

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

8 lipca 2024

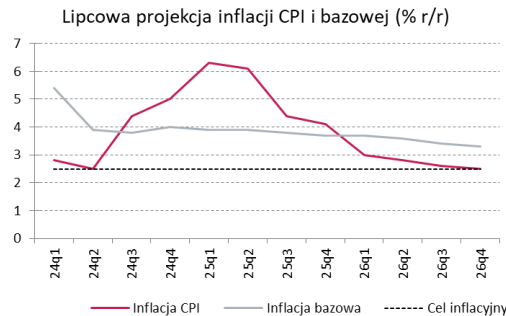
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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: Narodowy Bank Polski, Bank Millennium

Mimo, iż naszym zdaniem zaprezentowana w ub. tygodniu projekcja makroekonomiczna nie uzasadnia zmiany narracji przez A.Głapińskiego, to fakt, iż prezes NBP widzi możliwość cięcia stóp procentowych dopiero w 2026 roku wywołał zmiany na krajowym rynku finansowym. Uważamy, że o ile wzrost rentowności jest jedynie przejściowy, zwłaszcza na długim końcu, tak złotemu może pomóc w utrzymywaniu się poniżej poziomu 4,30.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Już jest po wyborach we Francji, ale polityka tego kraju nie znika z obrazka

W tym tygodniu rynki finansowe, w tym nasz lokalny, najpewniej będą podlegać wpływowi wydarzeń z otoczenia polskiej gospodarki. W niedzielę we Francji odbyła się druga tura wyborów do Zgromadzenia Narodowego, której wynik okazał się niespodzianką. Zwycięzcą okazał się sojusz partii lewicowych, który, według wstępnych wyników, ma wprowadzić do Zgromadzenia 188 osób. Drugie miejsce zajęła partia założona przez obecnie urzędującego prezydenta E.Macrona (161 mandatów), a dopiero trzeci wynik uzyskał nacjonalistyczny Front Narodowy (141 mandatów). Jest to niespodzianka, gdyż ugrupowanie to wyraźnie wygrało I turę wyborów. Ewentualne zwycięstwo tej partii były postrzegane jako czynnik ryzyka dla globalnej polityki i gospodarki. Pomimo ostatecznego zwycięstwa lewicy niepewność co do kształtu francuskiej polityki utrzymuje się, gdyż żadna z partii nie uzyskała samodzielnej większości i ugrupowania z najlepszymi wynikami nie budowały wcześniej między sobą układów koalicyjnych. Tym samym, rynki będą analizować proces wyłaniania się większości dla zbudowania rządu oraz planów politycznych. Nadal jednak nie jest jasne, czy uda się zbudować większość w Zgromadzeniu, a jeśli tak to na jakich warunkach i jak długo proces ten potrwa. Scenariuszy dla kształtu francuskiej polityki jest wiele, w tym możliwość pozostawienia składu obecnego rządu lub stworzenia tzw. rządu technokratów.

W kalendarzu kluczowa amerykańska inflacja i wystąpienia szefa Fed w Kongresie

W ub. tygodniu byliśmy świadkami istotnych wydarzeń istotnych dla polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. Przewodniczący Fed podczas wystąpienia na forum bankowości centralnej w Sincrze wypowiedział się w łagodniejszym tonie niż po posiedzeniu 12 czerwca. J.Powell m.in. ocenił, że w cenach powrócił trend dezinflacji, jednak Fed musi być bardziej pewny, że inflacja zbiegnie do celu inflacyjnego (2,0% r/r). Co więcej, indeks ISM dla usług, największego sektora amerykańskiej gospodarki po raz drugi w ostatnich 3 miesiącach spadł poniżej neutralnego poziomu 50 pkt. Trend obniżającej się temperatury na rynku pracy potwierdziły natomiast w piątek dane o liczbie etatów, dynamice płac i stopie bezrobocia. W konsekwencji rynki finansowe w wycenie instrumentów finansowych zwiększyły ocenę prawdopodobieństwa (do 72,2% z 59,8% na początku ub. tygodnia), że do pierwszej obniżki stóp proc. dojdzie we wrześniu br. Ten tydzień będzie weryfikował rynkowe oczekiwania. Na wtorek i środę zaplanowane są wystąpienia przewodniczącego J.Powella, który co pół roku składa w Kongresie sprawozdanie z polityki pieniężnej. Zapewne powtórzy on retorykę z ub. tygodnia wskazując, że inflacja jest na drodze do celu, choć potrzeba czasu by być jeszcze bardziej o tym przekonany. Natomiast w czwartek o godz. 14:30 poznamy wyliczenie za czerwiec inflacji CPI w USA, która według konsensusu prognoz ma obniżyć się do 3,1% r/r z 3,3% r/r w maju. W przypadku wskaźnika bazowego (CPI bez żywności i energii) oczekuje się stabilizacji na 3,4% r/r. Realizacja tych oczekiwań oraz utrzymanie narracji przez J.Powella wspierałaby scenariusz pierwszego cięcia stóp proc. we wrześniu.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2751	-0,6%
USD/PLN	3,9453	-1,6%
CHF/PLN	4,4047	-1,9%
EUR/USD	1,0837	1,0%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,83	-1
WIBOR 3M	5,85	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,27	10
5Y	5,73	15
10Y	5,83	12

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,63	23
5Y	5,27	25
10Y	5,32	17

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,55	12
US 10Y	4,30	4




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	87562,5	-0,9
S&P 500	5567,2	1,5
Nikkei 225	40780,7	2,9

Źródło: LSEG Data & Analytics




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

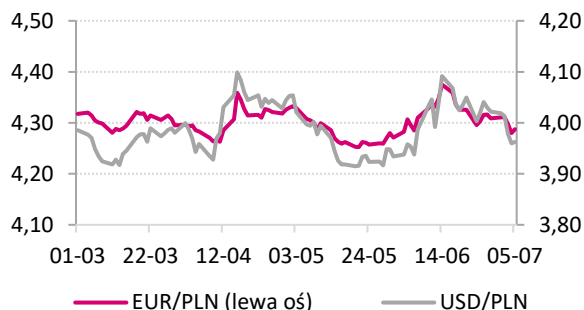
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Złoty z impetem wszedł w lipiec notując serię czterech z rzędu sesji umocnienia w relacji do euro. W rezultacie kurs EUR/PLN przesunął się poniżej poziomu 4,28. Naszym zdaniem, ruch aprecjacyjny polskiej waluty jest dość trwały, gdyż stoi za nim zmiana narracji prezesa Narodowego Banku Polskiego. Przypomnijmy, że w ubiegłym tygodniu A. Glapiński dość nieoczekiwanie wydłużył horyzont stabilnych stóp procentowych w Polsce do 2026 r., czym m.in. wsparł złotego. W rezultacie - na gruncie analizy technicznej - kurs EUR/PLN zakotwiczyć się powinien w przedziale 4,2648 - 4,3113. Naszym zdaniem w tym tygodniu nie powinniśmy być świadkami większej zmienności. Jej źródłami w najbliższych dniach okazać się mogą przede wszystkim wydarzenia ze Stanów Zjednoczonych, tj. wystąpienie J.Powella i publikacja danych inflacyjnych. Jak jednak wspomnieliśmy, potencjał do zmian wyceny złotego z tego tytułu powinien pozostawać ograniczony. W perspektywie lipca kluczowe dla złotego będą kierunki zmian eurodolara. Póki co jednak kurs EUR/PLN powrócił po przecenie wywołanej nerwowością dotyczącą m.in. francuskiej polityki do przedziału wahań znanego chociażby z marca, czy kwietnia. Dość dobrze widać, iż kurs EUR/PLN „dobrze” czuje się wokół poziomu 4,30. W naszej ocenie nie poznamy w najbliższych czasie informacji mogących wyraźnie odchyłać notowania od wskazanego poziomu.
USD/PLN 	Kurs USD/PLN dość zgrabnie rozpoczął drugie półrocze bez większych problemów schodząc poniżej poziomu 4,00. Jest to reakcja na 1) osłabienie dolara na rynkach globalnych pod wpływem słabszych danych z USA oraz 2) umocnienie złotego wsparte wypowiedziami prezesa Narodowego Banku Polskiego. W naszej ocenie celem - zwłaszcza w przypadku choćby nieco łagodniejszego tonu prezesa Fed w tym tygodniu, czy obniżania się dynamiki inflacji w USA - będzie poziom 3,9108. Jest to niezwykle silny opór na gruncie technicznym, który od końca 2023 roku jest nieskutecznie testowany. Naszym zdaniem w najbliższych dniach kurs USD/PLN może obniżyć się do wspomnianej bariery, jednak jej nie przekroczy.
EUR/USD 	Najdrobniejsze sygnały słabnięcia amerykańskiej gospodarki (rozczarowujący odczyt indeksu ISM w usługach, czy raport z rynku pracy) wykorzystywane są do budowania oczekiwań na wrzesień jako miesiąc, gdy Fed rozpocznie cykl cięć stóp procentowych. Rynkową reakcją jest m.in. osłabienie dolara. Od końca czerwca do dziś kurs EUR/USD przesunął się o około 1,5 centa. W tym tygodniu potencjalnie nie zabraknie impulsów mogących nasilać te trendy. Wiele zależeć będzie od wystąpienia prezesa amerykańskiej Rezerwy Federalnej przed Kongresem USA (wtorek i środa) a także danych o inflacji CPI ze Stanów Zjednoczonych (czwartek). Oba te wydarzenia interpretowane będą w kontekście perspektyw polityki monetarnej Fed. Pod kątem analizy technicznej eurodolar dysponuje potencjałem do zwwyżki, choć jest on dość ograniczony przez okolice 1,0880, a więc wygasa pół centa od bieżących poziomów. Dla euro wciąż ryzykiem pozostaje niepewność towarzysząca kształtowi francuskiej sceny politycznej po wyborach parlamentarnych. Scenariusz, którego najbardziej obawiał się rynek, tj. zwycięstwa nacjonalistycznej partii prawicowej nie zmaterializował się. O ile wciąż może dojść do niespodzianek w procesie formowania nowego rządu, o tyle jest mało prawdopodobne, aby okazały się one być na tyle wywrotowe, by zmieniały nastawienie inwestorów do wspólnej waluty.

Rynek obligacji

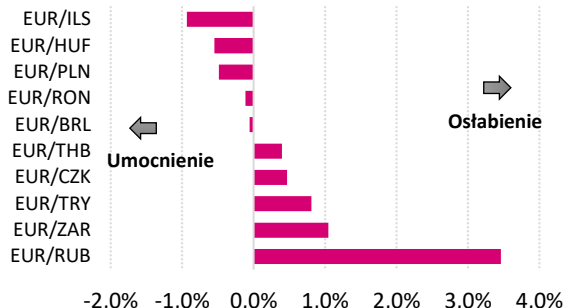
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Zgodnie z naszymi wskazaniami z ubiegłego tygodnia dochodowość polskiej 10-latki obniżyła się w ostatnich dniach i to pomimo niespodziewanego zjastrznięcia narracji przez prezesa Narodowego Banku Polskiego podczas konferencji podsumowującej lipcowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Tak jak sugerowaliśmy kluczowe dla polskiego długu pozostają trendy globalne, a tu rynek coraz mocniej utożsamia się z wrześniem jako miesiącem premierowego w nowym cyklu cięcia stóp procentowych w USA i kolejnej obniżki kosztu pieniądza w strefie euro. Tym samym obniżyła się dochodowość Bunda, czy amerykańskiej 10-latki a w ślad za nim i polskiej. Wciąż jednak relatywnie wysoko jak na ostatnie tygodnie utrzymują się notowania stawek asset swap, choć i tu nie oczekujemy, by w lipcu miały się one dalej poruszać w trendzie wzrostowym. Generalnie jednak będzie to kwestia, która będzie naszym zdaniem ograniczać potencjał do spadku dochodowości płynącego z rynków bazowych.
10Y DE (%) 	Tak jak zakładaliśmy dochodowości 10-letniego długu Niemiec zniżkowała w ubiegłym tygodniu, co utożsamiamy z przewidywaniami dotyczącymi kolejnych obniżek stóp procentowych. Naszym zdaniem taki trend utrzyma się także w najbliższych dniach, choć napędzany będzie prawdopodobnie sygnałami ze Stanów Zjednoczonych a nie niemieckiej gospodarki. Liczymy, że kolejne sygnały np. po stronie inflacji z USA dadzą przestrzeń także długowi skarbowemu Niemiec do zniżki dochodowości.
10Y US (%) 	Amerykański dług będzie w tym tygodniu wrażliwy na dwa wydarzenia: 1) wystąpienie prezesa Fed przed Kongresem USA oraz 2) danych inflacyjnych z amerykańskiej gospodarki. Stawiamy, iż nawet najmniejsze sygnały złagodzenia narracji, czy spadku inflacji wspierac będą trend zniżki dochodowości i cementowania oczekiwań na wrzesień jako miesiąc premierowej obniżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych.

Wykresy rynkowe

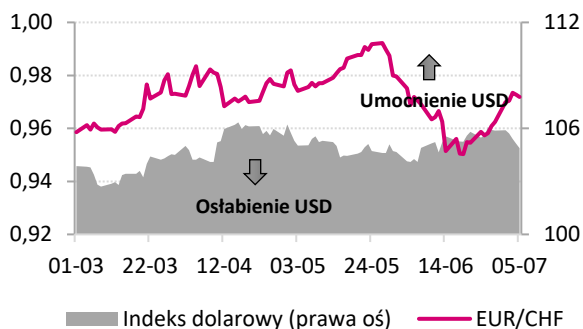
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



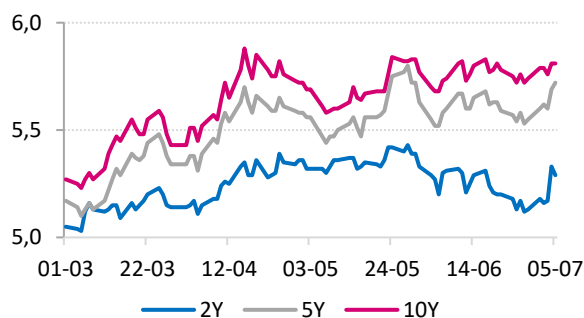
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



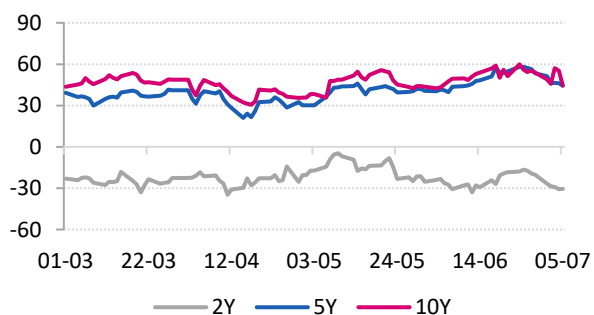
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



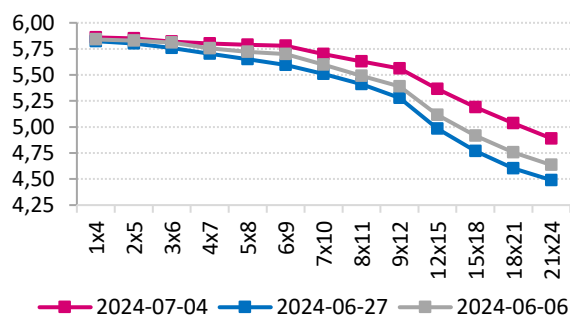
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



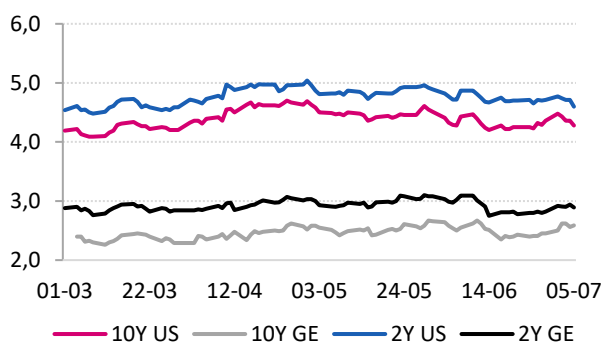
Krajowe stawki asset swap [%]



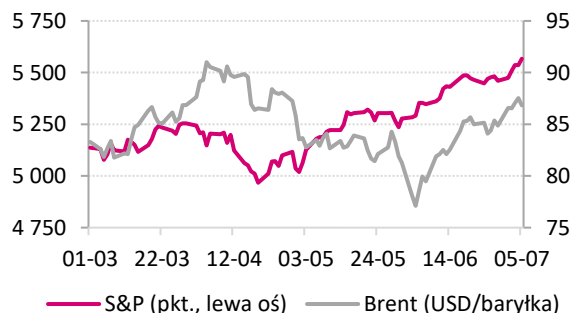
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 08 lipca					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Lipiec	0.3	0.1	
Wtorek 09 lipca					
16:00 Wystąpienie prezesa Fed	USA	Lipiec			
Środa 10 lipca					
09:00 Inflacja CPI r/r	Czechy	Czerwiec	2.6%	2.5%	
14:00 Protokół z posiedzenia banku centralnego	Węgry	Czerwiec			
16:00 Wystąpienie prezesa Fed	USA	Lipiec			
Czwartek 11 lipca					
08:00 Inflacja CPI r/r	Niemcy	Czerwiec	2.4%	2.2%	
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Czerwiec	3.3%	3.1%	
14:30 Inflacja bazowa r/r	USA	Czerwiec	3.4%	3.4%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	05 lipca	238k	239k	
Piątek 12 lipca					
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Czerwiec	2.3%	2.5%	
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan wst.	USA	Lipiec	68.2	68.5	
Poniedziałek 15 lipca					
04:00 PKB r/r	Chiny	2Q	5.3%		
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Czerwiec	5.6%		
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Czerwiec	3.7%		
10:00 Inflacja CPI r/r	Polska	Czerwiec	2.5%	2.6%	
14:00 Saldo rachunku bieżącego EUR	Polska	Maj	-241m		
18:00 Wystąpienie prezesa Fed	USA	Lipiec			

Dane i prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
PKB	% r/r	6.9	5.3	0.2	3.1	-0.3	-0.6	0.5	1.0	1.9	3.0	3.1	3.4
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.8	5.2	5.1	5.1	5.4	5.0	5.0	5.1	5.3	5.0	4.9	5.1
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	5.1	14.4	11.4	4.1	17.0	13.1	9.7	6.4	2.8	2.5	4.8	5.4
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	70.8	98.7	82.0	81.4	82.1	77.7	85.6	82.7	81.5	84.8	81.0	79.4
Stopa referencyjna	%, k.o.	1.75	6.75	5.75	5.75	6.75	6.75	6.00	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75
WIBOR 1M	%, k.o.	2.23	6.93	5.80	5.80	6.84	6.86	6.04	5.80	5.82	5.84	5.75	5.75
WIBOR 3M	%, k.o.	2.54	7.02	5.88	5.76	6.89	6.90	5.77	5.88	5.88	5.85	5.81	5.76
WIBOR 6M	%, k.o.	2.84	7.14	5.82	5.70	6.95	6.95	5.63	5.82	5.86	5.86	5.86	5.70
EUR/PLN	k.o.	4.60	4.69	4.35	4.27	4.68	4.45	4.64	4.35	4.30	4.31	4.29	4.27
USD/PLN	k.o.	4.06	4.40	3.94	3.79	4.29	4.11	4.37	3.94	3.99	4.03	3.89	3.79
EUR/USD	k.o.	1.14	1.07	1.10	1.13	1.09	1.09	1.06	1.10	1.08	1.07	1.10	1.13
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0.57	2.13	3.91	3.13	3.04	3.58	3.95	3.91	3.89	3.71	3.42	3.13
SOFR 3M (następca LIBOR 3M USD od 07.2023)	%, k.o.	0.21	4.77	5.59	5.26	5.19	5.55	5.66	5.59	5.59	5.59	5.30	5.26

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium, śr.o. - średnio w okresie, k.o. - na koniec okresu
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.