

# Makro i rynek

komentarz tygodniowy

29 sierpnia 2022

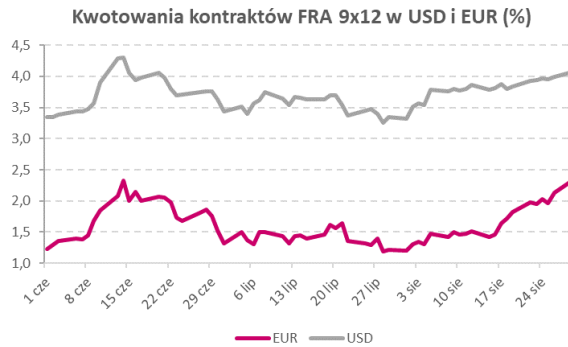
Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

**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

Banki centralne coraz bardziej wyraźniej akcentują potrzebę kontynuacji zacieśniania polityki monetarnej, pomimo sygnałów hamowania wzrostu gospodarczego. W efekcie rynki finansowe przesunęły w górę oczekiwania co do przyszłych ruchów Fed, EBC, ale i krajowej RPP. W tym tygodniu weryfikatorem słuszności tych trendów będą dane makroekonomiczne, w szczególności odczyt inflacji HICP w EMU oraz raport z rynku pracy USA.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,7480	-0,3%
USD/PLN	4,7742	0,2%
CHF/PLN	4,9249	-0,9%
EUR/USD	0,9945	-0,6%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	6,92	5
WIBOR 3M	7,07	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	7,41	46
5Y	6,70	35
10Y	6,29	25

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	7,59	66
5Y	6,56	53
10Y	6,27	51

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	1,50	27
US 10Y	3,11	14

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	52282,3	-3,9
S&P 500	4057,7	-4,0
Nikkei 225	27879,0	-3,2

Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

**Millennium**  
bank

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### Spadek cen paliw sprzyjał stabilizacji inflacji CPI w sierpniu

W środę GUS opublikuje szybki szacunek inflacji CPI w sierpniu, która w naszej ocenie ustabilizowała się na poziomie 15,6% r/r. Czynnikiem sprzyjającym temu były niższe ceny paliw, które w samym sierpniu spadły o ok. 6% m/m. Z drugiej strony w kierunku wysokiej inflacji działają wciąż rosnące ceny opału, szczególnie węgla. Wciąż rośnie inflacja bazowa, która według naszych szacunków osiągnie nowe historyczne maksimum. Coraz silniejsze hamowanie gospodarki, szczególnie popytu konsumpcyjnego ogranicza jednak możliwości przeliczenia rosnących kosztów produkcji na ceny detaliczne, co widoczne jest we wskaźnikach koniunktury. Inflacja pozostaje wysoka, napędzana w dużej mierze przez czynniki popytowe, co powinno wesprzeć oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych we wrześniu, choć przestrzeń do dalszego zacieśniania polityki pieniężnej wyczerpuje się.

### Jaka struktura PKB w 2Q br.?

W środę o godz. 10:00 poznamy strukturę PKB w 2Q br. Według pierwszego szacunku PKB w okresie kwiecień-czerwiec spadł o 2,3% kw/kw, po wzroście o 2,5% kw/kw w 1Q 2022. W centrum uwagi będą czynniki odpowiedzialne za ten spadek. W naszej ocenie jego skala sugeruje silny negatywny wpływ zmiany zapasów. Przypuszczamy też, że negatywnie na dynamikę PKB mógł oddziaływać eksport netto. Istotne będą także dane o konsumpcji w sektorze gospodarstw domowych, dla oceny wpływu wysokiej inflacji na wydatki i skłonność do konsumpcji. Dostępne dane o inwestycjach w firmach 50 plus, a także wydatkach inwestycyjnych w samorządach sugerują, że nie były one najgorsze. Nie spodziewamy się lepszych warunków gospodarczych w 3Q br., a Polska najpewniej znajdzie się w tzw. technicznej recesji.




### PMI potwierdzi recesyjne tendencje w przemyśle

W czwartek poznamy wyliczenie indeksu PMI dla krajowego przemysłu przetwórczego w sierpniu. Spodziewamy się, że wskaźnik ten obniży się do 41,5 pkt z 42,1 pkt w lipcu, głównie za sprawą słabszych zamówień i bieżącej produkcji. Dane te najpewniej nie zdążyły uwzględnić zmniejszenia produkcji niektórych firm (np. producenci nawozów) najmocniej odczuwających wzrost cen gazu na rynkach światowych. Tendencja ta nie będzie ustępować w najbliższych miesiącach, gdyż wyczerpują się możliwości przeliczenia rosnących kosztów na konsumentów. W takich okolicznościach trudno spodziewać się, że produkcja w przemyśle przetwórczym poprawi się w 3Q br. względem 2Q br.




### Dane z amerykańskiego rynku pracy jedno z kluczowych dla perspektyw działań Fed

W piątek poznamy dane z rynku pracy w Stanach Zjednoczonych w sierpniu. Według konsensusu prognoz liczba etatów poza rolnictwem (non-farm payrolls) wzrosła o 285 tys. po wzroście o 528 tys. w lipcu, a wzrost płacy godzinowej przyspieszył do 5,3% r/r z 5,2% r/r. Obecnie rynki finansowe podzielone są co skali podwyżki stóp procentowych Fed we wrześniu (część spodziewa się podwyżki wynoszącej 0,50 pkt proc., część 0,75 pkt proc.). Realizacja tych oczekiwań, wraz z zaprezentowaną w piątek jastrzębią retoryką przewodniczącego Fed J.Powella na sympozjum w Jackson Hole, w naszej ocenie będzie przemawiać za większą skalą zacieśniania.

## Rynek walutowy

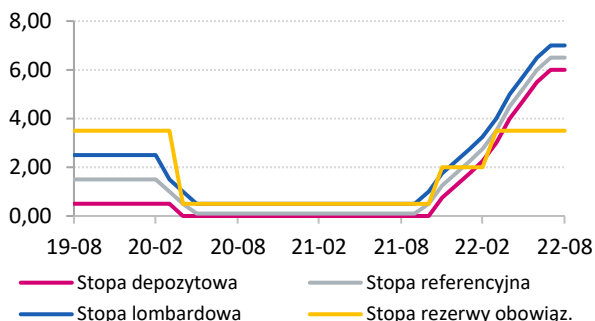
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Wycena złotego próbuje ustabilizować się wokół poziomu 4,75 za EUR. Niezmiennie jednak kluczowa dla kierunku notowań polskiej waluty pozostaje sytuacja na rynku eurodolara. Pogłębianie spadków EUR/USD wzmacniać będzie presję na osłabienie walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Krajowa sytuacja polskiej waluty, w szczególności dzisiejsze wypowiedzi prezesa Narodowego Banku Polskiego o możliwych jeszcze maksymalnie dwóch podwyżkach stóp procentowych o 25 pkt. baz. każda powinny natomiast działać stabilizująco na złotego. Taki scenariusz jest zbliżony do rynkowego konsensusu (zakłada on kontynuację zacieśniania polityki monetarnej o łącznie 75 pkt. baz.) i dlatego nie stanowi impulsu prołotowego. W tym tygodniu poznamy ponadto krajowe dane makroekonomiczne, m.in. odczyt flash inflacji CPI w sierpniu. Ewentualna niespodzianka w górę nasiliłaby oczekiwania na wzrost stóp proc. NBP. Potencjalnie przełożenie na wartość złotego może mieć także odczyt przemysłowego PMI w Polsce (czwartek) oraz, w mniejszym stopniu, struktura wzrostu PKB w 2Q br.
USD/PLN 	Uważamy, iż zdyskontowanie wielu potencjalnych źródeł zmienności powinno sprawić, iż notowania USD/PLN przejdą obecnie w trend boczny skupiony wokół poziomu 4,75. Potencjalnymi źródłami zmienności mogą okazać się przede wszystkim szczegóły raportu z rynku pracy USA. Fakt, iż opublikowane one zostaną dopiero w piątek sprawia, że w notowaniach USD/PLN prawdopodobnie dość spokojny przebieg większości tygodnia.
EUR/USD 	Dolar i euro pozostają pod silnym wpływem potencjalnych zmian polityki pieniężnej Fed i Europejskiego Banku Centralnego. Tym bardziej, iż ubiegły tydzień przyniósł utrzymanie jastrzębiej retoryki Rezerwy Federalnej oraz nieoficjalne doniesienia o możliwej silniejszej niż w lipcu skali zacieśnienia monetarnego przez EBC. W rezultacie inwestorzy za pośrednictwem napływających danych makroekonomicznych będą próbowali ocenić prawdopodobieństwo wrześniowego wzrostu stóp procentowych w USA i strefie euro o 75 pkt. baz. W przypadku dolara szczególnie pomocne w tym względzie będą dane z rynku pracy USA (piątek). Dla oczekiwań przed EBC kluczowe znaczenie będzie miał wstępny odczyt inflacji CPI. Utrzymanie szans na bardziej agresywne podejście EBC niż w lipcu powinno zapobiegać przed głębszym spadkiem notowań EUR/USD niż poziom 0,9890, a więc 20-letnie minimum osiągnięte przed tygodniem.

## Rynek obligacji

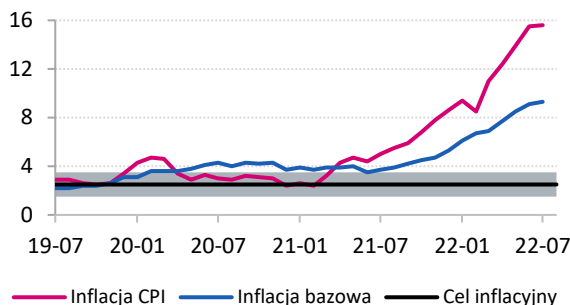
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Rentowność obligacji z długiego końca krajowej krzywej pozostaje w trendzie wzrostowym reagując w ten sposób na zmiany rynków bazowych, gdzie jastrzębie sygnały płynące z amerykańskiej Rezerwy Federalnej oraz - nieoficjalnymi kanałami - z Europejskiego Banku Centralnego uzasadniają wzrost dochodowości. W rezultacie wyższa nie omija także polskich obligacji, choć 10-latką ma trudność ze skutecznym wybiciem ponad 6,50%. W tym tygodniu liczymy na utrzymanie niewielkiej presji wzrostowej w przypadku rentowności polskiego długu, choć prawdopodobnie będzie ona szczególnie widoczna w przypadku 5-latki. Poza publikacjami danych makroekonomicznych, które mogą stanowić o niewielkiej zmienności czynnikiem podbijającym amplitudę wahań może okazać się plan podaży długu na wrzesień, który zostanie opublikowany przez Ministerstwo Finansów w środę.
10Y DE (%) 	Ostatnie dni dość niespodziewanie przyniosły wzrost dochodowości wynikający z rynkowego nasilenia oczekiwań na skalę podwyżki stóp procentowych EBC we wrześniu oraz w całym cyklu zacieśniania. Powodem podbicia oczekiwań były nieoficjalne informacje, iż Europejski Bank Centralny rozważa podwyżkę stóp procentowych we wrześniu o 75 pkt. baz. by walczyć z uporczywie wysoką inflacją. W naszej ocenie najnowszy trend stopniowego wzrostu dochodowości Bunda opartego właśnie o możliwą bardziej agresywną postawę EBC będzie trwać co najmniej w najbliższym tygodniu. Potęgować go zaś mogą zaplanowane na środę wstępne dane dotyczące inflacji HICP w strefie euro. Tym bardziej, gdyby okazały się one nieco wyższe od konsensusu.
10Y US (%) 	Rentowność amerykańskiego długu rośnie i obligacje 10-cio letnie po raz pierwszy od miesiąca przebiła psychologiczną barierę 3%. Argumentem podobnie jak na rynku Bunda pozostają oczekiwania dalszego agresywnego zacieśniania polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych podczas wrześniowego posiedzenia Fed. W tym tygodniu istotne dla oczekiwań skali podwyżki stóp procentowych na najbliższym posiedzeniu Rezerwy Federalnej będą dane dotyczące sytuacji na rynku pracy (payrolls) publikowane w piątek. Od wymowy raportu uzależniamy kierunek notowań Treasuries. W naszej ocenie nie powinny one być dla rynku rozczarowaniem, co obok chociażby jutrzejszych danych Conference Board (konsensus zakłada wyższą indeksu) może utrzymywać przekonanie części rynku o podwyżce stóp procentowych w USA we wrześniu o 75 pkt. baz.

## Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

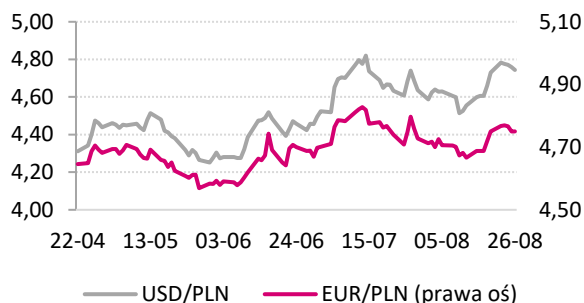


<p><b>Adam Glapiński</b> (29.08.2022)</p>	<p>(...) z dyskusji RPP może wyłonić się taki scenariusz, w którym podnosimy stopy procentowe jeszcze raz o 25 pkt baz. albo dwa razy po 25 pkt baz. Nie można też jednak wykluczyć, że skończymy na razie podwyższanie stóp procentowych, ale jednocześnie nie wiążemy sobie rąk i nie ogłaszamy końca cyklu podwyżek. Działamy w sposób pragmatyczny. Sama podwyżka o 25 pkt baz. byłaby już sygnałem, że hamujemy cykl podwyżek, ale jeszcze się przyglądamy sytuacji i nie jesteśmy pewni, kiedy powiemy: czas na koniec cyklu.</p>
<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 załamanie 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>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><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>

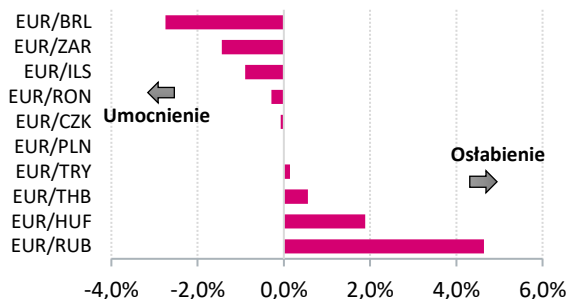
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

## Wykresy rynkowe

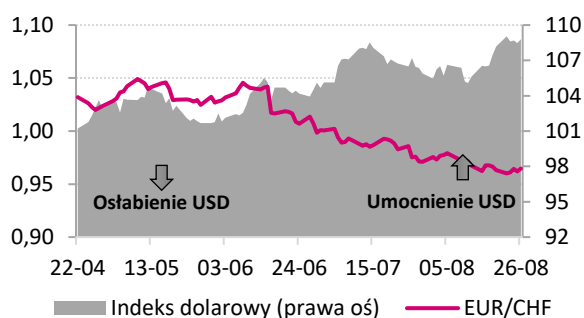
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



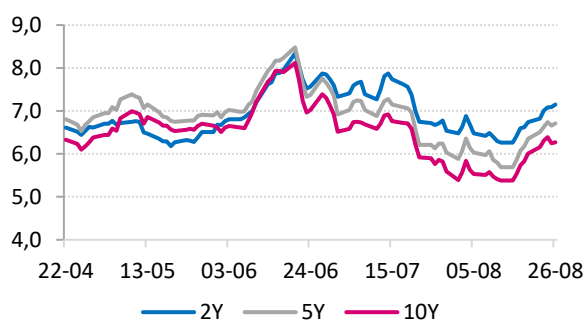
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



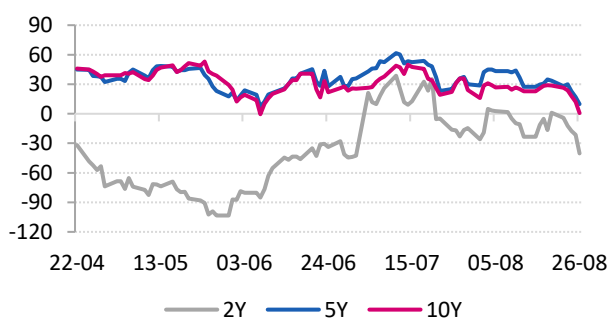
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



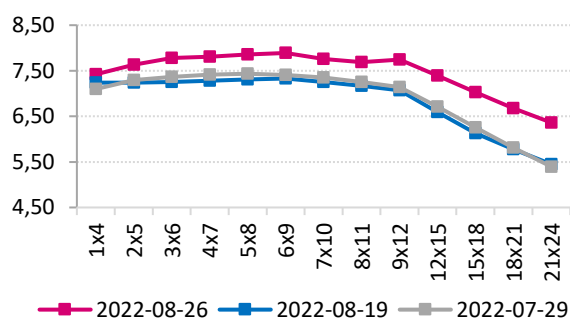
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



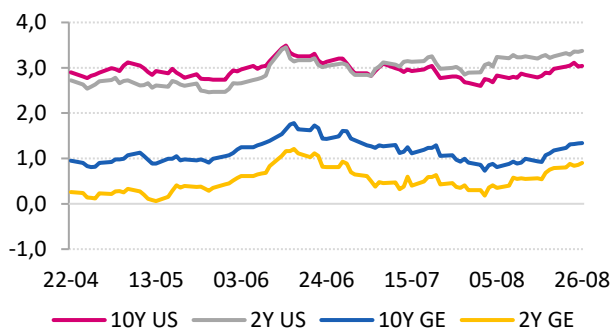
Krajowe stawki ASW [%]



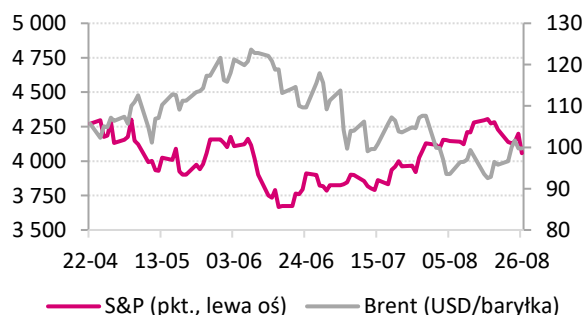
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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>					
Dzień wolny od pracy	UK				
<b>Wtorek 23 sierpnia</b>					
14:00 Inflacja HICP r/r wst.	Niemcy	Sierpień	8.5%		
14:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Sierpień	10.75%		
16:00 Indeks Conference Board	USA	Sierpień	95.7	97.5	
<b>Środa 24 sierpnia</b>					
03:30 PMI w przemyśle	Chiny	Sierpień	49.0		
03:30 PMI w usługach	Chiny	Sierpień	53.8		
10:00 PKB r/r fin.	Polska	Q2	8.5%	5.3%	
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Sierpień	15.6%	15.4%	15.6%
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Sierpień	8.9%	9.0%	
14:15 Raport ADP	USA	Sierpień	128k	285k	
15:45 Chicago PMI	USA	Sierpień	52.1		
<b>Czwartek 25 sierpnia</b>					
09:00 PMI w przemyśle	Polska	Sierpień	42.1	42.5	41.5
09:55 PMI w przemyśle	Niemcy	Sierpień	49.3	49.8	
10:00 PMI w przemyśle	EZ	Sierpień	49.8	49.7	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	26 sierpnia	243k		
15:30 PMI w przemyśle	USA	Sierpień	52.2	51.3	
16:00 ISM w przemyśle	USA	Sierpień	52.8		
<b>Piątek 26 sierpnia</b>					
14:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym	USA	Sierpień	528k	285k	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Sierpień	3.5%	3.5%	
14:30 Płaca godzinowa r/r	USA	Sierpień	5.2%	5.3%	
16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m fin.	USA	Lipiec	2.2%	0.0%	
<b>Poniedziałek 29 sierpnia</b>					
09:55 PMI w usługach	Niemcy	Sierpień	49.7	48.2	
10:00 PMI w usługach	EZ	Sierpień	51.2	50.2	
10:30 Indeks Sentix	EZ	Sierpień	-25.2		

## 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	7,00	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	0,50	1,25
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	3,20	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.