

Hamowanie po okresie silnego wzrostu

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- **Ożywione wczoraj oczekiwania na podwyżki stóp procentowych obniżyły indeksy akcyjne i podbiły rentowności obligacji.** Katalizatorem tego ruchu na rynku była publikacja danych pokazujących wyższą od oczekiwań inflację w Wielkiej Brytanii. Podało to oczekiwania na dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej przez główne banki centralne, przytłumione w ostatnim czasie za sprawą spadku inflacji w USA. Globalny trend przełożył się na wzrost rentowności krajowych obligacji, pomimo rozczarującego wyniku PKB w 2q22, który sugerowałby bliski koniec cyklu podwyżek stóp NBP. Złoty osłabiał się względem głównych walut – kurs EURPLN wzrósł do 4,70, a USDPLN do 4,63. *Minutes* z lipcowego posiedzenia FOMC zostały przez rynki odebrane jako gołębnie, co wsparło rynek akcji i obligacji w USA.
- **Dziś wśród danych makro za granicą warto zwrócić uwagę tylko na finalne dane inflacyjne ze strefy euro za lipiec oraz tygodniowe statystyki z rynku pracy w USA.** Choć finalny odczyt zazwyczaj niewiele się różni od szybkiego szacunku, to kombinacja wczorajszych danych o PKB (relatywnie mocny wzrost) z inflacją oscylującą wokół historycznych maksimum może podsycać oczekiwania na podwyżki stóp EBC. Z kolei dalszy wzrost liczby wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w USA może trzymać w ryzach oczekiwania na podwyżki stóp Fed.
- **Poza danymi za granicą uwagę przyciągnęły decyzje banków centralnych Norwegii i Turcji.** Norges Bank zapewne podniesie stopy (konsensus wskazuje, że o 50pb), a CBT czeka z obniżkami na spadek inflacji w Turcji.
- **W kraju poznamy wskaźniki koniunktury konsumenckiej za sierpień.** W kontekście nadal podwyższonej inflacji i coraz większych obaw związanych z kryzysem energetycznym w Europie trudno oczekiwać poprawy nastrojów.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **USA: W *minutes* z lipcowego posiedzenia FOMC, na którym Komitet poraz drugi z rządu podniósł stopy procentowe o 75pb napisano, że wraz z postępującym zacieśnianiem polityki pieniężnej prawdopodobnie w pewnym momencie właściwe będzie zmniejszenie tempa podwyżek stóp procentowych, żeby ocenić jaki efekt skumulowane dostosowania polityki**

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

@PKO_Research

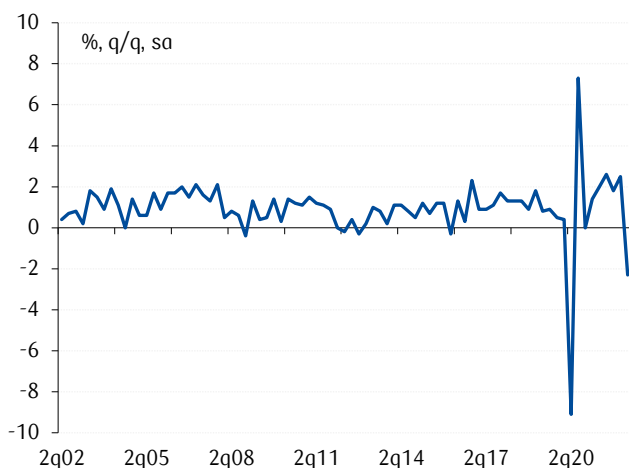
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

	Wartość 2022-08-17	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,7006	0,2
USDPLN	4,6254	0,4
CHFPLN	4,8523	0,1
GBPPLN	5,5647	0,2
EURUSD	1,0163	-0,2
Obligacje:		
PL2Y	6,86	17
PL5Y	6,08	24
PL10Y	5,74	22
DE10Y	1,08	10
US10Y	2,90	7
Indeksy akcyjne:		
WIG	54 867,6	-2,4
DAX	13 626,7	-2,0
S&P500	4 274,0	-0,7
Nikkei**	28 951,1	-0,9
Shanghai Comp.**	3 276,7	-0,5
Surowce:		
Złoto	1762,75	-0,8
Ropa Brent	93,82	1,6

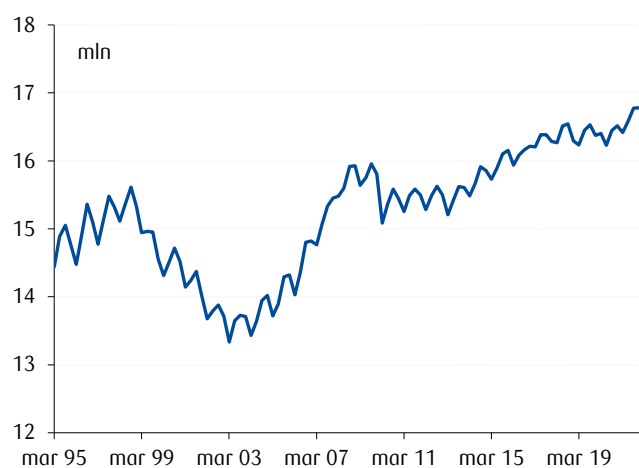
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Kwartalna dynamika krajowego PKB



Źródło: GUS, Eurostat, PKO Bank Polski.

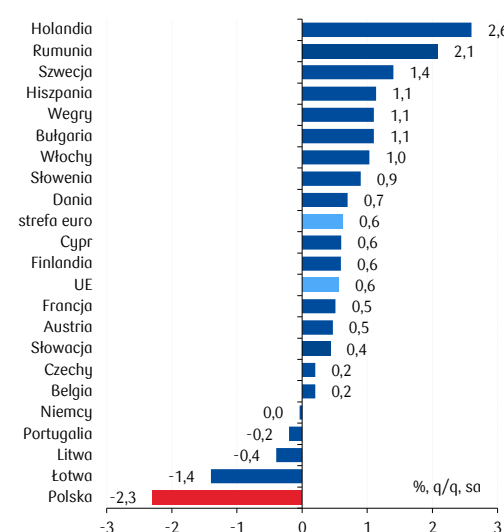
Zatrudnienie w Polsce



będą miały dla aktywności gospodarczej i inflacji. W dokumencie znalazło się ponadto stwierdzenie, że zdaniem wielu uczestników posiedzenia, w obliczu ciągle zmieniającej się natury otoczenia gospodarczego oraz występowania opóźnień w oddziaływaniu polityki pieniężnej na gospodarkę istnieje ryzyko, że FOMC mogłyby zacieśnić swoją politykę bardziej niż byłoby to konieczne dla przywrócenia stabilności cen. Z drugiej strony bankierzy centralni oceniali, że aby osiągnąć mandat Fed konieczne będzie podniesienie stóp do poziomu restrykcyjnego. Niektórzy uczestnicy posiedzenia wskazali wręcz, że po jego osiągnięciu wskazane może być utrzymanie stóp na tym poziomie przez pewien czas, aby zapewnić powrót inflacji do 2-procentowego celu.

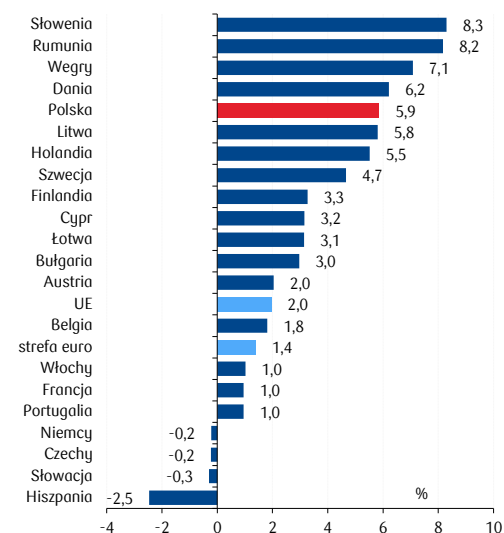
- POL: Wzrost PKB w 2q22 spowolnił do 5,3% r/r z 8,5% r/r w 1q22, silnie od oczekiwań.** W ujęciu odsezonowanym PKB spadł o 2,3% q/q po wzroście o 2,5% q/q w 1q22. Dzięki efektowi przenoszenia (po silnym odbiciu gospodarki w 2h21), nawet w przypadku technicznej recesji, która może mieć teraz miejsce, roczne dynamiki PKB powinny utrzymać się powyżej zera do końca 2022. W całym roku wzrost PKB będzie zapewne zbliżony bardziej do 4% niż do 5%. Więcej na ten temat w Makro Flash: [Spowolnienie](#).
- UE/EUR: Wzrost PKB w 2q22 w Unii Europejskiej wyniósł 4,0% r/r (wobec 5,5% w 1q22), a w samej strefie euro 3,9% r/r (wobec 5,4% r/r w 1q22).** Impet wzrostowy w strefie euro utrzymał się (0,6% q/q sa), głównie dzięki dobrym wynikom gospodarek południa Europy (m.in. Hiszpania, Cypr, Włochy), które mogły czerpać korzyści z boomu turystycznego. Mocno zwolniła m.in. gospodarka Niemiec, nad którą gromadzą się chmury w postaci nadciągającego kryzysu energetycznego. Choć dane są spojrzeniem na gospodarkę strefy euro „w lusterku wstecznym”, to z pewnością nie umkną uwadze EBC. Kwartałna dynamika krajowego PKB (-2,3% q/q) wypadła na tle unijnym słabo, ale nie można na te dane patrzeć w oderwaniu od niezwykle silnego dla Polski przełomu 2021/2022, zwłaszcza że prawdopodobnie mieliśmy do czynienia z gwałtowną zmianą w cyklu zapasów. PKB Polski jest obecnie o 5,9% wyższy niż przed pandemią (4q19), co jest jednym z najlepszych wyników w UE (por. wykresy na marginesie).
- POL: Zatrudnienie w 2q22 wyniosło 16,785 mln i było najwyższe w historii (dane surowe Eurostat, ujęcie rachunków narodowych).** Patrząc na szereg zatrudnienia trudno zobaczyć pandemię - jej wpływ na polski rynek pracy był marginalny. W porównaniu z 1q20 liczba pracujących była w 2q22 o 382 tys. wyższa, a w ciągu ostatniego roku wzrosła o 202 tys. Zatrudnienie rośnie przede wszystkim w sekcjach „administracja, obronność, zdrowie, edukacja” oraz „działalność naukowa i techniczna”.
- POL: Prezes NBP A.Głapiński** ocenił, że presja inflacyjna będzie najprawdopodobniej stopniowo słabnąć, a jednocyfrową inflację osiągniemy najpewniej dopiero na koniec 2023. Zazaczył, że dokładny przebieg inflacji zależy od wielu czynników, w tym od czasu obowiązywania tarczy antyinflacyjnej. Prezes NBP dodał, że rząd tego jeszcze nie ogłasza, ale jest możliwe, że tarcza będzie jeszcze obowiązywać do końca przyszłego roku oraz że jej wycofywanie będzie stopniowe. W takim przypadku, jego zdaniem, inflacja w ostatnim kwartale przyszłego roku powinna się już istotnie obniżyć, być może nawet do poziomu nieznacznie tylko przekraczającego górne odchylenie od celu NBP.
- POL: P.Litwiniuk (RPP)** powiedział, że w Polsce nadal jest przestrzeń do podwyżek stóp procentowych, dopóki inflacja bazowa jest uporczywa, a rząd zapowiada aktywną politykę fiskalną.
- USA: Sprzedaż detaliczna w lipcu utrzymała się na poziomie sprzed miesiąca** po wzroście o 0,8% m/m w czerwcu. Sprzedaż z wykluczeniem aut zwiększyła się o 0,4% m/m wobec 0,9% przed miesiącem. Dane są publikowane w ujęciu nominalnym, a gorszy od oczekiwań wynik sprzedaży

Kwartałna dynamika PKB w państwach UE w 2q22



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Zmiana PKB w państwach UE w 2q22 względem poziomu sprzed pandemii (4q19)



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

ogółem mógł odzwierciedlać spadek cen paliw. Realne wydatki amerykańskich konsumentów są w ostatnim czasie wyraźnie ograniczane przez rosnące ceny.

- **UK:** Inflacja CPI w lipcu wzrosła do 10,1% r/r z 9,4% r/r w czerwcu i była wyższa od oczekiwań oraz najwyższa od lutego 1982. Inflacja ponownie była podbijana przez relatywnie szeroki wzrost cen konsumpcyjnych, przy dużym wkładzie ze strony nabiału, mięsa oraz warzyw, co pośrednio przenosiło się na wyższe ceny w restauracjach. Wysoki odczyt rozbudził oczekiwania na kolejne podwyżki stóp w Wielkiej Brytanii, a zadanie Banku Anglii jest szczególnie trudne, biorąc pod uwagę najwyższą inflację wśród państw G-7 oraz słabnący wzrost gospodarczy.
- **POL:** Prezes URE zatwierdził zmianę taryfy dla usług dystrybucji paliw gazowych ustaloną przez Polską Spółkę Gazownictwa. Wzrost stawek opłat wyniesie średnio 2,6%, co podniesie rachunki za gaz dla gospodarstw domowych o 0,5-0,7%. Zmiana taryfy może zostać wprowadzona do stosowania przez przedsiębiorstwo najwcześniej po 14 dniach od jej publikacji.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 12 sierpnia						
POL: Inflacja CPI (lip, rew.)	10:00	% r/r	15,5	15,5	15,5	15,6
EUR: Produkcja przemysłowa (cze)	11:00	% r/r	1,6	1,0	--	2,4
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (cze)	14:00	mln EUR	-1909	-2368	-2597,5	-1468
POL: Eksport (cze)	14:00	% r/r	26,4	24,3	20,2	25,8
POL: Import (cze)	14:00	% r/r	35,8	30,7	28,2	31,5
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sie, wst.)	16:00	pkt.	51,5	52,0	--	55,1
Wtorek, 16 sierpnia						
GER: Indeks instytutu ZEW (sie)	11:00	pkt.	-53,8	--	--	-55,3
EUR: Bilans handlowy (cze)	11:00	mld EUR	-28,4	--	--	-24,6
POL: Inflacja bazowa (lip)	14:00	% r/r	9,1	9,2	9,2	9,3
USA: Pozwolenia na budowę (lip)	14:30	mln	1,696	1,650	--	1,674
USA: Rozpoczęte budowy domów (lip)	14:30	mln	1,599	1,540	--	1,446
USA: Produkcja przemysłowa (lip)	15:15	% m/m	-0,2	0,3	--	0,6
Środa, 17 sierpnia						
POL: Wzrost PKB (2q)	10:00	% r/r	8,5	6,0	7,4	5,3
EUR: Zatrudnienie (2q)	11:00	% r/r	2,9	--	--	2,3
EUR: Wzrost PKB (2q)	11:00	% r/r	5,4	4,0	--	3,9
USA: Sprzedaż detaliczna (lip)	14:30	% m/m	0,8	0,2	--	0,0
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (lip)	14:30	% m/m	0,9	0,0	--	0,4
USA: Minutes Fed (lip)	20:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 18 sierpnia						
POL: Koniunktura konsumencka (sie)	10:00	pkt.	-41,7	--	--	--
NOR: Posiedzenie Norges Banku	10:00	%	1,25	1,75	--	--
EUR: Inflacja HICP (lip, rew.)	11:00	% r/r	8,6	8,9	--	--
EUR: Inflacja bazowa (lip, rew.)	11:00	% r/r	3,7	4,0	--	--
TUR: Posiedzenie banku centralnego	14:00	%	14,0	14,0	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	--	--	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (lip)	16:00	mln	5,12	4,85	--	--
Piątek, 19 sierpnia						
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (lip)	10:00	% r/r	13,0	12,9	14,9	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (lip)	10:00	% r/r	2,2	2,1	2,2	--
POL: Produkcja przemysłowa (lip)	10:00	% r/r	10,4	7,8	6,5	--
POL: Inflacja PPI (lip)	10:00	% r/r	25,6	25,2	25,7	--

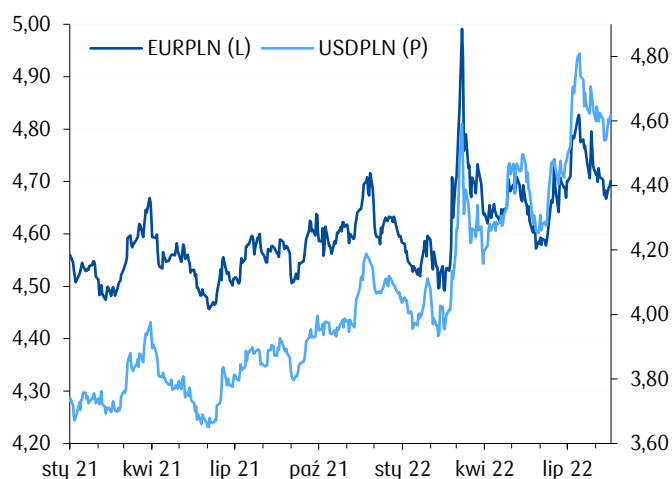
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

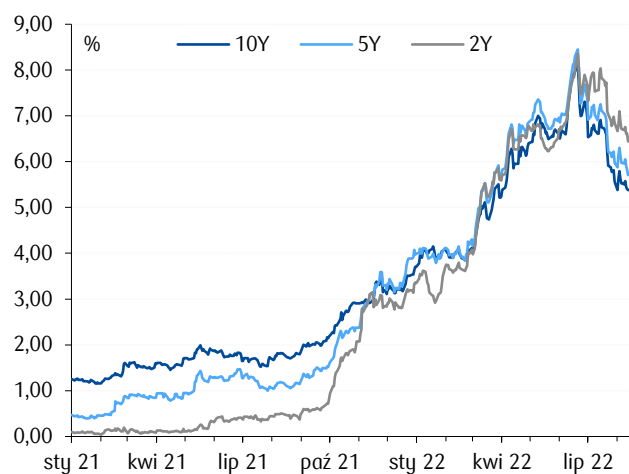
		Wartość 2022-08-17	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,7006	0,2	0,6	-1,4	3,0	7,6
	USDPLN	4,6254	0,4	2,5	-0,9	18,7	17,4
	CHFPLN	4,8523	0,1	1,1	0,9	13,9	20,8
	GBPPLN	5,5647	0,2	0,2	-0,8	3,9	16,4
	EURUSD	1,0163	-0,2	-1,9	-0,5	-13,3	-8,4
	EURCHF	0,9687	0,1	-0,5	-2,3	-9,6	-11,0
	GBPUSD	1,2044	-0,4	-1,8	0,4	-12,3	-0,7
	USDJPY	135,47	0,8	2,5	-1,9	23,6	27,2
	EURCZK	24,56	0,0	0,9	0,4	-3,5	-4,7
	EURHUF	403,45	-0,3	2,4	1,6	14,8	23,5
Obligacje	PL2Y	6,86	17	25	-87	640	530
	PL5Y	6,08	24	17	-83	499	437
	PL10Y	5,74	22	30	-85	402	387
	DE2Y	0,72	15	20	11	146	162
	DE5Y	0,89	15	24	-12	161	179
	DE10Y	1,08	10	20	-18	155	173
	US2Y	3,30	4	8	4	308	176
	US5Y	3,05	9	13	-13	229	159
	US10Y	2,90	7	11	-14	164	130
Akcje	WIG	54 867,6	-2,4	-0,2	2,1	-20,7	-2,1
	WIG20	1 682,9	-3,0	-0,7	-0,7	-26,8	-19,9
	S&P500	4 274,0	-0,7	1,5	7,9	-3,9	46,2
	NASDAQ100	13 470,9	-1,2	0,7	8,3	-10,2	74,5
	Shanghai Composite**	3 276,7	-0,5	1,4	-0,8	-4,9	13,7
	Nikkei**	28 951,1	-0,9	4,1	4,6	5,6	40,8
	DAX	13 626,7	-2,0	-0,5	2,6	-14,4	16,3
	VIX	19,90	1,1	0,8	-16,7	11,1	17,9
Surowce	Ropa Brent	93,8	1,6	-3,8	-12,4	35,8	58,0
	Ropa WTI	90,9	1,8	-4,0	-10,7	36,4	61,6
	Złoto	1762,8	-0,8	-2,1	3,2	-1,1	17,4

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, **zamknięcie dnia bieżącego.

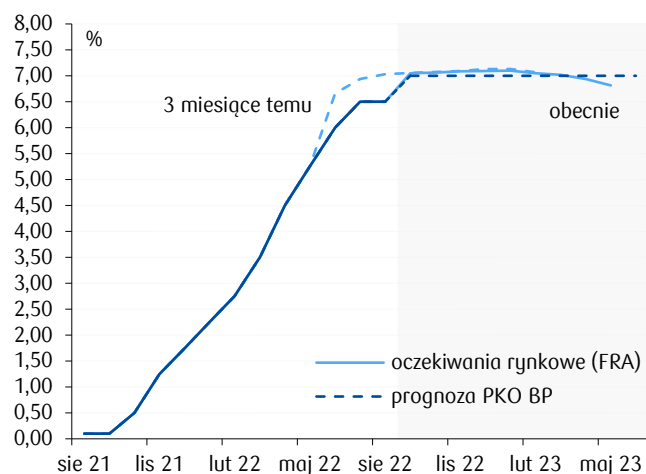
Notowania złotego wobec głównych walut



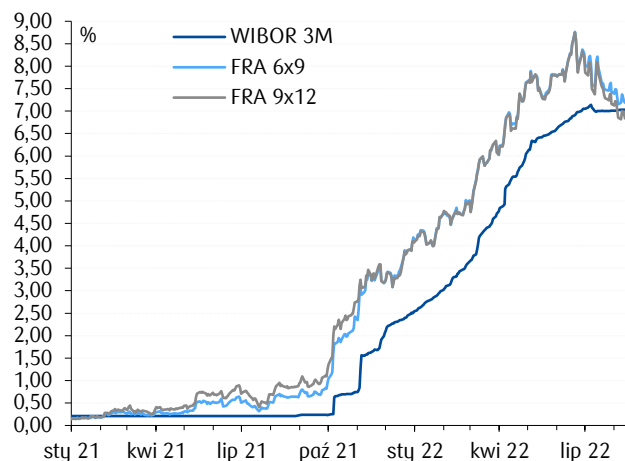
Rentowności polskich obligacji skarbowych



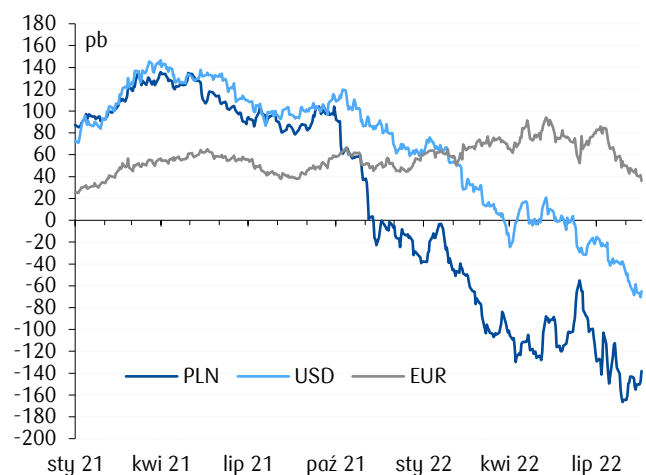
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



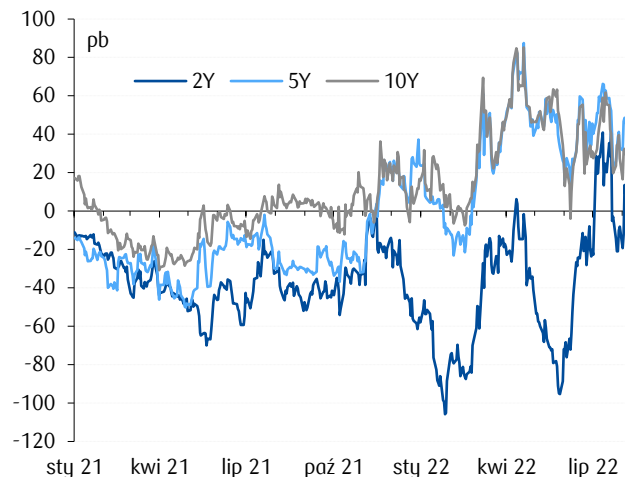
Krótkoterminowe stopy procentowe



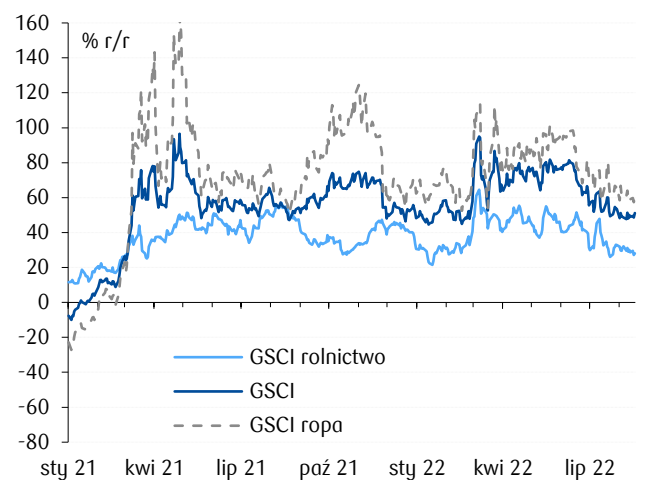
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



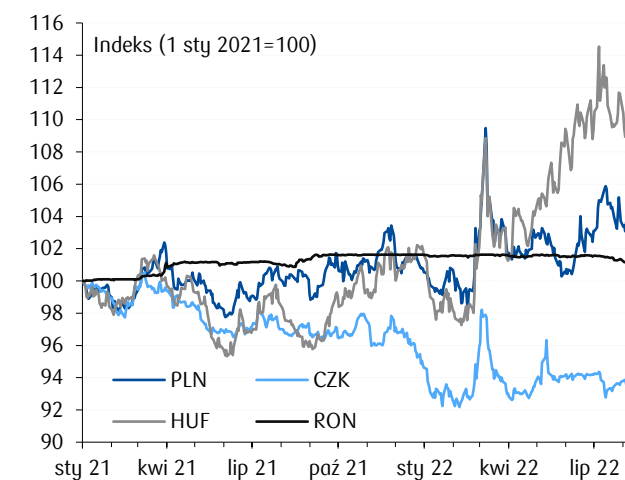
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

