

# Makro i rynek

komentarz tygodniowy

22 sierpnia 2022

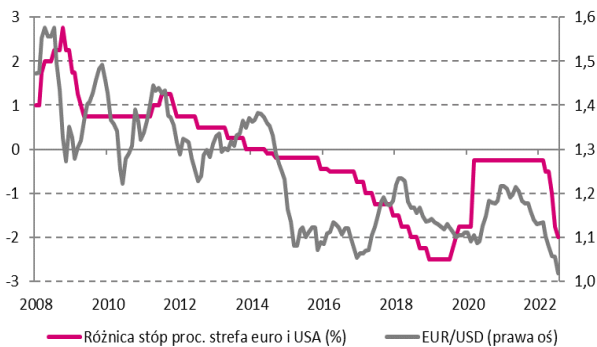
Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

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



W tym tygodniu kurs EUR/USD walczy o trwałe złamanie parytetu i zejście do 20-letniego minimum. Dolara - poza lepszymi perspektywami gospodarczymi USA niż strefy euro - wspiera także powiększająca się różnica w poziomie stóp procentowych Fed nad EBC. Z tego powodu zaplanowane na piątek wystąpienie szefa Fed będzie istotne dla perspektyw kursu EUR/USD.

Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,7450	0,9%
USD/PLN	4,7346	2,6%
CHF/PLN	4,9375	2,5%
EUR/USD	1,0019	-1,6%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	6,86	4
WIBOR 3M	7,04	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	6,99	28
5Y	6,32	33
10Y	6,03	51

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	6,92	25
5Y	5,99	48
10Y	5,73	51

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	1,19	28
US 10Y	2,95	14

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

Millennium  
bank

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia




### W tym tygodniu sympozjum w Jackson Hole i szereg danych makro dla USA

Kluczowym wydarzeniem w drugiej połowie tygodnia będzie coroczne sympozjum organizowane w Jackson Hole przez amerykańską Rezerwę Federalną, które stanowi okazję do omówienia najważniejszych kwestii dla polityki pieniężnej na świecie. Najważniejsze znaczenie będzie miało wystąpienie przewodniczącego Fed J.Powella zaplanowane na piątek na godz. 16:00 czasu polskiego. W centrum uwagi będą perspektywy polityki Fed. Obecnie rynki finansowe są podzielone co do prognozowanej podwyżki stóp procentowych na najbliższym posiedzeniu w dniach 20-21 września br. (poznamy wtedy także nowe prognozy makroekonomiczne i wykres dot-plot). Część inwestorów oczekuje zwwyżki o 0,50 pkt proc., a część kontynuacji szybkiego zacieśniania polityki pieniężnej (tj. podwyżki o 0,75 pkt proc., podobnie jak na dwóch ostatnich posiedzeniach). Spodziewamy się, że retoryka Powella pozostanie jastrzębia, gdyż inflacja, pomimo wyhamowania w lipcu, pozostaje bardzo wysoka, a dane z rynku pracy okazały się bardzo dobre. W kontekście dalszych ruchów Fed J.Powell może podkreślić konieczność zmniejszenia skali podwyżek stóp ze względu na spadek aktywności w amerykańskiej gospodarce oraz znaczenie napływających danych makro (*data dependent*) dla perspektyw polityki pieniężnej. W tym kontekście, jeszcze przed przemówieniem J.Powella poznamy szereg danych z USA, w tym zrewidowany odczyt PKB w 2Q 2022, a także inflację PCE w lipcu, które nie powinny zmienić obrazu hamowania gospodarki w warunkach najwyższej od wielu lat inflacji. Warto zauważyć, że na sympozjum w Jackson Hole przewidziane jest także wystąpienie przedstawicielki Europejskiego Banku Centralnego I.Schnabel, choć ze względu na datę (sobota) ewentualna reakcja rynkowa miałaby miejsce na początku przyszłego tygodnia.




### Wstępne dane PMI potwierdzą hamowanie europejskiej gospodarki

We wtorek opublikowane zostaną wstępne odczyty indeksów PMI dla europejskiego sektora przemysłu oraz usług za sierpień. Konsensus rynkowy wskazuje na dalsze pogorszenie nastrojów w gospodarce eurolandu. Dotyczy to szczególnie Niemiec, gdzie prognozy indeksu zarówno dla przemysłu, jak i usług znajdują się poniżej 50 pkt., granicy oddzielającej ekspansję od recesji, wskazując na pogrążanie się gospodarki naszego głównego partnera handlowego w recesji. Wysoka inflacja, rosnące stopy procentowe, zaburzenia dostaw surowców energetycznych oraz rosnące ryzyko zaburzeń dostaw energii elektrycznej w miesiącach jesienno-zimowych to główne czynniki ciężące na nastrojach europejskich firm. W recesji pogrążony jest przemysł całej strefy euro, podczas gdy wskaźnik PMI dla europejskiego sektora usług ma szansę utrzymać się powyżej granicy 50 pkt., wspierany dobrą sytuacją na europejskim rynku pracy. Nie zmienia to jednak ogólnej oceny, iż nastroje w europejskiej gospodarce, podobnie jak i jej perspektywy w najbliższych kwartałach pozostają negatywne. Pomimo słabych perspektyw wzrostu inflacja pozostawać będzie wysoka, co skłoni Europejski Bank Centralny do kontynuacji podwyżek stóp procentowych na wrześniowym posiedzeniu.

## Rynek walutowy

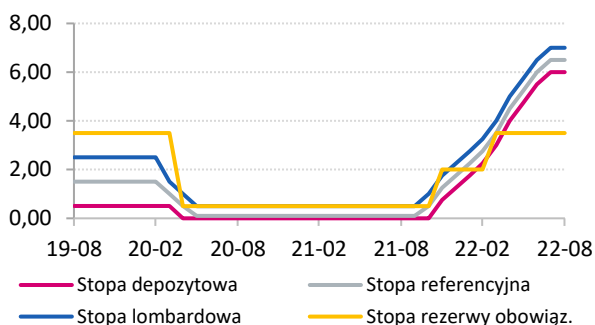
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN		Wycena złotego pozostaje pod dominującym wpływem sentymentu globalnego. Globalna presja na umocnienie dolara tworzy negatywne środowisko dla walut tej części regionu. W rezultacie, rośnie presja na osłabienie między innymi złotego. W naszej ocenie kurs EUR/PLN - w miarę spadków eurodolara - przesuwać się będzie w stronę poziomu 4,80. Tym bardziej, iż czynniki lokalne nie powinny sprzyjać polskiej walucie. Lipcowy zestaw danych makroekonomicznych, w tym dzisiejszy wynik sprzedaży detalicznej nieco rozczarowały. Z drugiej strony, z Rady Polityki Pieniężnej płyną nieśmiałe sygnały wskazujące na możliwość podwyżki stóp procentowych we wrześniu, ale i październiku. Rysujące się coraz wyraźniej oznaki pogorszenia krajowej, ale i światowej koniunktury tworzą niezaprzeczalnie warunki nie sprzyjające umocnieniu walut rynków wschodzących. W naszej ocenie trudno obecnie o argumenty mogące zdecydować o aprecjacji złotego.
USD/PLN		Spadek eurodolara poniżej parytetu i związana z tym negatywna presja na wartość złotego tworzą mieszankę decydującą o silnym wzroście pary USD/PLN. W rezultacie zakładamy, iż notowania po miesięcznej przerwie ponownie kierować się będą w okolice historycznego maksimum tj. poziomu 4,80. Kluczowe dla trwałości tego ruchu będzie piątkowe wystąpienie prezesa amerykańskiej Rezerwy Federalnej, w którym prawdopodobnie zaprezentuje on perspektywy polityki pieniężnej Fed decydujące obecnie o kierunku notowań dolara.
EUR/USD		Po kilku tygodniach „udeptywania” eurodolara w okolicy 1,0180 koniec ubiegłego tygodnia i dzisiejsza sesja przyniosą kontynuację presji na umocnienie amerykańskiej waluty. Efektem jest walka o złamanie parytetu w notowaniach EUR/USD i ustanowienie 20-letniego minimum. O przewadze dolara nad euro decydują obecnie dwie kwestie: lepsze niż w przypadku strefy euro perspektywy gospodarcze Stanów Zjednoczonych (przed Europą między innymi konieczność transformacji energetycznej i związane z tym wysokie ryzyko recesji) oraz bardziej agresywne niż w przypadku Europejskiego Banku Centralnego podejście Fed do normalizacji polityki pieniężnej. Różnica w poziomie stóp procentowych pomiędzy USA a strefą euro systematycznie powiększa się premiując dolara (strategia carry trade). Ryzykiem dla trendu zniżki kursu EUR/USD pozostaje zaplanowana na ten tydzień konferencja Fed w Jackson Hole i piątkowe wystąpienie prezesa J.Powella. W sytuacji gdyby podtrzymał on oczekiwania na wzrost stóp procentowych Fed we wrześniu o 75 pkt. baz. zejście eurodolara poniżej parytetu nie byłoby chwilowe.

## Rynek obligacji

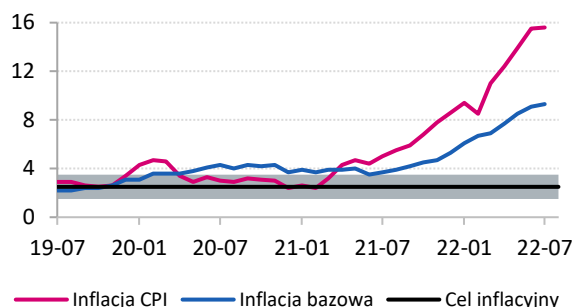
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)		Rentowność obligacji z długiego końca krajowej krzywej oscyluje wokół poziomu 6%. Od dłuższego czasu jednak znakiem charakterystycznym polskiego rynku długu jest jego wysoka zmienność. Polskie obligacje o 10-letnim terminie zapadalności pozostają ponadto bardziej wrażliwe na zmiany rynków bazowych aniżeli perspektyw krajowej polityki pieniężnej. Z tego powodu oczekujemy, iż rentowność 10-latki prawdopodobnie wzrośnie powyżej wspomnianej psychologicznej bariery 6%. Potencjał do wyżki uznajemy jednak za dość ograniczony (tj. wynoszący ok. 25 pkt. baz.).
10Y DE (%)		Po tym jak rentowność Bunda zwyżkowała do poziomu 1,25% uważamy, iż argumenty za dalszym jej wzrostem uległy wyczerpaniu. Tym bardziej, iż globalne nastroje rynkowe pozostają umiarkowanie niekorzystne tj. sprzyjające angażowaniu się w tzw. bardziej bezpieczne aktywa. Co więcej informacje gospodarcze płynące ze strefy euro (wstępne odczyty indeksów PMI) również nie powinny napawać optymizmem, a tym samym budować oczekiwań na dalsze (poza wrześniem) istotne podwyżki stóp procentowych w strefie euro. W efekcie nie znajdujemy obecnie silnych argumentów przemawiających za zwyżką rentowności Bunda, choć sympozjum w Jackson Hole a przede wszystkim wypowiedzi prezes Fed mogą odciskać piętno na wycenie obligacji rynków bazowych.
10Y US (%)		Rentowność amerykańskiego długu rośnie i w szybkim tempie zbliża się do bariery 3%. Niezmiennie czynnikiem napędzającym wzrost dochodowości 10-latki USA są oczekiwania na kontynuację podwyżek stóp procentowych, w tym możliwość podwyżki o 75 pkt. baz. we wrześniu. Pomocne w określeniu nastawienia Rezerwy Federalnej będą piątkowe wypowiedzi prezesa J.Powella podczas sympozjum w Jackson Hole. Z tego powodu wystąpienie szefa Fed urasta do rangi najważniejszego wydarzenia tego tygodnia na rynku Treasuries. Co więcej w piątek poznamy także odczyt preferowanej przez Rezerwę Federalną miary inflacji PCE. W rezultacie przed nami emocjonujący tydzień na rynku amerykańskich obligacji.

## Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

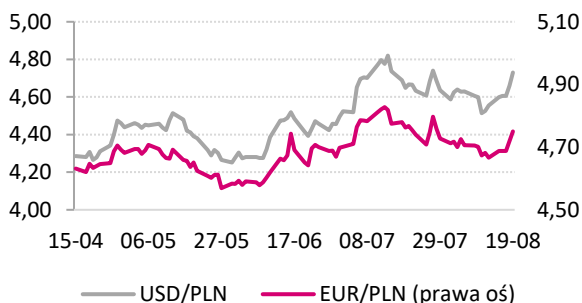


<p><b>Henryk Wnorowski</b> (22.08.2022)</p>	<p>Zdaje się, że po pierwsze motywacja w postaci rosnącej inflacji do podnoszenia stóp będzie wyraźnie wygaszana. (...) Wzrost gospodarczy w II kw. rok do roku był wyraźnie ponad 5%, ale kwartał do kwartału mieliśmy spadek o 2,3%. To pokazuje, że w gospodarce mamy już widoczne w różnych miejscach spowolnienie. Dramatyczne zatamowanie zainteresowania kredytami hipotecznymi. (...) Sytuacja specjalnie nie zostawia dużej swobody RPP do decyzji. Myślę, że oczywiście Polacy powinni się jeszcze liczyć z jakimiś podwyżkami stóp. Mówiąc jakimiś mam na myśli efekty najbliższego naszego posiedzenia decyzyjnego na początku września, może jeszcze w październiku. Wydaje się, że koniec cyklu podwyżek stóp procentowych, który trwa od października 2021 r. jest już bliski</p>
<p><b>Adam Glapiński</b> (17.08.2022)</p>	<p>Obecnie zakładamy, że w czasie wakacji presja inflacyjna się ustabilizuje i w kolejnych kwartałach zacznie słabnąć. Mamy nadzieję, że w ślad za nią będzie się stopniowo obniżać inflacja CPI. Ale na nią może wpływać wiele czynników, a jak wiadomo czasy są turbulentne.</p>
<p><b>Przemysław Litwiniuk</b> (17.08.2022)</p>	<p>W moim przekonaniu istotne są dwa czynniki. Pierwszy to wciąż rosnąca - może nie znacznie, ale jednak - inflacja bazowa. Drugi czynnik to polityka budżetowa. Jesteśmy w przededniu roku wyborczego i niestety to czego się spodziewam w zakresie kształtu tej polityki, w szczególności jeśli chodzi o planowany poziom wydatków nieinwestycyjnych, to coś, co może być przeciwskuteczne w walce z inflacją. Te dwa czynniki stanowią podstawowe przesłanki, ale nie jedyne, formułowania poglądu co do konieczności dalszego zacieśniania polityki monetarnej.</p> <p>Natomiast, jeżeli będziemy mieli wciąż do czynienia z rozlewającą się, uporczywą inflacją bazową i zobaczymy budżet we wrześniu, który Rada Ministrów jest zobowiązana przedstawić Sejmowi, to być może będą to przesłanki, które - jeśli chodzi o mnie - będą decydujące o tym, że dalsze podwyżki stop procentowych, być może ostrożne, ale jednak, będą konieczne.</p>
<p><b>Adam Glapiński</b> (12.08.2022)</p>	<p>(...) 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.</p>
<p><b>Wiesław Janczyk</b> (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>
<p><b>Ireneusz Dąbrowski</b> (19.07.2022)</p>	<p>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.</p> <p>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</p>
<p><b>Ludwik Kotecki</b> (5.08.2022)</p>	<p>"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".</p> <p>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.</p>
<p><b>Cezary Kochalski</b> (10.06.2022)</p>	<p>Przestrzeń do podwyżek stóp jest w lipcu, prawdopodobnie też we wrześniu. 50-75 pb to bardzo prawdopodobne przedziały tempa zmian stóp procentowych.</p>

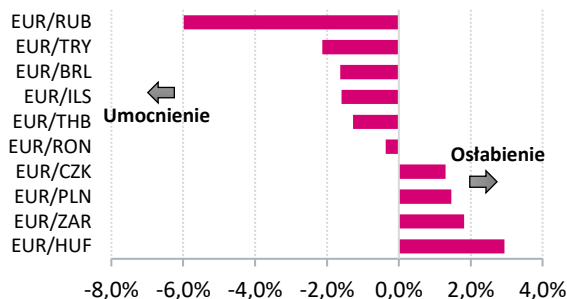
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

## Wykresy rynkowe

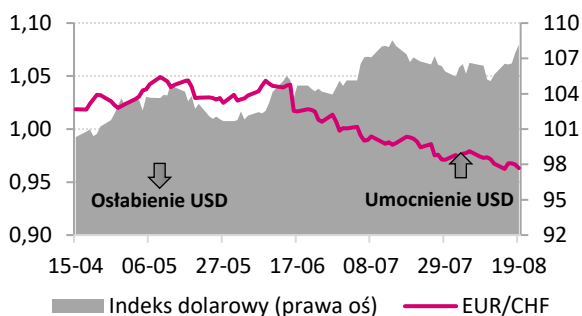
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



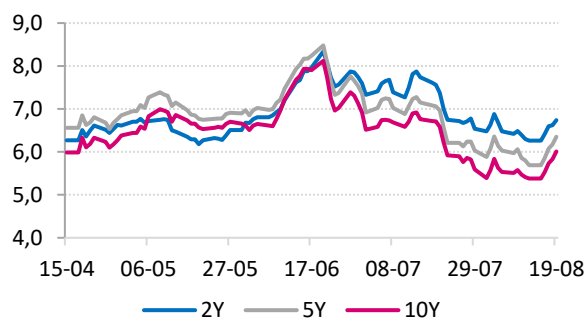
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



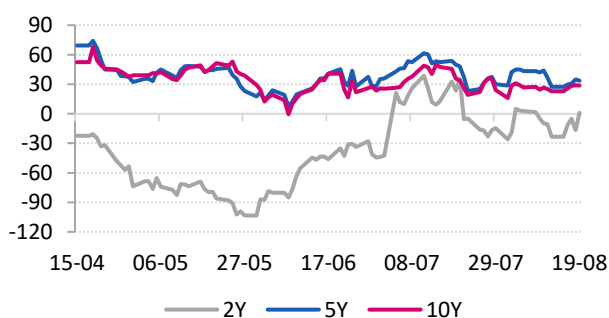
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



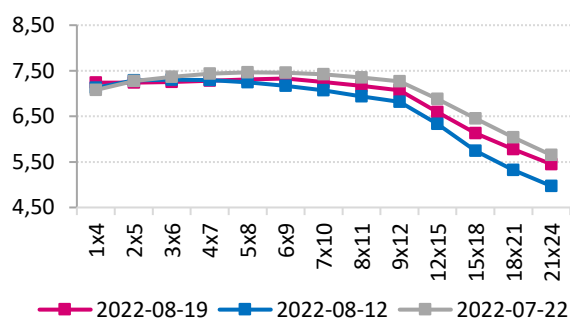
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



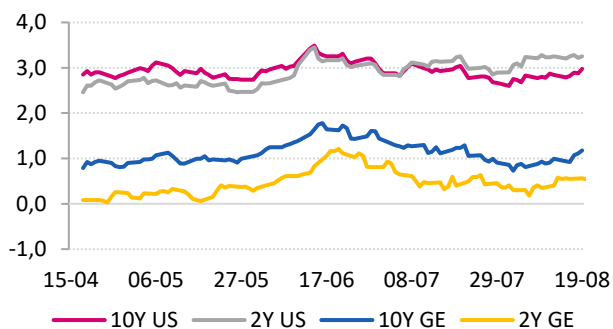
Krajowe stawki ASW [%]



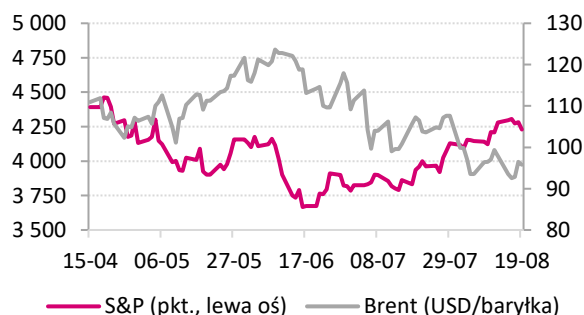
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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
<b>Poniedziałek 22 sierpnia</b>					
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Lipiec	19.9%	2.3%	3.0%
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Lipiec	5.9%	6.1%	6.3%
10:00 Koniunktura gospodarcza	Polska	Sierpień			
<b>Wtorek 23 sierpnia</b>					
09:30 PMI dla przemysłu, wst.	Niemcy	Sierpień	49.3	48.2	
09:30 PMI dla usług, wst.	Niemcy	Sierpień	49.7	49.1	
10:00 PMI dla przemysłu, wst.	EZ	Sierpień	49.8	49.0	
10:00 PMI dla usług, wst.	EZ	Sierpień	51.2	50.5	
14:00 Podaż pieniądza M3	Polska	Lipiec	6.5%	5.8%	
15:45 PMI dla przemysłu, wst.	USA	Sierpień	52.2		
15:45 PMI dla usług, wst.	USA	Sierpień	47.3		
<b>Środa 24 sierpnia</b>					
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Lipiec	4.9%	4.8%	4.8%
14:30 Zamówienia na dobra trwałe m/m, wst.	USA	Lipiec	2.0%	0.6%	
<b>Czwartek 25 sierpnia</b>					
Początek sympozjum w Jackson Hole	USA	Sierpień			
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Sierpień	88.6	86.6	
13:30 Protokół z posiedzenia EBC	EZ	Lipiec	1.6%	-0.9%	
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Lipiec			
14:30 PKB, rew.	USA	2Q	1.6%	-0.9%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	19 sierpień	250k	255k	
<b>Piątek 26 sierpnia</b>					
14:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Lipiec	1.1%	0.4%	
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Lipiec	0.6%	0.6%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Lipiec	6.8%		
16:00 Wystąpienie J.Powella w Jackson Hole	USA	Sierpień			
<b>Poniedziałek 29 sierpnia</b>					
Brak najważniejszych 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	5,3	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	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	7,50	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.