



# Makro i rynek

komentarz dzienny

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

27 sierpnia 2024

## Informacje na dziś

- **HU:** Dziś o godz. 14:00 poznamy decyzję Narodowego Banku Węgier dotyczącą stóp procentowych. Konsensus prognoz wskazuje na utrzymanie podstawowej stopy procentowej na poziomie 6,75%. Zrealizowanie się tych prognoz nie oznacza jednak, że władze monetarne na Węgrzech nie obniżą w tym roku kosztu pieniądza.
- **US:** O godz. 16:00 poznamy natomiast wyliczenie za sierpień indeksu nastojów konsumenckich w Stanach Zjednoczonych wg Conference Board. Według konsensusu prognoz wskaźnik ma wynieść 100,6 pkt wobec 100,3 pkt miesiąc wcześniej, co oznacza oczekiwania stabilnej koniunktury konsumenckiej w 3Q 2024.

## Wydarzenia i komentarze

- **PL:** Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych zatrudniających co najmniej 50 pracowników pogorszyły się w I półroczu tego roku w porównaniu z analogicznym okresem roku ubiegłego, choć w samym 2Q nieznacznie poprawiły się względem pierwszych trzech miesięcy tego roku. Wyniki finansowy brutto wspomnianej grupy przedsiębiorstw wyniósł w I pół. br. 117,35 mld PLN wobec 162,62 mld PLN przed rokiem. W samym 2Q natomiast wynik finansowy brutto wyniósł 70,5 mld PLN wobec 46,9 mld PLN w 1Q. Zarówno przychody, jak i koszty były niższe niż przed rokiem, choć skala spadku wyhamowała względem 1Q br. Gorsze niż przed rokiem są także podstawowe wskaźniki finansowe, choć w większości sektorów, z wyjątkiem górnictwa, nastąpiła poprawa w samym 2Q br. Wskaźnik rentowności brutto wyniósł w I pół tego roku 4,7% wobec 6,1% przed rokiem. Natomiast w samym 2Q wskaźnik ten wyniósł według naszych szacunków 5,6% wobec 3,7% kwartał wcześniej, przyjmując jednocześnie wartość powyżej średniej długoterminowej. Warto zwrócić uwagę, iż udział kosztów płac w kosztach ogółem wzrósł w 2Q br. do 16,5%, choć ich roczna dynamika wyhamowała do 6,2% r/r w 2Q z 13,1% r/r w 1Q. Należy też odnotować pogłębienie spadku inwestycji w 2Q do -7,6% r/r (w ujęciu nominalnym) z -1,6% r/r w 1Q br. Co istotne, spadły inwestycji w maszyny i urządzenia. Dane te wskazują na zatrzymanie się pogarszania wyników finansowych dużych i średnich firm, a jednocześnie ich wciąż niska aktywność inwestycyjną.
- **PL:** Według Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności liczba osób klasyfikowanych jako pracujące wyniosła w 2Q 2024 17,2 mln, co oznacza spadek o 0,5% r/r, aczkolwiek w odniesieniu do 1Q 2024 była ona wyższa o 0,1% kw/kw. Stopa bezrobocia spadła w 2Q do 2,7% z 3,1% w 1Q 2024 obniżając się ponownie do najniższej wartości w historii dostępnych danych. Spadek stopy bezrobocia jest dobrą wiadomością, gorszą natomiast jest zniżka stopy aktywności zawodowej, która po 2Q 2024 wynosi 58,3%. Spadek współczynnika, co ciekawe, dotyczył zwłaszcza ludzi młodych. Dane te potwierdzają wciąż dobrą sytuację na rynku pracy. Popyt na pracę co prawda nie jest tak silny jak w latach 2021-2022, ale nadal nie przekłada się na widoczny wzrost bezrobocia. Na podobny obraz rynku pracy, ale już na początku 3Q 2023 pokazują dane o stopie bezrobocia rejestrowanego, która w lipcu wyniosła 5,0% wobec 4,9% miesiąc wcześniej. Spodziewamy się, że sytuacja na rynku pracy powinna być stabilna do końca 2024 r., a w 2025 r. wraz z utrwalaniem się wzrostu gospodarczego można liczyć na pewną poprawę popytu pracę.
- **GE:** Indeks instytutu Ifo, tj. wskaźnik najszerzej obrazujący nastroje w gospodarce Niemiec, obniżył się w sierpniu do 86,6 pkt z 87,0 pkt miesiąc wcześniej. Choć dane okazały się nieco lepsze od oczekiwań, to jest to trzeci z rzędu spadek wskaźnika. Dane nie zmniejszają ryzyk, że gospodarka Niemiec, największa w Europie, skurczy się w 2024 r. Sytuacja gospodarki Niemiec negatywnie oddziałuje na krajowych eksporterów.

## Rynki na dziś

Krajowy rynek walutowy powinien pozostawać dziś stabilny w oczekiwaniu na nowe wydarzenia/informacje. Kurs EUR/PLN porusza się wokół poziomu 4,28 i choć wciąż dostrzegamy możliwość ruchu wzrostowego, to przedział 4,24 - 4,31 jeszcze długo naszym zdaniem pozostanie aktualny. Wycena skarbowych papierów wartościowych wyczekuje założeń do budżetu centralnego, które powinniśmy poznać jutro.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2845	0,4%
USD/PLN	3,8357	0,4%
CHF/PLN	4,5269	0,7%
EUR/USD	1,1170	0,0%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,82	-3
WIBOR 3M	5,85	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,84	-1
5Y	5,05	0
10Y	5,32	2

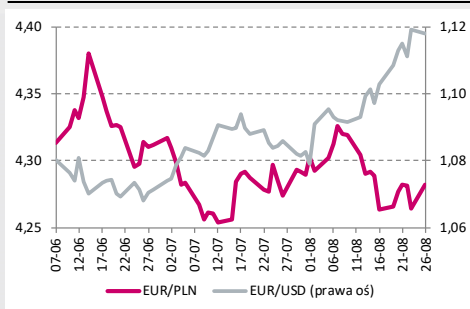
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,97	0
5Y	4,43	0
10Y	4,51	0

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,24	2
US 10Y	3,79	-2

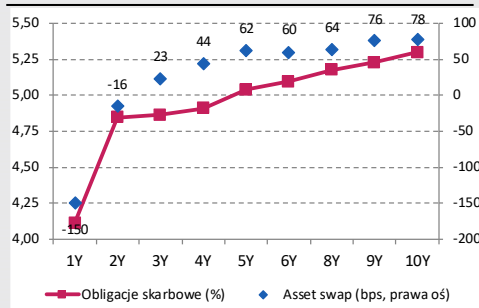
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	83988,0	-0,2
S&P 500	5616,8	-0,3
Nikkei 225	38357,1	0,6

Źródło: LSEG Datastream  
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

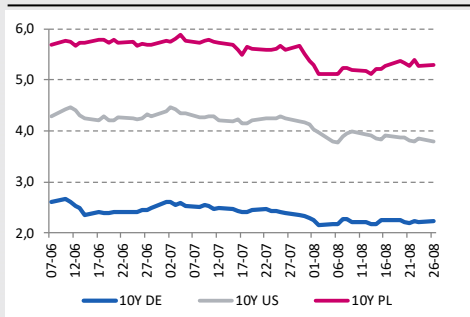
## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



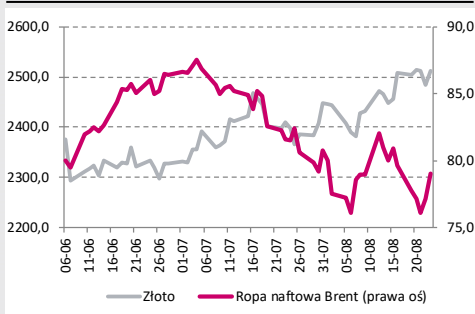
## Krajowy rynek stopy procentowej



## Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



## Ceny surowców [USD]



## Rynek krajowy

Pozostajemy konsekwentni w oczekiwaniach względnej stabilności notowań EUR/PLN. Mimo podwyższonej zmienności otoczenia (kurs EUR/USD sięgnął ponad rocznego maksimum), uważamy, iż wycena złotego do euro poruszać się będzie w przedziale 4,24 - 4,31. W ostatnich miesiącach jakiegokolwiek wybicia górą z opisywanego kanału wymagały gwałtownego wzrostu awersji do ryzyka, którego obecnie się nie spodziewamy. Scenariusz miękkiego lądowania amerykańskiej gospodarki pozostaje w ocenie inwestorów aktualny. Z kolei bieżące napięcia geopolityczne nie przekładają się na pogorszenie apetytu na ryzyko. Mimo to, trudno w naszej ocenie będzie kursowi EUR/PLN o skuteczne zejście do dolnego ograniczenia wspomnianego przedziału. Złoty naszym zdaniem zmarnował szansę na umocnienie płynącą z dynamicznego wzrostu notowań eurodolara w ubiegłym tygodniu, a potencjalne trudności w dalszym osłabianiu dolara mogą być wystarczające do prób osłabienia polskiej waluty. W krótkim terminie, naszym zdaniem, kluczowe dla złotego okazać się mogą wypowiedzi prezesa NBP podczas konferencji podsumowującej wrześniowe posiedzenie RPP. Podtrzymanie łagodnej narracji, a tym samym rynkowych oczekiwań na cięcia stóp procentowych w 2025 roku może utrudniać mocniejsze rozegranie na złotym. Na krajowym rynku długu przed nami intensywny tydzień. Do pewnego stopnia rynek ogrął już czynniki zewnętrzne, tj. perspektywy polityki pieniężnej największych banków centralnych. W najbliższych dniach do głosu dochodzić zaś mogą aspekty krajowe jako główne determinanty zmian wyceny skarbowych papierów wartościowych. Okazją będzie przede wszystkim zaprezentowanie głównych założeń ustawy budżetowej na 2025 rok (prawdopodobnie środa). Wysokość planowanego deficytu budżetowego, czy potrzeb pożyczkowych na 2025 rok może w naszej ocenie przekładać się na podbicie zmienności rynku obligacji skarbowych. Warto jednak zauważyć, iż w ostatnich tygodniach rynek nieco dyskontował potencjalne napięcia fiskalne, w tym możliwe wysokie potrzeby pożyczkowe na przyszły rok. Stawka 10-letniego asset swap jest obecnie około dwa razy wyższa niż na początku lipca i wynosi około 80 pkt. baz. To jednak nie jedyne emocje krajowe jakie mogą mieć wpływ na notowania obligacji w tym tygodniu. W czwartek poznamy bowiem strukturę krajowego PKB, a w piątek wstępny odczyt inflacji CPI. Co więcej, w piątek opublikowany zostanie ponadto plan podaży SPW na wrzesień. Wcześniej, bo w środę odbędzie się natomiast przetarg zamiany obligacji. Ministerstwo Finansów sprzeda na nim papiery serii OK0426, PS0729, WZ0330, DS1030, DS1034, IZ0836 i WS0447, a odkupi serii PS1024, PS0425, WZ0525 i DS0725. Podsumowując uważamy, iż przed nami okres podbicia zmienności krajowego długu i próbą kontynuacji wzrostów dochodowości wbrew nastrojom rynków bazowych.

## Rynki zagraniczne

Ubiegły tydzień przyniósł nieco silniejszy od naszych założeń wzrost notowań eurodolara (ruch przekroczył o około pół centra zakładany poziom 1,1139). Jednym z filarów osłabienia dolara były wypowiedzi prezesa Rezerwy Federalnej, który potwierdził przypuszczenia o bliskim początku cyklu cięć stóp procentowych. Rynek w znaczącej mierze „skonsumował” już temat perspektyw polityki monetarnej Fed. Co prawda piątkowe dane o inflacji PCE ze Stanów Zjednoczonych będą źródłem zmienności dolarowych aktywów, to prawdopodobnie już nie na taką skalę jak ruchy ostatniego miesiąca. Niewykluczone zatem, iż kurs EUR/USD wejdzie w fazę dryfu w oczekiwaniu na wrześniowe posiedzenia Fed, ale i Europejskiego Banku Centralnego. Natomiast w perspektywie najbliższych kilku dni uważamy, iż dotarcie notowań do ponad rocznego maksimum, które odbyło się z dużym jak na tegoroczne ruchy eurodolara impetem wymagać może ruchu korekcyjnego. Na gruncie technicznym okolice 1,12 są bowiem mocnymi punktami oporu w kontynuacji wzrostów.

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 23 sierpnia						
16:00 Wystąpienie prezesa Fed	USA	Sierpień				
Poniedziałek 26 sierpnia						
10:00 Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Sierpień	87.0	86.6	86.5	
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Lipiec	4.9%	5.0%	4.9%	4.9%
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m, wst.	USA	Lipiec	-6.9%	9.9%	3.3%	
Wtorek 27 sierpnia						
08:00 PKB kw/kw, fin.	Niemcy	2Q	0.2%	-0.1%	-0.1%	
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Węgry	Sierpień	6.75%		6.75%	
16:00 Indeks zaufania konsumentów Conference Board	USA	Lipiec	100.3		100.0	
Środa 28 sierpnia						
Prezentacja założeń do budżetu centralnego na 2025 rok	Polska					
Przetarg zamiany obligacji	Polska					
13:00 Wnioski o kredyt hipoteczny	USA	23 sierpnia	-10.1%			
Czwartek 29 sierpnia						
10:00 PKB r/r, fin.	Polska	2Q	2.0%		3.2%	
14:00 Inflacja HICP r/r, wst.	Niemcy	Sierpień	2.6%		2.3%	
14:30 PKB annualizowany kw/kw, rew.	USA	2Q	1.4%		2.8%	
Piątek 30 sierpnia						
08:45 Inflacja HICP r/r wst.	Francja	Sierpień	2.7%		2.2%	
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Sierpień	4.2%			
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Sierpień	2.6%		2.2%	
11:00 Stopa bezrobocia	EZ	Lipiec	6.5%		6.5%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Lipiec	2.5%		2.5%	
14:30 Inflacja PCE bazowa r/r	USA	Lipiec	2.6%		2.7%	
14:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Lipiec	0.3%		0.5%	
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Lipiec	0.2%		0.3%	
Poniedziałek 2 września						
Dzień wolny - Święto Pracy	USA					
09:00 PMI dla przemysłu	Polska	Sierpień	47.3		47.0	
09:55 Indeks PMI dla przemysłu fin.	Niemcy	Sierpień	43.2		42.1	
10:00 Indeks PMI dla przemysłu fin.	EZ	Sierpień	45.8		45.6	

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