



Makro i rynek

komentarz tygodniowy

26 sierpnia 2024

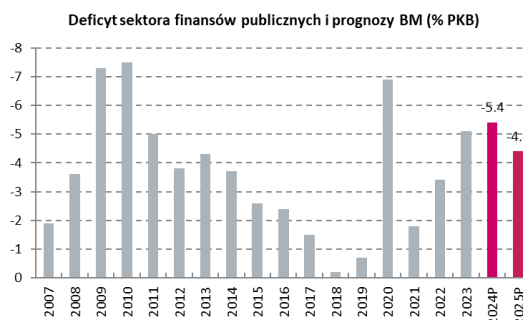
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond, Bank Millennium, P-prognoza BM

Wydarzeniem tygodnia z perspektywy krajowych obligacji będzie zapowiadane przedstawienie przez rząd założeń budżetu na 2025 rok. Potencjalnie będzie to moment podwyższonej zmienności notowań, a skala i kierunek zmian uzależniony będzie od m.in. wysokości projektowanego deficytu budżetowego, czy potrzeb pożyczkowych na rok przyszły. Przed rynkiem długu potencjalnie intensywny tydzień, gdyż dane o CPI również mogą skutkować zmiennością.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Rząd zapowiada przedstawienie założeń przyszłorocznego budżetu państwa

Zgodnie z zapowiedziami przedstawicieli rządu w tym tygodniu zostaną przyjęte założenia do budżetu państwa na przyszły rok. Powinniśmy poznać nie tylko główne założenia makro, ale także podstawowe wielkości budżetowe, w tym deficyt budżetu państwa. W naszej ocenie nominalna wartość deficytu może być tylko nieznacznie niższa od planu na ten rok na poziomie 164,77 mld PLN, choć jego relacja do PKB będzie jednak się obniżać, ze względu na wzrost nominalnego PKB. W naszej ocenie spadnie też deficyt całości sektora *general government*.

Inflacja CPI w sierpniu zapewne nieco wyższa niż w lipcu

W piątek GUS opublikuje szybki szacunek inflacji CPI za sierpień. W naszej ocenie wskaźnik CPI w mijającym miesiącu wyniósł 4,3% r/r wobec 4,2% r/r w lipcu. W ujęciu m/m spodziewamy się deflacji cen żywności, choć w skali nieco mniejszej niż w roku ubiegłym. Obniżyły się także ceny paliw. Opublikowane dane zapewne nie wpłyną istotnie na oczekiwania co do decyzji RPP w najbliższych miesiącach. Rada Polityki Pieniężnej komunikuje chęć stabilizacji stóp proc. do końca tego roku. Jeśli chodzi o dalszy horyzont czasowy, to rynki finansowe coraz bardziej przekonane są do cięć w przyszłym roku, co zgodne jest także z naszym scenariuszem.

GUS opublikuje szczegóły PKB w 2Q b.r.

W czwartek GUS opublikuje szczegółowe dane o strukturze PKB w 2Q br., kiedy wzrost gospodarczy wyniósł 3,2% r/r. W naszej ocenie mocnym filarem gospodarki pozostała konsumpcja prywatna, choć jej dynamika r/r wyhamowała. Dane o produkcji budowlanej, a także inwestycjach dużych firm sugerują natomiast spadek inwestycji w środki trwałe. W kolejnych kwartałach gospodarka utrzyma się na ścieżce wzrostu, choć dopiero w 4Q br. spodziewamy się wyraźniejszego wzrostu dynamiki PKB, wspieranego przyspieszeniem inwestycji współfinansowanych ze środków UE.

W tym tygodniu dane o inflacji HICP w strefie euro

W piątek o godz. 11:00 Eurostat opublikuje dane o inflacji HICP w strefie euro w sierpniu. Dzień wcześniej poznamy dane z dużych gospodarek: Hiszpanii (godz. 09:00) i Niemiec (godz. 14:00), które będą weryfikowały konsensus prognoz dla całej strefy euro. Według niego wskaźnik HICP obniży się do 2,2% r/r z 2,6% r/r w lipcu, a bazowy wskaźnik HICP do 2,8% r/r z 2,9% r/r. Z opublikowanych w ub. tygodniu raportów PMI wynika, iż presja inflacyjna w usługach pozostaje podwyższona. Nie sądzimy jednak, aby negatywne informacje o komponencie cen PMI, ani tylko niewielki spadek bazowego wskaźnika HICP, wpłynęły na Radę Prezesów Europejskiego Banku Centralnego, która zapewne we wrześniu drugi raz w cyklu obniży stopy procentowe. Tym bardziej, że przewidywania firm w badaniu PMI są mniej optymistyczne niż w ostatnich miesiącach, a wzrost płac negocjowanych w strefie euro spowolnił w 2Q 2024 do 3,9% r/r z szybkiego wzrostu w 1Q 2024 wynoszącego 4,9% r/r.

Amerykańska Rezerwa Federalna zadowolona z dezinflacji

Również w piątek, poznamy dane za lipiec o deflatorze konsumpcji gospodarstw domowych, który jest preferowaną przez Fed miarą inflacji cen konsumenta w USA. Według konsensusu prognoz indeks PCE wyniósł 2,5% r/r w lipcu, podobnie jak w czerwcu, a bazowy wskaźnik PCE wzrósł przejściowo do 2,7% r/r z 2,6% r/r miesiąc wcześniej. Nie sądzimy, aby dane te wpłynęły na Fed, która na wrześniowym posiedzeniu rozpocznie cykl obniżek stóp procentowych.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2772	0,3%
USD/PLN	3,8251	-1,0%
CHF/PLN	4,5197	1,1%
EUR/USD	1,1182	1,3%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,85	-6
5Y	5,04	-6
10Y	5,29	-3

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

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,22	-1
US 10Y	3,78	-9

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	84273,3	-0,7
S&P 500	5634,6	1,4
Nikkei 225	38110,2	1,9

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

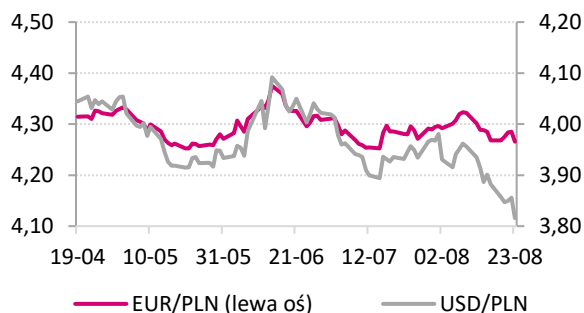
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN		Pozostajemy konsekwentni w oczekiwaniach względnej stabilności notowań EUR/PLN. Mimo podwyższonej zmienności otoczenia (kurs EUR/USD sięgnął ponad rocznego maksimum), uważamy, iż wycena złotego do euro poruszać się będzie w przedziale 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.
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 na fali piątkowego wystąpienia prezesa Fed, tak w dalszej części tygodnia amerykańska waluta powinna odrabiać straty. Na gruncie technicznym dotarcie do okolic 3,80 PLN za USD tj. 3-letniego minimum wyraźnie studzi potencjał do kontynuacji spadków. Tym bardziej, iż wskazania fundamentalne za słabszym dolarem również (krótkoterminowo) uległy, naszym zdaniem, wyczerpaniu.
EUR/USD		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.

Rynek obligacji

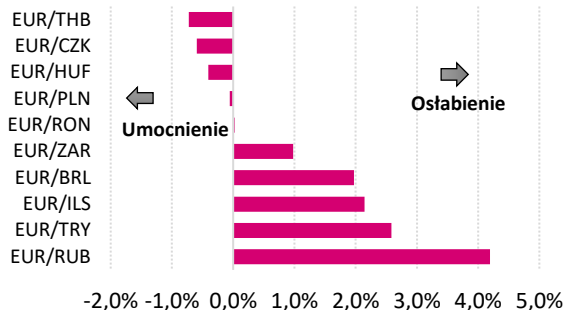
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)		Do pewnego stopnia rynek ograł już czynniki zewnętrzne, tj. perspektywy polityki pieniężnej największych banków centralnych. W najbliższych dniach do głosu dochodzić zaś mogą aspekty krajowe jako główne determinanty zmian wyceny 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. W miesięcznym planie podaży resort finansów informował, że na przetargu sprzeda papiery serii OK0426, PS0729, WZ0330, DS1034 i IZ0836 a odkupowane będą serie PS1024, PS0425, WZ0525 i DS0725. Podsumowując uważamy, iż przed nami okres podbicia zmienności krajowego długu i próbą kontynuacji wzrostów dochodowości wbrew nastrojom rynków bazowych.
10Y DE (%)		Kolejne rozzaczarowujące dane z niemieckiej gospodarki (indeks Ifo) sprzyjać będą utrzymaniu oczekiwań na cięcia stóp procentowych w strefie euro, a tym samym trend spadku dochodowości obligacji państw unii monetarnej.
10Y US (%)		Wystąpienie prezesa Fed było okazją do ugruntowania rynkowych oczekiwań co do bliskiego początku cyklu cięć stóp procentowych. W efekcie dochodowość obligacji amerykańskich nieznacznie spadła i trend ten może być kontynuowany w niewielkim stopniu w najbliższych dniach. Weryfikatorem tych nastrojów będą piątkowe dane o inflacji PCE w amerykańskiej gospodarce.

Wykresy rynkowe

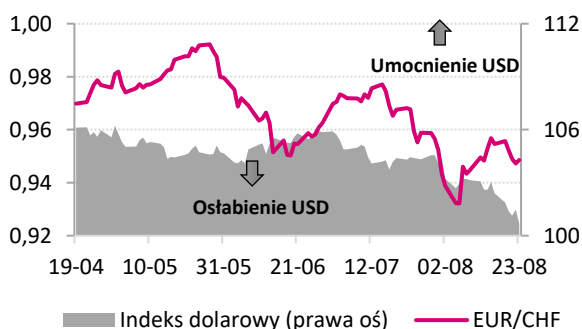
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



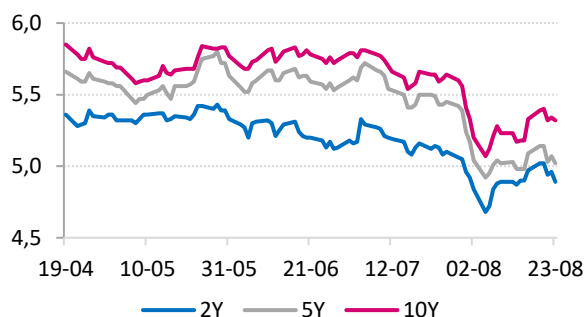
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



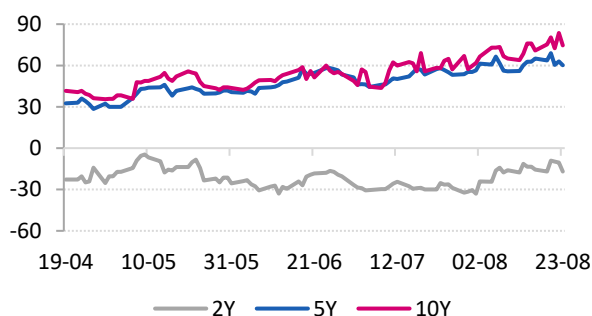
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



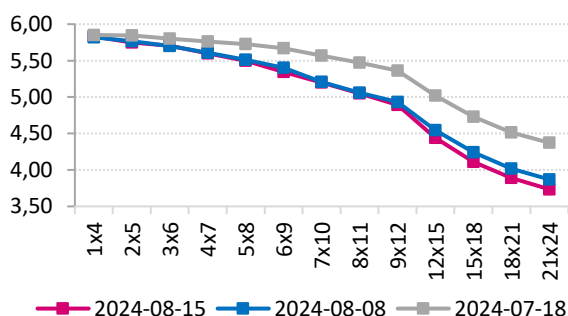
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



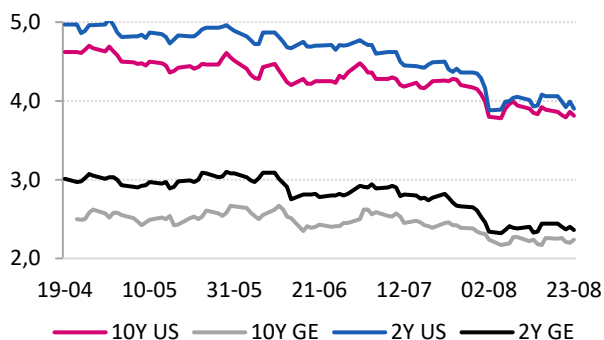
Krajowe stawki asset swap [%]



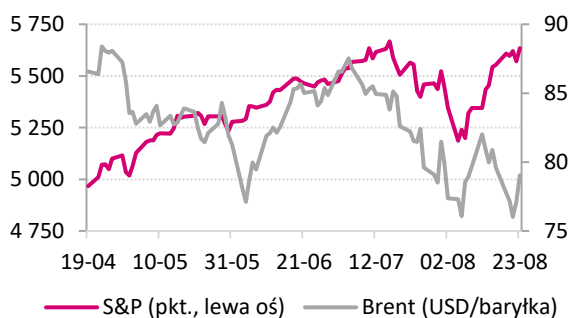
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 26 sierpnia					
10:00 Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Sierpień	87.0	86.5	
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Lipiec	4.9%	4.9%	4.9%
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m, wst.	USA	Lipiec	-6.7%	3.3%	
Wtorek 27 sierpnia					
08:00 PKB kw/kw, fin.	Niemcy	2Q	0.2%	-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					
Przetarg zamiany obligacji	Polska	Sierpień			
Prezentacja założeń do budżetu centralnego na 2025 rok*	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	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 02 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	

* według najnowszych zapowiedzi przedstawicieli rządu

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	3.2	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 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.