

z
o
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

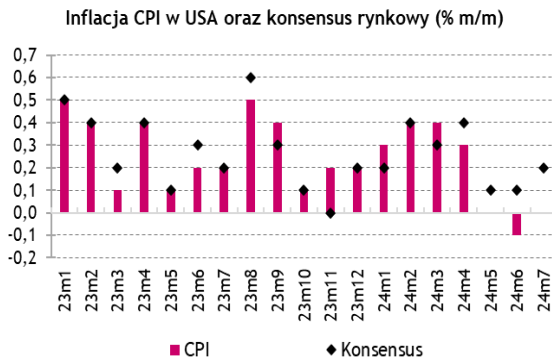
Andrzej Kamiński

Ekonomista
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg

Dane o inflacji CPI z USA będą jednym z ważniejszych danych tego tygodnia. Rynek interpretować je będzie pod kątem kolejnych ruchów Fed. Naszym zdaniem oczekiwana stabilizacja inflacji (w ujęciu r/r) ostudzi nieco agresywne oczekiwania dotyczące cięcia stóp procentowych Fed we wrześniu aż o 50 pkt. baz. Może to stanowić wsparcie dla dolara i czynnik przeceniający dług USA w tym tygodniu.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Czy dane z USA wpłyną na rynkowe oczekiwania co do decyzji Fed we wrześniu

W tym tygodniu warto poświęcić uwagę danym, które napłyną z USA. Ponad tydzień temu rynek agresywnie nasilił oczekiwania co do obniżek stóp Fed, obawiając się recesji w USA. W naszej opinii reakcja ta był zbyt agresywna. W tym kontekście szczególne znaczenie zyskują dane, które będą publikowane w tym tygodniu. We wtorek podany będzie odczyt inflacji PPI za lipiec (spodziewany jest spadek z 0,2% m/m do 0,1% m/m), zaś w środę inflacji CPI (spodziewane jest utrzymanie się poziomu 3,0% r/r). Nieznaczny spadek oczekiwany jest w przypadku bazowych wskaźników CPI i PPI. Wszystkie te dane zobrazują, na ile dezinflacja jest trwała. Ciekawe będą także publikowane w czwartek dane o sprzedaży detalicznej (spodziewany wzrost o 0,3% m/m w lipcu wobec 0,0% w czerwcu) i produkcji przemysłowej (spadek o 0,3% m/m po wzroście o 0,6% m/m w czerwcu). Dane te pozwolą ocenić kondycję gospodarki USA oraz trafnie oszacować prawdopodobieństwo recesji. W tym kontekście istotna będzie także publikowana w piątek wartość Indeksu Uniwersytetu Michigan za sierpień, informująca o nastrojach konsumentów. Publikowany zestaw danych powinien utrwalić oczekiwania na cięcie stóp przez Fed we wrześniu. Rynek podzieloną jest natomiast co do skali cięcia. Dlatego też wyniki znacząco odbiegające od konsensusu mogą powodować wzrost zmienności na rynku i ostudzenie rynkowych oczekiwań. W naszej ocenie bardziej prawdopodobne jest cięcie stóp we wrześniu o 25 pkt. baz.

Wstępny szacunek PKB w Polsce a 2Q 2024

W środę opublikowany zostanie wstępny szacunek wzrostu gospodarczego w 2Q br., który według naszych szacunków przyspieszył do 3,0% r/r z 2,0% r/r w 1Q br. Konsensus oczekiwań rynkowych wynosi 2,7% r/r. GUS nie poda jeszcze szczegółowych danych o strukturze PKB, niemniej na podstawie danych wysokiej częstotliwości oczekujemy, iż jednym z motorów gospodarki pozostaje konsumpcja prywatna. Jej wzrost jest jednak relatywnie niski, biorąc pod uwagę sytuację dochodową gospodarstw domowych. Słabe wyniki produkcji budowlano-montażowej sugerują utrzymanie spadku inwestycji w środki trwałe. W kolejnych kwartałach polska gospodarka utrzyma się na ścieżce wzrostu, choć ze względu na niski wzrost gospodarczy w strefie euro, a w szczególności w Niemczech, odbudowa koniunktury w Polsce przebiegać może nieco słabiej niż pierwotne oczekiwania. Póki co podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB w całym 2024 r. na poziomie 3,1%, jednak ryzyka dla niej skierowane są w dół.

Szczegóły inflacji w lipcu bez wpływu na perspektywy polityki pieniężnej w Polsce

Także w środę GUS opublikuje szczegółowe dane o inflacji CPI w lipcu, która według szybkiego szacunku wzrosła do 4,2% r/r z 2,6% r/r w czerwcu. Głównym czynnikiem odpowiedzialnym za wzrost inflacji było częściowe odmrożenie cen nośników energii. Jak zwykle najciekawsze będą dane o cenach towarów i usług bazowych. W szczególności, inflacji cen usług, która ze względu na wysoką dynamikę kosztów pracy utrzymuje się wyraźnie powyżej celu NBP. Dane o inflacji bazowej GUS opublikuje w piątek, natomiast według naszych szacunków inflacja bazowa przyspieszyła w lipcu do 3,8% r/r z 3,6% r/r w czerwcu. W najbliższych miesiącach wskaźnik CPI będzie stopniowo się zwiększał i na koniec roku nieznacznie przekroczy, w naszej ocenie, 5,0% r/r. Dane te nie zmienią oceny perspektyw polityki pieniężnej. RPP wyraźnie komunikuje brak przestrzeni do obniżek stóp procentowych w warunkach rosnącej inflacji.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3167	0,2%
USD/PLN	3,9531	0,1%
CHF/PLN	4,5530	-2,0%
EUR/USD	1,0922	0,1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,87	4
WIBOR 3M	5,86	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,89	13
5Y	5,06	11
10Y	5,27	14

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,98	1,5
5Y	4,46	11
10Y	4,53	9




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,25	13
US 10Y	3,96	23

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	80596,5	2,1
S&P 500	5344,2	0,0
Nikkei 225	35025,0	-2,5




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

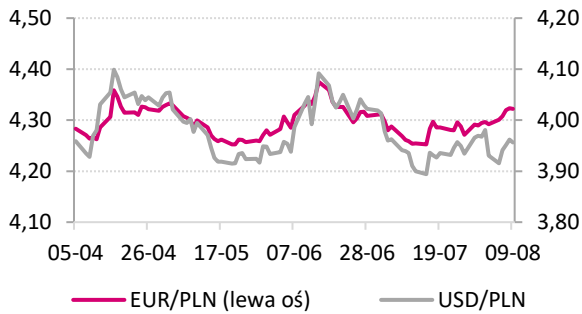
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	W naszej ocenie obraz notowań złotego nie powinien ulec istotnym zmianom w tym tygodniu. Scenariusz, w którym wahania w przedziale 4,30 - 4,33 są dominujące zostanie w naszej ocenie utrzymany. Pierwsza połowa tygodnia jednak powinna przebiegać pod znakiem prób złamania dolnego ograniczenia. W środę natomiast wraz z publikacją najważniejszych danych najbliższych dni tj. odczytu inflacji ze Stanów Zjednoczonych presja sprzedających złotego powinna powrócić. W rezultacie kurs EUR/PLN przesunąć się powinien w kierunku wspomnianego górnego ograniczenia. Zakładamy bowiem, iż utrzymanie inflacji CPI w USA (taki jest konsensus) obok niektórych wciąż ostrożnych wypowiedzi członków Fed ostudzi nieco agresywne oczekiwania rynku zakładające cięcie stóp procentowych na najbliższym posiedzeniu o 50 pkt. baz. Nadal jednak w nieco szerszym układzie oczekiwane przez nas zmiany wyceny polskiej waluty pozostaną dość skromne. Stosunkowo niewielka zmienność będzie zatem cechą przewodnią ruchów kursu EUR/PLN w najbliższych dniach.
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 osłabienia dolara momentem zwrotnym mają szansę stać się dane z USA (inflacja CPI, sprzedaż detaliczna). Na gruncie technicznym brakuje natomiast mocnych wskazań, w którym kierunku podążać mogą notowania USD/PLN w krótkim terminie. Wciąż obowiązującym pozostaje szeroki przedział 3,91 - 4,00.
EUR/USD 	W tym tygodniu wiele w przypadku eurodolara zależeć będzie od danych makroekonomicznych ze Stanów Zjednoczonych. Kluczowym punktem tego tygodnia będzie odczyt inflacji CPI, który - jak zakłada konsensus - przyniesie stabilizację wskaźnika. Naszym zdaniem taki scenariusz nie będzie wspierał dalszego „nakręcania się” oczekiwań co do cięć stóp procentowych w USA we wrześniu. Wręcz przeciwnie dolar może nieco zyskać na wartości uznając, że cięcie o 50 pkt. baz. na najbliższym posiedzeniu FOMC jest zbyt agresywne. Tym bardziej, iż komentarze części członków Rezerwy Federalnej (M. Bowman) pozostają wciąż ostrożne w kwestii szybkiego łagodzenia polityki monetarnej. Interesujące dla rynkowych oczekiwań będą ponadto dane o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej z USA (czwartek), czy indeks uniwersytetu Michigan (piątek). Przypomnijmy, iż ten ostatni obejmuje ponadto oczekiwania inflacyjne w USA. Podsumowując przed nami zdecydowanie dużo bardziej interesujący kalendarz publikacji niż przed tygodniem. Potencjalnie stanowić on może o zmienności amerykańskich aktywów. W naszej ocenie liczyć się należy z możliwym niewielkim złagodzeniem oczekiwań agresywne cięcie kosztu pieniądza w Stanach Zjednoczonych w przyszłym miesiącu, co nieznacznie powinno umacniać dolara, ale i przeceniać tamtejszy dług skarbowy.

Rynek obligacji

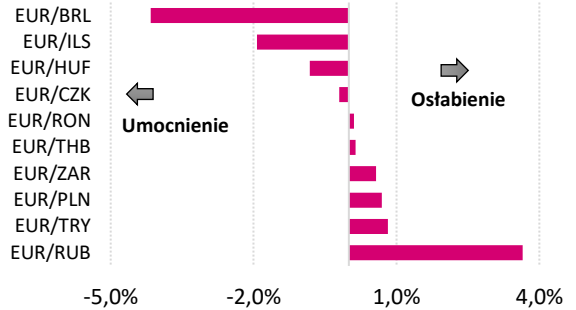
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Naszym zdaniem najbliższe dni na rynku polskich obligacji powinny przynieść utrzymanie niewielkiego trendu wzrostowego dochodowości. Opieramy ją przede wszystkim na braku przesłanek do szybkich cięć stóp procentowych w Polsce, co wycenia rynek. Kontrakty FRA 12x15 wskazują, że zdaniem uczestników rynku w perspektywie roku 3-miesięczna stawka WIBOR obniży się o ponad 100 pkt. baz. Takiego scenariusza nie wskazuje obecnie właściwie żaden przedstawiciel Rady Polityki Pieniężnej. Co więcej wkrótce (we wrześniu) poznamy szczegóły przyszłorocznego budżetu, które - z uwagi na prawdopodobnie wysokie potrzeby pożyczkowe - powinny wspierać wyższą stawkę <i>asset swap</i> tj. jednego z komponentów „budujących” rentowność obligacji. Na rynkach bazowych również liczy na stopniowe zmniejszanie oczekiwań co do tegorocznych cięć stóp procentowych np. w USA (obecnie inwestorzy zakładają obniżkę o 100 pkt. baz. w 2024 roku).
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. Pozostajemy co do takiego scenariusza sceptyczni i w tym tygodniu liczymy, że rynek ostudzi nieco swoje oczekiwania.
10Y US (%) 	Rozbudowany zestaw danych makroekonomicznych ze Stanów Zjednoczonych najbliższych dni ma w naszej ocenie szansę schłodzić rozgrzane oczekiwania co do skali cięć stóp procentowych Fed we wrześniu, jak i w całym roku. Efektem będzie niewielka wyższa dochodowości obligacji wzdłuż całej krzywej, choć z koncentracją przede wszystkim na jej krótkim - najbardziej wrażliwym na potencjalne zmiany stóp procentowych - końcu. Sporo zależeć będzie także od potencjalnych wypowiedzi przedstawicieli członków Rezerwy Federalnej. Tym bardziej, iż część członków Fed sygnalizuje ostrożne podejście do szybkiego początku cyklu łagodzenia monetarnej.

Wykresy rynkowe

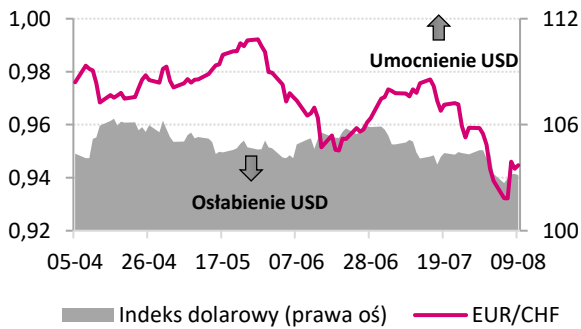
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



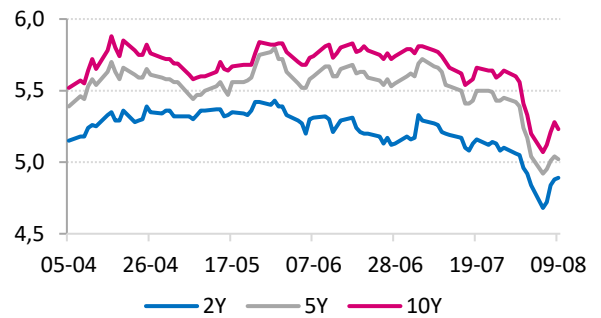
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



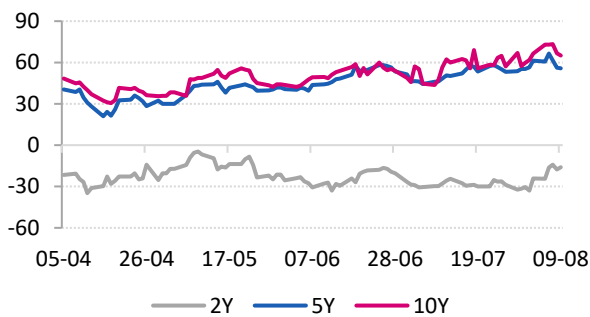
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



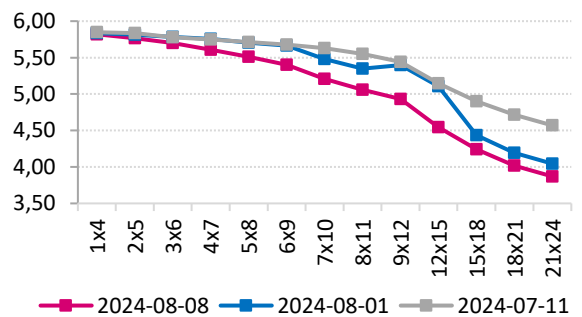
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



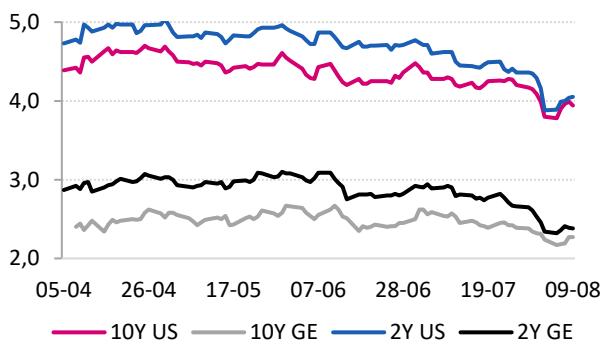
Krajowe stawki asset swap [%]



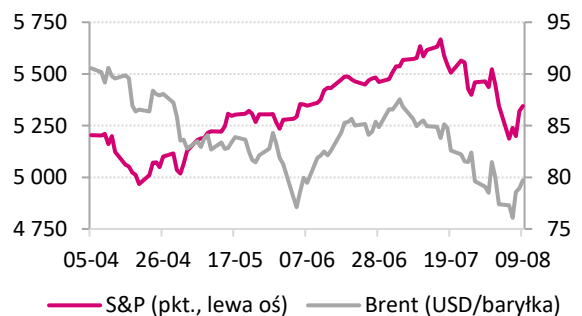
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 12 sierpnia					
09:00 Inflacja CPI r/r	Czechy	Lipiec	2.0%	2.0%	
Wtorek 13 sierpnia					
11:00 Indeks instytutu ZEW	Niemcy	Sierpień	41.8	31.0	
14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR)	Polska	Czerwiec	-63 mln	1900 mln	
14:30 Inflacja PPI m/m	USA	Lipiec	0.2%	0.1%	
Środa 14 sierpnia					
10:00 PKB n.s.a. r/r wst.	Polska	2Q	2.0%	2.8%	3.0%
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Lipiec	2.6%	4.2%	4.2%
11:00 PKB s. a. r/r rew.	EZ	2Q	0.4%	0.6%	
11:00 Produkcja przemysłowa s.a. m/m	EZ	Lipiec	-0.6%	0.7%	
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Lipiec	3.0%	3.0%	
Czwartek 15 sierpnia					
Dzień wolny od pracy	Polska				
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Lipiec	2.0%	2.5%	
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Lipiec	5.3%	5.4%	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Lipiec	0.0%	0.3%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	31 lipca	233 tys.	232 tys.	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Lipiec	0.6%	0.3%	
Piątek 16 sierpnia					
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Lipiec	3.6%	3.8%	
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Lipiec	1454 tys.	1445 tys.	
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan wst.	USA	Sierpień	66.4	66.7	
Poniedziałek 19 sierpnia					

Brak istotnych publikacji

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.