

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

23 września 2024

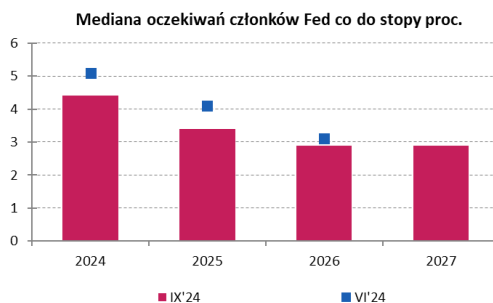
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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 ubiegłym tygodniu Fed przedstawił swoje najnowsze oczekiwania odnośnie do ścieżki stóp procentowych w kolejnych latach. Mimo, iż wrześniowa prognoza Rezerwy Federalnej zakłada niższe - niż oczekiwania w czerwcu - poziomy stóp procentowych w horyzoncie 2024-2026 to taki scenariusz był oczekiwany. Rynkowe przełożenie nowego wykresu dot-plot było niewielkie.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Nadchodzące dane będą weryfikować nowy scenariusz Fed

W ub. tygodniu dominującym wydarzeniem było posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej, która zgodnie z oczekiwaniami większości inwestorów rozpoczęła cykl obniżek stóp procentowych cięciem o 50 pkt baz. do przedziału dla podstawowej stopy procentowej 4,75-5,00%. Komunikat, a także konferencja przewodniczącego J.Powella utrzymana była w gołęmbim tonie, gdzie dużo uwagi poświęcono sytuacji rynku pracy. Obniżka o 50 pkt baz zamiast 25 pkt baz jest wyprzedzającym krokiem dla utrzymania obecnego stanu rynku pracy, miękkiego lądowania amerykańskiej gospodarki oraz inflacji zbiegającej stopniowo do celu inflacyjnego Fed. Członkowie Fed w tzw. wykresie dot-plot wyrazili ponadto swoje oczekiwania co do stóp procentowych. Wskazują one na obniżki o 50 pkt baz. do końca tego roku oraz kolejne 100 pkt baz. do końca 2025 r. Publikacje danych makroekonomicznych będą weryfikować aktualność tego scenariusza. W ten piątek poznamy dane o dochodach i wydatkach Amerykanów, obejmujące też wyliczenie inflacji PCE, która jest podstawową dla Fed miarą inflacji konsumentskiej. Według konsensusu wyniosła ona w sierpniu 2,3% r/r, wobec 2,5% r/r miesiąc wcześniej. Ponadto oczekuje się wzrostu m/m dochodów i wydatków, co nie powinno wpływać na oczekiwania co do stóp procentowych formułowanych przez rynki finansowe.

Tydzień z licznymi posiedzeniami banków centralnych

Ten tydzień będzie obfitował w posiedzenia banków centralnych, choć ogłaszane przez nich decyzje nie będą zapewne źródłem zmienności na rynkach finansowych. Decyzje o stopach procentowych w tym tygodniu podejmować będą banki centralne m.in. Szwajcarii, Czech, Węgier, Australii, czy Szwecji. Najciekawsza z naszego punktu widzenia będzie decyzja Narodowego Banku Szwajcarii, który zapewne trzeci raz w cyklu i drugi raz w tym roku obniży stopy procentowe o 25 pkt. baz. w rezultacie stopa podstawowa spadnie do poziomu 1,00%. Rynki finansowe wyceniają scenariusz, w który podstawowa stopa procentowa w Szwajcarii w połowie przyszłego roku wyniesie 0,5%. W naszym regionie decyzję o obniżce stóp procentowych podejmie natomiast Narodowy Bank Czech, który zapewne zetnie podstawową o 25 pkt. baz. Od rozpoczęcia cyklu w listopadzie ubiegłego roku, stopy procentowe w Czechach spadły już o 250 pkt. baz. i rynki finansowe oczekują ich zniżki o kolejne 125 pkt. baz. w perspektywie najbliższego roku. Cięcie stóp procentowych także o 25 pkt. baz. spodziewane jest także na Węgrzech, gdzie podstawowa stopa powinna być obniżona do 6,50% z 6,75% obecnie. Na tle banków centralnych naszego regionu, krajowa Rada Polityki Pieniężnej prezentuje się jastrzębio, utrzymując stopy procentowe na niezmiennym poziomie. To efekt mniej korzystnych perspektyw inflacji w Polsce, która w najbliższych kwartałach utrzymać się będzie wyraźnie powyżej celu banku centralnego. Z tego też powodu przestrzeń do obniżki stóp procentowych w Polsce może pojawić się w połowie przyszłego roku.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2739	-0,1%
USD/PLN	3,8301	-0,5%
CHF/PLN	4,5286	-0,6%
EUR/USD	1,1159	0,4%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,83	-2
WIBOR 3M	5,85	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,67	6
5Y	5,04	9
10Y	5,36	12

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,88	9
5Y	4,37	12
10Y	4,49	15

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,20	6
US 10Y	3,75	11




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	81357,5	-0,4
S&P 500	5702,5	1,4
Nikkei 225	37723,9	2,4

Źródło: LSEG Data & Analytics




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

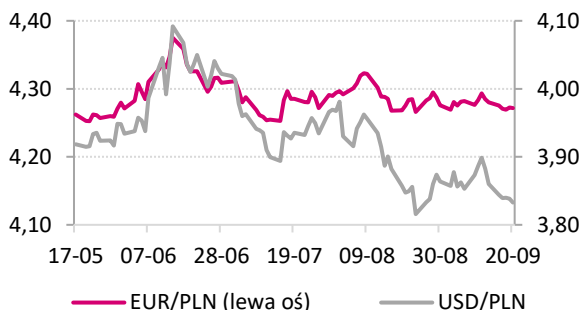
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	W naszej ocenie wrzesień na rynku EUR/PLN zakończy się w paśmie 4,26 - 4,30, a więc dokładnie w tym samym przedziale, w którym notowania tkwią nieprzerwanie od połowy sierpnia. Niezmiennie nie widzimy argumentów za wybiciem kursu z dotychczasowego zakresu zmian. Złoty pozostaje odporny na wydarzenia zewnętrzne, których w trwającym miesiącu nie brakowało (m.in. posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej i Europejskiego Banku Centralnego). Z tego tytułu obrazu notowań złotego zmienić nie powinny pozycje, które znajdują się w kalendarium tego tygodnia (inflacja PCE w Stanach Zjednoczonych, czy decyzje regionalnych banków centralnych). Perspektywy średniookresowe polskiej waluty konsekwentnie widzimy jako umiarkowanie optymistyczne. Zapewnić je będzie m.in. pozytywne dla złotego carry trade pomiędzy gospodarką polską, a gospodarkami państw rozwiniętych, czy regionu. Przykładowo w tym tygodniu koszt pieniądza prawdopodobnie zostanie obniżony na Węgrzech i Czechach podczas gdy oczekiwania co do restartu cyklu łagodzenia monetarnego w Polsce „wycenione” są rynkowo na marzec. Co więcej w naszej ocenie bazując na dotychczasowej narracji członków Rady Polityki Pieniężnej trudno będzie je istotnie przyspieszyć. Pozytywnie oceniamy ponadto procedowanie transz z Krajowego Planu Odbudowy. Koniunktura krajowej gospodarki pozytywnie wyróżnia się ponadto na tle gospodarek zachodniej części Europy.
USD/PLN 	Stosunkowo niewielkie oczekiwane zmiany kursu EUR/PLN (utrzymanie dotychczasowego korytarza wahań) sprawią, że decydujące dla kierunku zmian pary USD/PLN po raz kolejny będzie kształtowanie się eurodolara. Na gruncie technicznym kurs USD/PLN powinien powrócić w okolice poziomu 3,89 tj. o około 4 groszy wyżej niż obecnie. To właśnie w aspektach technicznym a nie fundamentalnych rozpatrujemy ruchy pary USD/PLN w tym tygodniu.
EUR/USD 	Od ponad miesiąca kurs EUR/USD porusza się w przedziale 1,10 - 1,12 i nie zmieniły tego wrześniowe wydarzenia „dużego kalibru” tj. posiedzenia EBC i Fed. Zmienić tego nie powinny także wydarzenia planowane na ten tydzień tj. dane inflacyjne z USA, komentarze przedstawicieli Fed, w tym prezesa J.Powella. Coraz bardziej ponure perspektywy gospodarki strefy euro, w szczególności w Niemczech, sprawiają, że próby wybicia ponad górne ograniczenie wspomnianego kanału mogą okazać się nieskuteczne. Mocniejsze rozegranie dolara natomiast (zejście poniżej poziomu 1,10) będzie utrudnione ze względu na agresywne rozpoczęcie przez Fed cyklu obniżek stóp procentowych.

Rynek obligacji

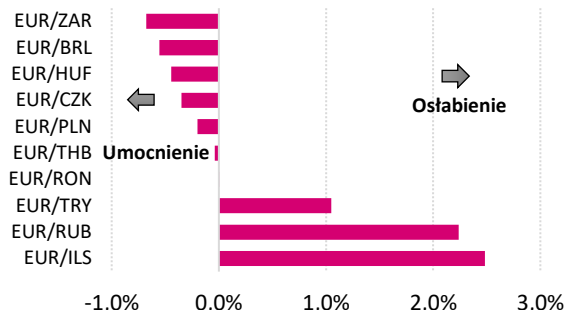
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Nie widzimy obecnie podstaw do spadku dochodowości krajowego długu. Globalnie inwestorzy nie znajdują argumentów w wydarzeniach najbliższych dni, by nasilać oczekiwania co do tempa i skali kolejnych cięć stóp procentowych w USA i strefie euro. Kanał rynków bazowych nie powinien zatem w naszej ocenie dawać argumentów do wzrostu rentowności. Z krajowego podwórka także trudno o argumenty mogące wpływać na zniżkę rentowności. Oczekiwania co do cięć stóp procentowych są naszym zdaniem nieco przedwczesne (marzec 2025) i nie powinny ulec przyspieszeniu, co sprzyjałoby spadkowi dochodowości. Co więcej sytuacja budżetowa pozostaje skomplikowana w związku z powodzią. Zgodnie z dzisiejszymi wypowiedziami ministra finansów A.Domańskiego powódź zwiększa prawdopodobieństwo nowelizacji budżetu w tym roku. W efekcie presja, choć niewielka, towarzyszyć będzie spadkowi cen a wzrostowi dochodowości obligacji. Wydarzeniem tygodnia na rynku długu będzie, drugi w tym miesiącu, przetarg sprzedaży obligacji skarbowych. Zgodnie z pierwotnym planem w środę oferowane będą papiery serii OK0127, PS0729, WZ0330, DS1034 i IZ0836. Możliwe są też inne obligacje. Ostateczne szczegóły zostaną podane dziś o godzinie 15:00. Podsumowując uważamy, iż bieżący bilans ryzyk przechyłony jest w kierunku nieznacznie wyższych rentowności 10-letniego długu skarbowego Polski. Wciąż jednak oczekiwania na przyszłoroczne obniżki stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężną będą kotwicą ograniczającą potencjał do nadmiernej zwyżki dochodowości.
10Y DE (%) 	Wycena niemieckiego długu pozostaje względnie stabilna. W przypadku 10-latki mowa o oscylowaniu dochodowości wokół poziomu 2,20%. W naszej ocenie w tym tygodniu nie znajdziemy wydarzeń mogących odmienić losy Bunda. W rezultacie nasze oczekiwania zakładają kolejne dni niewielkiej zmienności niemieckiej krzywej.
10Y US (%) 	Dochodowość amerykańskiej 10-latki nieznacznie rośnie i to pomimo agresywnego startu obniżek stóp procentowych w USA w ubiegłym tygodniu. Kolejne dni naszym zdaniem powinny przynieść utrzymanie symbolicznych wzrostów dochodowości. Dane dotyczące inflacji PCE ze Stanów Zjednoczonych (piątek), czy wypowiedzi kilku członków Fed mimo, iż będą wydarzeniami tygodnia nie powinny w istotny sposób przekładać się na wycenę Treasuries. Ubiegotygodniowe posiedzenie Fed wyczerpało bowiem krótkookresowo potencjał do zmian notowań z tytułu polityki monetarnej.

Wykresy rynkowe

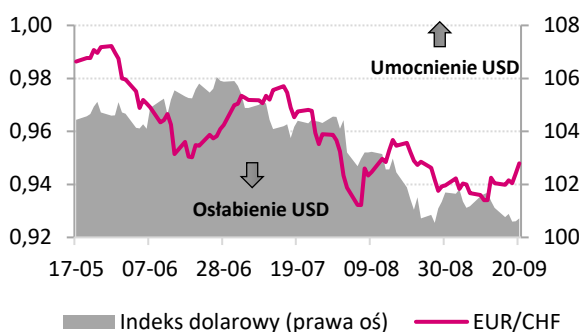
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



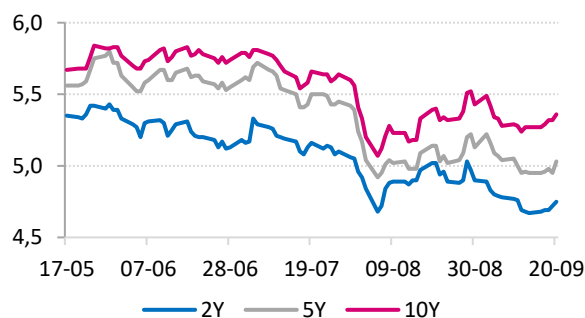
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



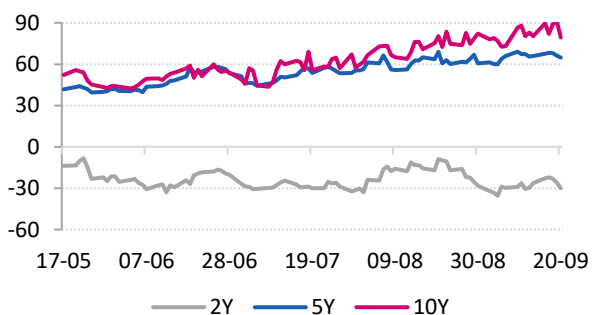
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



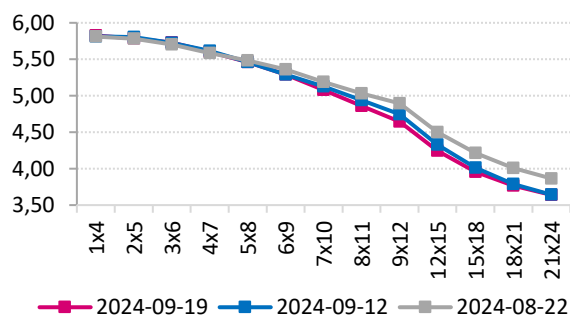
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



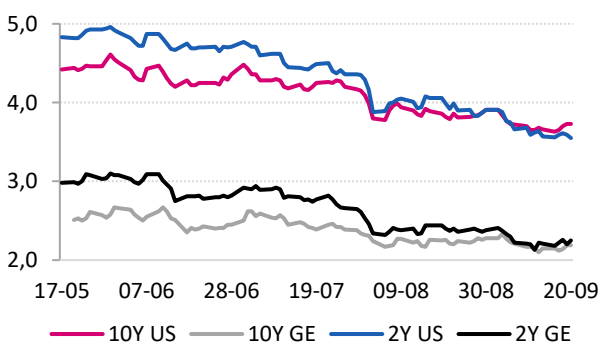
Krajowe stawki asset swap [%]



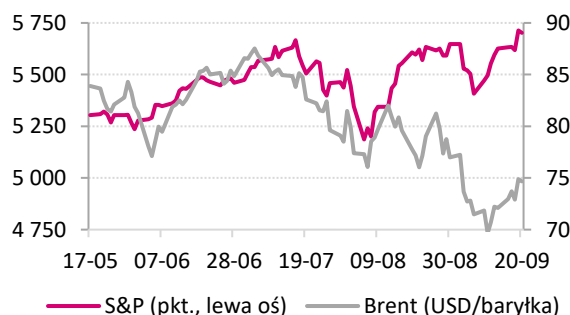
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 23 września					
09:30 Indeks PMI dla przemysłu wst.	Niemcy	Wrzesień	42.4	42.3	
09:30 Indeks PMI dla usług wst.	Niemcy	Wrzesień	51.2	51.0	
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Sierpień	4.4%	3.6%	3.9%
10:00 Produkcja bud.-montaż. r/r	Polska	Sierpień	-1.4%	-6.5%	-7.7%
10:00 Indeks PMI dla przemysłu wst.	EZ	Wrzesień	45.8	45.6	
10:00 Indeks PMI dla usług wst.	EZ	Wrzesień	52.9	52.1	
14:00 Podaż pieniądza M3	Polska	Sierpień	8.3%	8.0%	8.2%
15:45 Indeks PMI dla przemysłu wst.	USA	Wrzesień	47.9	48.5	
15:45 Indeks PMI dla usług wst.	USA	Wrzesień	55.7	55.3	
Wtorek 24 września					
10:00 Stopa bezrobocia rejestrowanego	Polska	Sierpień	5.0%	5.0%	5.0%
10:00 Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Wrzesień	86.6	86.0	
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Węgry	Wrzesień	6.75%	6.50%	
16:00 Indeks zaufania konsumentów- Conference Board	USA	Wrzesień	103.3	102.8	
Środa 25 września					
14:30 Decyzja ws. stóp procentowych	Czechy	Wrzesień	4.50%	4.25%	
Czwartek 26 września					
09:30 Decyzja ws. stóp procentowych	Szwajcaria	Wrzesień	1.25%	1.00%	
14:30 PKB kw/kw, SAAR, fin.	USA	2Q	1.4%	3.0%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	21 września	219k	225k	
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m, wst.	USA	Sierpień	9.8%	-2.9%	
Piątek 27 września					
08:45 Inflacja HICP r/r, wst.	Francja	Wrzesień	2.2%	1.9%	
09:00 Inflacja HICP m/m, wst.	Hiszpania	Wrzesień	2.4%	1.8%	
11:00 Indeks nastrojów w gospodarce	EZ	Wrzesień	-13.5	-13.0	
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Sierpień	0.3%	0.4%	
14:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Sierpień	0.5%	0.3%	
14:30 Inflacja PCE m/m	USA	Sierpień	0.2%	0.2%	
Poniedziałek 30 września					
10:00 Inflacja CPI r/r, wst.	Polska	Wrzesień	4.3%		

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	3.2	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.