

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

16 września 2024

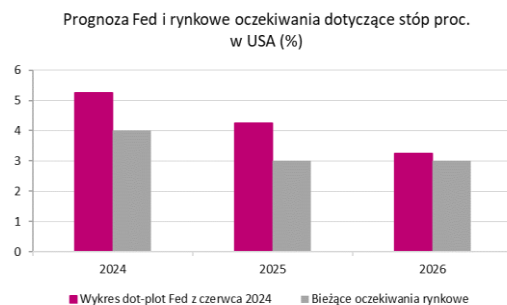
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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: Fed, LSEG Datastream

W tym tygodniu Fed rozpocznie cykl obniżek stóp procentowych. Skala pierwszej obniżki pozostaje niepewna, podobnie jak tempo dalszych obniżek w przyszłości. Spodziewamy się, że oczekiwania członków Fed wyrażone w uaktualnionym wykresie *dot-plot* będą niższe dla 2024 i 2025 r. niż w czerwcu br., aczkolwiek mniej agresywne niż obecna wycena rynków finansowych.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Fed rozpoczyna fazę obniżek stóp procentowych

W ub. tygodniu Europejski Bank Centralny z drugi raz w cyklu obniżył stopę depozytową o 0,25 pkt proc. do 3,50%, a także utrzymał retorykę, że tempo dalszych obniżek będzie zależne od napływających danych. W tym tygodniu uwaga przenosi się za ocean. W środę o godz. 20:00 czasu polskiego poznamy decyzję amerykańskiej Rezerwy Federalnej, która rozpocznie cykl obniżek stóp proc. Biorąc pod uwagę komunikację amerykańskich bankierów centralnych opartą o dane makroekonomiczne (inflację, która zbiega stopniowo do celu inflacyjnego, mniejszą temperaturę rynku pracy) decyzja o cięciu jest przesadzona. Skala obniżki pozostaje jednak niepewna, co odzwierciedla duża zmienność rynkowej wyceny prawdopodobieństwa skali obniżki. Obecnie (poniedziałek) rynki finansowe przypisują prawdopodobieństwo ok. 60% obniżce o 50 pkt baz. oraz 40% cięciu o 25 pkt baz. Spodziewamy się, że Fed zdecyduje się ostatecznie na obniżkę o 25 pkt baz. Przemawia za tym, naszym zdaniem, rynek pracy, który (pomimo słabszych wyników względem ubiegłego roku) nadal w solidnym tempie zwiększa zatrudnienie. Co więcej, aktywność gospodarcza pozostaje niezła. Według oddziału Fed w Atlantycie wzrost gospodarczy w 3Q 2024 szacowany jest na 2,5% kw/kw (SAAR) wobec 3,0% kw/kw (SAAR) w 2Q 2024, wciąż powyżej średniej wieloletniej. Ponadto wykres *dot-plot* prezentujący oczekiwania co do stóp procentowych w przyszłości wskazywał na tylko jedną obniżkę o 25 pkt baz w tym roku, co naszym zdaniem, przemawia za ostrożnym i wywarzonym podejściem do rozpoczęcia obniżek stóp. Nie byłibyśmy jednak zaskoczeni cięciem o 50 pkt baz., gdyby członkowie uznali, że należy przyspieszyć cykl obniżek. Bardzo ciekawe są także perspektywy dalszych kroków Fed. W tym tygodniu poznamy też nowy wykres *dot-plot* prezentujący prognozy członków Fed. Naszym zdaniem mediana prognoz na 2024 jak i na 2025 r. będą sporo niższe niż w czerwcu, aczkolwiek nie tak niskie jak obecne oczekiwania rynku. Według nich stopy procentowe na koniec 2024 r. będą niższe o ok. 125 pkt baz. i o kolejne 125 pkt baz. w 2025 r. W naszej ocenie oczekiwania te są przesadzone. Bardzo istotna będzie też komunikacja przewodniczącego Fed na konferencji, która, jak się spodziewamy, nie będzie zgodna z bardzo łagodną ścieżką stóp wycenianą przez rynki.

Produkcja przemysłowa w sierpniu pod negatywnym wpływem efektu kalendarzowego

W czwartek będą opublikowane dane z polskiego przemysłu. Według naszych szacunków dynamika produkcji sprzedanej przemysłu spadła do 0,0% r/r z 4,9% r/r miesiąc wcześniej. Na podobnym poziomie kształtuje się konsensus rynkowy. Spadek rocznej dynamiki produkcji to częściowo efekt mniejszej niż przed rokiem liczby dni roboczych. Z tego też powodu dynamika produkcji po wyeliminowaniu wahań sezonowych będzie bardziej stabilna, wskazując na umiarkowany jej wzrost. W naszej ocenie dane te będą wpisywały się w obraz stopniowego odrodzenia przemysłu, choć ze względu na recesję w niemieckim przemyśle, proces ten następuje nieco wolniej od pierwotnych oczekiwań. Negatywne skutki słabszego popytu zewnętrznego łagodzi natomiast odradzający się popyt krajowy. W czwartek poznamy dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu. Spodziewamy się, że przeciętne zatrudnienie spadnie o 0,3% r/r. W przypadku przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia oczekujemy wzrostu o 10,7% r/r wobec 10,6% r/r miesiąc wcześniej. Oznacza to względną stabilizację rynku pracy, choć zaznaczamy, że w okresie wakacyjnych dane mogą być bardziej zmienne niż zwykle, ze względu na możliwe przestoje i ograniczenia produkcji w związku z okresami urlopowymi. Dane z krajowej gospodarki nie powinny wpłynąć istotnie na naszą ocenę perspektyw gospodarki i polityki pieniężnej.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2776	-0,1%
USD/PLN	3,8490	-0,6%
CHF/PLN	4,5560	-0,4%
EUR/USD	1,1115	0,5%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,85	2
WIBOR 3M	5,85	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,61	-11
5Y	4,95	-13
10Y	5,24	-5

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,79	-15
5Y	4,25	-16
10Y	4,34	-14

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,13	-8
US 10Y	3,64	-10




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	82055,4	0,1
S&P 500	5626,0	4,0
Nikkei 225	36581,8	0,5

Źródło: LSEG Data & Analytics




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

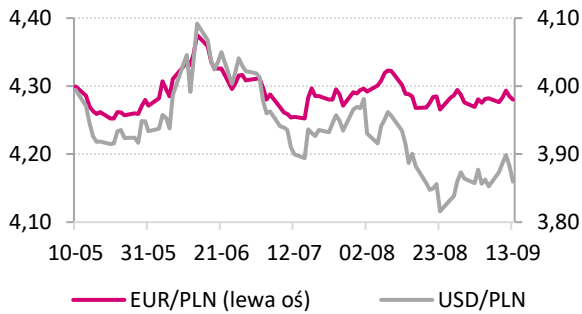
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Krótkoterminowy - zawężony w stosunku do nadrzędnego przedziału 4,24 - 4,31 - zakres wahań kursu EUR/PLN pozostaje aktualny. Złoty utrzymuje swoją relatywnie niską zmienność nawet w obliczu dość istotnych zmian rynków zewnętrznych. W tym tygodniu inwestorzy skoncentrowani będą na wyniku posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Patrząc na niejednoznaczne rynkowe oceny możliwych zmian podczas wrześniowego posiedzenia Fed (uczestnicy rynku są podzieleni niemal 50:50 co do skali cięcia w środę) z pewnością możemy liczyć na podwyższoną zmienność notowań. Naszym zdaniem jednak będzie ona jednak widoczna głównie poprzez kurs USD/PLN. Stawiając na tagodny start cyklu obniżek tj. cięcie o 25 pkt. baz. liczymy się z możliwością kolejne w ostatnim czasie próby wyniesienia pary EUR/PLN w okolice poziomu 4,30. Raz jeszcze przypominamy jednak, iż wydarzenia tego tygodnia nie powinny być przełomowe dla sytuacji technicznej pary EUR/PLN.
USD/PLN 	Stosunkowo niewielkie oczekiwane zmiany kursu EUR/PLN (utrzymanie dotychczasowego korytarza wahań) sprawia, że decydujące dla kierunku zmian pary USD/PLN będzie kształtowanie się eurodolara. W naszej ocenie aktywa dolarowe wrażliwe będą przede wszystkim na wynik posiedzenia Fed. Uważamy, iż zakończy się ono mniej agresywną narracją prezesa J.Powella co do przyszłych ruchów FOMC (także w długim terminie) w stosunku do oczekiwań rynkowych. Efektem będzie presja na mocniejszego dolara, choć jej skala uzależniona będzie m.in. od wypowiedzi szefa Rezerwy Federalnej. Na gruncie technicznym kurs USD/PLN powinien powrócić w okolice poziomu 3,89 tj. o około 5 groszy wyżej niż obecnie.
EUR/USD 	Nie ma co ukrywać, iż dla rynku eurodolara wydarzeniem tygodnia będzie wynik posiedzenia Rezerwy Federalnej. Naszym zdaniem reakcja kursu EUR/USD odbywać się będzie w „trójskoku”. Początkowo (stawiając na spokojny start obniżek tj. ruch o 25 pkt. baz.) dolar umocni się, by przejść w fazę wyczekiwania na dot-plot (wykres przedstawiający długoterminowe oczekiwania co do poziomu stóp procentowych przez amerykańskich bankierów centralnych). W naszej ocenie pokaże on niższy poziom w stosunku do prognoz Fed z czerwca, ale nie dorówna on do rynkowych oczekiwań. W efekcie presja na mocniejszego dolara może się utrzymywać. Kolejny, trzecim aspektem na który zareaguje eurodolar będzie narracja szefa Fed. Od tego czy „przekona” on rynki do swoich racji zależeć będzie trwałość wspomnianej presji na umocnienie dolara. Naszym zdaniem skala ruchów pary EUR/USD nie powinna wykraczać poza bieżące ramy trendu 1,10 - 1,12. W kolejnych dniach/tygodniach po posiedzeniu Fed wzrośnie wrażliwość rynku eurodolara na napływające dane, które będą kształtować oczekiwania rynku co do kolejnych ruchów banku centralnego.

Rynek obligacji

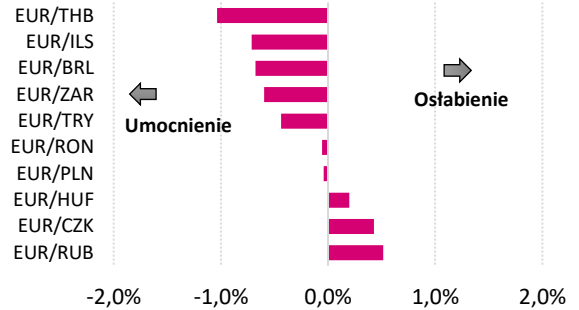
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Gotowość wprowadzenia przez rząd stanu klęski żywiołowej w związku z powodzią w części kraju nie powinna w naszej ocenie wywoływać istotnej reakcji rynkowej. Potencjalnym kanałem reakcji rynkowej byłoby przede wszystkim notowania obligacji (możliwość zwiększenia potrzeb pożyczkowych) jednak jest zbyt wcześnie, by móc oszacować koszty zniszczeń. Wydarzeniem tygodnia będzie m.in. jutrzejszy przetarg zamiany (jedyny w tym miesiącu), na którym Ministerstwo Finansów sprzedaje papiery serii OK0127, PS0729, WZ0330, DS1030, DS1033, DS1034, IZ0836 a odkupi serii PS1024, PS0425, WZ0525 i DS0725 zwiększając tym samym stopień finansowania tegorocznego (odkupi serii PS1024) i prefinansując zadania na rok 2025. Globalnie presję na niewielki wzrost dochodowości polskiego długu tworzyć może reakcja na wynik posiedzenia Fed. Uważamy bowiem, iż agresywne oczekiwania co do startu cyklu łagodzenia monetarnego w USA nie znajdują potwierdzenia.
10Y DE (%) 	Wynik ubiegłotygodniowego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego nie przyniósł wielu wskazówek co do kolejnych ruchów banku. Inwestorzy oczekują, iż do kolejnego cięcia stóp procentowych w strefie euro dojdzie dopiero w grudniu. Pomocne w ocenie perspektyw polityki pieniężnej EBC będą dane makro. Te istotne poznamy dopiero w kolejnych tygodniach, stąd najbliższe dni jawią się dość niemrawo w przypadku rynku Bunda. Przejściowo zmienność może podbijać jednak wynik posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej (środa).
10Y US (%) 	Uczestnicy rynku są podzieleni co do skali ruchu stóp procentowych podczas wrześniowego posiedzenia Fed. W efekcie możemy być pewni przede wszystkim podbicia zmienności rynku Treasuries. Kierunek zmianom nadawać będzie 1) decyzja Fed 2) narracja prezesa J.Powella i 3) najnowszy zestaw prognoz makroekonomicznych, w tym wykresu dot-plot. Liczymy na mniej agresywną niż rynek narrację Fed a co za tym idzie niewielki wzrost rentowności wzdłuż całej krzywej długu USA, choć skoncentrowany przede wszystkim na krótki jej końcu.

Wykresy rynkowe

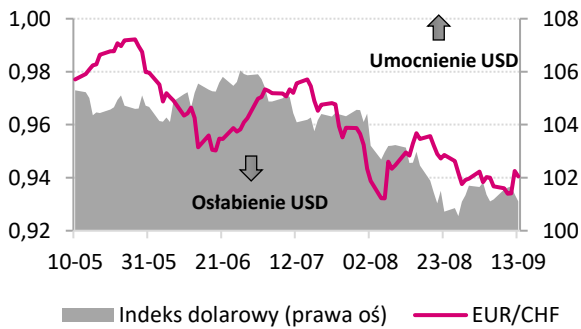
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



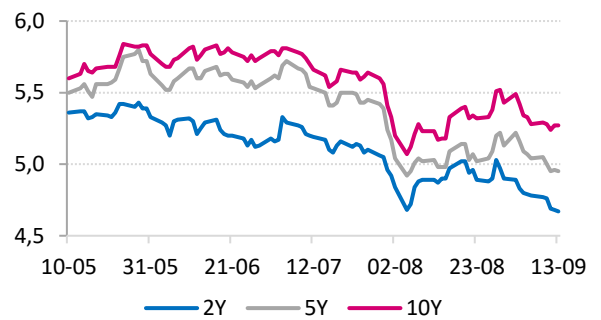
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



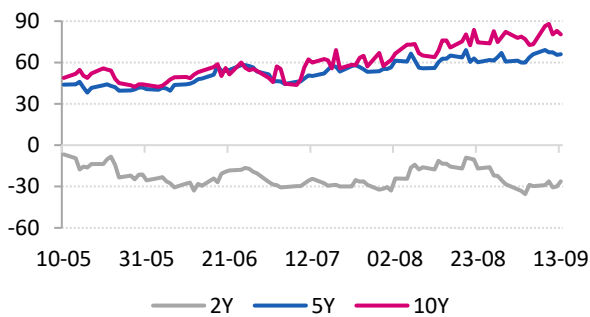
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



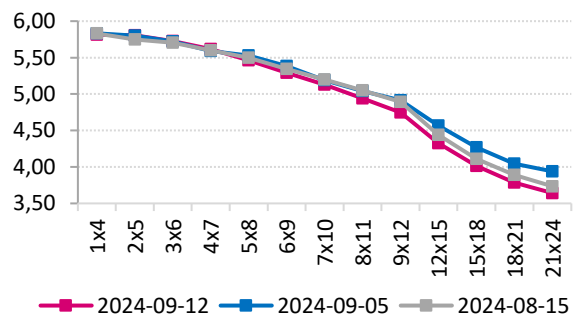
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



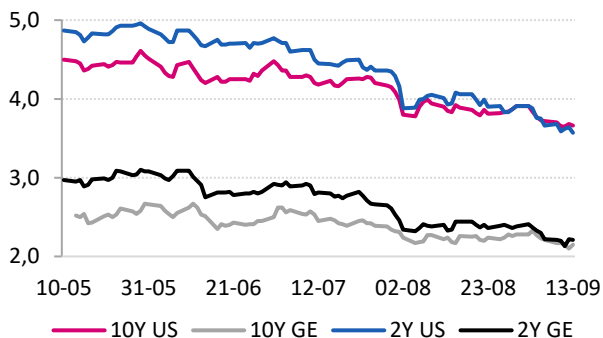
Krajowe stawki asset swap [%]



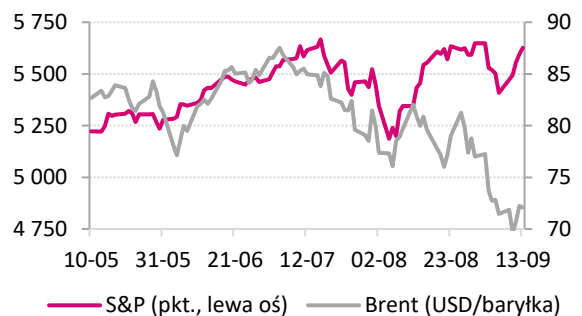
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 16 września					
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Sierpień	3.8%	3.7%	3.8%
Wtorek 17 września					
11:00 Indeks instytutu ZEW	Niemcy	Wrzesień	19.2	17.2	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Sierpień	1%	-0.2%	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Sierpień	-0.6%	0.4%	
Środa 18 września					
11:00 Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Sierpień	2.6%	2.2%	
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Sierpień	1406 tys.	1408 tys.	
20:00 Decyzja ws. stóp procentowych	USA	Wrzesień	5.25-5.50%	5.00-5.25%	5.00-5.25%
20:30 Konferencja prasowa po posiedzeniu Fed	USA	Wrzesień			
Czwartek 19 września					
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Sierpień	4.9%	0.0%	0.0%
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Sierpień	10.6%	10.9%	10.7%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Sierpień	-0.4%	-0.3%	-0.3%
13:00 Decyzja ws. stóp procentowych	UK	Wrzesień	5.00%	5.00%	
Piątek 20 września					
03:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Chiny	Wrzesień	3.35%	3.35%	
Decyzja Moody's ws. ratingu	Polska				
Poniedziałek 23 września					
09:30 Indeks PMI dla przemysłu wst.	Niemcy	Wrzesień	42.4		
09:30 Indeks PMI dla usług wst.	Niemcy	Wrzesień	51.2		
10:00 Produkcja bud.-montaż. r/r	Polska	Sierpień	-1.4%	-6.5%	-7.7%
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Sierpień	4.4%	3.6%	3.9%
10:00 Indeks PMI dla przemysłu wst.	EZ	Wrzesień	45.8		
10:00 Indeks PMI dla usług wst.	EZ	Wrzesień	52.9		
14:00 Podaż pieniądza M3	Polska	Sierpień	8.3%	8.0%	8.2%

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.