

Makro i Rynek

Tempo i skala cięć stóp procentowych
dylematem banków centralnych

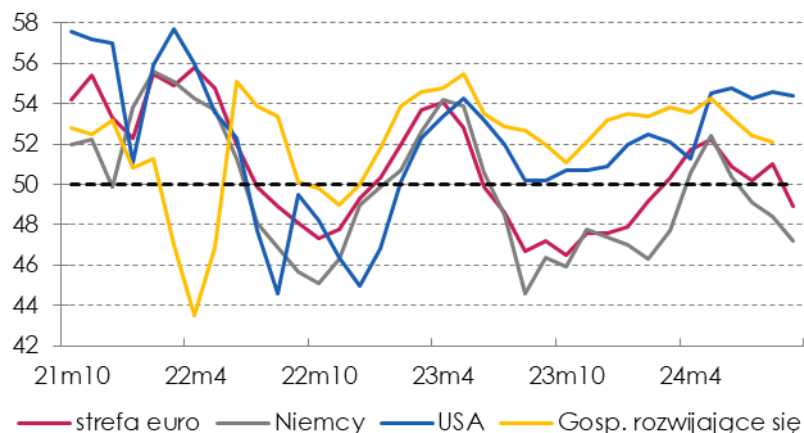
Bank Millennium
Biuro Analiz Makroekonomicznych

październik 2024

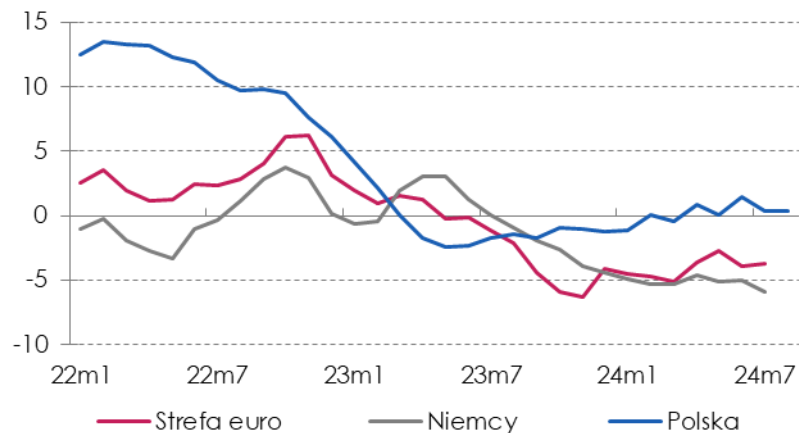
Millennium
bank

Gospodarka globalna – Ożywienie gospodarcze na świecie z początku roku wytraciło w ostatnich miesiącach tempo...

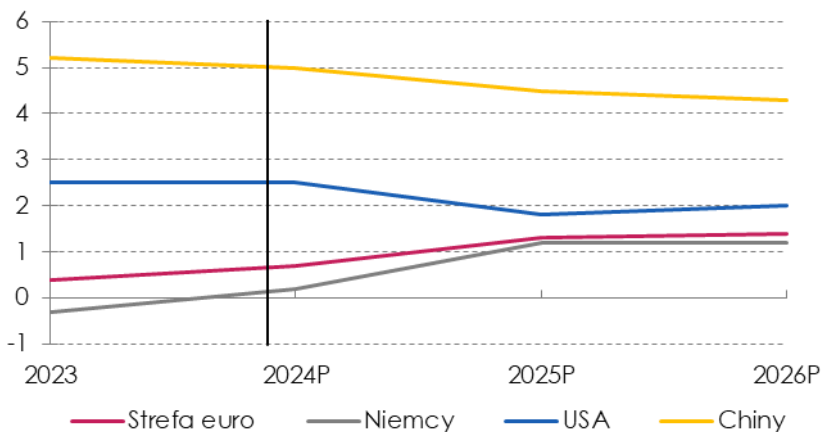
Złożony indeks PMI (pkt)



Produkcja w przemyśle (% r/r)



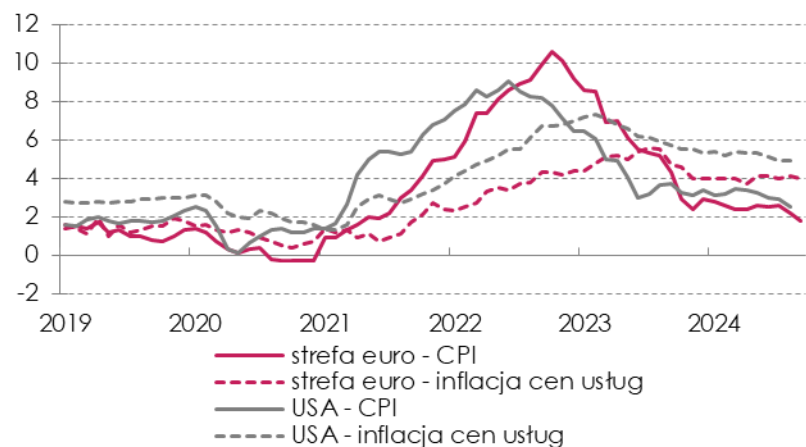
Konsensus prognoz PKB wg ankiety LSEG (%)



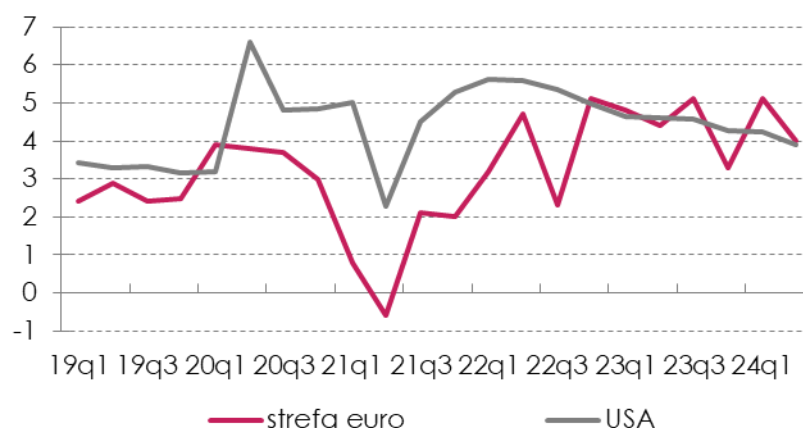
- **Po 1Q 2024 w strefie euro, gdy PKB wzrósł w lepszym od oczekiwań tempie, kolejne miesiące przyniosły wolniejszy wzrost**, zwłaszcza w sektorze usług. Przemysł natomiast niezmiennie znajdował się w głębokiej recesji. W szczególności gospodarka niemiecka zaskoczyła negatywnie, w przeciwieństwie do amerykańskiej. Niemniej słabsze dane z rynku pracy USA zwiększyły ryzyko dla scenariusza miękkiego lądowania. Również Chiny po niezłym 1Q 2024 spowolniły, a tamtejszy rząd ogłosił stymulus dla gospodarki.
- Międzynarodowy Fundusz Walutowy utrzymał w lipcu prognozę wzrostu globalnego PKB w 2024 r. wynoszącą 3,2% i podniósł do 3,3% prognozę na 2025 r. Również scenariusz miękkiego lądowania amerykańskiej gospodarki pozostaje aktualny. MFW oczekuje, że po dobrym wzroście w 2024 r. wynoszącym 2,6% spowolni do 1,9% w 2025 r. Według konsensusu prognoz wzrost PKB w strefie euro miał wynieść 0,8% w 2024 r. i 1,3% w 2025 r., choć ostatnie dane (PMI, Ifo) pokazują, że może być on niższy. W szczególności ponury obraz rysuje się dla Niemiec. Bundesbank poinformował we wrześniu br., że Niemcy rok 2024 zakończą stagnacją lub spadkiem PKB. M.in. z tego powodu sądzimy, że **otoczenie zewnętrzne będzie miało nieco mniej korzystny wpływ na koniunkturę w Polsce w latach 2024-2025 niż zakładaliśmy w poprzednich kwartałach.**

Gospodarka globalna – ...czemu towarzyszył spadek inflacji nieco szybszy od oczekiwań...

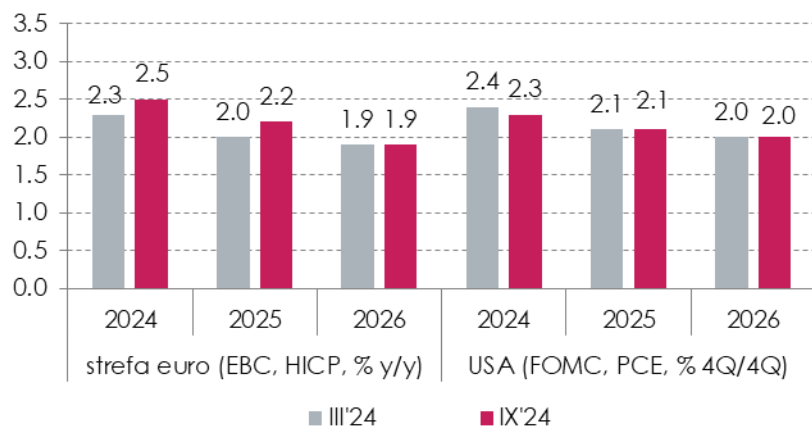
Inflacja CPI i inflacja cen usług (% r/r)



Dynamika wynagrodzeń (% r/r)



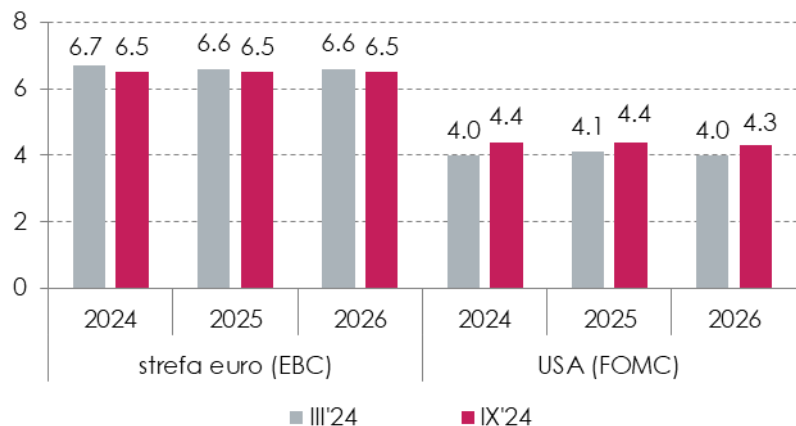
Prognozy inflacji konsumenckiej banków centralnych



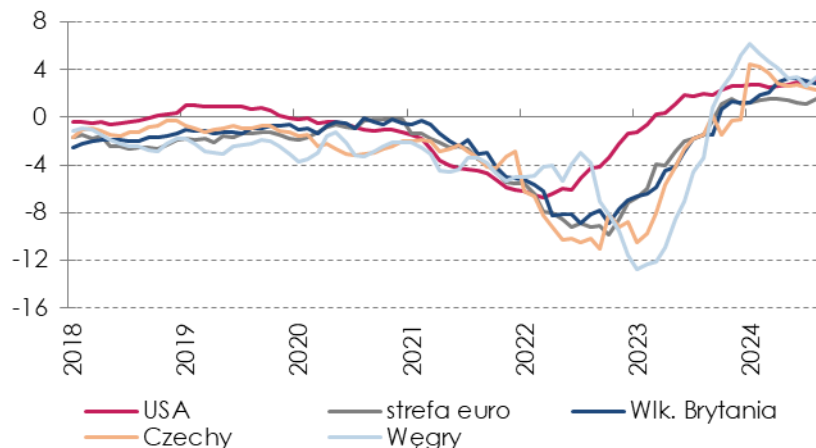
- Po tym jak jeszcze w 2023 r. ustąpił wpływ szoków w cenach surowców wskaźniki cen konsumpcyjnych w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych w I poł. 2024 r. były stabilne. Stanowiło to niewielką niespodziankę w górę. W takich warunkach banki centralne utrzymywały w 2Q br. podejście wait-and-see, gdyż struktura inflacji budziła obawy o tempo dezinflacji i realizację celu inflacyjnego. Wynikało to z uporczywie wysokiej inflacji cen usług, powiązanej z niskim bezrobociem i dynamicznym wzrostem płac. Wobec niezłego popytu na usługi firmy przerzucały rosnące koszty pracy w ceny dla konsumentów.
- Koniec lata i początek jesieni br. pokazał, że w warunkach wysokich stóp procentowych i słabnącego popytu, zwłaszcza w strefie euro, dynamika płac osłabła, zmniejszając obawy o realizację średniookresowych celów inflacyjnych banków centralnych. Wrześniowe prognozy Europejskiego Banku Centralnego wskazują, że inflacja HICP wynieść ma w latach 2024-2026 odpowiednio 2,5% r/r, 2,2% r/r i 1,9% r/r, co oznacza stopniowe zbieganie do celu inflacyjnego. **Również prognozy Fed pokazują osiągnięcie celu dla inflacji w przyszłości. W warunkach inflacji coraz bardziej pod kontrolą EBC, jak i Fed rozpoczęły cykl obniżek stóp procentowych.**

Gospodarka globalna – ...otwierając drzwi do obniżek stóp procentowych przez najważniejsze banki centralne

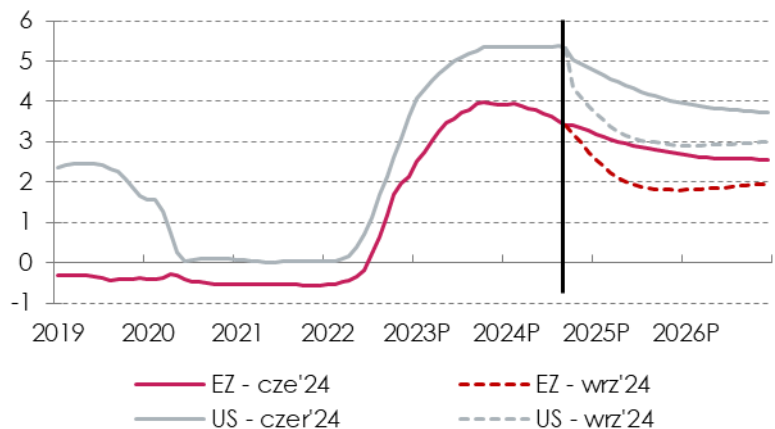
Rewizja prognoz stopy bezrobocia (% r/r)



Realne stopy procentowe (%)



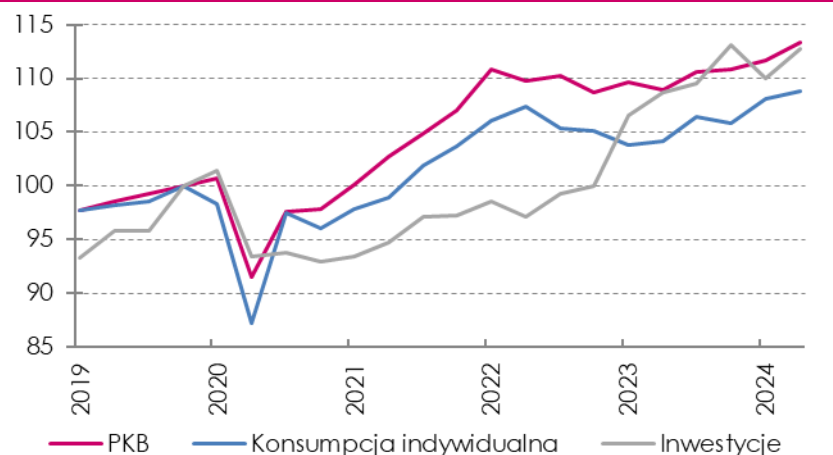
Nominalne stopy procentowe i ich prognoza w notowaniach kontraktów terminowych (%)



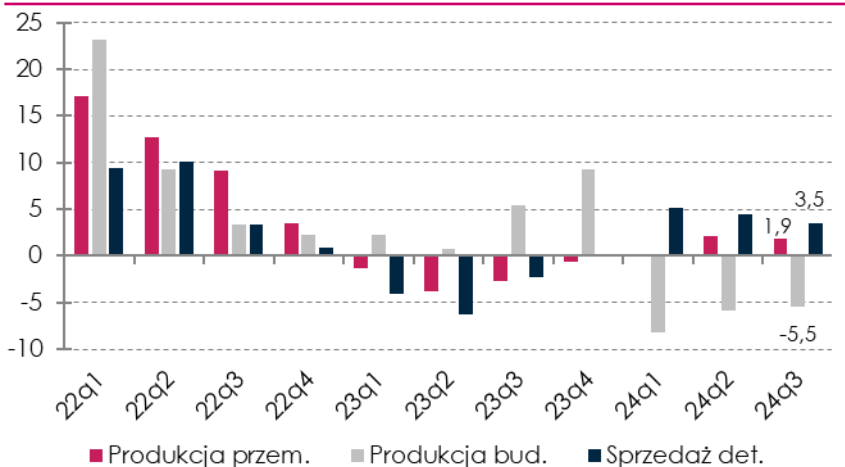
- W I poł. 2024 r. najważniejsze banki centralne stabilizowały stopy procentowe.** Inflacja pozostawała stabilna, aczkolwiek przewyższała cele inflacyjne, napędzana uporczywie wysoką inflacją cen usług, powiązaną z szybkim wzrostem płac. Wobec tego banki centralne obawiały się o brak spowolnienia relacji inflacja – wzrost płac nominalnych. W szczególności obawy te dotyczyły strefy euro, gdzie dynamika wynagrodzeń była wysoka, a bezrobociu rekordowo niskie. Niemniej, EBC zrealizował zapowiedzi z początku roku i w czerwcu obniżył stopy procentowe o 25 pkt. baz. Fed poczekał dłużej, bo do września, ale rozpoczął cykl cięciem aż o 50 pkt baz, gdyż sytuacja na rynku pracy okazała się nieco słabsza od wcześniejszych prognoz.
- Dane z sierpnia i września br. o słabnącej inflacji i presji płacowej, o niskiej aktywności gospodarczej, szczególnie w strefie euro wpłynęły na bardziej agresywne cięcia stóp procentowych w przyszłości, szczególnie w strefie euro. **Według oczekiwań rynkowych EBC obniży w tym roku stopy procentowe o kolejne 50 pkt baz. i o 125 pkt baz. w przyszłym roku (czyli stopa docelowa to 2,00%). W przypadku Fed oczekiwane są obniżki stóp o 50 pkt baz. w tym roku, a w 2025 o kolejne 125 pkt baz. (tj. do 3,25-3,50%).** Oznacza to szybsze zejście i do niższych poziomów niż zakładaliśmy w I poł. tego roku.

Polska gospodarka – Polska gospodarka pozostaje jedną z najbardziej dynamicznych w UE. Perspektywy na rok 2025 pozostają umiarkowanie optymistyczne.

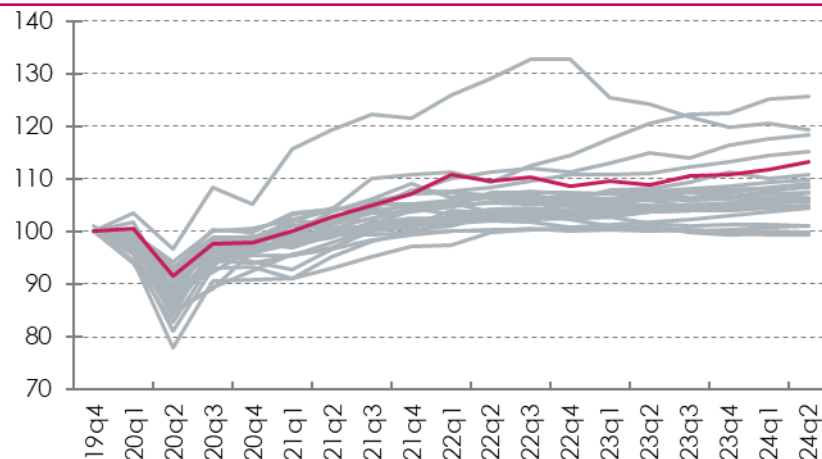
PKB i jego główne składowe (4Q2019=100, dane odsezonowane)



Dane z polskiej gospodarki (% r/r, dane za 3Q obejmują lipiec i sierpień)



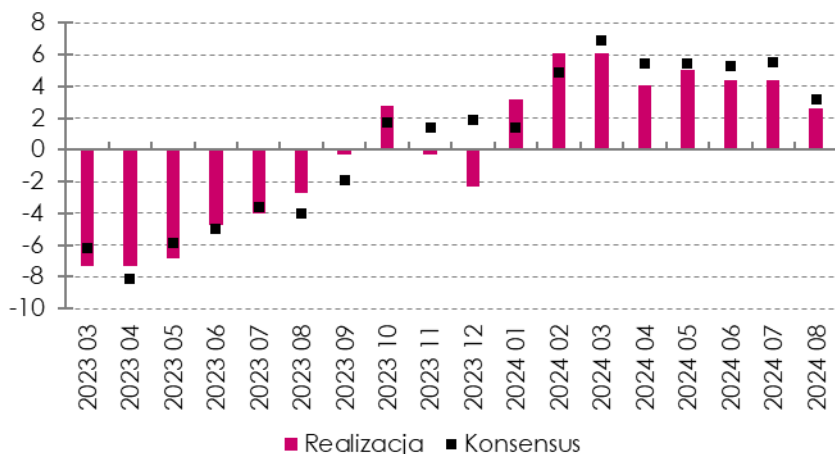
PKB Polski na tle pozostałych krajów UE (4Q2019=100, dane odsezonowane)



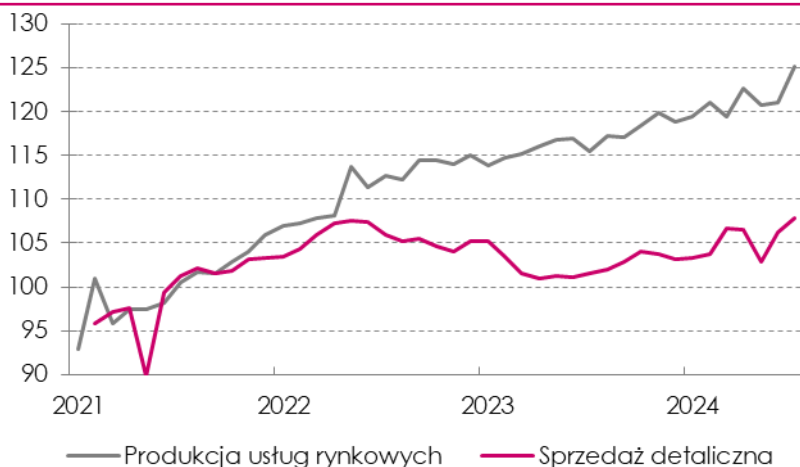
- W 2Q br. gospodarka urosła o 3,2% r/r (1,5% kw/kw po odsezonowaniu), co jest spójne ze scenariuszem stopniowej odbudowy koniunktury. Nieco zaskakująca okazała się jednak struktura wzrostu gospodarczego. Konsumpcja indywidualna pozostała co prawda motorem gospodarki, jednak jej wzrost okazał się nieco słabszy względem pierwotnych oczekiwań. Pozytywie zaskoczyły natomiast inwestycje w środki trwałe. Biorąc pod uwagę spadek inwestycji przedsiębiorstw, wynik ten jest zapewne efektem wzrostu inwestycji publicznych. Warto też zwrócić uwagę, że **polska gospodarka pozostaje w gronie najsilniej rosnących gospodarek Unii Europejskiej**.
- Dane wysokiej częstotliwości obejmujące 3Q br. sugerują utrzymanie dynamiki PKB na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału. W całym roku natomiast podtrzymujemy naszą prognozę dynamiki PKB na poziomie 3,1%. W 2025 r. spodziewamy przyspieszenia wzrostu do 3,9%, głównie ze względu na spodziewany wzrost inwestycji w środki trwałe, napędzony przez napływ środków z UE (KPO oraz fundusze spójności). Głównym ryzykiem dla kondycji polskiej gospodarki jest słaba koniunktura w otoczeniu zewnętrznym, szczególnie recesja w niemieckim przemyśle. Przedłużenie się recesji w przemyśle, a także rozlanie się negatywnych tendencji na niemiecki sektor usług, stanowić będzie przesłankę do rewizji prognoz polskiego PKB w dół.

Polska gospodarka – Konsumpcja indywidualna pozostaje mocnym filarem gospodarki, choć nie tak silnym jak wydawało się na początku tego roku

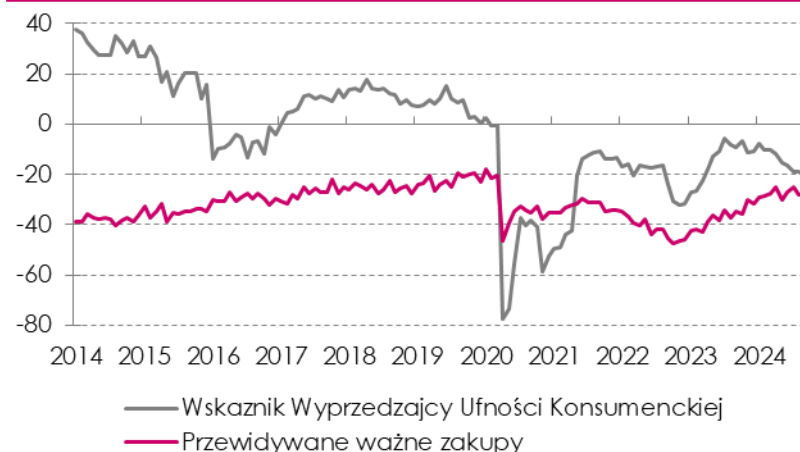
Sprzedż detaliczna (% r/r, ceny stałe, oczekiwania vs realizacja)



Sprzedż detaliczna i produkcja usług rynkowych (dane odsezonowane, 2021=100)



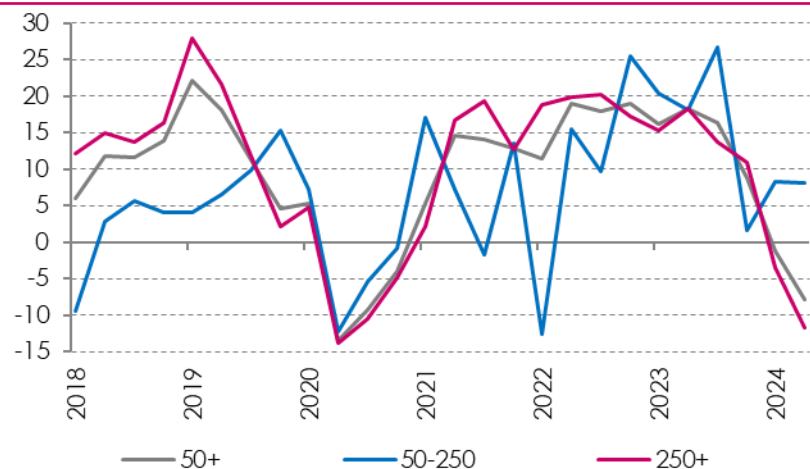
Wskaźnik nastroje konsumentów (pkt.)



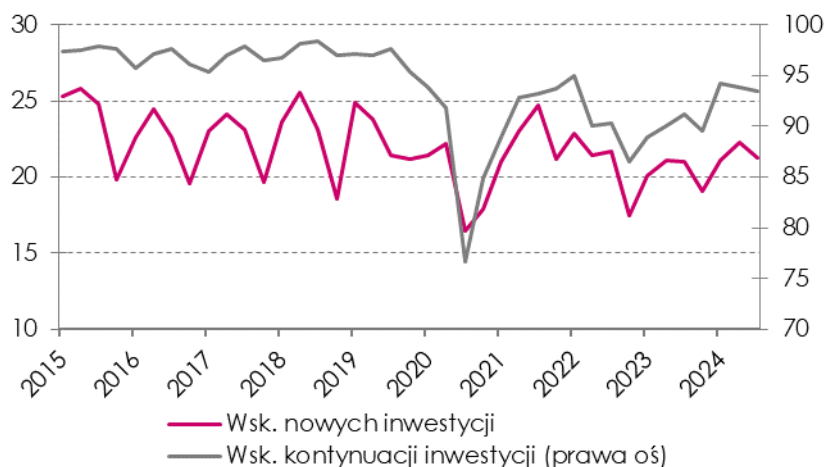
- Konsumpcja indywidualna pozostaje głównym motorem gospodarki. W 2Q br. jej dynamika przyspieszyła do 4,7% r/r, choć w samym 2Q, po wyeliminowaniu wahań sezonowych, wzrost wyhamował do 0,7% kw/kw z 2,1% kw/kw w 1Q br. Solidny popyt widoczny jest w szczególności w obszarze usług, podczas gdy odbicie konsumpcji towarów następuje wolniej od oczekiwań. W okresie styczeń-sierpień br. odczyt sprzedaży detalicznej był aż sześć razy gorszy od konsensusu ekonomistów, a średnio w lipcu i sierpniu jej dynamika wyniosła 3,5% r/r wobec 4,5% r/r w 2Q. To zapewne efekt złożenia się kilku czynników – nasycenia popytu na towary w okresie popandemicznym, odbudowy oszczędności przez gospodarstwa domowe, wygaśnięcia impulsu związanego z napływem Ukraińców, a dodatkowo ich odpływ do innych krajów UE.
- W naszej ocenie **perspektywy konsumpcji prywatnej pozostają umiarkowanie optymistyczne**. Dobra sytuacja dochodowa konsumentów, niskie bezrobocie, a w konsekwencji poprawa nastrojów konsumentów, wspierają odbudowę konsumpcji. Impulsem do wzrostu sprzedaży detalicznej będzie też odbudowa zniszczeń po powodzi na południu Polski, choć ze względu na lokalny charakter strat, nie będzie to wpływ znaczny. Wsparciem konsumpcji, szczególnie w II poł. przyszłego roku będzie też spodziewane wyhamowanie inflacji. Wyraźniejszemu odbiciu konsumpcji sprzyjałoby odrodzenie budownictwa mieszkaniowego.

Polska gospodarka – Inwestycje w środki trwałe w 2Q br. zaskoczyły pozytywnie. Perspektywy na 2025 r. pozostają optymistyczne, głównie ze względu na napływ środków z Unii Europejskiej.

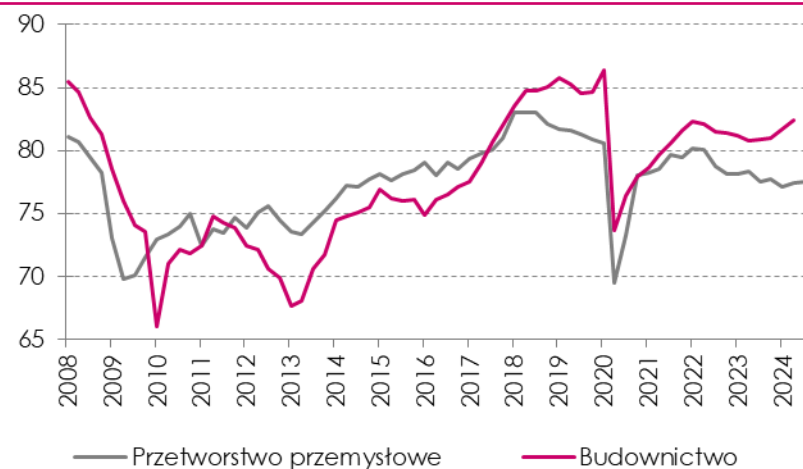
Inwestycje w środki trwałe przedsiębiorstw niefinansowych wg wielkości zatrudnienia (% r/r)



Wskaźniki inwestycji (pkt, Szybki Monitoring NBP)



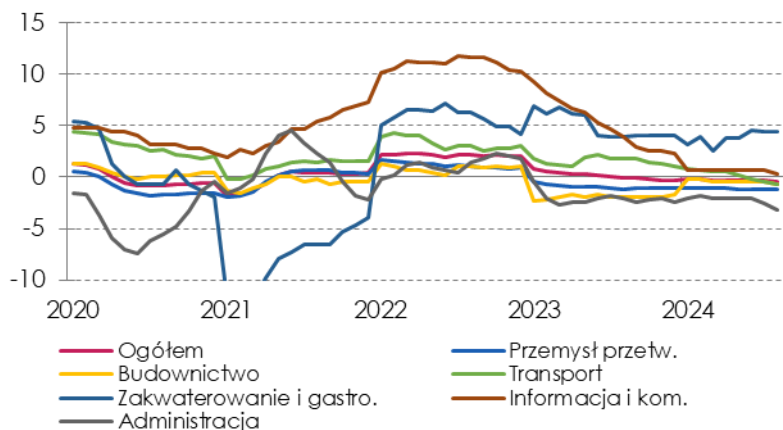
Wykorzystanie mocy wytwórczych (%)



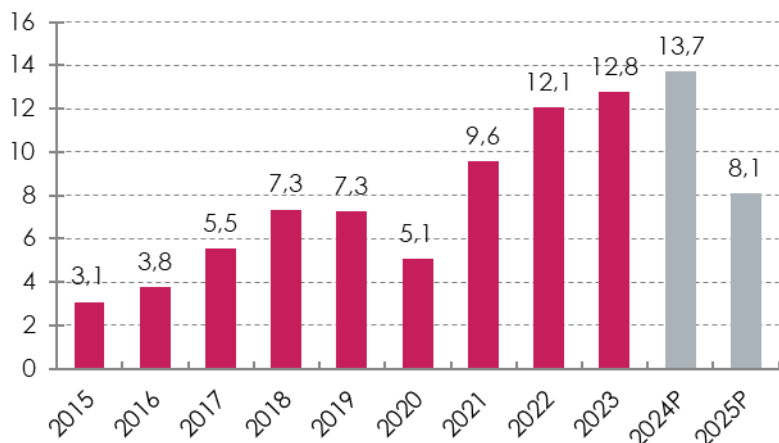
- Dane o inwestycjach w środki trwałe zaskoczyły pozytywnie w 2Q br. (+2,7% r/r). Przy spadku inwestycji przedsiębiorstw (-7,6% r/r w ujęciu nominalnym, firmy 50+) powodem wyżki wydaje się być sektor publiczny. Dynamika inwestycji samorządów wyniosła w 2Q br. 5,8% r/r (nominalnie), natomiast wydatki majątkowe budżetu centralnego wzrosły o 37,7% r/r.
- W danych z sektora dużych i średnich przedsiębiorstw uwagę zwraca trzeci z rzędu kwartał spadku inwestycji firm z udziałem kapitału zagranicznego (-10,5% r/r nominalnie). Co ciekawe, inwestycje firm prywatnych krajowych spadły o „tylko” 1,3% r/r. Spadek inwestycji prywatnych krajowych był w głównej mierze efektem skurczenia się inwestycji firm zatrudniających powyżej 250 osób. Natomiast inwestycje firm średnich (z zatrudnieniem 50-250 osób) wzrosły o 20,8% r/r!
- **Perspektywy inwestycji pozostają optymistyczne. Optymizm dotyczy szczególnie 2025 r.**, kiedy oczekujemy wyraźnego impulsu ze strony środków europejskich (KPO oraz fundusze spójności). Dodatkowym wsparciem aktywności inwestycyjnej będzie także odbudowa zniszczeń po powodzi na południu Polski, choć wpływ tego czynnika nie będzie w naszej ocenie silny. Wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych, w warunkach niskiego bezrobocia, odradzającego się popytu, powinno sprzyjać także inwestycjom w maszyny i urządzenia.

Rynek pracy – Zapotrzebowanie na pracowników w niektórych sektorach nieco się zmniejszyło. Prognozy wskazują raczej na stabilne zatrudnienie w najbliższej przyszłości, a dynamika płac pozostanie podwyższona.

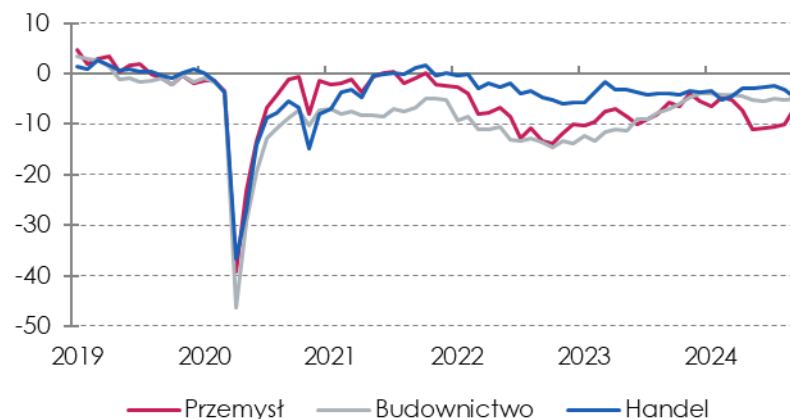
Liczba pracujących w sektorze przedsiębiorstw w różnych sektorach (% r/r)



Wynagrodzenia w gospodarce narodowej i ich prognozy (%)



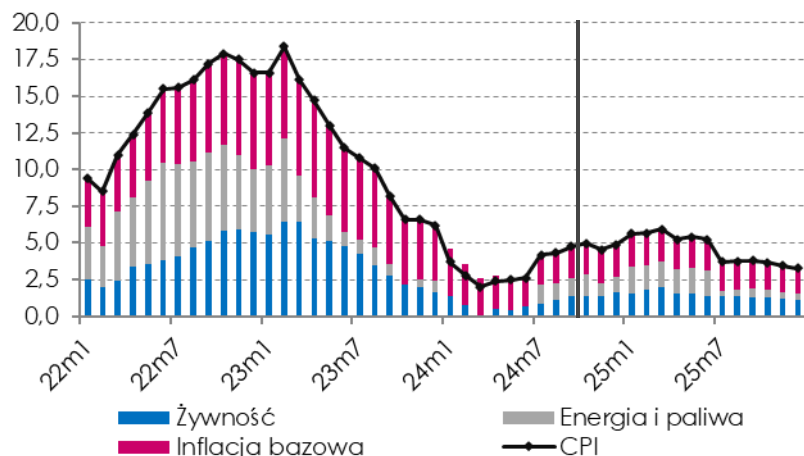
Wskaźnik oczekiwanego przez firmy zatrudnienia (pkt)



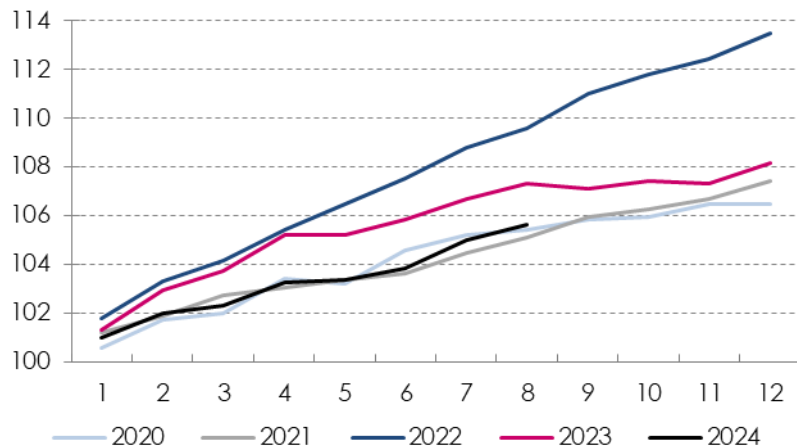
- Krajowy rynek pracy pozostaje solidny**, choć liczba pracujących w gospodarce była w II poł. 2024 r. niższa niż przed rokiem. Dostępne dane wskazują, że spadek utrzymał się w także w 3Q 2024. Zniżająca liczba osób pracujących nie dotyczą jednak wszystkich branż. Dobrze sytuacja wygląda w sektorach usługowych, słabiej natomiast w przemyśle, budownictwie i transporcie. Spadek liczby osób pracujących jednak nie przełożył się istotnie na stopę bezrobocia rejestrowanego, która była niska i stabilna. Jednocześnie dynamika płac wśród firm pozostaje dwucyfrowa (w sierpniu 11,1% r/r, tylko nieznacznie wolniej niż w 2023 r.). Dynamika płac w całości gospodarki była jeszcze szybsza, średnio w I poł. 2024 r. wyniosła 14,6% r/r, m.in. dzięki silnym podwyżkom w sferze budżetowej.
- Spodziewamy się, że obecne trendy na rynku pracy będą utrzymywać się w najbliższych miesiącach, dopóki nie utrwali się ożywienie gospodarcze, wspierane lepszym popytem wewnętrznym i zagranicznym. Rok 2025, według nas, powinien być okresem stabilizacji zatrudnienia i obniżenia dynamiki płac (choć nadal najpewniej będzie dość wysoka). Do wolniejszego wzrostu płac będzie przyczyniała się mniejsza niż przed rokiem podwyżka płacy minimalnej (do 4666 zł, tj. o 8,5% r/r) i w sferze budżetowej (5%), a także wolniejszy wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw. **Według nas wzrost płac spowolni z 13,7% r/r w 2024 r. do 8,1% r/r w 2025 r.** Oczekiwania te są wyższe niż nasze poprzednie prognozy.

Inflacja – Uporczywość inflacji bazowej pozostaje głównym wyzwaniem banku centralnego. Trwały powrót inflacji do celu nie wcześniej niż pod koniec 2025 r.

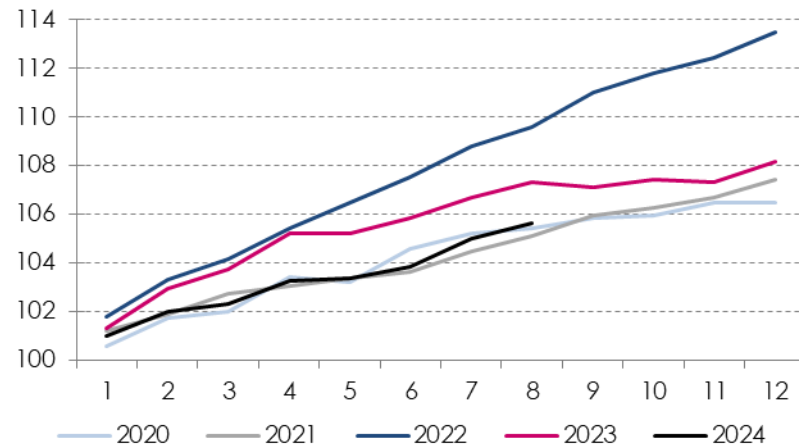
Inflacja CPI (% r/r) oraz jej struktura



Wskaźnik spodziewanych cen w handlu detalicznym (pkt)



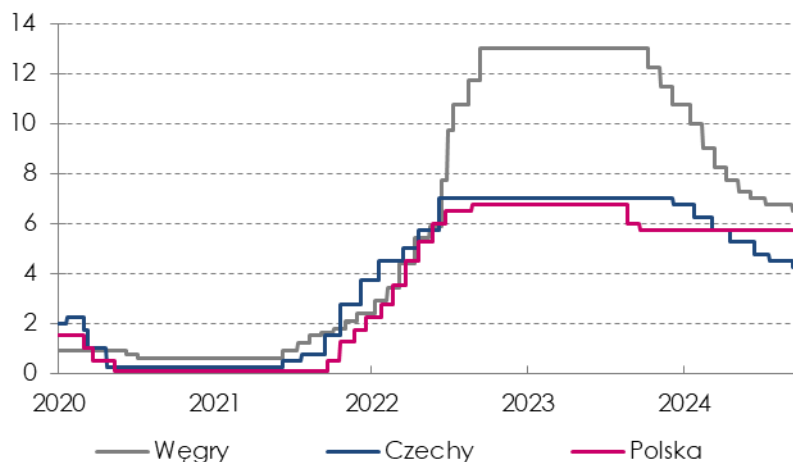
Inflacja cen usług (grudzień roku poprzedniego = 100)



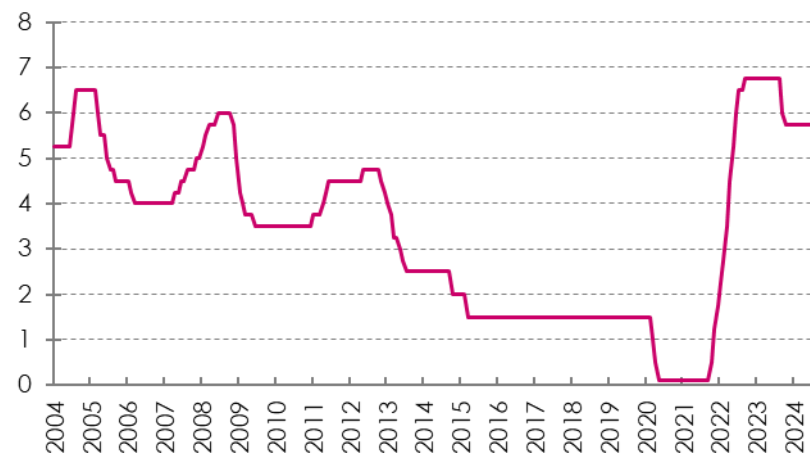
- Zgodnie z oczekiwaniami druga połowa tego roku przyniosła wzrost inflacji CPI, głównie ze względu na częściowe odmrożenie cen nośników energii. Wskaźnik CPI z poziomu 2,6% r/r w czerwcu wzrósł do 4,9% r/r we wrześniu. Poza czynnikami podażowymi, wzrosła też inflacja bazowa, która we wrześniu wyniosła według naszych szacunków 4,3% wobec 3,6% r/r w czerwcu. Szczególnie uporczywa pozostaje inflacja cen usług, która w sierpniu wynosiła 6,2% r/r, a jej miesięczne dynamiki pozostają wyraźnie wyższe niż średnia długoterminowa dla danych miesięcy.
- Spodziewamy się, że do końca bieżącego roku inflacja utrzyma się na poziomie zbliżonym do 5% r/r. W 1Q 2025 inflacja CPI będzie kontynuowała zwyżkę, natomiast jej zakres uzależniony będzie od decyzji rządu w zakresie zamrożenia cen nośników energii. Biorąc pod uwagę perspektywę wyborów prezydenckich zakładamy, że działania ostonowe częściowo zostaną przedłużone, przynajmniej na pierwszą połowę przyszłego roku. W kierunku wyższej inflacji na początku przyszłego roku działać będą także wzrosty cen regulowanych, m.in. ze względu na wzrost stawek akcyzy na wyroby tytoniowe i alkohol. **W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że inflacja CPI wzrośnie w przyszłym roku do 4,6% z szacowanych 3,7% średnio w tym roku.** Źródłem niepewności dla procesów cenowych są nie tylko czynniki regulacyjne, ale także aspekty geopolityczne, które mogą przekładać się wzrost zmienności cen surowców przemysłowych.

Polityka monetarna – RPP sygnalizuje gotowość do rozpoczęcia cięć stóp procentowych w I poł. 2025 r.

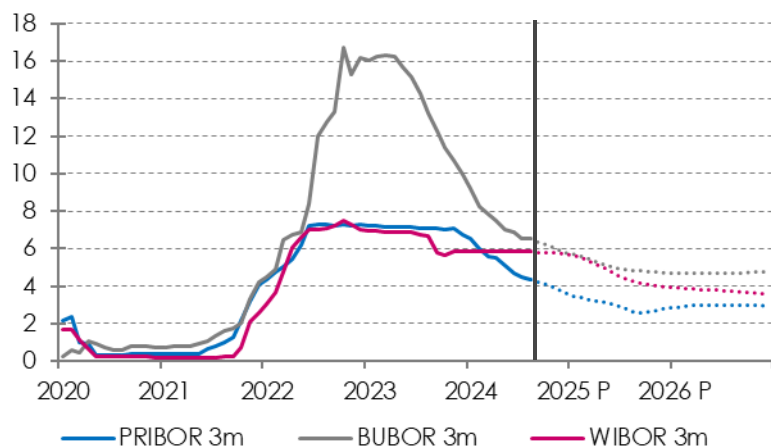
Stopy procentowe w Polsce i innych krajach EŚW (%)



Stopa referencyjna w Polsce (%)



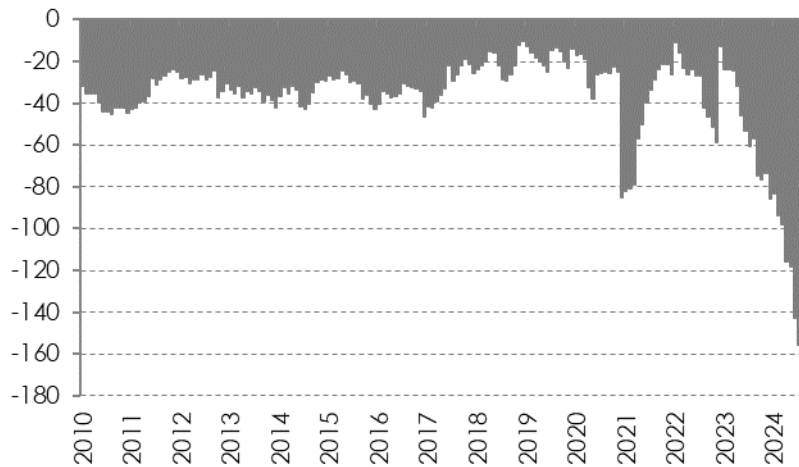
Oczekiwane przez rynki finansowe ścieżki stóp proc. (%)



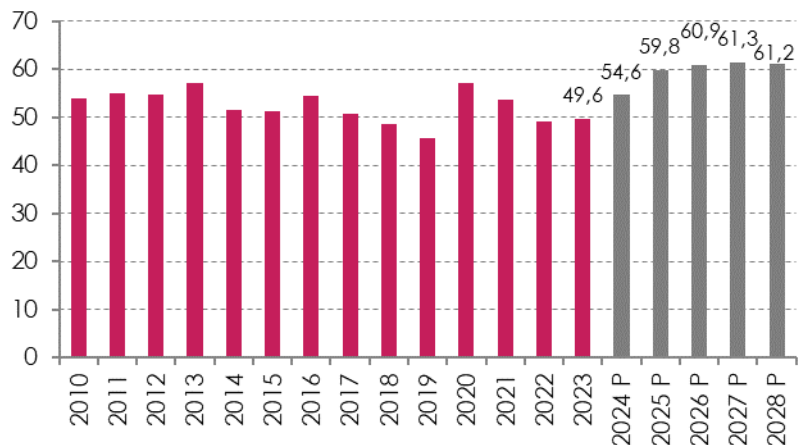
- **Postawa krajowej RPP kontrastuje z nastawieniem nie tylko banków centralnych gospodarek rozwiniętych (USA, strefa euro), ale także Europy Środkowo-Wschodniej.** Warunki finansowe w Polsce pozostają restrykcyjne, w przeciwieństwie do innych krajów regionu (Czechy, Węgry), gdzie ten rok przyniósł złagodzenie polityki pieniężnej. Od października 2023 r. RPP utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Odmienna postawa krajowej RPP odzwierciedla odmienną sytuację inflacyjną. W Polsce perspektywa trwałego powrotu inflacji do celu NBP pozostaje odległa, a inflacja bazowa, szczególnie inflacja usług, jest uporczywa.
- RPP wyraźnie komunikuje chęć utrzymania stóp procentowych na obecnym poziomie w warunkach wzrostu inflacji CPI. Przy obecnym scenariuszu inflacyjnym oznacza to, że przestrzeń do rozpoczęcia dyskusji o obniżkach stóp procentowych otworzy się w marcu przyszłego roku, kiedy inflacja osiągnie lokalny szczyt. To potencjalny też moment pierwszej obniżki oprocentowania, jednak w naszej ocenie bardziej prawdopodobne jest przesunięcie momentu pierwszego cięcia na 2Q 2025, aby RPP mogła ocenić trwałość dezinflacji i trendy na rynku pracy. Wysoka dynamika płac, uporczywa inflacja usług, ekspansywna polityka pieniężna, perspektywa przyspieszenia wzrostu gospodarczego, skłaniają do ostrożności w prowadzeniu polityki pieniężnej.

Polityka fiskalna – Trzy lata z rządu deficyt sektora general government będzie przekraczał 3% PKB, a w 2026 r. dług publiczny przekroczy 60% PKB

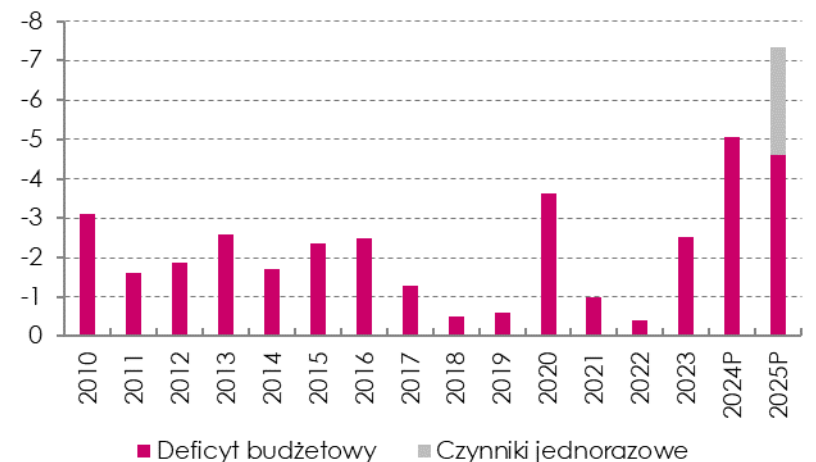
Deficyt budżetu państwa (mld PLN, suma krocząca 12-miesięczna)



Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)



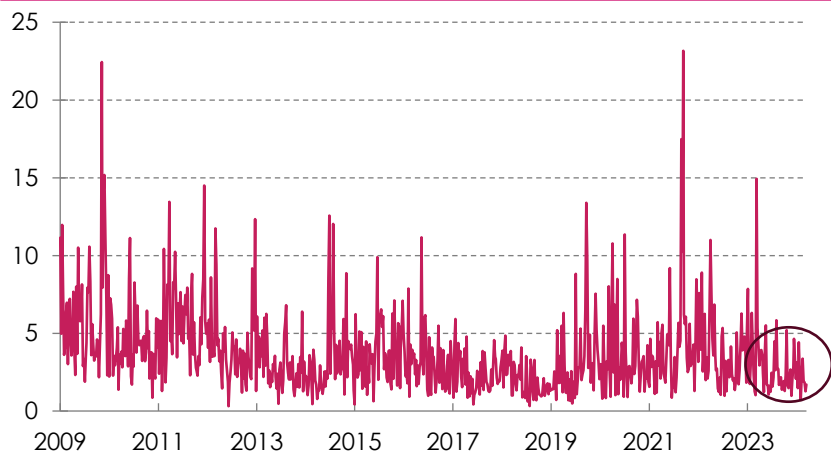
Deficyt budżetu państwa (% PKB)



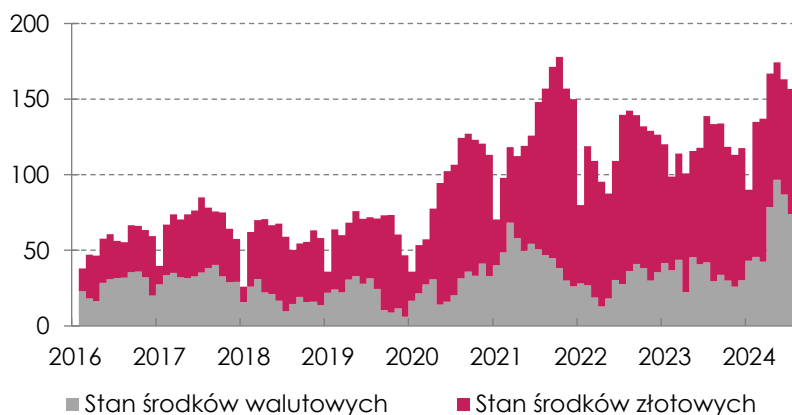
- Sytuacja sektora finansów publicznych pozostaje napięta. Po sierpniu tego roku skumulowany za 12 miesięcy deficyt sięgnął 157,7 mld PLN, najwięcej w historii dostępnych danych. W całym roku natomiast, według ustawy budżetowej, ma wynieść 184 mld PLN i realnie jest ryzyko nowelizacji. Wyraźnie gorzej od oczekiwań realizowane są dochody z podatku CIT oraz z podatku VAT. Deficyt całego sektora finansów publicznych wyniesie w naszej ocenie 5,7% PKB wobec 5,1% w roku 2023 r.
- W projekcie budżetu na 2025r. przyjęto deficyt wartości 287,77 mld PLN, tj. 7,3% PKB. Część deficytu jest efektem zmian regulacyjnych, związanych m.in. z reformą dochodów jednostek samorządu terytorialnego, czy też spłatą zobowiązań wobec PFR. W warunkach porównywalnych deficyt budżetu, według szacunków MinFin wynosi ok. 181 mld PLN.
- Przyjęty projekt budżetu oznacza, że trzeci rok z rządu deficyt instytucji rządowych i samorządowych przekraczać będzie 3% PKB. Spowodowało to objęcie Polski procedurą nadmiernego deficytu. W Średniookresowym planie budżetowo-strukturalnym na lata 2025-2028 rząd założył obniżenie deficyt GG poniżej 3% PKB w 2028 r., przy czym ciężar konsolidacji przypadnie na lata 2026-28. W naszej ocenie przedstawiona ścieżka redukcji deficytu nie zmienia zasadniczo perspektyw gospodarki. Zmniejsza jednak szanse na wprowadzenie reform obciążających budżet.

Krajowy rynek walutowy – Kurs EUR/PLN utrzymuje się w kanale bocznym 4,20 – 4,40

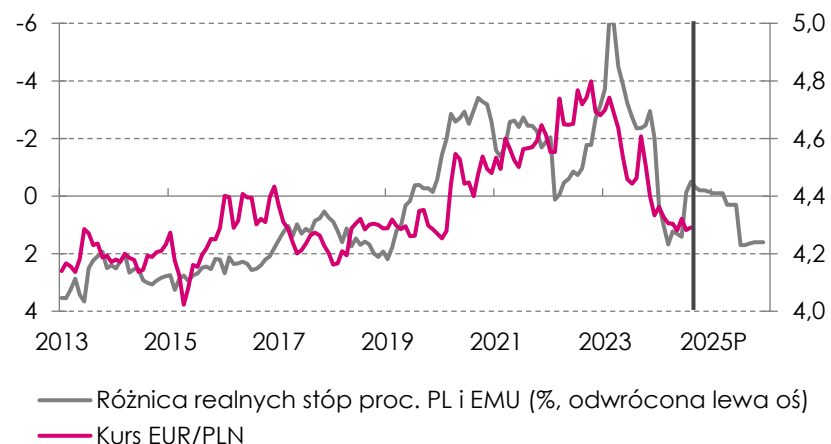
Dzienna zmienność (min – max) kursu EUR/PLN (w groszach)



Stan środków walutowych i złotych na rachunkach Ministerstwa Finansów (mld PLN)



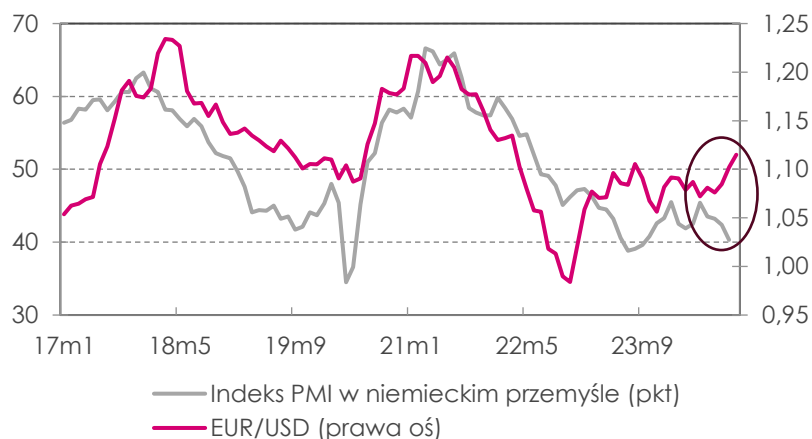
Kurs EUR/PLN oraz różnica realnych stóp procentowych pomiędzy Polską a strefą euro



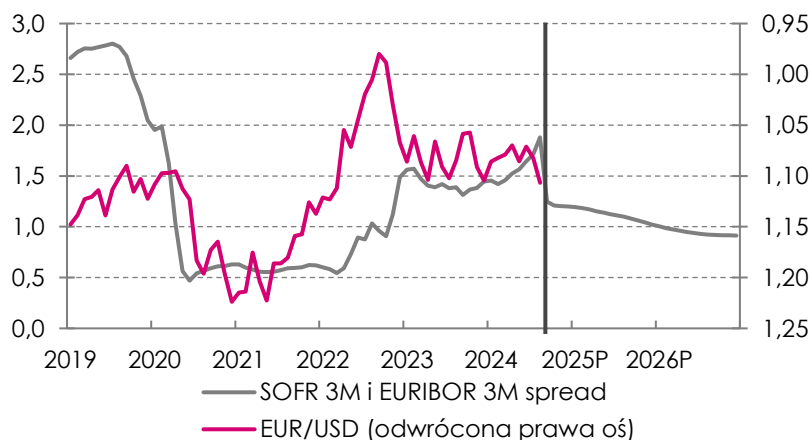
- W ostatnich miesiącach kurs EUR/PLN wykazywał się niską zmiennością oscylując w przedziale 4,20 – 4,40. **W naszej ocenie niewielka amplituda wahań i rozbudowa wskazanego trendu bocznego może być wyróżnikiem złotego także w kolejnych miesiącach.** Historycznie znajdziemy takie analogie w sytuacjach względnie stabilnych stóp procentowych w kraju, czy relatywnie dobrej koniunktury w Polsce.
- Czynniki fundamentalne stanowią o sile polskiej waluty. Pozytywnie na wartość złotego oddziałuje przede wszystkim różnica stóp procentowych (*carry trade*) pomiędzy strefą euro, ale i państwami regionu. Wciąż korzystnie z punktu widzenia waluty, choć już nie tak jak w poprzednich kwartałach prezentują się zmiany rachunku obrotów bieżących. Wsparciem dla złotego są ponadto środki europejskie m.in. z Krajowego Planu Odbudowy. Poza korzystnym wpływem na koniunkturę (inwestycje) budują one poduszkę płynnościową Ministerstwa Finansów stanowiąc do pewnego stopnia przeciwwagę dla okresów wzmożonej awersji do ryzyka.
- Ryzykiem dla złotego pozostaje rozwój konfliktu na Ukrainie i Bliskim Wschodzie, umocnienie dolara związane np. z wynikiem wyborów prezydenckich w USA, ale i możliwe przyspieszenie restartu cięć stóp procentowych w Polsce.

Globalny rynek walutowy – Ryzyka dla kursu EUR/USD nasilają się, choć nadrzędnym pozostaje umiarkowany trend wzrostowy

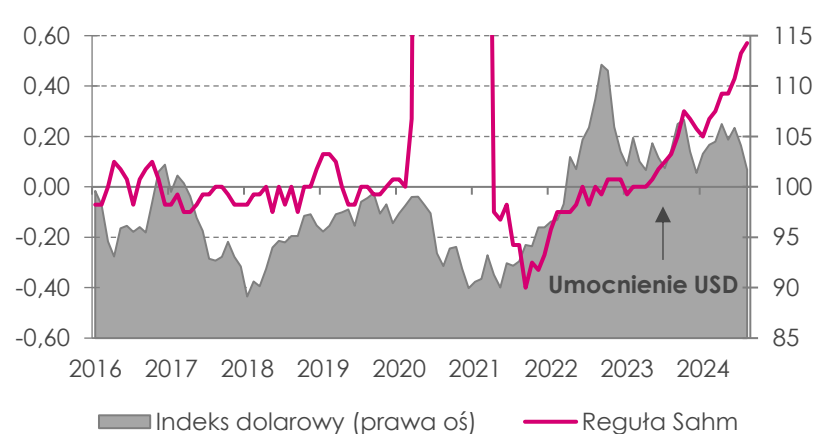
Kurs EUR/USD i indeks PMI dla niemieckiego przemysłu (pkt)



Kurs EUR/USD i różnica 3-miesięcznych stawek SOFR oraz EURIBOR (%)



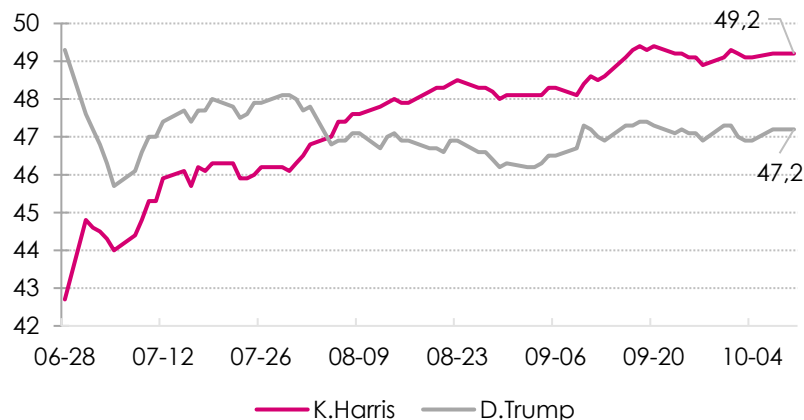
Wskaźnik wyprzedzający recesję Sahn oraz indeks dolarowy



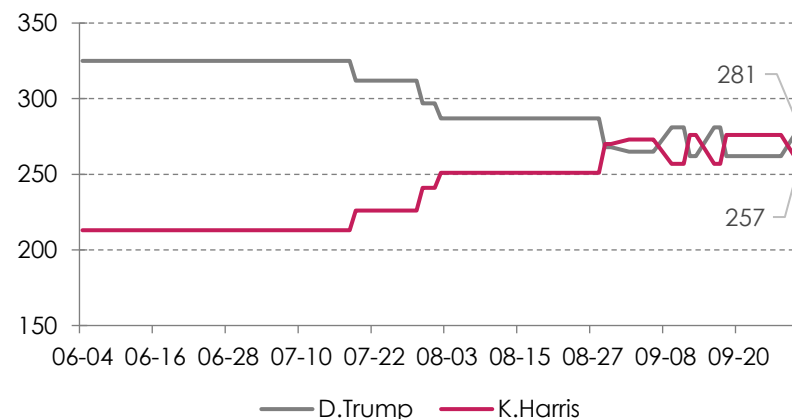
- O ile nasze oczekiwania dotyczące możliwych zmian kursu EUR/USD z ostatniego raportu (ruch z 1,08 do 1,11 na koniec września) dobrze się zrealizowały, o tyle **widzimy piętrzące się ryzyka dla kontynuacji wzrostu w kolejnych miesiącach**. Wynikają one z 1) systematycznie pogarszających się perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro, 2) odległego momentu odbicia koniunktury w Niemczech, czy 3) szybszej dezinflacji wspierającej nasilenie oczekiwań co do ruchów Europejskiego Banku Centralnego. Jednocześnie w przypadku Stanów Zjednoczonych realizuje się scenariusz tzw. *soft landing*. W rezultacie oczekujemy, iż 4Q tego roku może przynieść zwiększoną presję na spadek kursu EUR/USD (okolice 1,09). Krótkoterminowym ryzykiem dla dolara pozostaje kwestia wyborów prezydenckich w USA (szerzej opisujemy ten wątek na kolejnym słaǳie).
- W roku 2025 oczekujemy natomiast powrotu do umiarkowanych wzrostów eurodolara. Warunkujemy je jednak od ustabilizowania się sytuacji gospodarczej w strefie euro i kontynuacji łagodnego spowolnienia w Stanach Zjednoczonych. Może ono w 2025 roku zwiększyć przestrzeń do cięć stóp procentowych Fed. Przypomnijmy, iż obecne rynkowe oczekiwania dla roku 2026 są mniej agresywne niż prognozy Fed (dot-plot dla tego okresu), co może skutkować ich dostosowaniem.

Wybory prezydenckie w USA – Kandydatka Demokratów utrzymuje przewagę w sondażach, choć z niewielką przewagą sprawiając, że wynik pozostaje wysoce niepewny

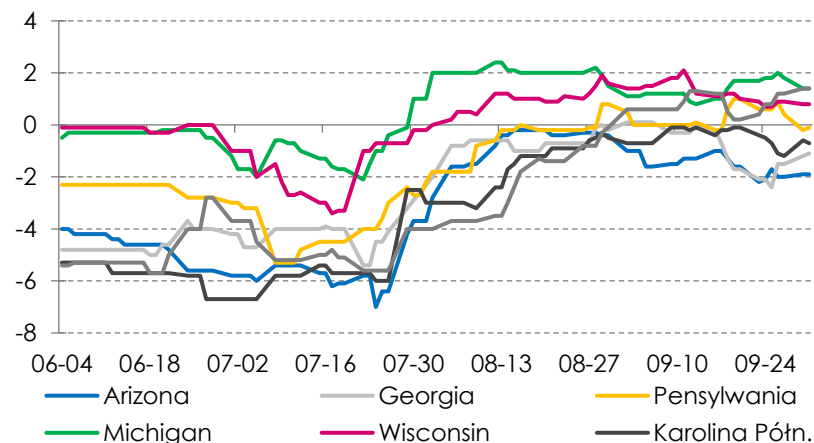
Sondaże poparcia w wyborach prezydenckich w Stanach Zjednoczonych (%)



Sondaże poparcia w wyborach prezydenckich w USA przeliczone na liczbę głosów elektorskich



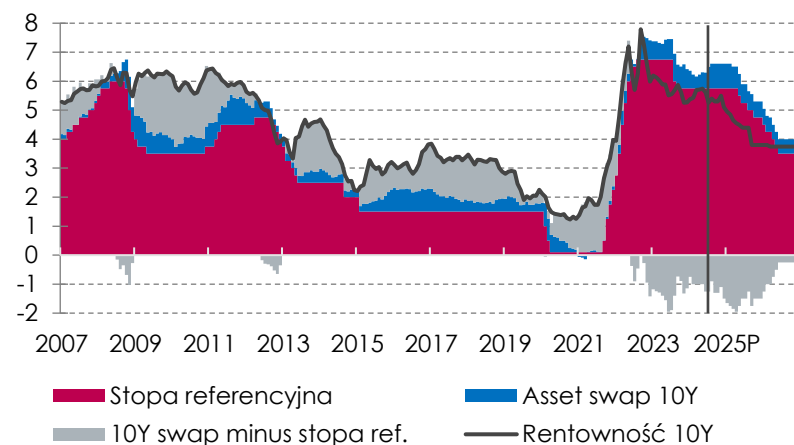
Przewaga K.Harris nad D.Trumpem w tzw. swing states (%)



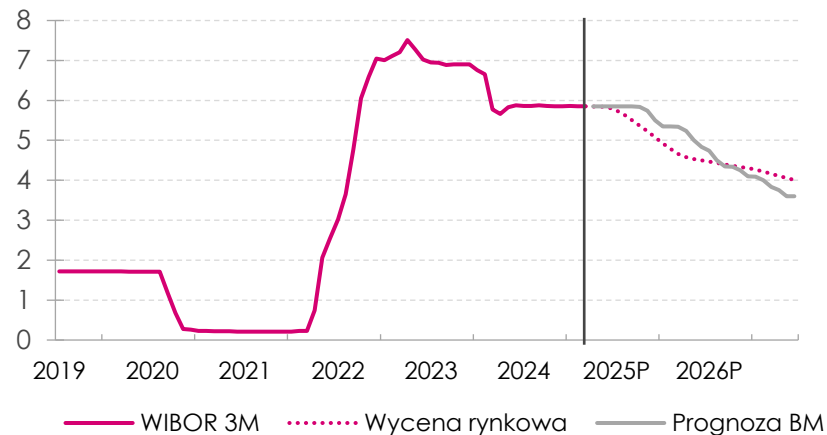
- Ostatnie tygodnie przyniosły wzrost poparcia kandydatki Demokratów (K.Harris) nad byłym prezydentem z ramienia Republikanów (D.Trumpem). Szczególnie istotnym dla sondaży miesiącem był wrzesień, gdy K.Harris została uznana za zwyciężczynię debaty prezydenckiej. **Sytuacja pozostaje jednak dynamiczna.** Specyfika wyborcza w USA odmienna jest od tej w Europie. Zwycięzcą zostaje bowiem kandydat nie z największą ilością głosów w wyborach a zdobywca wymaganej ilości głosów elektorskich (każdy stan ma ich różną ilość). Fakt, iż różnica w sondażach w tzw. *swing states* pozostaje niewielka, czyni wynik zaplanowanych na 5 listopada wyborów niepewnym.
- Z rynkowego punktu widzenia podwyższona zmienność amerykańskich aktywów, w szczególności dolara, możliwa jest w przypadku zwycięstwa D.Trumpa. Wybór K.Harris oznacza bowiem pewnego rodzaju kontynuację dotychczasowej polityki prowadzonej przez J.Bidena. Tymczasem D.Trump podczas swojej prezydentury (2017-2021) niejednokrotnie zaskakiwał pomysłami protekcjonizmu gospodarki USA (wojny handlowe z Chinami), wspierał wydobywanie ropy naftowej kosztem tzw. zielonej energii, czy deregulował rynek akcji w USA (zmiany w pokryzysowej ustawie Dodd-Franka). Niezależnie jednak od wyboru prezydenta uważamy, iż systematycznie zwiększany będzie dług publiczny USA.

Krajowy rynek obligacji – Trend spadku dochodowości polskich obligacji pozostaje nadrzędny, choć z okresowymi próbami jego zaburzeń

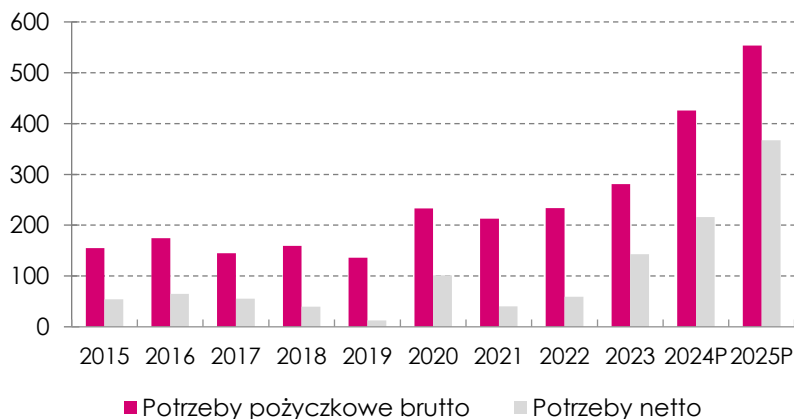
Składowe dochodowości 10-letniej obligacji skarbowej (%)



Stawka WIBOR 3M, oczekiwania rynkowe oraz prognoza Banku Millennium (%)



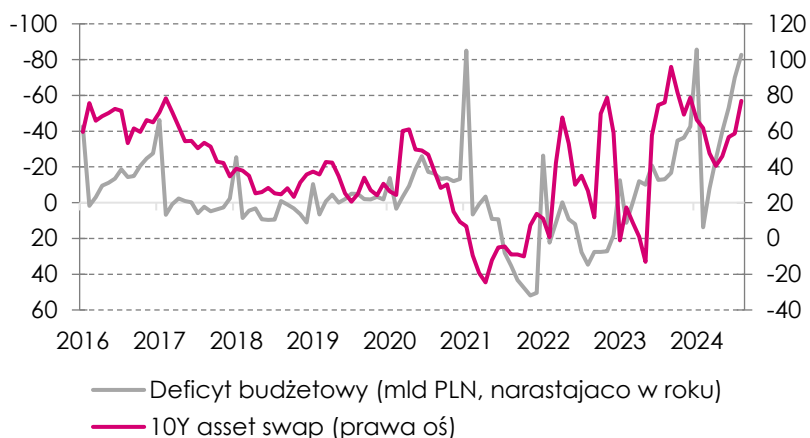
Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa (mld PLN)



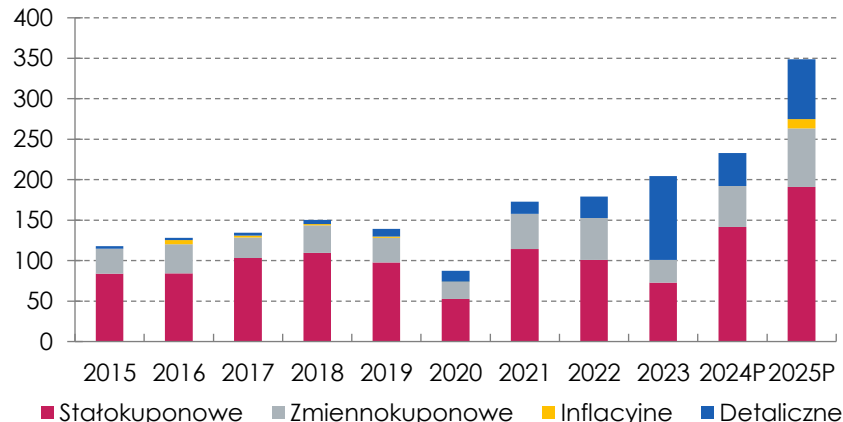
- Ostatnie miesiące przyniosły gwałtowny spadek dochodowości obligacji na świecie, w tym w Polsce. Był to efekt przyspieszonego dyskontowania obniżek stóp procentowych w państwach rozwiniętych pod wpływem m.in. słabych (jednorazowo) danych z amerykańskiego rynku pracy. W efekcie w szybkim tempie dochodowość polskiej 10-latki obniżyła się o około 55 pkt. baz. sięgając poziomu 5,12% tj. 8-miesięcznego minimum. Od tego momentu rozpoczęła się korekta a w ostatnich tygodniach rentowność długiego końca polskiej krzywej oscyluje wokół 5,35%.
- O ile **długookresowe perspektywy dochodowości długu skarbowego pozostają niezmienione i zakładają kontynuację niżki** (poziom 4,64% dla 10-latki na koniec 2025 roku), o tyle uważamy, iż przez polskimi obligacjami okresowe próby wzrostów rentowności. Koncentrować się one będą przede wszystkim na przelocie Q4 i Q1. Wtedy to spodziewamy się bowiem wzmożonych podaży długu skarbowego (prefinansowanie/finansowanie potrzeb pożyczkowych na rok 2025). Historycznie pierwsze trzy miesiące każdego roku są okresem największych podaży obligacji skarbowych. Co więcej plany na rok przyszły zakładają ich rekordową wysokość zarówno w ujęciu brutto (553 mld PLN), jak i netto (367 mld PLN). Mimo niespotykanego dotąd poziomu potrzeb nie spodziewamy się istotnych problemów z ich realizacją.

Krajowy rynek obligacji – Potrzeby pożyczkowe na 2025 rekordowo wysokie, ale ich realizacja nie wydaje się być zagrożona

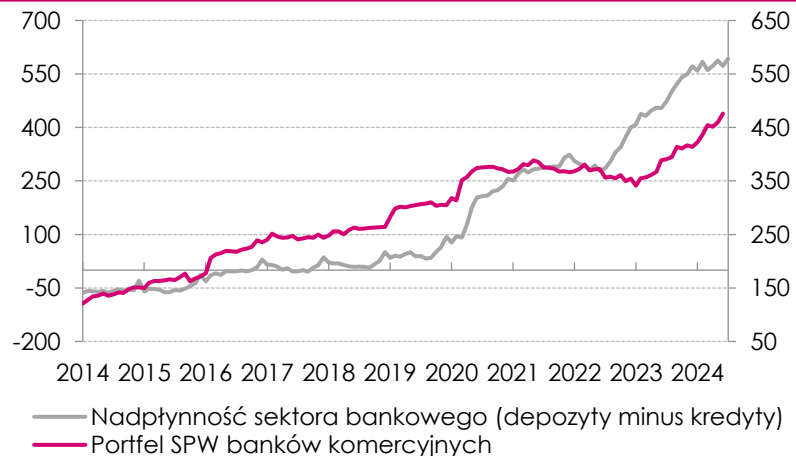
Deficyt budżetowy i stawka 10-letniego asset swapa (pkt. baz.)



Planowana sprzedaż obligacji skarbowych według typu (mld PLN)



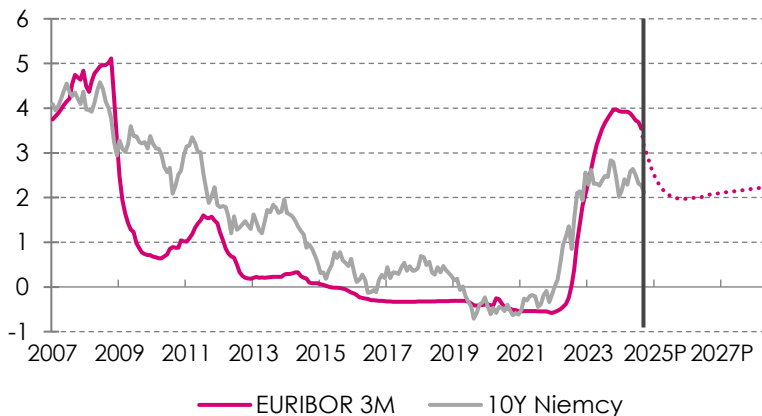
Portfel skarbowych papierów wartościowych w bankach i nadpłynność sektora (mld PLN)



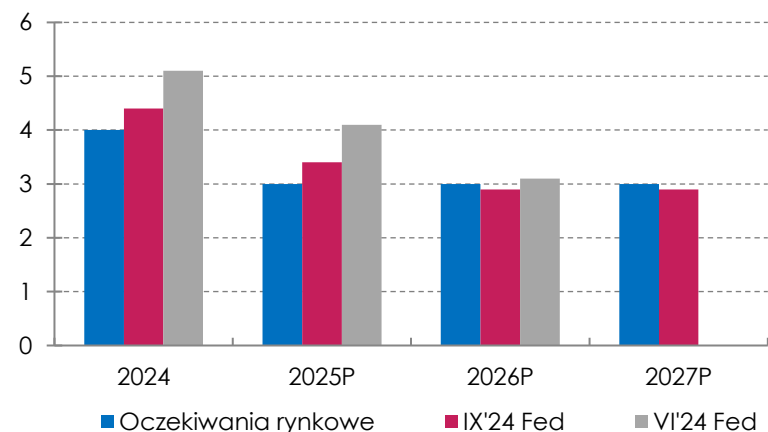
- Nie oznacza to jednak braku „rynkowych konsekwencji” wysokich potrzeb pożyczkowych dla wyceny długu skarbowego. Jedną z nich będą podwyższone poziomy stawek asset swapa utrzymujące się na przełomie roku. Fakt nadpłynności sektora bankowego zapewni jednak, iż nawet w obliczu intensywnych przetargów Ministerstwa Finansów przekroczenie poziomu 90 pkt. baz. (w przypadku 10-letnich stawek) będzie jedynie czasowe.
- Od końca pierwszego kwartału przyszłego roku natomiast w miarę nasilania się dyskusji o obniżkach stóp procentowych w Polsce **uważamy, iż trend niżki rentowności nieco przyspieszy**. Tym bardziej, iż w tym okresie zaawansowany powinien być cykl łagodzenia polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego oraz amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Taka sytuacja (bliski restart cyklu RPP i jego zaawansowany proces zagranicą) powinna zwiększać atrakcyjność polskiego długu w oczach inwestorów zagranicznych. Wtedy to bowiem różnica w poziomie stóp procentowych NBP i ECB/Fed powinna być bliska szczytu. Efektem będzie wzmocnienie strony popytowej na polski dług. Ergo, trend niżki dochodowości winien przybrać na sile. Podsumowując, o ile przed polskim długiem krótkoterminowy okres podwyższonej zmienności, o tyle w miarę upływu pierwszego kwartału 2025 trend niżki dochodowości powinien przybierać na sile.

Rynek obligacji bazowych – Tempo i skala obniżek stóp procentowych w USA i strefie euro kluczowa dla perspektyw obligacji rynków rozwiniętych

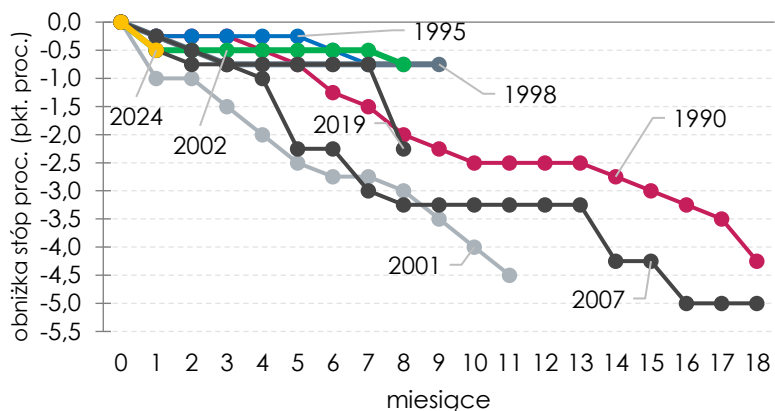
Stawka EURIBOR 3M i rentowność 10-letniego długu skarbowego Niemiec (%)



Mediana oczekiwań prognoz członków Fed i bieżące wycena rynkowa dot. stóp procentowych (%)



Skala łagodzenia polityki pieniężnej przez Fed w wybranych cyklach (pkt.proc.)



- Europejski Bank Centralny oraz amerykańska Rezerwa Federalna rozpoczęły w ostatnich miesiącach cykl łagodzenia monetarnego. Najnowsze dane makroekonomiczne, zwłaszcza te ze strefy euro, sprawiły natomiast, że rynkowe oczekiwania co do skali cięć stóp procentowych przybrały na sile. O ile zgadzamy się, że stopa depozytowa EBC może obniżyć się do poziomu 1,75% w połowie przyszłego roku, o tyle trudno naszym zdaniem będzie rentowności Bunda wyraźnie zniżkować z tego powodu. Taki scenariusz jest bowiem częściowo zdyskontowany. Co więcej, historycznie dochodowość 10-latki niemieckiej epizodycznie poruszała się poniżej stawki 3-miesięcznego EURIBORU. **Stawiamy na ruchy rentowności Bunda w przedziale 2,0 – 2,30%** w najbliższych miesiącach.
- W przypadku Fed nasze oczekiwania zakładają kondensację cięć stóp procentowych. Nie uważamy – wzorem oczekiwań zawartych w dot-plot – by cykl łagodzenia miał być wydłużony aż do 2026 roku. Rynek jest już jednak „przygotowany” na scenariusz szybkich cięć. Wciąż sporo może natomiast zależeć od napływających danych. Ich wymowa może okresowo zaburzać łagodny trend spadku dochodowości Treasuries. Podobnie jak pomysły gospodarcze nowego prezydenta USA. Niezależnie od wyniku wyborów uważamy, iż **deficyt budżetowy będzie rósł**. Pozostaje pytanie o skalę przyrostu emisji nowego długu, która w przypadku wygranej D.Trumpa powinna być większa.

Dane i prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
PKB	% r/r	5,6	0,2	3,1	3,9	-0,4	-0,6	0,5	1,0	2,0	3,2	3,2	3,6	4,0	3,6	3,8	3,9
Popyt krajowy	% r/r	5,2	-3,2	4,5	5,4	-4,8	-2,6	-4,1	-1,5	1,7	4,3	6,0	6,1	6,1	5,4	5,0	4,9
 Spżycie w sektorze gosp. domowych	% r/r	5,5	-1,0	4,5	3,4	-1,8	-2,9	0,8	0,0	4,6	4,7	3,5	4,6	3,5	3,6	3,3	3,2
 Inwestycje w środki trwałe	% r/r	2,7	13,1	1,3	7,5	6,0	16,5	11,3	15,8	-1,8	2,7	1,5	2,4	6,5	6,3	8,2	9,1
Wkład eksportu netto	pkt proc.	0,5	3,3	-1,4	-1,5	4,4	1,9	4,6	2,4	0,4	-0,8	-2,8	-2,5	-2,1	-1,8	-1,2	-1,0
Inflacja CPI *	% r/r	14,4	11,4	3,7	4,6	17	13,1	9,7	6,4	2,8	2,5	4,3	5,0	5,7	5,4	3,8	3,6
 Inflacja bazowa *	% r/r	9,1	10,1	4,3	4,1	12,0	11,6	9,7	7,4	5,4	3,8	3,9	4,4	4,4	4,3	3,9	3,7
Ropa naftowa Brent *	USD	98,7	82,0	80,0	75,7	82,1	77,7	85,6	82,7	81,5	84,8	79,8	74,0	76,7	75,9	75,3	74,8
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5,2	5,1	5,1	5,1	5,4	5,1	5,0	5,1	5,3	4,9	5,0	5,1	5,3	5,0	4,9	5,0
Place w gospodarce narodowej	% r/r	12,1	12,8	13,7	8,1	14,3	13,8	11,0	12,0	14,4	14,7	13,6	11,9	8,6	8,3	7,8	7,5
Saldo C/A	% PKB	-2,3	1,8	0,1	-1,0	-0,5	0,2	1,1	1,8	1,6	1,3	0,8	0,1	-0,3	0,7	-0,9	-1,0
Saldo sektora general government	% PKB	-3,4	-5,1	-5,6	-5,5	-	-	-	-5,1	-	-	-	-5,6	-	-	-	-5,5
Stopa referencyjna	%, k.o.	6,75	5,75	5,75	4,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	4,75
WIBOR 1M	%, k.o.	6,93	5,80	5,85	4,81	6,84	6,86	6,04	5,80	5,83	5,84	5,82	5,85	5,85	5,55	5,31	4,81
WIBOR 3M	%, k.o.	7,02	5,88	5,83	4,83	6,89	6,90	5,77	5,88	5,88	5,85	5,85	5,83	5,82	5,61	5,31	4,83
WIBOR 6M	%, k.o.	7,14	5,82	5,79	4,67	6,95	6,95	5,63	5,82	5,86	5,86	5,85	5,79	5,77	5,42	5,22	4,67
Obligacja 2-letnia	%, k.o.	6,77	5,12	4,80	3,95	6,11	5,84	5,04	5,12	5,14	5,13	4,76	4,80	4,69	4,42	4,18	3,95
Obligacja 10-letnia	%, k.o.	6,92	5,20	5,30	4,64	6,03	5,76	5,90	5,20	5,43	5,74	5,24	5,30	5,22	5,04	4,79	4,64
EUR/PLN	k.o.	4,69	4,35	4,26	4,29	4,68	4,45	4,64	4,35	4,30	4,31	4,28	4,26	4,26	4,27	4,29	4,29
USD/PLN	k.o.	4,40	3,94	3,86	3,80	4,29	4,11	4,37	3,94	3,99	4,03	3,82	3,86	3,84	3,81	3,80	3,80
EUR/USD	k.o.	1,07	1,10	1,10	1,13	1,09	1,08	1,06	1,10	1,08	1,07	1,12	1,10	1,11	1,12	1,13	1,13
EURIBOR 3M	%, k.o.	2,13	3,91	2,77	1,83	3,04	3,58	3,95	3,91	3,89	3,71	3,28	2,77	2,22	1,94	1,88	1,83
LIBOR 3M USD/SOFR 3M (od 07.2023 roku)	%, k.o.	3,62	4,62	4,62	3,10	4,51	5,00	5,27	5,36	5,35	5,35	5,31	4,62	4,11	3,59	3,14	3,10

Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Szare pola – prognozy Banku Millennium, k.o. - koniec okresu; * - średnio w okresie, kursy walutowe - fixing NBP

Prognozy Banku Millennium zostały sporządzone w oparciu o dane i informacje dostępne do dnia 12 kwietnia 2024 r.

BIURO ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

Bank Millennium SA

www.bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl

Andrzej Kamiński

Ekonomista

+48 22 598 20 10

andrzej.kaminski@bankmillennium.pl

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl

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, w tym udzielonej w ramach doradztwa inwestycyjnego, podatkowego, prawnego; ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiejkolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Została ona wydana wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, czy dokonywania transakcji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Nie stanowi ona analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Nie stanowi ona również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku, ani „badania inwestycyjnego” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy – w tym nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych. Informacje podane w analizie Banku nie uwzględniają indywidualnych okoliczności odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom. Niniejsza analiza nie powinna stanowić jedynej przesłanki do podjęcia decyzji inwestycyjnej przez odbiorcę. Decyzja inwestycyjna w odniesieniu do instrumentu finansowego lub inwestycji powinna być podjęta na podstawie opublikowanej dokumentacji emisyjnej. Ostateczna decyzja zawarcia transakcji należy wyłącznie do inwestora. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem straty, w tym całości wartości zainwestowanego kapitału, lub, w niektórych przypadkach, kwot przekraczających tę wartość. Fakty przedstawione w niniejszej analizie pochodzą oparte są na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne oraz na informacjach publicznie dostępnych – do jej sporządzenia nie wykorzystano żadnych informacji poufnych. Bank dolożył należyte staranności w celu zapewnienia, aby zawarte informacje nie były 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. Informacje zawarte w tej analizie są aktualne na datę utworzenia dokumentu i mogą ulec zmianie w przyszłości. Bank nie zobowiązuje się do ich aktualizowania. Bank nie udziela w odniesieniu do niniejszej analizy żadnych gwarancji, wyrażonych wprost ani dorozumianych, dotyczących jej przydatności do określonego celu. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych, indeksów lub wyników finansowych - nie stanowią one pewnego wskaźnika na przyszłość, w tym nawet co do podobnego zachowania instrumentów lub indeksów finansowych, gdyż wszelkie takie założenia są ze swej natury niepewne i obarczone ryzykiem błędu. Prezentowane informacje, czy przykłady użyte w niniejszym materiale mogą opierać się na przyjęciu pewnych założeń, np. co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. Z uwagi na to, że przyjęte teoretyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste wyniki związane z instrumentami, indeksami lub wskaźnikami finansowymi mogą istotnie odbiegać od prezentowanych założeń co do okoliczności mogących mieć wpływ na ich poziomy. Wszelkie odniesienia dotyczące poziomu kursów walutowych, cen surowców lub innych wskaźników ekonomicznych, nie odnoszą się do instrumentów finansowych opartych o te wskaźniki bazowe. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Bank Millennium S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Stanisława Żaryna 2A, 02-593 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 0000010186; NIP 5260212931; kapitał zakładowy 1 213 116 777 złotych, w pełni opłacony.