Makro i rynek

komentarz tygodniowy

19 sierpnia 2024

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

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2663	-1,3%
USD/PLN	3,8636	-2,3%
CHF/PLN	4,4706	-2,1%
EUR/USD	1,1043	1,1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,86	4
WIBOR 3M	5,86	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,92	9
5Y	5,10	6
10Y	5,32	7

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,02	3,9
5Y	4,45	-1,75
10Y	4,53	-2,05

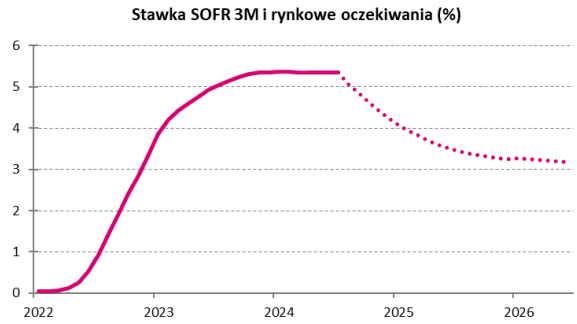
Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,23	-3
US 10Y	3,87	-10

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	84488,3	6,1
S&P 500	5554,3	3,9
Nikkei 225	37388,6	6,7

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Wykres tygodnia



Źródło: LSEG Data & Analytics

Wydarzeniem tygodnia jest wystąpienie prezesa Fed podczas sympozjum w Jackson Hole. Naszym zdaniem weryfikacji mogą zostać poddane bieżące oczekiwania co do mającego się wkrótce rozpocząć cyklu cięć stóp procentowych w USA. Traktujemy je jako nieco zbyt agresywne a ich schłodzenie może łagodnie umacniać dolara i skutkować wzrostem rentowności długu USA.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Sympozjum w Jackson Hole głównym wydarzeniem tego tygodnia

Wydarzeniem tygodnia będzie sympozjum bankierów centralnych w Jackson Hole w USA, które odbędzie się w dniach 22-24 sierpnia. Na piątek zaplanowane jest wystąpienie prezesa Fed J. Powella. W przeszłości spotkanie to było wykorzystywane do prezentacji perspektyw polityki pieniężnej przez Fed. Obecnie ma to szczególne znaczenie, ponieważ zbliża się moment rozpoczęcia cyklu obniżek stóp proc. w USA, a słabe dane z rynku pacy USA za lipiec wprowadziły dużo niepewności co do skali i tempa łagodzenia polityki monetarnej przez Fed. Oczekiwać można, iż prezes J. Powell wyrazi przekonanie, iż postęp w dezinflacji jest na tyle satysfakcjonujący, że daje przestrzeń do rozpoczęcia obniżek stóp procentowych już na we wrześniu. Nie spodziewamy się wskazania skali możliwego cięcia, niemniej w naszej ocenie, bardziej prawdopodobne jest cięcie stóp we wrześniu o 25 pkt. i łącznie o 75 pkt. baz. w tym roku. Biorąc pod uwagę dane sugerujące realizację scenariusza miękkiego lądowania gospodarki, a szczególnie dobre wyniki sprzedaży detalicznej, Fed będzie chciał zapewne stopniowo dozować luzowanie monetarnego. Jednocześnie ze względu na niepewność co do inflacji oraz kondycji rynku pracy, amerykańscy bankierzy centralni zapewne zostawią furtkę otwartą do bardziej agresywnych działań, uzależniając decyzje od napływających danych.

Odczyty indeksach PMI w strefie euro nie wpłyną na oczekiwania co do decyzji EBC

Z publikowanych w tym tygodniu danych z gospodarki strefy euro najciekawsze wydają się wstępne odczyty indeksów PMI w strefie euro za sierpień. Konsensus rynkowy wskazuje na nieznaczny wzrost wskaźnika dla przemysłu do 46,0 pkt. z 45,8 pkt. w lipcu. Natomiast w przypadku indeksu dla sektora usług konsensus wskazuje na stabilizację na poziomie 51,9 pkt. Słabe odczyty indeksów koniunktury, które publikowane były w minionym tygodniu (indeksy ZEW i Sentix) zwiększają prawdopodobieństwo negatywnej niespodzianki w danych, szczególnie w przypadku indeksów koniunktury dla Niemiec. Koniunktura w europejskiej gospodarce pozostaje słaba, a jej odbudowa następuje wolniej od pierwotnych oczekiwań. Przemysł pogrążony jest w recesji, co szczególnie widać w danych z niemieckiej gospodarki. W fazie ekspansji utrzymuje się sektor usług, wspierany wysoką dynamiką wynagrodzeń i niskim bezrobociem. Dane te zapewne utrwalą oczekiwania na dalsze stopniowe cięcia stóp procentowych przez Europejski Bank Centralny. Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem pozostaje cięcie kosztu pieniądza o 25 pkt. baz. we wrześniu oraz o kolejne 25 pkt. baz. w grudniu.

Liczne publikacje danych z polskiej gospodarki w tle wydarzeń globalnych

Uzupełnieniem wydarzeń globalnych będą liczne publikacje danych z krajowej gospodarki. W środę poznamy odczyt produkcji przemysłowej, indeks cen PPI oraz dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw. W czwartek natomiast podane będą dane o produkcji budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej. Czynniki kalendarzowe i większa niż w roku ubiegłym liczba dni roboczych będzie sprzyjała poprawie wyników gospodarki na początku 3Q. Wyraźnie przyspieszy roczna dynamika produkcji przemysłowej, produkcji budowlanej oraz sprzedaży detalicznej. Dane te powinny wpisywać się w odbudowę koniunktury, wspieranej głównie przez popyt krajowy, podczas gdy popyt zagraniczny pozostaje pod negatywnym wpływem słabej koniunktury w europejskiej gospodarce. W lipcu spodziewamy się także nieznacznego wyhamowania dynamiki płac, choć utrzyma się ona na wysokim, dwucyfrowym poziomie. Dane te nie powinny wpłynąć na oczekiwania co do ścieżki stóp procentowych w Polsce.

Rynek walutowy

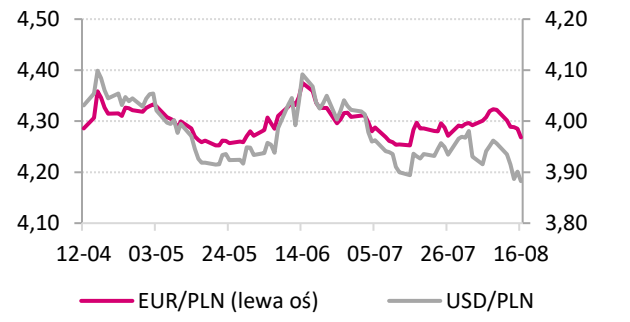
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	⬌	Złoty, który w ubiegłym tygodniu zanotował solidne (około 6-groszowe) umocnienie powrócił do dobrze znanego z poprzednich miesięcy korytarza wahań tj. 4,24 – 4,30. W naszej ocenie o ile możliwy jest atak na dolne ograniczenie wskazywanego przedziału o tyle szansa jego przekroczenia pozostaje niewielka. Wydarzeniem tygodnia bez wątpienia będzie piątkowe wystąpienie prezesa Fed, co do którego oczekuje się, iż wykorzystane będzie do zapowiedzi wrześniowego cięcia stóp procentowych w USA. Prawdopodobnie ostrożna narracja J.Powella zadecyduje z kolei o ustawieniu oczekiwań na obniżkę o 25 pkt. baz. To z kolei w obliczu części rynku spodziewającej się mocniejszego ruchu może sprzyjać łagodnej aprecjacji dolara, a w tym samym przecenie złotego. W efekcie o ile początek tygodnia może przynieść naszym zdaniem próby mocniejszego rozegrania na złotym, o tyle jego koniec powinien inicjować ruch przeceny polskiej waluty. Najbliższe dni to także interesujące dane z krajowej gospodarki. Uważamy, że mogą one – w przypadku optymistycznej wymowy – sprzyjać topnieniu oczekiwań na agresywne cięcia stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej. Potencjalny zakres zmian złotego oceniamy jednak jako ograniczony.
USD/PLN	⬌	Niewielkie oczekiwane zmiany kursu EUR/PLN sprawią, że decydujące dla kierunku zmian pary USD/PLN będzie kształtowanie się eurodolara. W naszej ocenie o ile początek tygodnia może przynieść próby dalszego osłabienia dolara momentem zwrotnym ma szansę stać wystąpienie prezesa Fed (piątek). Wtedy to liczyć należy się z podbiciem zmienności dolarowych aktywów. Na gruncie technicznym złamanie bariery 3,91 wzmocniło sygnał do spadku notowań USD/PLN i taki też będzie naszym zdaniem start tego tygodnia w wykonaniu tej pary.
EUR/USD	⬌	Przed nami ciekawy tydzień na rynkach finansowych, którego głównym wydarzeniem będzie wystąpienie prezesa amerykańskiej Rezerwy Federalnej podczas sympozjum w Jackson Hole (piątek). Coroczne spotkanie bankierów centralnych w tym miejscu niejednokrotnie było wykorzystywane do ogłoszenia ważnych zmian w polityce pieniężnej Fed. Uczestnicy rynku podejrzewają, iż tym razem może być podobnie. Niewykluczone bowiem, że J.Powell niejako zapowie możliwość rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej od września. Cięcie stóp procentowych w przyszłym miesiącu jest scenariuszem bazowym dla rynków, stąd potwierdzenie tych przypuszczeń nie powinno gwałtownie wpływać na wycenę np. dolarowych aktywów. Pytaniem otwartym jednak pozostanie narracja J.Powella. Uważamy, iż prezes Fed potwierdzając łagodne wejście w cykl cięć stóp procentowych nieco umocni dolara (część inwestorów oczekuje bowiem agresywnego początku cyklu) na koniec tygodnia. Do tego czasu jednak realizować się może ruch wzrostowy kursu EUR/USD z barierą na poziomie 1,1139.

Rynek obligacji

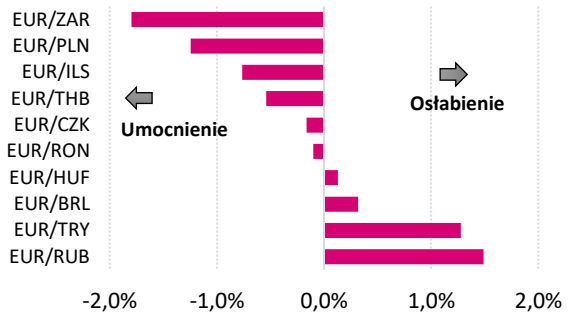
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	⬆	Konsekwentnie podtrzymujemy nasza ocenę, iż najbliższe dni na rynku polskich obligacji powinny przynieść utrzymanie niewielkiego trendu wzrostowego dochodowości. Opieramy ją przede wszystkim na braku przesłanek do szybkich cięć stóp procentowych w Polsce, co wycenia rynek. Kontrakty FRA 12x15 wskazują, że zdaniem uczestników rynku w perspektywie roku 3-miesięczna stawka WIBOR obniży się o około 100 pkt. baz. Takiego scenariusza nie wskazuje obecnie właściwie żaden przedstawiciel Rady Polityki Pieniężnej. Co więcej wkrótce (przełom sierpnia i września) poznamy szczegóły przyszłorocznego budżetu, które – z uwagi na prawdopodobnie wysokie potrzeby pożyczkowe – powinny wspierać zwyżkę stawek *asset swap* tj. jednego z komponentów „budujących" rentowność obligacji. Na rynkach bazowych również liczymy na stopniowe zmniejszanie oczekiwań co do tegorocznych cięć stóp procentowych np. w USA do czego okazją będzie piątkowe wystąpienie prezesa Fed. Dodatkowo czynnikiem sprzyjającym niewielkiej zwyżce dochodowości będzie przetarg sprzedaży obligacji skarbowych organizowany przez Ministerstwo Finansów (środa). Będzie to jedyny przetarg sprzedaży SPW w sierpniu. Pod koniec lipca resort finansów informował, że na aukcji 21 sierpnia oferowane będą papiery serii OK0426, PS0729, WZ0330, DS1034 i IZ0836. Finalne szczegóły poznamy jednak dziś o 15:00.
10Y DE (%)	⬆	Rynek jak przez kalkę odbija scenariusze silnych cięć stóp procentowych w najbliższych miesiąc w kolejnych gospodarkach. Dla strefy euro mimo dość ostrożnego podejścia Europejskiego Banku Centralnego do przyszłych ruchów kreśli szybką kontynuację cięć kosztu pieniądza. Pozostajemy co do takiego scenariusza sceptyczni i w tym tygodniu liczymy, że rynek ostudzi nieco swoje oczekiwania.
10Y US (%)	⬆	Wystąpienie prezesa Fed będzie okazją do weryfikacji rynkowych oczekiwań co do ruchów Rezerwy Federalnej w krótkim terminie. Uważamy, iż jeśli J.Powell zdecyduje się zapowiedzieć cięcia stóp procentowych w USA, to uczyni to w ostrożny sposób studząc nieco rynkowy konsensus. Efektem będzie wzrost dochodowości amerykańskiej krzywej i dalsze uzależnienie wyceny Trasuries od napływających danych makreokonomicznych.

Wykresy rynkowe

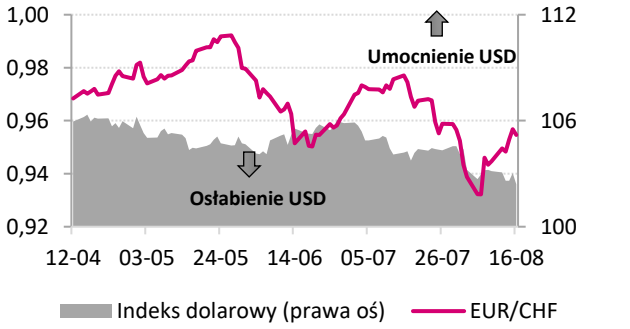
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



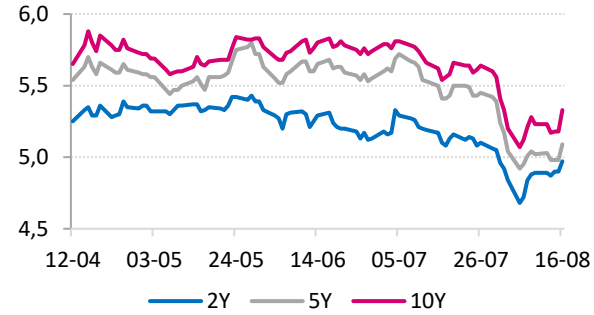
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



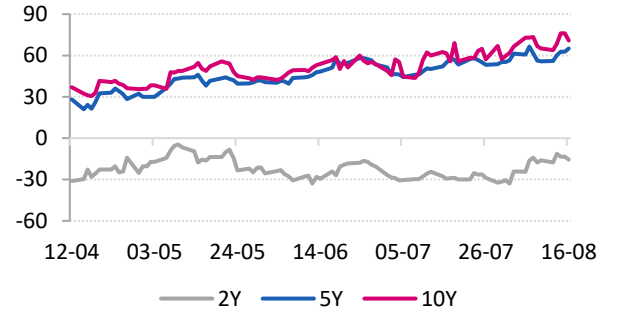
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



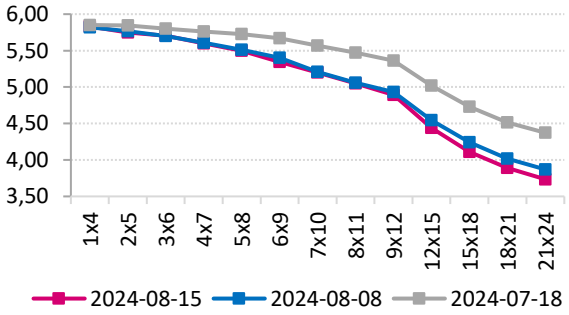
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



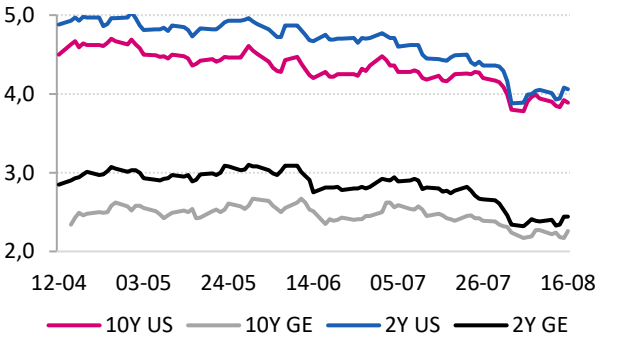
Krajowe stawki asset swap [%]



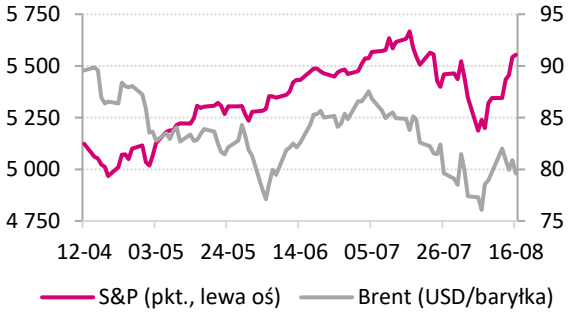
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, LSEG Data & Analytics

Kalendarium

	Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
			Poniedziałek 19 sierpnia			
	Brak istotnych publikacji					
			Wtorek 20 sierpnia			
03:15	Decyzja ws. stóp procentowych	Chiny	Sierpień	3.35%	3.35%	
08:00	Inflacja PPI r/r	Niemcy	Lipiec	-1.6%	-0.8%	
11:00	Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Lipiec	2.5%	2.6%	
			Środa 21 sierpnia			
	Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Sierpień			
10:00	Inflacja PPI r/r	Polska	Lipiec	-6.1%	-5.0%	-4.7%
10:00	Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Lipiec	0.3%	7.3%	6.8%
10:00	Przeciętne wynagrodzenie r/r	Polska	Lipiec	11%	10.8%	
10:00	Zatrudnienie r/r	Polska	Lipiec	-0.4%	-0.4%	
			Czwartek 22 sierpnia			
	Początek sympozjum w Jackson Hole	USA				
09:30	Indeks PMI dla przemysłu wst.	Niemcy	Sierpień	43.2	43.5	
09:30	Indeks PMI dla usług wst.	Niemcy	Sierpień	52.5	52.3	
10:00	Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Lipiec	4.4%	5.2%	6.5%
10:00	Produkcja bud.-montaż. r/r	Polska	Lipiec	-8.9%	-2.5%	-2.9%
10:00	Indeks PMI dla przemysłu wst.	EZ	Sierpień	45.8	46	
10:00	Indeks PMI dla usług wst.	EZ	Sierpień	51.9	51.9	
15:45	Indeks PMI dla przemysłu wst.	USA	Sierpień	49.6	49.5	
15:45	Indeks PMI dla usług wst.	USA	Sierpień	55	54	
			Piątek 23 sierpnia			
14:00	Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Lipiec	8.4%	8.3%	8.3%
16:00	Wystąpienie prezesa Fed	USA				
			Poniedziałek 26 sierpnia			
10:00	Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Sierpień	87		
10:00	Stopa bezrobocia	Polska	Lipiec	4.9%	4.9%	4.9%

Dane i prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
PKB	% r/r	5.6	0.2	3.1	3.9	2.0	3.0	3.1	3.6	3.8	3.6	4.0	4.0
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.2	5.1	5.1	5.0	5.3	4.9	4.9	5.1	5.3	4.9	4.9	5.0
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	14.4	11.4	3.9	4.5	2.8	2.5	4.9	5.2	5.7	5.2	3.6	3.4
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	98.7	82.0	82.5	76.8	81.5	84.8	81.0	79.6	78.2	77.2	76.3	75.4
Stopa referencyjna	%, k.o.	6.75	5.75	5.75	5.00	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.25	5.00
WIBOR 1M	%, k.o.	6.93	5.80	5.85	5.05	5.83	5.84	5.86	5.85	5.85	5.82	5.30	5.05
WIBOR 3M	%, k.o.	7.02	5.88	5.85	4.97	5.88	5.85	5.86	5.85	5.85	5.77	5.19	4.97
WIBOR 6M	%, k.o.	7.14	5.82	5.84	4.88	5.86	5.86	5.85	5.84	5.81	5.69	5.09	4.88
EUR/PLN	k.o.	4.69	4.35	4.20	4.25	4.30	4.31	4.25	4.20	4.22	4.23	4.24	4.25
USD/PLN	k.o.	4.40	3.94	3.83	3.75	3.99	4.03	3.89	3.83	3.79	3.77	3.76	3.75
EUR/USD	k.o.	1.07	1.10	1.10	1.13	1.08	1.07	1.09	1.10	1.11	1.12	1.13	1.13
EURIBOR 3M	%, k.o.	2.13	3.91	3.13	2.37	3.89	3.71	3.42	3.13	2.86	2.62	2.55	2.37
SOFR 3M** (następca LIBOR 3M USD od 07.2023)	%, k.o.	4.77	5.59	5.01	4.02	5.56	5.59	5.26	5.01	4.77	4.50	4.27	4.02

** pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium, śr.o. - średnio w okresie, k.o. - na koniec okresu **-aktualizacja prognoz z dn.29.07.2024r.*
Źródło: GUS, NBP, LSEG Datastream, 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 jakiejkolwiek 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 jakiekolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.