

# Makro i rynek

komentarz tygodniowy

8 sierpnia 2022

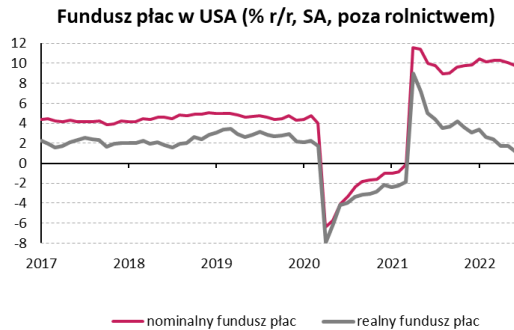
**Biuro Analiz Makroekonomicznych**  
research@bankmillennium.pl

**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

## Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Rynek pracy w USA pozostaje mocny. Rekordowo niskie bezrobocie i kontynuacja wzrostów zatrudnienia sprzyja utrzymaniu dynamiki płac na wysokim poziomie. Dynamika realnego funduszu płac (poza rolnictwem) spada w ostatnich miesiącach, jednak pomimo wysokiej inflacji pozostaje dodatnia, co będzie podtrzymywać konsumpcję w USA, a jednocześnie może dodawać śmiałości części członków Fed, aby podtrzymać agresywne tempo podwyżek stóp procentowych.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,7002	-0,3%
USD/PLN	4,6049	0,0%
CHF/PLN	4,8088	-0,7%
EUR/USD	1,0203	-0,4%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	6,80	6
WIBOR 3M	7,02	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	6,62	-13
5Y	5,89	-1
10Y	5,42	1

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	6,63	-28
5Y	5,45	-14
10Y	5,16	-9

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,89	10
US 10Y	2,80	17

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	54318,9	-1,9
S&P 500	4145,2	0,4
Nikkei 225	28249,2	0,9

Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### Czy odczyt inflacji CPI w USA utrwali oczekiwania na dalsze agresywne podwyżki stóp?

W tym tygodniu kalendarium danych makroekonomicznych z gospodarek rozwiniętych nie jest rozbudowane, a uwaga rynków skupiona będzie na odczycie lipcowej inflacji CPI w USA. Konsensus rynkowy wskazuje na nieznaczny jej spadek do 8,9% r/r z 9,1% r/r w czerwcu. Zniżka ta będzie w dużej mierze efektem spadku cen ropy naftowej. Eliminując wpływ cen żywności i energii, w tym także paliw, spodziewany jest wzrost wskaźnika inflacji do 6,1% r/r z 5,9% r/r w poprzednim miesiącu, co oznaczałoby przerwanie spadków inflacji bazowej widocznych w ostatnich trzech miesiącach. Oznacza to, iż presja inflacyjna w USA utrzymuje się na wysokim poziomie, czemu sprzyja niewątpliwie wciąż bardzo dobra sytuacja na rynku pracy i rekordowo niskie bezrobocie. Opublikowany w piątek raport z amerykańskiego rynku pracy potwierdził kontynuację solidnych wzrostów bezrobocia, któremu towarzyszy utrzymanie dynamiki płac na podwyższonym poziomie. Ciasny rynek pracy oraz wysoka inflacja to uwarunkowania podtrzymujące oczekiwania na kontynuację cyklu zacieśniania polityki pieniężnej przez amerykański Fed. Po publikacji piątkowych danych rynek powrócił do gry na podwyżkę stóp proc. we wrześniu o 75 pkt. baz. Docelowy poziom stopy Fed w obecnym cyklu wyceniany jest obecnie na 3,75%. Pozostałe publikowane w tym tygodniu dane z USA, w tym indeks nastrojów konsumenckich Uniwersytetu Michigan, czy liczba nowozarejestrowanych bezrobotnych, o ile nie będą bardzo mocno odbiegały od konsensusu, nie powinny istotnie wpłynąć na nastroje rynkowe.

### Bilans płatniczy i szczegóły lipcowej inflacji w kalendarium krajowych danych

W piątek NBP opublikuje dane o bilansie płatniczym w czerwcu. Według naszych szacunków deficyt na rachunku obrotów bieżących pogłębił się do 1840 mln EUR z 1222 mln EUR w maju, do czego w dużej mierze przyczyni się wzrost deficytu na rachunku dochodów pierwotnych, w związku z m.in. mniejszym napływem środków z UE. W zakresie wymiany handlowej oczekujemy nieznacznego wyhamowania dynamik eksportu i importu, choć utrzymać się powinny one na solidnym poziomie. Realizacja tej prognozy oznaczałaby pogłębienie się nierównowagi zewnętrznej polskiej gospodarki, mierzonej udziałem deficytu C/A do PKB który według naszych szacunków wzrośnie po czerwcu do 4,1%, podczas gdy rok temu saldo bilansu obrotów bieżących wykazywało nadwyżkę niemal 2% PKB. Także w piątek (godz. 10.00) GUS poda szczegółowe dane o inflacji CPI w Polsce, niemniej w naszej ocenie nie powinny wpłynąć na nastroje rynkowe, choć biorąc pod uwagę zniżki cen paliw w drugiej połowie lipca, nie wykluczamy nieznacznej rewizji w dół wstępnego odczyt, który wyniósł 15,5% r/r. Ciekawa będzie także analiza zmian w całym koszyku inflacyjnym, która pozwoli ocenić źródła wyhamowywania wzrostu inflacji bazowej, a przez to trwałość tych zmian.

## Rynek walutowy

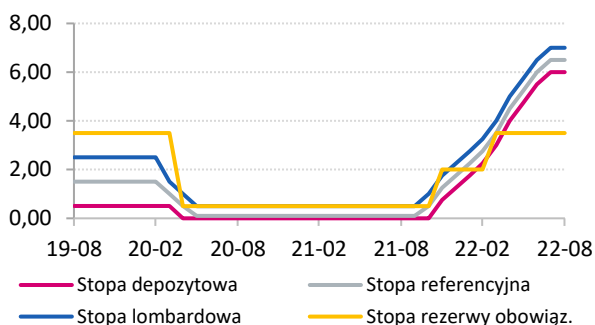
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↔	Przed złotym niezwykle interesujący tydzień. Kurs EUR/PLN walczy bowiem o zejście poniżej poziomu 4,70 i uruchomienie - na gruncie analizy technicznej - dodatkowej przestrzeni do aprecjacji. Co ciekawe, polska waluta nie reagowała w ostatnich dniach na globalne umocnienie dolara, z którym pozostawała w dość ścisłej i ujemnej korelacji. W efekcie chwilowo zmiany sentymentu globalnego - na niesprzyjający bardziej ryzykownym aktywom jak polska waluta - nie szkodzą złotemu. Problematyczny jest jednak fakt, iż wsparcia od dłuższego czasu nie stanowią także czynniki lokalne. Ten tydzień najprawdopodobniej uwypukli lokalne bolączki złotego tj. uporczywie wysoką inflację oraz narastające nierównowagi w bilansie płatniczym (obie publikacje zaplanowane są na piątek). W efekcie, o ile dostrzegamy szansę na próbę zejścia notowań EUR/PLN do poziomu 4,6850 na początku tygodnia, to uważamy, iż kolejne dni za sprawą mocnego dolara oraz braku przesłanek do nasilenia oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w Polsce (finalne dane o inflacji mogą potwierdzić jej tegoroczny szczyt) przyniosą presję w kierunku osłabienia złotego.
USD/PLN	↔	Nie spodziewamy się, by zainteresowanie kupujących dolarem miało ulec ograniczeniu. Sentyment zewnętrzny nadal pozostaje umiarkowanie sprzyjający tzw. bezpiecznym przystaniom. Z tego powodu za najbardziej prawdopodobny scenariusz tego tygodnia uznajemy stabilizację kursu USD/PLN wokół bieżącego poziomu 4,62. Silnym oporem technicznym zapobiegającym potencjalnym spadkom notowań jest bariera 4,5837 (szczyty z końca lutego a więc początku rosyjsko-ukraińskiej wojny).
EUR/USD	↔	W naszej ocenie najbliższe dni przyniosą „udeptywanie” eurodolara w okolicy 1,0180. O sile dolara niezmiennie stanowi utrzymujące się ryzyko geopolityczne (Ukraina, Tajwan) oraz korzystne carry trade w stosunku do euro, czyli różnica stóp procentowych. Tym bardziej, iż ostatnie dane z amerykańskiego rynku pracy w swojej optymistycznej wymowie nasiliły oczekiwania co do wrześniowego posiedzenia Fed. Obecnie rynek liczy na wzrost kosztu pieniądza w USA w przyszłym miesiącu w wymiarze 75 pkt. baz. wobec 50 pkt. baz. zakładanych w przypadku Europejskiego Banku Centralnego. W tym tygodniu, zważywszy na dość ubogi kalendarz istotnych publikacji makroekonomicznych uważa inwestorów skoncentrowana będzie na odczycie inflacji CPI w USA. Podobnie jak raport z rynku pracy (opublikowany w miniony piątek) będzie ona pomocna w określeniu perspektyw polityki pieniężnej Fed. Na horyzoncie nie dostrzegamy obecnie istotnych czynników mogących stanowić o sile euro względem dolara. Tym bardziej, iż nastroje recesyjne w globalnej gospodarce zdają się być silniejsze w przypadku strefy euro (spotęgowane transformacją energetyczną) aniżeli w Stanach Zjednoczonych.

## Rynek obligacji

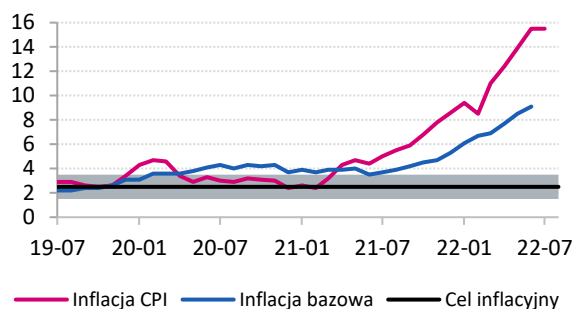
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↔	Liczymy na ustabilizowanie się wyceny krajowego długu w najbliższych dniach. W przypadku 10-latki oznaczałoby to fluktuowanie, z zachowaniem niewielkiej zmienności, wokół poziomu 5,50% czemu sprzyjać powinny ograniczone zmiany wyceny europejskiego długu oraz ustabilizowanie się oczekiwań co do skali kolejnych podwyżek stóp procentowych. Wpływu na wycenę obligacji nie powinna ponadto stanowić zaplanowany na czwartek przetarg zamiany obligacji skarbowych. Możliwym źródłem zmienności wyceny skarbowych papierów wartościowych (kształtującym oczekiwania na kontynuację zacieśniania polityki pieniężnej) mogą okazać się dane o krajowej inflacji CPI (piątek). Ich finalny charakter sugeruje niewielką przestrzeń do niespodzianki w stosunku do odczytu wstępnego, lecz choćby najmniejszy spadek wskaźnika wobec tzw. „flasha” dawałby kolejny w krótkim czasie argument członkom Rady Polityki Pieniężnej optującym za stabilizacją stóp procentowych.
10Y DE (%)	↔	Mimo, iż dochodowość 10-latki niemieckiej zbliżyła się do poziomu 1% to nie uważamy, by w tym tygodniu znalazła argumenty mogące trwale wybić ją powyżej wspomnianej bariery. W rezultacie, uważamy scenariusz względnej stabilizacji wyceny długiego końca niemieckiej krzywej za najbardziej prawdopodobny. Pomocne w tym będzie ubogie - zwłaszcza w przypadku publikacji danych ze strefy euro - kalendarium makroekonomiczne.
10Y US (%)	↔	Rentowność amerykańskiego długu rośnie i w szybkim tempie zbliża się do bariery 3% z uwagi na niedawny zestaw solidnych danych makro, w tym raport z rynku pracy USA. Tym samym inwestorzy przywrócili oczekiwania co do podwyżki stóp procentowych o 75 pkt. baz. we wrześniu i docelowej stopy Fed na poziomie 3,75%. Efektem jest wspomniana wyższa dochodowości Treasuries, która w naszej ocenie może być kontynuowana także w tym tygodniu. Wiele zależeć będzie jednak od danych o inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych (środa). Potwierdzenie wysokiej inflacji stanowiłoby dodatkowy impuls wzmacniający bieżące oczekiwania co do perspektyw polityki pieniężnej Stanów Zjednoczonych.

## Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

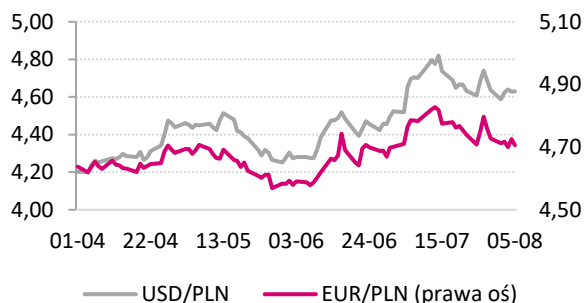


<b>Przemysław Litwiniuk</b> (14.05.2022)	„Podwyżka jak ta z kwietnia, gdy podniesiono o 100 pb., z nadzieją, że to załatwi sprawę kursową, była nadmierna. Uważam, że miała cechy podwyżki historycznej, co zamiast zbudować zaufanie do złotego obniżyło je i nie osiągnęliśmy w ten sposób żadnych efektów, które był związane z tego rodzaju drastycznym ruchem i ponieśliśmy (...) znaczące koszty”
<b>Wiesław Janczyk</b> (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.
<b>Henryk Wnorowski</b> (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
<b>Ireneusz Dąbrowski</b> (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
<b>Ludwik Kotecki</b> (5.08.2022)	„Uważam, że powinniśmy działać dużo szybciej, ale krócej. Lepiej nie rozciągać podwyżek w czasie. Byłby to dużo silniejszy sygnał, że walka z inflacją to jest priorytet. Być może skończylibyśmy cykl w maju”. Uważam, że tak [czy można 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.
<b>Adam Glapiński</b> (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
<b>Cezary Kochalski</b> (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 determinacją, żeby inflację sprowadzać do celu. Determinacja do podwyżek była więc wyraźna. Z drugiej strony dostrzeżliśmy pewne elementy, które mogą mieć wpływ na wzrost gospodarczy, czemu przyrzekliśmy 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.

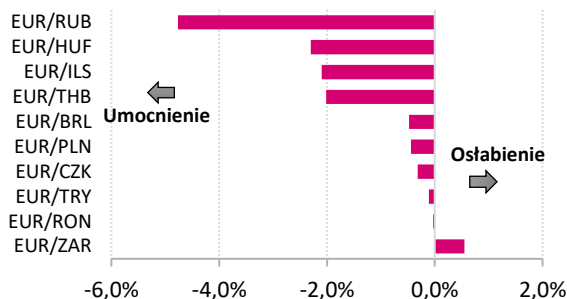
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

## Wykresy rynkowe

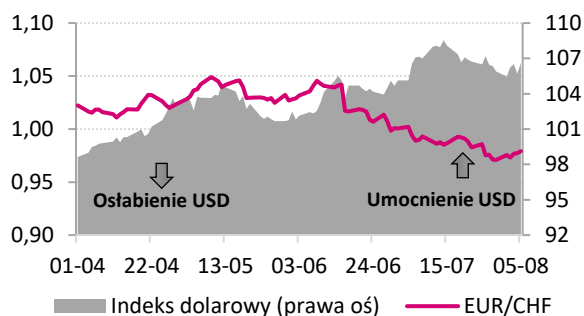
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



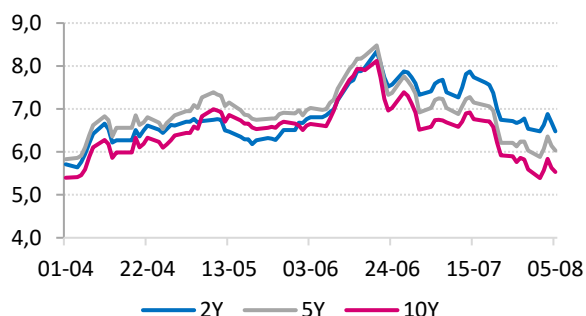
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



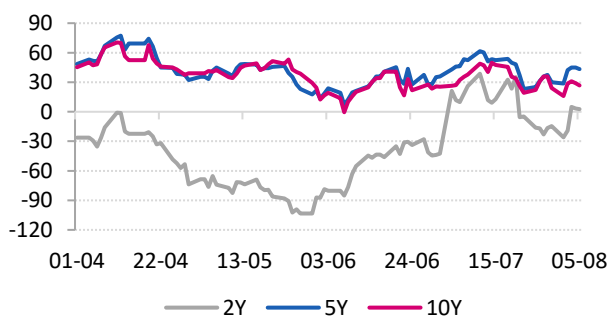
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



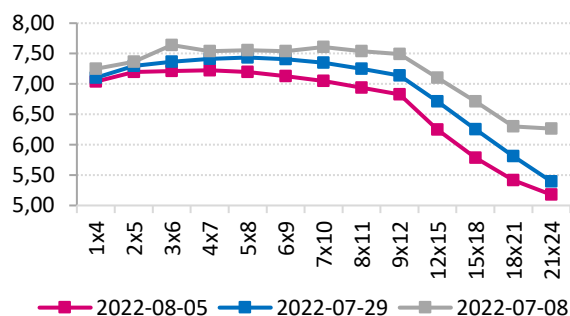
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



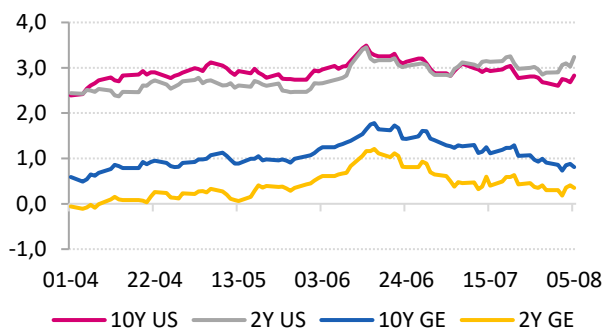
Krajowe stawki ASW [%]



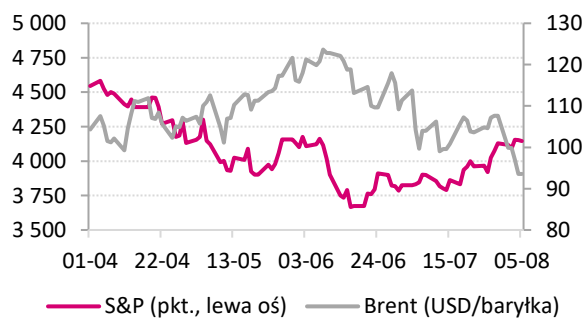
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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
<b>Poniedziałek 25 lipca</b>					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Sierpień	-26.4	-23.2	
<b>Wtorek 26 lipca</b>					
Brak istotnych publikacji					
<b>Środa 27 lipca</b>					
03:30 Inflacja CPI r/r	Chiny	Lipiec	2.5%		
08:00 Inflacja CPI r/r fin.	Niemcy	Lipiec	7.6%	7.5%	
09:00 Inflacja CPI r/r	Czechy	Lipiec	17.2%		
14:00 Protokół z posiedzenia banku centralnego	Węgry	Lipiec			
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Lipiec	9.1%	8.9%	
<b>Czwartek 28 lipca</b>					
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Lipiec	11.3%	10.6%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	05 sierpnia	254k	250k	
<b>Piątek 29 lipca</b>					
09:00 Protokół z posiedzenia banku centralnego	Czechy	Sierpień			
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Lipiec	15.5%	15.5%	
14:00 Rachunek obrotów bieżących	Polska	Czerwiec	-1222m	-2368m	-1840m
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Sierpień	51.5	52.0	
<b>Poniedziałek 01 sierpnia</b>					
Dzień wolny od pracy					
	Polska				

## 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	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	7,50	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.