

**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

13 sierpnia 2018

## Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Ten tydzień prawdopodobnie upłynie pod znakiem podwyższonej awersji do ryzyka. Zawirowania na rynku tureckim, a także uwarunkowania geopolityczne mogą nie sprzyjać notowaniom aktywów rynków wschodzących. Niemniej, po silnej przecenie pod koniec minionego tygodnia notowania złotego, mogą się ustabilizować. Pewnym wsparciem dla polskiej waluty będą dane makroekonomiczne publikowane w tym tygodniu, które potwierdzą dobrą koniunkturę w polskiej gospodarce. Solidne fundamenty powinny więc złagodzić skalę wpływu zawirowań zewnętrznych na złotego. Cześć kapitału odpływającego z rynku tureckiego może bowiem ulokować się w polskich aktywach. Na gruncie analizy technicznej poziom 4,3250 stanowi barierę powstrzymującą przed dalszą przeceną złotego.

## Najważniejsze dane tego tygodnia

### 5-procentowe tempo wzrostu PKB w 2Q 2018

We wtorek poznamy wstępny szacunek wzrostu gospodarczego w 2Q 2018. Nasza prognoza oraz konsensus rynkowy wskazują na nieznaczne jego obniżenie - do 5,0% r/r z 5,2% r/r przed kwartałem. Pełną strukturę PKB w 2Q 2018 poznamy w piątek 31.08.2018 r. Sądzymy, że głównym motorem wzrostu PKB będzie konsumpcja indywidualna, pomimo prognozowanego niewielkiego spadku rocznej tej dynamiki. Nadal szybkiemu wzrostowi spożycia prywatnego sprzyjają bardzo dobre nastroje gospodarstw domowych, w związku z rosnącymi płacami i rekordowo niskim bezrobociem. W naszej ocenie obniży się nieco również dynamika inwestycji. Dane o PKB potwierdzą wysoką aktywność gospodarczą w Polsce w 2Q 2018, choć szacowana przez nas struktura wzrostu nie napawa już tak optymizmem. Wzrost inwestycji najprawdopodobniej napędzany był głównie przez inwestycje infrastrukturalne współfinansowane przez środki unijne. Bez wyraźnego odbicia inwestycji przedsiębiorstw prywatnych, nie będzie możliwe utrzymanie w przyszłości tempa wzrostu z 2Q 2018.

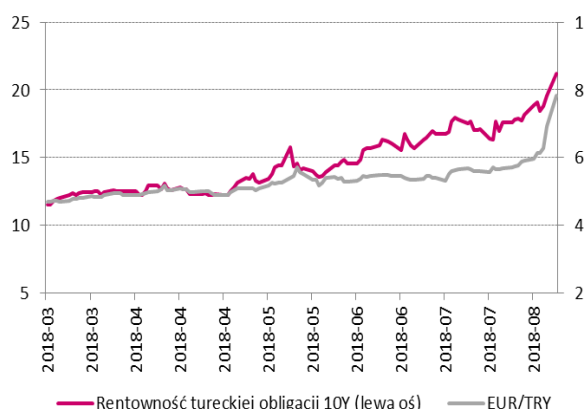
### Finalny szacunek inflacji CPI w lipcu bez wpływu na rynki

Również we wtorek poznamy finalny szacunek inflacji CPI w lipcu. Wstępne wyliczenie wskazywało na utrzymanie tempa wzrostu cen konsumenta odnotowanego w czerwcu, czyli 2,0% r/r. Dane te, ze względu na opublikowane wcześniej wybrane dane o strukturze koszyka inflacyjnego mają głównie charakter historyczny i nie powinny generować zmienności na rynkach finansowych.

### Bardzo dobra sytuacja na rynku pracy w Polsce na początku II półrocza br.

W piątek poznamy dane o rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw w lipcu. Nasza prognoza wskazuje na niewielki spadek dynamiki zatrudnienia - do 3,5% r/r z 3,7% r/r w czerwcu. Ponadto oczekujemy utrzymania tempa wzrostu płac z tego miesiąca, gdy wynosiło 7,5% r/r. Dane te najprawdopodobniej potwierdzą kontynuację bardzo dobrej koniunktury na krajowym rynku pracy na początku II półrocza br.

## Wykres tygodnia



W ubiegłym tygodniu turecka lira osiągnęła historyczne minima wartości względem dolara amerykańskiego i euro. Historyczne maksima osiągnęła natomiast rentowność tureckiej obligacji 10-letniej. Zawirowania na rynku tureckim pogarszają sentyment w całym regionie, choć uciekający z Turcji kapitał może częściowo ulokować się w Polsce.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3105	1,3%
USD/PLN	3,7859	3,1%
CHF/PLN	3,8064	3,0%
EUR/USD	1,1385	-1,7%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,64	0
WIBOR 3M	1,70	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,63	2
5Y	2,55	5
10Y	3,20	6

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,95	-1
5Y	2,49	0
10Y	2,98	0

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,32	-10
US 10Y	2,87	-10

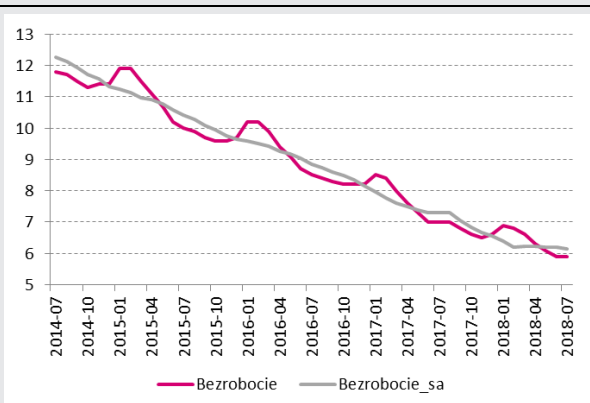
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	60455,8	1,6
S&P 500	2853,6	0,9
Nikkei 225	22553,7	0,2

Źródło: Thomson Reuters

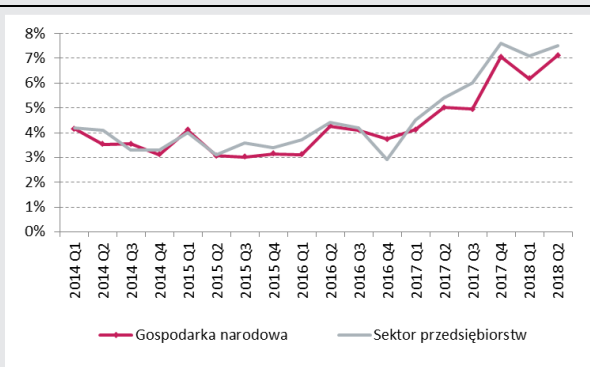
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

## Makro - kraj

### Stopa bezrobocia rejestrowanego [%]



### Wzrost płac w Polsce [% r/r]



Źródło: Macrobond

### Stabilizacja stopy bezrobocia rejestrowanego w lipcu

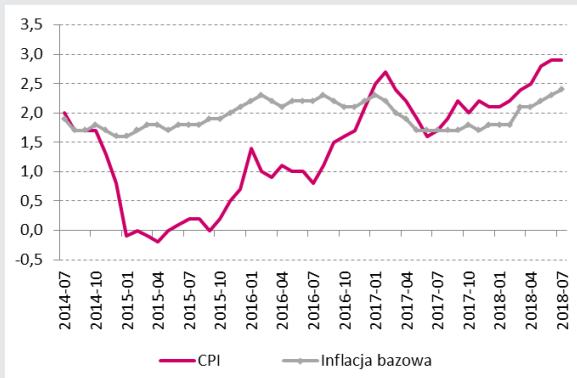
Zgodnie z szacunkami danymi Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej stopa bezrobocia rejestrowanego w lipcu nie uległa zmianie w stosunku do miesiąca poprzedzającego i wyniosła 5,9% r/r. Dane te są zgodne z naszą prognozą, a także z konsensusem rynkowym. W lipcu liczba osób zarejestrowanych jako bezrobotne spadła o 6,4 tys. osób do 961,5 tys. Po usunięciu wahań o charakterze sezonowym stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się nieznacznie - do 6,1% z 6,2% przed miesiącem. Dalsze jej spadki są coraz trudniejsze ze względu na ograniczoną liczbę dostępnych pracowników o poszukiwanych przez przedsiębiorców kwalifikacjach. Sądzymy zatem, że w tym roku stopa bezrobocia obniży się w tym roku do poziomu 5,7-5,8% w miesiącach letnio-jesiennych, po czym nieco wzroście w późniejszych miesiącach w związku z sezonową likwidacją części miejsc pracy. Osiągnięcie bariery podaźowej na rynku pracy zwiększa niepewność dotyczącą wzrostu płac w przyszłości i tym samym dla presji kosztowej w gospodarce. W przypadku nadal silnego popytu na pracę w związku z oczekiwaną w nadchodzących miesiącach wysoką aktywnością gospodarczą dynamika płac może przyspieszyć silniej niż miało to miejsce dotychczas. Czynnikiem ten byłby silniejszy w przypadku odpływu części pracowników z zagranicy, w szczególności z Ukrainy do innych krajów, oferujących wyższe wynagrodzenia. Sądzymy jednak, że przynajmniej w perspektywie roku wzrost płac będzie przyspieszał w ograniczonej skali.

### Wzrost płac w 2Q 2018 powyżej 7,0% r/r

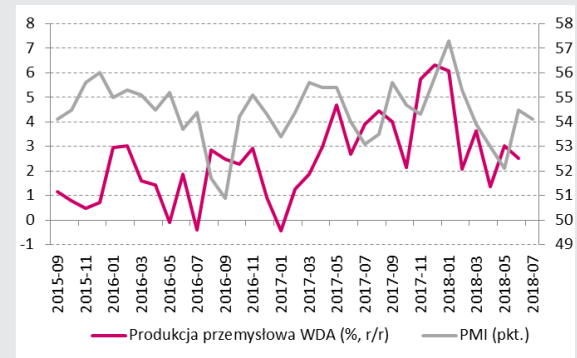
Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej wyniosło 4521,08 PLN w 2Q 2018, co oznacza, że jego roczna dynamika przyspieszyła do 7,1% r/r z 6,2% r/r przed kwartałem. Dane te są zgodne z tendencjami w sektorze przedsiębiorstw, uwzględniającym jednostki zatrudniające powyżej 9 osób, gdzie dynamika średniej miesięcznej płacy brutto zwiększyła się w 2Q 2018 do 7,5% r/r z 7,1% r/r. Wzrost płac w gospodarce narodowej w ostatnich trzech kwartałach był wyższy niż średnia wieloletnia, aczkolwiek podlegał wahaniom. Trudno jest zatem ocenić, czy presja płacowa przybierze znacząco na sile w najbliższych kwartałach. Sądzymy, że wraz z szybkim wzrostem gospodarczym oraz rekordowo niskim bezrobociem dynamika płac będzie pozostawała w tendencji wzrostowej, na co wskazuje wysoki odsetek przedsiębiorstw wskazujących na podwyższoną presję płacową, aczkolwiek skala tego przyspieszenia będzie ograniczona. Niemniej sytuacja na rynku pracy będzie korzystna dla solidnego wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych.

## Makro - zagranica

Inflacja CPI i bazowa w USA [% r/r]



Produkcja przemysłowa w Niemczech i indeks PMI



Źródło: Macrobond

### Inflacja bazowa w USA w lipcu najwyższa od blisko 10 lat

Inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych wyniosła w lipcu 2,9% r/r, pozostając na poziomie z czerwca. Wynik ten był zgodny z konsensusem rynkowym. W samym lipcu natomiast ceny konsumpcyjne wzrosły o 0,2%. Przyspieszyła natomiast inflacja bazowa, mierzona jako indeks CPI po wyłączeniu cen paliw i żywności, która w lipcu wyniosła 2,4% r/r wobec 2,3% r/r miesiąc wcześniej. To nieco wyższy od oczekiwań poziom, a jednocześnie najwyższy odczyt inflacji bazowej od niemal 10 lat. Dane te potwierdzają stopniowe narastanie presji cenowej w gospodarce amerykańskiej, w ślad za solidnym wzrostem gospodarczym i rekordowo niskim bezrobociem, co utrwala oczekiwania na dalsze stopniowe podwyżki stóp procentowych przez Fed. Najbliższej, o 25 bps, można spodziewać się już na wrześniowym posiedzeniu Fed.

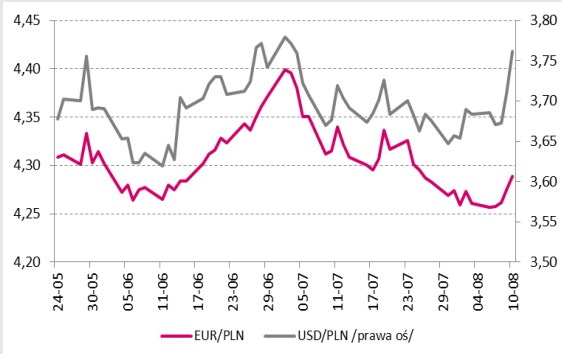
### Produkcja przemysłowa w Niemczech poniżej oczekiwań

Produkcja przemysłowa w Niemczech spadła w ujęciu realnym w czerwcu o 0,9% m/m, po wzroście o 2,4% m/m przed miesiącem. Odczyt ten był zatem niższy niż konsensus rynkowy wynoszący -0,5% m/m. Obniżyła się również dynamika roczna (po usunięciu efektów związanych z układem kalendarza) do 2,5% r/r z 3,0% r/r. Spadki te są zgodne z tendencją wskazywaną przez indeks PMI dla niemieckiego sektora przemysłowego w czerwcu. Obniżył się on w tamtym okresie do 55,9 pkt. Z 56,9 pkt. w maju. Natomiast w lipcu wskaźnik ten wyraźnie wzrósł - do 57,3 pkt. kończąc półroczny okres systematycznych spadków. Przemawia to za oczekiwaniami wzrostem m/m produkcji przemysłowej w Niemczech na początku 3Q 2018.

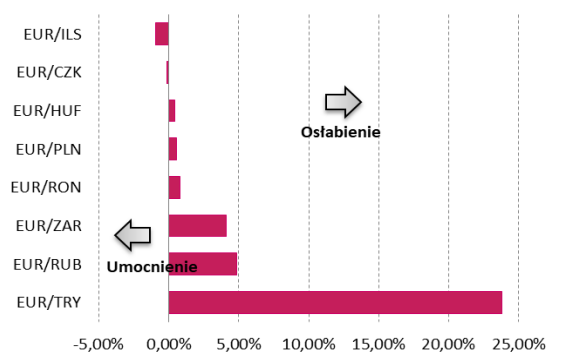
## Rynek walutowy

Przez większość minionego tygodnia notowania na krajowym rynku walutowym miały spokojny przebieg. Złoty względem euro poruszał się w wąskim przedziale 4,25-4,27. Kurs EUR/PLN próbował kilkakrotnie przełamać wsparcie na poziomie 4,25, jednak brakowało impulsów do umocnienia złotego, co wywoływało krótkoterminowe korekty. Te natomiast zatrzymywały się na poziomie 4,28. Dominującym czynnikiem wpływającym na notowania były zatem nastroje globalne i wskazania analizy technicznej. Szczególnie, że kalendarium danych makroekonomicznych było bardzo ubogie i nie dawało impulsów do wyraźnych zmian notowań. Dopiero końcówka tygodnia przyniosła wzrost zmienności i pogorszenie nastrojów na rynkach finansowych. Zawirowania w Turcji i wyprzedaż tureckiej liry pogorszyły nastroje w całym regionie. W ciągu ubiegłego tygodnia lira osłabiła się o ponad 30% względem euro i dolara, natomiast od początku roku straciła 50% swojej wartości. Nastrojom rynkowym nie pomogą też otoczenie geopolityczne, w związku z m.in. nałożeniem przez USA sankcji na Rosję, czy też ryzyko nasilenia się wojen handlowych. Kulminacja awersji do ryzyka miała miejsce w piątek, kiedy złoty osłabił się o 3 grosze względem euro i aż o 6 groszy wobec dolara i franka szwajcarskiego. Natomiast w skali tygodnia polska waluta straciła 6 groszy wobec euro oraz 11 względem franka i dolara. To właśnie te waluty zyskiwały w ubiegłym tygodniu na rynkach międzynarodowych, na fali podwyższonej awersji do ryzyka kurs EUR/USD spadł do 1,1370, poziomu najniższego od lipca 2017r. W ciągu tygodnia natomiast dolar zyskał względem euro 2 centy. W tym samym czasie kurs EUR/CHF spadł do 1,1290 z 1,1550 na początku tygodnia i aktualnie frank szwajcarski jest względem euro najsilniejszy od sierpnia 2017 i obecnie.

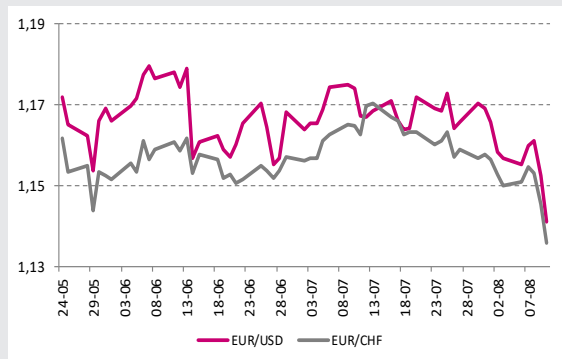
### Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



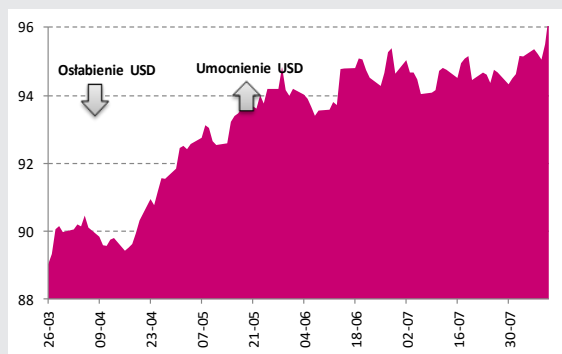
### Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



### Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



### Notowania indeksu dolarowego

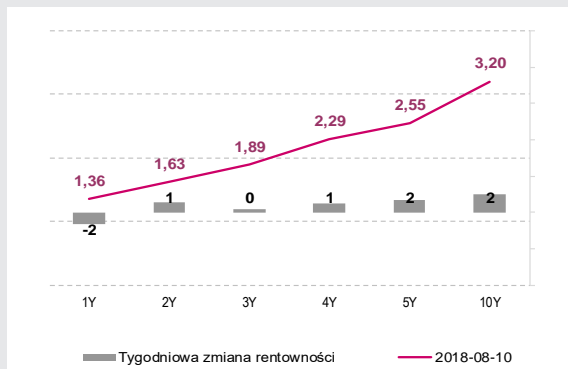


Źródło: Thomson Reuters Datastream

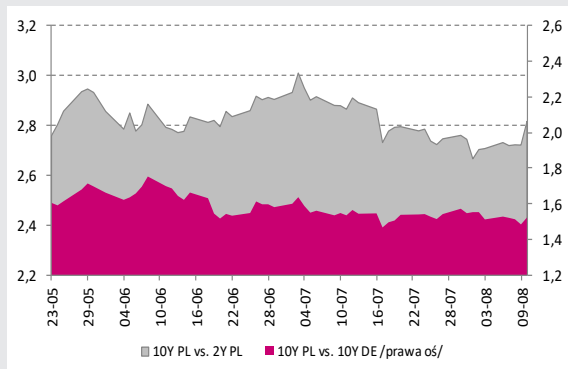
### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN ↑	Nowy tydzień rozpoczyna się wzrostem awersji do ryzyka i spadkiem wartości złotego, wywołanej zawirowaniami na rynku tureckim. To czynniki globalne będą głównym wyznacznikiem nastrojów rynkowych, a te mogą być mało sprzyjające dla notowań polskiej waluty. Liczne publikacje danych makroekonomicznych, w tym dane o PKB za 2Q, czy dane z rynku pracy, nie powinny mieć istotnego wpływu na rynek. Niemniej mocne fundamenty polskiej gospodarki powinny łagodzić wpływ czynników zewnętrznych. Na po silnym ruchu pod koniec ubiegłego tygodnia notowania mają szansę na pewne odreagowanie. Przestrzeń do dalszego osłabienia złotego wydaje nam się ograniczona. Na gruncie analizy technicznej silną barierą powstrzymującą dalsze wzrosty notowań EUR/PLN jest poziom 4,3250.
USD/PLN ↑	Wzrost awersji do ryzyka premiuje bezpieczne aktywa, w tym także dolara amerykańskiego, co może przekładać się na dalszą wyżkę kursu USD/PLN. Po silnym ruchu w ubiegłym tygodniu możliwe jest jednak wyhamowanie tempa osłabienia złotego, a nawet lekka korekta.
EUR/USD ↓	Amerykańska waluta zyskuje na wartości na fali wzrostu awersji do ryzyka wywołanego zawirowaniami na rynku tureckim oraz odbudową niesprzyjającym otoczeniem geopolitycznym. Po silnym ruchu w piątek najbliższe dni mogą przynieść nieznaczne odreagowanie eurodolara, choć amerykańska waluta wciąż pozostaje pod presją na umocnienie.

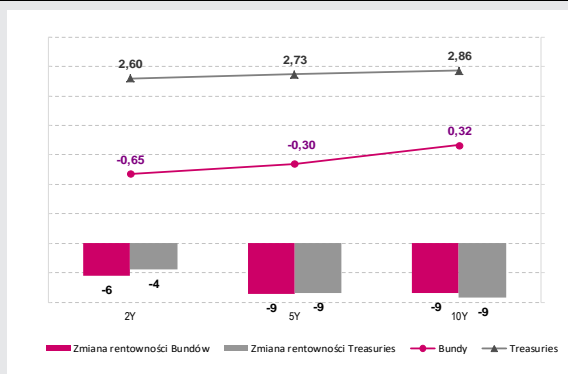
## Rentowność obligacji krajowych [%]



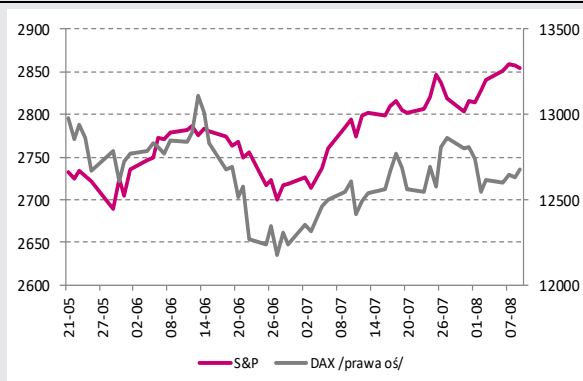
## Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



## Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



## Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Thomson Reuters Datastream

## Rynek obligacji

Zbliżony przebieg miała sesja na rynkach papierów skarbowych. W pierwszej połowie tygodnia zmienność wyceny obligacji była niewielka, choć polskie papiery skarbowe zyskiwały stopniowo na wartości, czemu pomagały także podobne ruchy na rynkach bazowych, choć zniżka rentowności polskich obligacji była nieco głębsza, co przełożyło się na nieznaczne zawężenie spreadów do Bundów i Treasuriesów. W ciągu tygodnia rentowność 10-latki obniżyła się do poziomu 3,08%. Zmienność, a także płynność rynku były jednak niewielkie, czemu sprzyjał brak publikacji istotnych danych makroekonomicznych. Dużo bardziej dynamiczny przebieg miała końcówka tygodnia. Nasilenie awersji do ryzyka w następstwie zawirowań na rynkach tureckich miało negatywny wpływ na wycenę polskich obligacji, które traciły na wartości, w szczególności papiery z długiego końca krzywej dochodowości. W ciągu dnia rentowność 10-latki wzrosła o 8 bps i na zamknięciu wynosiła 3,17%. Z tego samego powodu wyraźnie zyskiwały obligacje USA i Niemiec, których rentowność w ciągu tygodnia obniżyła się o 10 bps.

## Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) ↑	O nastrojach na krajowym rynku długu w tym tygodniu będą decydowały czynniki globalne. Wzrost awersji do ryzyka nasilony przez zawirowania na rynku tureckim nie sprzyja notowaniom polskich papierów. Otoczenie zewnętrzne, ale też publikowane dane makroekonomiczne, które potwierdzą dobrą kondycję polskiej gospodarki, będą tworzyły presję na spadek cen polskiego długu. W naszej ocenie rentowność 10-letniego benchmarku powinna poruszać się w przedziale 3,15-3,30%, który naszym zdaniem dobrze odzwierciedla średnioterminowy poziom równowagi długiego końca krzywej.
10Y DE (%) ↓	Wzrost awersji do ryzyka na rynkach globalnych wywołał wyraźny wzrost zainteresowania bezpiecznymi aktywami, co przełożyło się na wyraźny spadek rentowności Bundów, w okolicy dolnego ograniczenia kanału, którym porusza się rentowność niemieckiej 10-latki w ostatnich tygodniach. W takich uwarunkowaniach nieco mniejsze znaczenie niż zwyczajowo będą miały publikowane w tym tygodniu dane makroekonomiczne.
10Y US (%) ↓	Amerkańskie obligacje zyskują na wartości, na fali wzrostu awersji do ryzyka. Po silnym ruchu pod koniec tygodnia rynek może nieznacznie się ustabilizować, choć uwarunkowania geopolityczne, ale też makroekonomiczne będą sprzyjały utrzymaniu presji na wzrost wyceny amerykańskich papierów.

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Poniedziałek 13 sierpnia</b>					
14:00 Saldo rachunku bieżącego	Polska	Czerwiec	42m	-303m	315m
14:00 Saldo handlowe	Polska	Czerwiec	98m		50m
<b>Wtorek 14 sierpnia</b>					
08:00 PKB NSA r/r	Niemcy	2Q	1.6%		
08:00 Inflacja CPI r/r	Niemcy	Lipiec	2.1%	2.0%	
10:00 PKB NSA r/r	Polska	2Q	5.2%	5.0%	5.0%
10:00 Inflacja CPI r/r	Polska	Lipiec	2.0%	2.0%	2.0%
11:00 PKB SA r/r	EZ	2Q	2.5%	2.1%	
11:00 Indeks Instytutu ZEW	Niemcy	Sierpień	-24.7		
<b>Środa 15 sierpnia</b>					
	Polska	<b>Dzień wolny (Święto Wojska Polskiego)</b>			
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Lipiec	0.5%	0.3%	
14:30 Sprzedaż detaliczna bez aut m/m	USA	Lipiec	0.4%	0.4%	
14:30 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Lipiec	0.6%	0.3%	
<b>Czwartek 16 sierpnia</b>					
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Lipiec	0.6%	0.7%	0.6%
14:30 Liczba nowych bezrobotnych	USA	Sierpień	213k		
14:30 Liczba rozpoczętych budów domów	USA	Lipiec	1173k	1250k	
14:30 Liczba pozwoleń na budowę	USA	Lipiec	1292k	1301k	
<b>Piątek 17 sierpnia</b>					
10:00 Płace r/r	Polska	Lipiec	7.5%	7.7%	7.5%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Lipiec	3.7%	3.6%	3.5%
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Lipiec	2.0%	2.1%	
11:00 Inflacja bazowa r/r	EZ	Lipiec	1.2%	1.3%	
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan	USA	Sierpień	97.9	98.0	
<b>Poniedziałek 20 sierpnia</b>					
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Lipiec	6.8%		315m
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Lipiec	24.7%		50m
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Lipiec	3.7%		

Źródło: Bloomberg, Parkiet, Bank Millennium S.A.

## Dane i prognozy

	2017	2018	2019	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	Q419
<b>PKB</b>	4,6	4,8	3,9	5,2	5,0	4,9	4,4	4,1	3,8	3,8	3,7
<b>Stopa bezrobocia</b>	6,6	5,8	5,7	6,6	5,9	5,6	5,9	6,0	5,4	5,4	5,8
<b>Inflacja CPI (% r/r) **</b>	2,0	1,7	2,3	1,5	1,8	2,0	1,6	1,9	2,1	2,3	2,5
<b>Ropa naftowa Brent **</b>	54,2	72,0	76,0	66,9	74,0	75,0	76,0	72,0	74,0	76,0	76,0
<b>Stopa referencyjna (%)</b>	1,50	1,50	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75
<b>WIBOR 1M (%)</b>	1,65	1,64	1,85	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,67	1,85
<b>WIBOR 3M (%)</b>	1,72	1,71	1,90	1,70	1,70	1,70	1,71	1,70	1,70	1,72	1,90
<b>WIBOR 6M (%)</b>	1,81	1,79	2,00	1,78	1,78	1,78	1,79	1,78	1,78	1,79	2,00
<b>Obligacja 2-letnia (%)</b>	1,71	1,60	1,85	1,50	1,63	1,58	1,60	1,61	1,65	1,68	1,85
<b>Obligacja 10-letnia(%)</b>	3,30	3,35	3,50	3,17	3,21	3,30	3,35	3,35	3,40	3,45	3,50
<b>EUR/PLN</b>	4,17	4,26	4,22	4,21	4,36	4,28	4,26	4,24	4,23	4,23	4,22
<b>USD/PLN</b>	3,48	3,60	3,55	3,41	3,74	3,65	3,60	3,60	3,55	3,57	3,55
<b>GBP/PLN</b>	4,70	4,72	4,80	4,80	4,93	4,85	4,88	4,90	4,85	4,85	4,80
<b>EUR/USD</b>	1,13	1,21	1,19	1,23	1,17	1,17	1,18	1,18	1,19	1,19	1,19
<b>EURIBOR 3M</b>	-0,33	-0,35	-0,25	-0,33	-0,32	-0,36	-0,35	-0,34	-0,30	-0,25	-0,25
<b>LIBOR 3M USD</b>	1,69	2,65	3,28	2,31	2,34	2,40	2,65	2,70	2,90	3,05	3,28

\* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium \*\* średnio w okresie  
 Źródło: GUS, NBP, Thomson Reuters, 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 dotożył 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.