiej gospodarce jest bardziej prawdopodobna niż w całej strefie euro. To mało optymistyczna perspektywa z punktu widzenia polskiej gospodarki, dla której Niemcy są głównym rynkiem zbytu. Z tego też powodu silnie pogarszają się nastroje w polskim przemyśle, czego odzwierciedleniem jest spadek indeksu PMI w lipcu do poziomu najniższego od maja 2020.

## Rynek walutowy

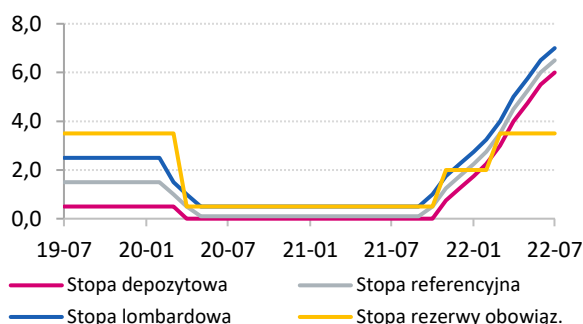
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
Kierunek		Uzasadnienie
EUR/PLN		Złoty porusza się w dość szerokim przedziale 4,70 - 4,80 za EUR pozostając wrażliwym na zmiany rynków globalnych, w szczególności notowań eurodolara. Uważamy, iż w najbliższych dniach kurs EUR/PLN zbliży się do górnej granicy pasma wahań, czemu sprzyjać będzie utrzymanie relatywnie słabych nastrojów światowych. Materializujące się zagrożenie globalną recesją, co w połączeniu z obawami dotyczącymi zaburzeń w przesyłce rosyjskiego gazu do Europy niezmiennie stanowiąc będą mieszankę czynników sprzyjających utrzymaniu strategii risk-off tj. unikania ryzyka. Tym bardziej, iż lokalnie złoty pozbawiony jest argumentów mogących go umacniać. Poza widocznym w średnim terminie narastaniem nierównowag w krajowej gospodarce w postaci zmian na rachunku obrotów bieżących, czy uporczywie wysokiej inflacji najnowszym argumentem jest dzisiejszy rozczarowujący odczyt indeksu PMI w polskim przemyśle. Stanowi on kolejną przesłankę do obniżenia oczekiwań na podwyżki stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej (negatywne dla waluty). Podsumowując o ile uważamy, iż kurs EUR/PLN w pierwszym tygodniu sierpnia będzie poruszał się w trendzie bocznym, to bliżej mu będzie do jego górnego ograniczenia zważywszy na wciąż słaby sentyment zewnętrzny.
USD/PLN		Uważamy, iż kurs USD/PLN będzie w najbliższych dniach próbował raz jeszcze zbliżyć się do bariery 4,7488 która stanowi silny poziom oporu technicznego. O ile jej trwale przekroczenie jest naszym zdaniem obecnie wątpliwe, to nastrój utrzymującej się globalnej awersji do ryzyka powinien w dalszym ciągu umiarkowanie premiować dolara - jako bezpieczne aktywo - i równocześnie łagodnie przeceniać polską walutę względem dolara amerykańskiego.
EUR/USD		W naszej ocenie brakuje obecnie argumentów mogących wspierać wycenę euro w relacji do dolara. Amerykańska waluta nadal bowiem pozostaje beneficjentem dość ponurych nastrojów globalnych, będących wynikiem ostatnich publikacji wskazujących na narastające prawdopodobieństwo światowej recesji. Dodatkowo, negatywnie na wycenę wspólnej waluty oddziałuje konieczność transformacji energetycznej europejskiej gospodarki w następstwie zaburzeń w dostawach rosyjskiego gazu oraz ryzyko polityczne i przedterminowe wybory parlamentarne we Włoszech. Lipcowa silniejsza od oczekiwań podwyżka stóp procentowych przez Europejski Bank Centralny nie wpłynęła zaś na zainicjowanie trendu wzrostowego w notowaniach eurodolara, gdyż spotkała się z jastrzębią narracją ze strony amerykańskiej Rezerwy Federalnej. W efekcie zarówno bieżące, jak i oczekiwane carry trade (różnica w poziomie stóp procentowych pomiędzy USA a strefą euro) nadal pozostaje korzystniejsze dla amerykańskiej waluty. Mamy jednocześnie świadomość, iż wiele z dotychczasowych czynników przemawiających za siłą dolara zostało już zdyskontowanych. Mimo to uważamy, iż kurs EUR/USD raz jeszcze może próbować zbliżyć się do parytetu wykorzystując w tym tygodniu między innymi solidny odczyt raportu z rynku pracy USA (piątek).

## Rynek obligacji

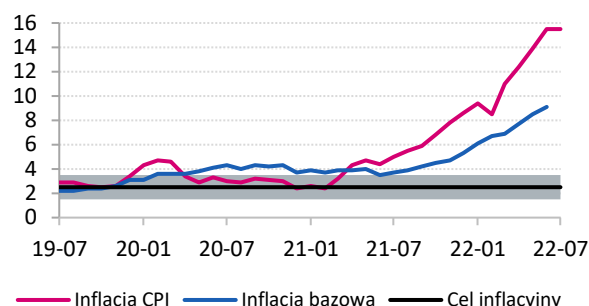
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
Kierunek		Uzasadnienie
10Y PL (%)		Wycena krajowych obligacji skarbowych pozostaje wysoce zmienna. Dochodowość 10-latk, która jeszcze w połowie czerwca przekraczała 8% obecnie obniżyła się w okolice 5,5%. Tak dużą dynamikę zmian uznajemy za nieadekwatną. O ile zgadzamy się z faktem, iż bieżące nastroje rynkowe wspierają spadki dochodowości obligacji, to skalę spadku rentowności polskich 10-latek uważamy za przesadną. Z tego powodu oczekujemy korekty technicznej i zbliżenia się dochodowości do poziomu 6%. Tym bardziej, iż wycena Bunda - po niższe zainicjowanej lipcowym posiedzeniem Europejskiego Banku Centralnego również może poszukiwać krótkoterminowego punktu równowagi. Co więcej długi koniec krzywej tradycyjnie jest mniej wrażliwy niż 2-latka na zmiany oczekiwań co do stóp procentowych. O ile zatem uważamy, że niedawne krajowe dane wskazujące na pogarszanie się koniunktury gospodarczej w Polsce były wystarczającym argumentem tłumaczącym spadki dochodowości skarbowych papierów wartościowych, to w przypadku 10-latk były one za mocne i wymagać mogą niewielkiego odreagowania.
10Y DE (%)		Miks zaprezentowanego w lipcu 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 zdecydował o solidnych spadku dochodowości Bunda. W efekcie rentowność 10-latk niemieckiej obniżyła się - po raz pierwszy od maja - poniżej poziomu 1%. Uważamy, iż po okresie dość gwałtownych jak na Bunda spadków początek sierpnia przyniesie próbę ustabilizowania wyceny. Tym bardziej, iż kalendarium publikacji nie zawiera danych mogących w istotny sposób przekładać się na rynkową zmienność (dane PMI mają charakter finalnych publikacji zwyczajowo niewiele różniących się od szacunków flash).
10Y US (%)		Odpowiedzią na coraz bardziej wyraźne sygnały spowolnienia koniunktury w Stanach Zjednoczonych jest spadek dochodowości obligacji poniżej 3%. Uważamy jednak, iż piątkowe dane z amerykańskiego rynku pracy - obok wypowiedzi członków Fed - mogą podtrzymać wiarę inwestorów w kontynuację procesu podwyżek stóp procentowych w USA w tym roku (ta nieco osłabła bowiem w ostatnich tygodniach), a tym samym wygenerować impuls do niewielkiego wzrostu dochodowości Treasuries.

## Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

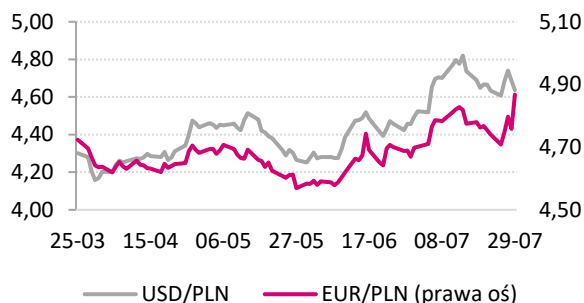


Przemysław Litwiniuk (22.07.2022)	„Podwyżka jak ta z kwietnia, gdy podniesiono o 100 pb., z nadzieją, że to załatwi sprawę kursową, była nadmierna. Uważam, że miała cechy podwyżki histerycznej, co zamiast zbudować zaufanie do złotego obniżyło je i nie osiągnęliśmy w ten sposób żadnych efektów, które 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 gospodarke 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.
Henryk Wnorowski (20.07.2022)	Wydaje się, że jeszcze czeka nas być może jedna, czy kilka podwyżek stóp procentowych, ale wydaje się, że już nieznaczących. Tak wynika przynajmniej z ostatniej projekcji Narodowego Banku Polskiego i tego co my przewidujemy. Mówiło 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 obniżyć 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. (...) polityka pieniężna nadal prowadzona będzie w odpowiedzialny sposób, by ograniczyła inflację i jednocześnie sprzyjała utrzymaniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego
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 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 przyjrzeliliśmy się z dużą troską, ale uznaliśmy, że na szali w tej chwili to nie mogło wpłynąć na decyzję o podwyżkach.

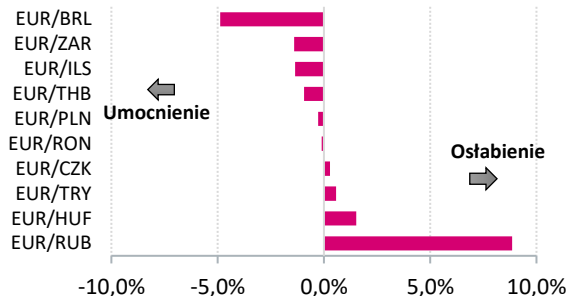
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

## Wykresy rynkowe

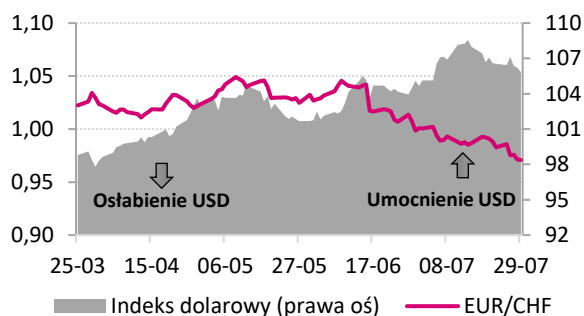
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



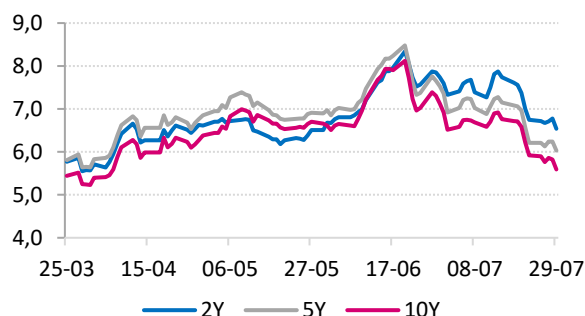
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



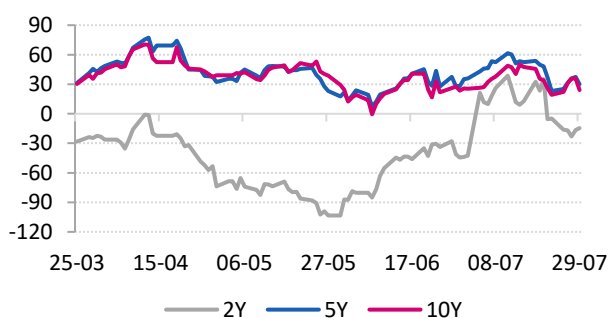
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



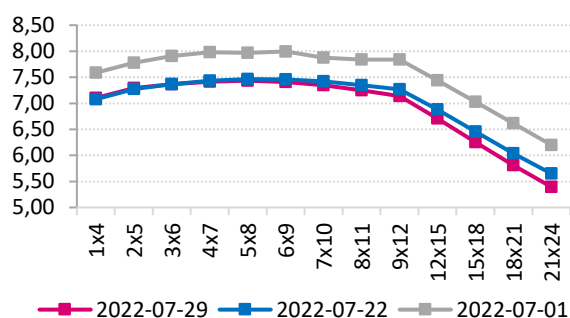
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



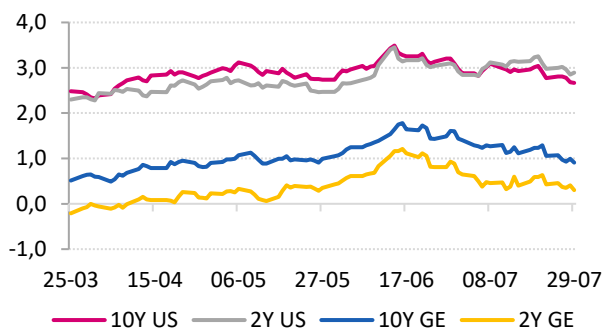
Krajowe stawki ASW [%]



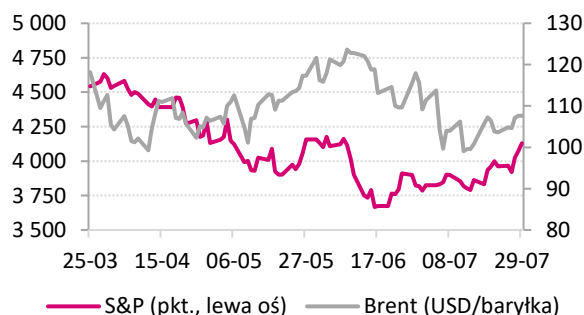
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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
<b>Poniedziałek 01 sierpnia</b>					
09:00 PMI w przemyśle	Polska	Lipiec	44.4	43.6	43.6
09:55 PMI w przemyśle	Niemcy	Lipiec	52.0	49.0	
10:00 PMI w przemyśle	EZ	Lipiec	52.1	49.6	
15:45 PMI w przemyśle	USA	Lipiec	52.7	52.3	
16:00 ISM w przemyśle	USA	Lipiec	53.0	52.8	
<b>Wtorek 02 sierpnia</b>					
11:00 Inflacja PPI r/r	EZ	Czerwiec	36.3%	35.6%	
<b>Środa 03 sierpnia</b>					
09:55 PMI w usługach	Niemcy	Lipiec	52.4	49.2	
10:00 PMI w usługach	EZ	Lipiec	53.0	50.6	
11:00 Sprzedaż detaliczna wda r/r	EZ	Czerwiec	0.2%	-1.5%	
15:45 PMI w usługach	USA	Lipiec	52.7	47.0	
16:00 ISM w usługach	USA	Lipiec	55.3	53.9	
16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku fin. m/m	USA	Czerwiec	0.8%	1.9%	
16:00 Zamówienia w przemyśle m/m	USA	Czerwiec	1.6%	0.4%	
<b>Czwartek 04 sierpnia</b>					
13:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	UK	Sierpień	1.25%	1.50%	
13:30 Raport Challengeera	USA	Lipiec	32.5k		
14:30 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Czechy	Sierpień	7.0%		
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	29 lipca	256k	250k	
<b>Piątek 05 sierpnia</b>					
14:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym	USA	Lipiec	372k	255k	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Lipiec	3.6%	3.6%	
14:30 Płaca godzinowa r/r	USA	Lipiec	5.1%	4.9%	
<b>Poniedziałek 08 sierpnia</b>					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Sierpień	-26.4		



## 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	6,5	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	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	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	7,00	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	7,10	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	7,20	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	7,30	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.