

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

5 sierpnia 2024

z
o
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński

Ekonomista

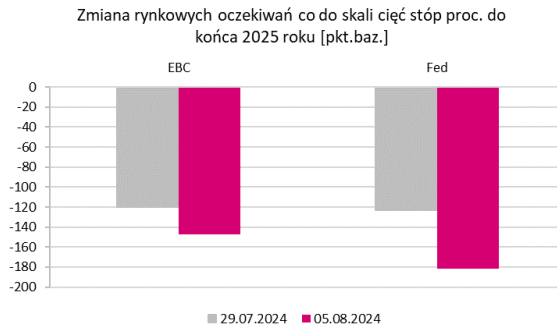
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond, LSEG, Bank Millennium

W zaledwie tydzień rynek agresywnie nasilił oczekiwania co do skali cięć stóp procentowych EBC i Fed zarówno w krótkim jak i średnim horyzoncie. Efektem są dynamiczne przetasowania globalnych aktywów - przede wszystkim obligacji i akcji - niejednokrotnie przybierająca rozmiary paniki. W tym tygodniu trudno będzie o uspokojenie w obliczu skromnego kalendarza danych.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Niemiecki przemysł nie może wyciągnąć się z recesji

W tym tygodniu uwaga ekonomistów może zwrócić się na dane z niemieckiego przemysłu. We wtorek rano poznamy dane o nowych zamówieniach w czerwcu, a w środę odczyt produkcji sprzedanej. W przypadku obu zmiennych spodziewana jest poprawa względem poprzedniego miesiąca. Według konsensusu rynkowego zamówienia w przemyśle wzrosną w czerwcu o 1,0% m/m po spadku o 1,6% m/m w maju. W podobnej skali powinna wzrosnąć także produkcja przemysłowa, po tym jak spadła o 2,5% m/m w maju. Kondycja niemieckiej gospodarki, naszego głównego partnera handlowego, pozostaje słaba. Gdy wydawało się, że w 2Q 2024 niemiecki przemysł może powoli wychodzić z dołka wywołanego słabym popytem wewnętrznym, jak i zagranicą oraz czynnikami strukturalnymi związanymi ze źródłem nośników energii (odejście od rosyjskiego gazu), to dane PMI za czerwiec i lipiec nie napawają optymizmem. W lipcu wskaźnik PMI dla przemysłu spadł do 43,2 pkt wskazując na nadal głęboką recesję. O wyraźną poprawę kondycji niemieckiego przemysłu w II poł. roku może być trudno zważywszy na wysokie stopy procentowe u najważniejszych partnerów handlowych, odbijające ceny frachtu, a także utrzymujące się przekierowanie strumienia dochodów konsumentów w kierunku usług. Słabe perspektywy niemieckiego przemysłu przekładają się także na polski przemysł.

Chiński eksport nadal niezły?

W środę nad ranem poznamy dane o eksporcie i imporcie Chin w lipcu. Według konsensusu prognoz eksport wzrosnąć ma o 10,4% r/r wobec 8,6% r/r w czerwcu. Import powinien rosnąć w znacznie wolniejszym tempie 3,3% r/r, po spadku o 2,3% r/r. Dane za czerwiec pokazywały słaby popyt wewnętrzny, a istotnym wsparciem chińskiej gospodarki pozostaje popyt zagraniczny. Dane za lipiec o eksporcie pokażą zatem czy tendencja nadal utrzymuje się. Rosną bowiem ryzyka dla popytu na chińskie towary. Dotyczą one kondycji gospodarki amerykańskiej, gdzie wysokie stopy procentowe coraz mocniej wpływają na niższą temperaturę rynku pracy. Czynnikiem hamującym eksport zapewne są także nowe amerykańskie taryfy, które mogą zostać rozbudowane, gdy fotel obejmie nowy prezydent w USA. Dane za lipiec raczej nie powinny rzutować na perspektywy globalnego handlu, mogą jednak stanowić element dokładający się do zestawu negatywnych czynników ryzyka dla kondycji drugiej największej gospodarki na świecie.

Kolejne dane z USA

Po starszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy nasiliły się oczekiwania co do skali i tempa obniżek stóp przez Fed. W tym tygodniu nie będzie wiele publikacji danych z USA, jednak podane dziś dane o indeksie IMS w amerykańskim sektorze usług, czy też liczba nowozarejestrowanych bezrobotnych (publikacja w czwartek) mogą silniej niż zwykle wpłynąć na nastroje rynkowe. Pozwolą one bowiem ocenić kondycję sektora usług, szczególnie w kontekście rynku pracy i presji inflacyjnej. Stabsze od oczekiwań dane ugruntują oczekiwania na szybsze i bardziej zdecydowane działania Fed. Natomiast zgodne z oczekiwaniami dane mogą ostudzić temperaturę rynku i zmniejszyć obawy o recesję w USA.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3110	0,5%
USD/PLN	3,9392	-0,7%
CHF/PLN	4,6404	3,7%
EUR/USD	1,0943	1,2%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,74	-30
5Y	4,97	-45
10Y	5,14	-46

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,97	-39
5Y	4,36	-54
10Y	4,40	-58

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,12	-24
US 10Y	3,75	-43




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	78250,8	-7,0
S&P 500	5346,6	-2,1
Nikkei 225	35909,7	-6,7

Źródło: LSEG Data & Analytics




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

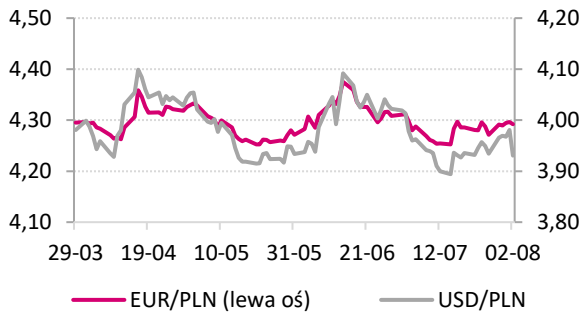
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Sierpień przyniósł wyraźny odwrót od bardziej ryzykownych aktywów. Przede wszystkim jest to widoczne na rynku akcyjnym, ale w naszej ocenie stopniowo przefiltrowywać się będzie to także na rynek walutowy, w tym notowania złotego. Premiowanie tzw. bezpiecznych aktywów zaprowadzi naszym zdaniem kurs EUR/PLN powyżej poziomu 4,30. W tym tygodniu uważamy, iż notowania przesuwają się będą w okolice 4,33 ze sporym ryzykiem jego przekroczenia i ruchu do 4,35. Wiele zależy będzie globalnego sentymentu inwestycyjnego. Trudno będzie jednak go istotnie odmienić w stosunku do poprzedniego tygodnia w obliczu wyjątkowo uboższego kalendarium danych makroekonomicznych tego tygodnia. Póki co nastroje rynkowe pozostają niesprzyjające złotemu i pozostałym walutom regionu Europy Środkowo-Wschodniej.
USD/PLN 	Oczekiwane osłabienie złotego sprawi, że kurs USD/PLN powinien zwyżkować w nadchodzących dniach. Pytaniem otwartym pozostanie natomiast kierunek zmian notowań eurodolara a więc drugiej składowej odpowiadającej za ruchy pary USD/PLN. O ile inwestorzy przekierowują obecnie kapitał w stronę tzw. bezpiecznych aktywów, do których zaliczamy dolara, o tyle wzrost awersji do ryzyka motywowany jest właśnie potencjalnymi kłopotami gospodarki USA. Z tego powodu dolar niekoniecznie musi zyskiwać na wartości. W efekcie w najbliższych dniach jesteśmy przekonani co do wysokiej zmienności rynku walutowego a mniej do kierunku jaki obiorą notowania USD/PLN. Mimo to naszym zdaniem jako najbardziej prawdopodobny kierunek zmian kursu USD/PLN uznajemy jego wzrost.
EUR/USD 	Inwestorzy po piątkowych danych z rynku pracy USA agresywnie nasilili swoje oczekiwania dotyczące skali tegorocznych cięć stóp procentowych Fed. W efekcie pod presją sprzedających znalazł się dolar. Jednocześnie jednak amerykańską walutę przed przeceną dość skutecznie chronił jej status tzw. walutowej bezpiecznej przystani. Podsumowując, zestawienie dwóch przeciwstawnych czynników zadecydowało o względnej stabilizacji dolara a tym samym pary EUR/USD. Kurs EUR/USD odbił się co prawda od poziomu 1,0820 ale nie przekroczył bariery 1,0950. Obecnie pozostaje w klinczu targany opisywanymi wcześniej czynnikami. W naszej ocenie „ciężar” bycia walutową przystanią przesuwają się obecnie na franka szwajcarskiego oraz japońskiego jena (w szczególności po niedawnej kolejnej podwyżce stóp procentowych w Japonii). W efekcie najbliższe dni mogą przynieść próby nieśmiały zwyżek eurodolara. Sporo zależy może od danych makro z USA w tym tygodniu, które jednak są mocno ograniczone w najbliższych dniach. Nie bez znaczenia będzie także ryzyko geopolityczne towarzyszące napięciu na Bliskim Wschodzie. Potencjalny atak Iranu na Izrael spotęgowalby ucieczkę kapitału w stronę obligacji.

Rynek obligacji

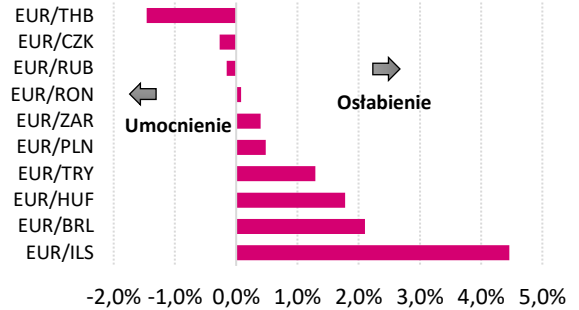
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Dochodowość krajowych obligacji wzdłuż całej krzywej obniżyła się w ostatnich dniach w spektakularny sposób (tygodniowa zmiana o około 40 pkt. baz. w zależności od tenoru). Był to efekt podążania za rynkami bazowymi i jednoczesnego agresywnego nasilenia oczekiwań dotyczących przyszłych ruchów Rady Polityki Pieniężnej. Mimo klarownego przekazu prezesa Narodowego Banku Polskiego w czerwcu o chęci stabilizacji stóp procentowych w kolejnych kwartałach uczestnicy rynku zakładają cięcia kosztu pieniądza w Polsce o około 125 pkt. baz. w perspektywie roku. O ile takie oczekiwania uznajemy za nadmierne o tyle trudno będzie je odmienić w najbliższych tygodniach. Tym bardziej, iż sierpień jest miesiącem bez decyzyjnego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej. Przestrzeń do pogłębiania niżki rentowności jest jednak naszym zdaniem niemal całkowicie wyczerpana w krótkim terminie.
10Y DE (%) 	Rynek jak przez kalkę odbija scenariusze silnych cięć stóp procentowych w najbliższych miesiącach w kolejnych gospodarkach. Dla strefy euro mimo dość ostrożnego podejścia Europejskiego Banku Centralnego do przyszłych ruchów kreśli szybką kontynuację cięć kosztu pieniądza. Mimo, iż pozostajemy co do takiego scenariusza sceptyczni, to trudno go będzie w najbliższych dniach zanegować zważywszy na ubogie kalendarium danych makroekonomicznych. W rezultacie podtrzymanie spadku dochodowości Bunda, choć na mniejszą niż w ostatnich dniach skalę, pozostaje scenariuszem bazowym tego tygodnia.
10Y US (%) 	Dochodowość amerykańskiego długu pozostaje w trendzie spadkowym, który wyraźnie nasilił rozczarowujący raport z tamtejszego rynku pracy. Co prawda jego negatywna wymowa naszym zdaniem nie tłumaczy całości ruchu rynkowego, który uznajemy za przereagowanie, o tyle ciężko będzie odmienić obecnie losy Treasuries. Z jednej strony wsparciem pozostają dane z USA, z drugiej zaś nerwowość towarzysząca sytuacji na Bliskim Wschodzie. W efekcie naszym zdaniem bieżący trend zostanie utrzymany, o ile nie napłyną mniej agresywne w stosunku do bieżących nastrojów komentarze członków Rezerwy Federalnej.

Wykresy rynkowe

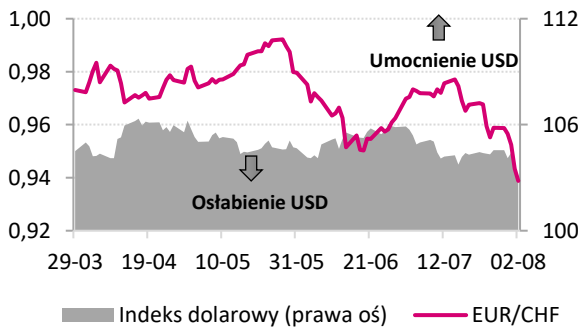
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



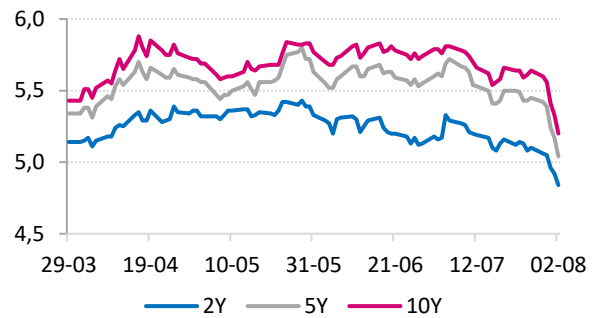
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



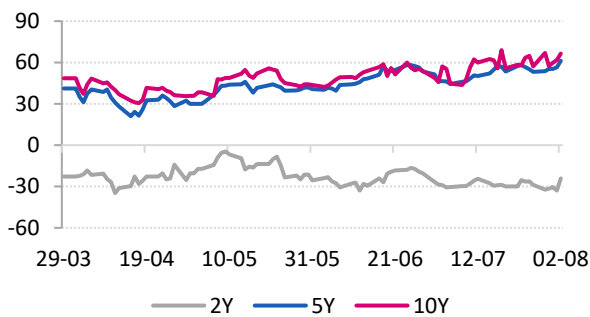
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



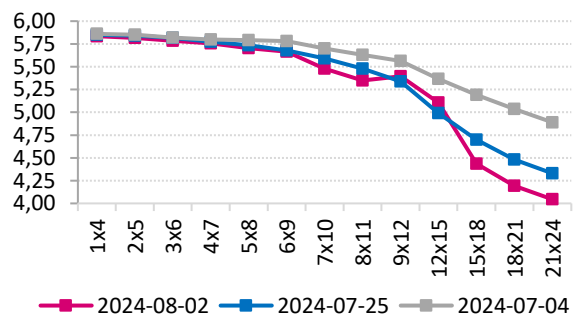
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



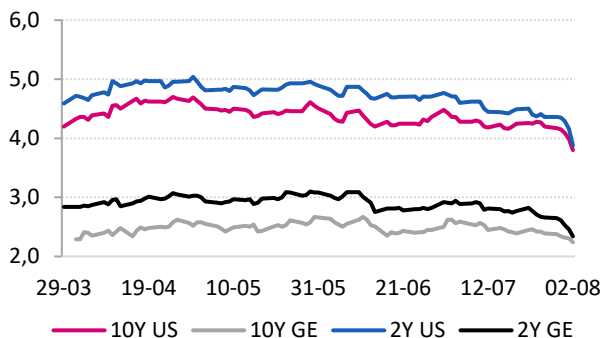
Krajowe stawki asset swap [%]



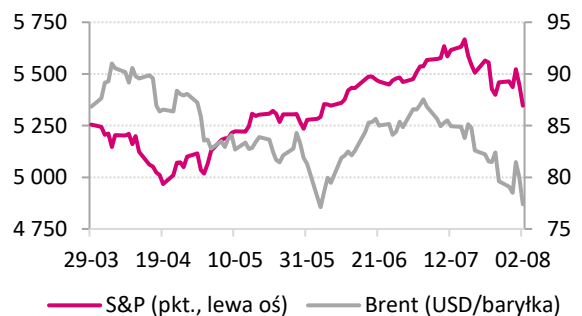
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 05 sierpnia					
09:55 Indeks PMI dla usług fin.	Niemcy	Lipiec	53.1	52	
10:00 Indeks PMI dla usług fin.	EZ	Lipiec	52.8	51.9	
10:30 Indeks Sentix	EZ	Sierpień	-7.3	-7.0	
11:00 Inflacja PPI r/r	EZ	Czerwiec	-0.2%	0.3%	
15:45 Indeks PMI dla usług fin.	USA	Lipiec	55.3	56.0	
16:00 Indeks ISM dla usług	USA	Lipiec	48.8	51.4	
Wtorek 06 sierpnia					
08:00 Zamówienia w przemyśle m/m	Niemcy	Czerwiec	-1.6%	1.0%	
11:00 Sprzedaż detaliczna m/m	EZ	Czerwiec	0.1%	0.1%	
14:30 Bilans handlu zagranicznego (USD)	USA	Czerwiec	-75.1 mld	-73.0 mld	
Środa 07 sierpnia					
08:00 Bilans handlu zagranicznego (USD)	Chiny	Lipiec	99.05 mld	98.0 mld	
08:00 Bilans handlu zagranicznego (EUR)	Niemcy	Lipiec	24.9 mld	23.5 mld	
08:00 Produkcja przemysłowa m/m	Niemcy	Czerwiec	-2.5%	1.0%	
Czwartek 08 sierpnia					
08:30 Inflacja CPI r/r	Węgry	Lipiec	3.7%	4.0%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	24 lipca	249k	250k	
Piątek 09 sierpnia					
03:30 Inflacja CPI r/r	Chiny	Lipiec	0.2%	0.3%	
08:00 Inflacja HICP fin. r/r	Niemcy	Lipiec	0.2%	0.5%	
Poniedziałek 12 sierpnia					
09:00 Inflacja CPI r/r	Czechy	Lipiec	-0.3%		

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 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.