Makro i rynek

komentarz tygodniowy

7 października 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

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3165	1,1%
USD/PLN	3,9342	2,9%
CHF/PLN	4,5691	0,5%
EUR/USD	1,0972	-1,8%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,80	14
5Y	5,12	23
10Y	5,42	18

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,04	23
5Y	4,65	35
10Y	4,74	30

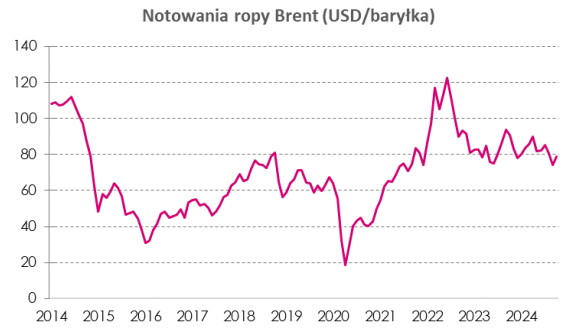
Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,23	10
US 10Y	3,98	22

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	82010,9	-3,5
S&P 500	5751,1	0,2
Nikkei 225	39332,7	3,7

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Na rynku ropy naftowej trwa okres podwyższonej zmienności. Rosnące napięcie na Bliskim Wschodzie przeplata się obawami dotyczącymi kondycji chińskiej gospodarki, czy gotowością Libii do przywrócenia wydobycia surowca oraz potencjalnego zwiększenia podaży przez Arabię Saudyjską. Nie bez znaczenia są także zmiany na rynku dolara, który w ostatnich dniach solidnie zyskiwał na wartości.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Ostatni odczyt amerykańskiej inflacji CPI przez kolejnym posiedzeniem Fed

W ub. tygodniu poznaliśmy dane z amerykańskiego rynku pracy we wrześniu, które w wielu aspektach okazały się pozytywną niespodzianką. Liczba etatów poza rolnictwem wzrosła aż o 254 tys. m/m po wzroście o 159 tys. m/m miesiąc wcześniej, a więc dużo silniej niż oczekiwano. Pozytywną niespodziankę sprawiła też stopa bezrobocia (spadek do 4,1% z 4,2%) i wzrost płac. Dane te miały pomóc określić krótkookresowe perspektywy działań Fed. Pod ich wpływem rynek finansowy zmienił nieco swoje oczekiwania i obecnie przypisuje największe prawdopodobieństwo dwóm obniżkom o 25 pkt baz do końca roku, wykasowując oczekiwania obniżki o 50 pkt baz. Co ciekawe, część inwestorów zaczyna wątpić w cięcie stóp w listopadzie, gdyż prawdopodobieństwo obniżki o 25 pkt. baz. na kolejnym posiedzeniu wynosi 94% (140% tydzień temu). Nieznacznie wzrósł też docelowy poziom stopy Fed w tym cyklu łagodzenia, do 3,25% wobec 2,75-3,00% tydzień temu. W tym tygodniu uwaga przenosi się na dane inflacyjne. W czwartek o godz. 14:30 poznamy wyliczenie inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych we wrześniu. Według konsensusu prognoz wskazuje na wskaźnik CPI wynoszący 0,1% m/m wobec 0,2% m/m w sierpniu. W przypadku bazowego wskaźnika CPI oczekuje się 0,2% m/m, a więc niższy odczyt niż miesiąc wcześniej (0,3% m/m). Dane te będą ostatnimi wyliczeniami CPI przed kolejnym posiedzeniem Fed, aczkolwiek nie będą budzić wśród członków obaw o realizację celu inflacyjnego ani o deflację. Odczyty nie powinny zatem wpływać na ocenę perspektyw polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej, która koncentruje uwagę na drugim swoim mandacie, czyli pełnemu zatrudnieniu. Oczekiwań co do działań Fed zapewne też nie będą modyfikować minutki Fed z ostatniego posiedzenia ani wyliczenie indeksu Michigan obrazującego nastroje konsumentów.

Niemiecki przemysł wciąż w recesji

W tym tygodniu poznamy dane opisujące kondycję niemieckiego przemysłu w sierpniu. W poniedziałek rano opublikowane zostały dane o nowych zamówieniach w przemyśle, które spadły o 3,9% r/r, po wzroście o 4,6% r/r w lipcu. To kolejny odczyt z niemieckiej gospodarki, który był wyraźnie gorszy od oczekiwań. We wtorek rano poznamy natomiast wyliczenie produkcji przemysłowej, która najpewniej odnotuje kolejny spadek r/r, wobec zniżki o 5,3% r/r w lipcu. Dane dla Niemiec, największej gospodarki strefy euro potwierdzą utrzymująca się recesję w tym sektorze dla całej unii walutowej. Przyczynia się do niej słabszy popyt z kraju i z zagranicy w warunkach wysokich stóp procentowych, a także niepewność gospodarstw domowych związanych z przyszłością (pomimo znaczącego spadku inflacji) oraz problemy strukturalne związane z konkurencyjnością w związku z wysokimi cenami energii. O ile problemy europejskiego przemysłu nie są nowe, to dodatkowo słabnie sektor usług, który pozytywnie zaskoczył na początku tego roku. Sądzimy zatem, że prognoza Europejskiego Banku Centralnego, według której PKB w strefie euro miał wzrosnąć w 3Q 2024 o 0,2% kw/kw (która i tak nie była wygórowana) może się nie zrealizować. Wraz ze spadkiem inflacji Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego będzie przywiązywała większą uwagę do danych z gospodarki realnej i z rynku pracy. W przyszłym tygodniu EBC, jak zasygnalizowała Ch.Lagarde, EBC zapewne obniży stopy procentowe trzeci raz w tym roku.

Rynek walutowy

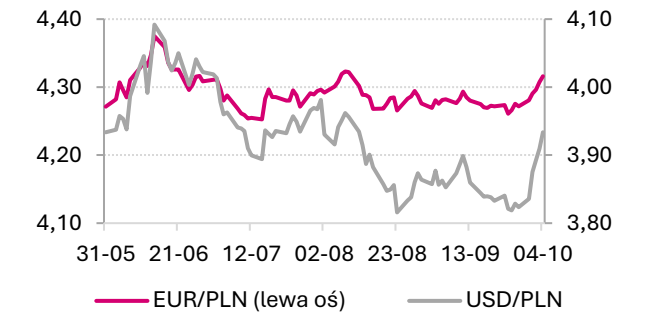
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
Kierunek		Uzasadnienie
EUR/PLN	⇔	Po blisko dwóch miesiącach obecności w zawężonym kanale 4,26 – 4,30 złoty osłabił się na tyle, iż notowania zwyżkowały do 4,3180. Źródłem presji sprzedających na złotego, ale i pozostałe waluty regionu tej części Europy jest umocnienie dolara na rynkach globalnych. Ma ono swoje umocowanie z jednej strony z mocnych danych z USA, które skutecznie odebrały rynkowi chęć agresywnych oczekiwań co do kolejnych ruchów Fed, z drugiej ze słabości koniunktury w strefie euro, która z kolei nakręca oczekiwania w przypadku Europejskiego Banku Centralnego. Ostatnie dni to także nieco większa łagodność prezesa Narodowego Banku Polskiego w kwestii perspektyw stóp procentowych, choć uczciwie przyznać należy, iż rynkowy scenariusz uwzględnia od jakiegoś czasu szybszy od oficjalnych wypowiedzi restart cyklu łagodzenia monetarnego. W naszej ocenie przestrzeń do osłabienia złotego dość szybko jednak się kurczy. Poziom 4,33 PLN za EUR uważamy, iż powinien położyć kres bieżącej rundzie osłabienia polskiej waluty. Dopuszczamy oczywiście chwilowy ruch nieco powyżej tego poziomu (zakres mniejszy niż grosz). Warto bowiem zwrócić uwagę, iż ten tydzień nie powinien dostarczyć nowych informacji mogących pozwolić na kontynuacje „ogrywania" bieżącego scenariusza rynkowego (mocniejszy dolar). W efekcie wygasnąć powinna także presja na osłabienie złotego. Jednocześnie zaznaczamy, iż w obecnych uwarunkowaniach trudno będzie powrócić kursowi EUR/PLN na poziomy widoczne przed dwoma tygodniami (4,25), choć fundamentalnie polska waluta wciąż wygląda atrakcyjnie.
USD/PLN	⇑	Złożenie słabości złotego z globalną mocą dolara zadecyduje o utrwaleniu wzrostowego charakteru zmian na parze USD/PLN. Rynek z nawiązką zrealizował nasz ubiegłotygodniowe oczekiwania 7-groszowej zwyżki notowań i obecnie kieruje się w stronę psychologicznej bariery 4,00. W obliczu dość ubogiego kalendarza danych makroekonomicznych tego tygodnia kluczowe mogą okazać się wskazania techniczne. Po sugerują zaś kurczącą się, ale wciąż obowiązującą przestrzeń do osłabienia złotego względem dolara.
EUR/USD	⇓	Ubiegłotygodniowe ruchy spadkowe potwierdziły słuszność naszej prognozy zakładającej zniżkę kursu EUR/USD do poziomu 1,10. Wynikało to z presji sprzedających na euro po prawdopodobnych kolejnych niespodziankach in minus w danych inflacyjnych ze strefy euro, które nasiliły oczekiwania co do agresywnych ruchów Europejskiego Banku Centralnego podczas najbliższych posiedzeń. Tym samym pogarszając carry trade w relacji do dolara. Tym bardziej, iż dane ze Stanów Zjednoczonych potwierdziły solidny obraz rynku pracy USA. Efektem było istotne złagodzenie rynkowych oczekiwań co do kolejnych ruchów Fed, po mocnym, bo wynoszącym 50 pkt. baz. początku cyklu cięć stóp procentowych we wrześniu. Obecnie inwestorzy wskazują, że na kolejnym posiedzeniu Fed obniży koszt pieniądza o 25 pkt. baz. a niewielka część rynku obstawia wręcz stabilizację stóp procentowych. W tym tygodniu liczymy na rozbudowę trendu spadkowego, choć w obliczu ubogiego kalendarza danych makro, bardziej w kontekście aspektów technicznych. Ruch do poziomu 1,0903 a więc 200-dniowej średniej ruchomej pozostaje naszym zdaniem scenariuszem bazowym tego tygodnia. Nie będą to już zatem tak spektakularne ruchy jak w ubiegłym tygodniu, lecz aprecjacja dolara powinna być kontynuowana.

Rynek obligacji

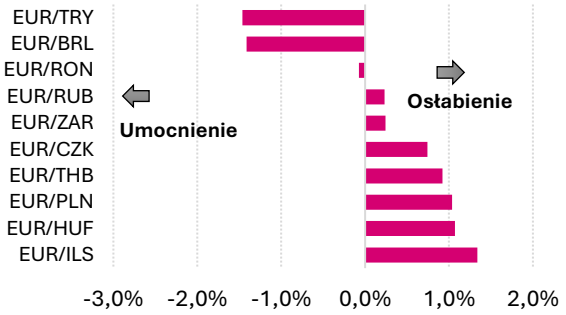
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
Kierunek		Uzasadnienie
10Y PL (%)	⇑	Pozostajemy konsekwentni w swoich oczekiwaniach zakładających brak podstaw do istotnych spadków dochodowości krajowego długu jednocześnie przy piętrzących się argumentach za niewielkim odreagowaniem wzrostowym. Perspektywy obniżek stóp procentowych są w pełni uwzględnione w wycenie rynkowej w stopniu, który naszym zdaniem jest zbyt agresywny i trudny do pogłębienia. Czyni to kwestię krajowej polityki pieniężnej jako wyczerpaną w kontekście obserwowanego w ostatnich dniach tendencji spadku dochodowości. Z kolei czynniki podażowe powinny wspierać niewielką zwyżkę dochodowości skarbowych papierów wartościowych. W tym tygodniu odbędzie się pierwszy z trzech listopadowych przetargów sprzedaży, co okresowo może podbijać zmienność. Co więcej źródłem presji na wyższe rentowności będą sygnały ze Stanów Zjednoczonych, gdzie inwestorzy pokładają mniejszą wiarę w agresywne ruchy Fed.
10Y DE (%)	⇔	Wycena niemieckiego długu pozostaje względnie stabilna. W przypadku 10-latki mowa o oscylowaniu dochodowości wokół poziomu 2,22%. W naszej ocenie w tym tygodniu nie znajdziemy wydarzeń mogących odmienić losy Bunda. W rezultacie nasze oczekiwania zakładają kolejne dni niewielkiej zmienności niemieckiej krzywej. Temat obniżki stóp procentowych w strefie euro w październiku jest już rynkowo zdyskontowany.
10Y US (%)	⇑	Dochodowość amerykańskiej 10-latki nieznacznie rośnie wspierana solidnym raportem z rynku pracy USA (miniony piątek), który przekreślił – w ocenie rynku – szanse na agresywne ruchy Fed w kolejnych miesiącach. W efekcie ponownie w krótkim czasie na amerykańskiej krzywej dochodzić do przetasowań. Tym razem zakładają one – jak wspomnieliśmy – bardziej wstrzemięźliwą postawę Rezerwy Federalnej.

Wykresy rynkowe

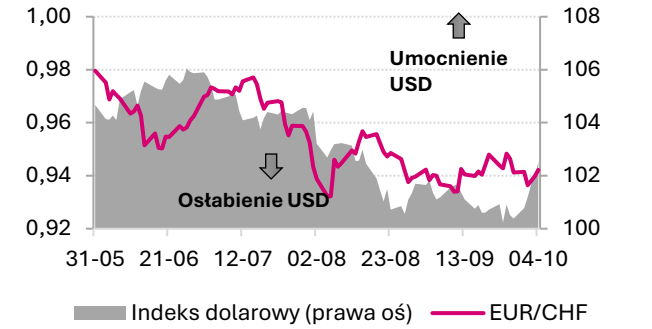
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



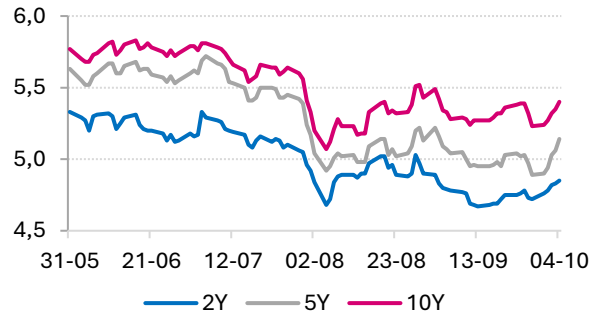
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



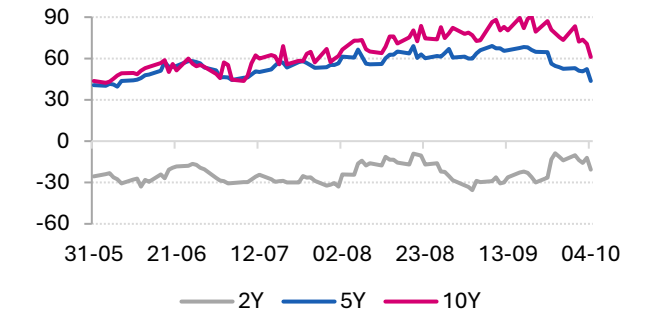
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



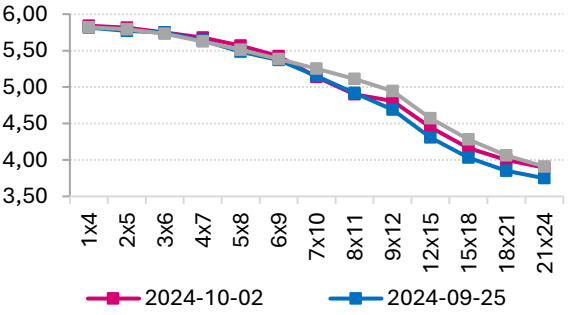
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



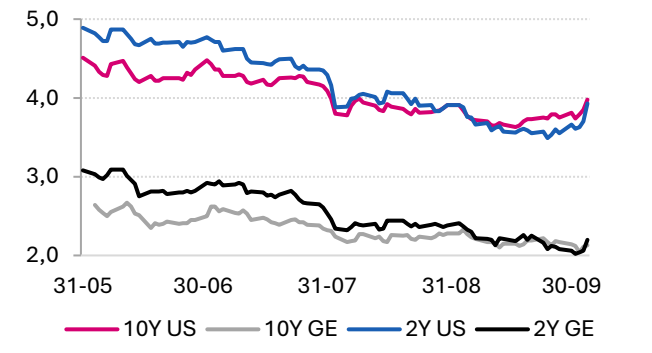
Krajowe stawki asset swap [%]



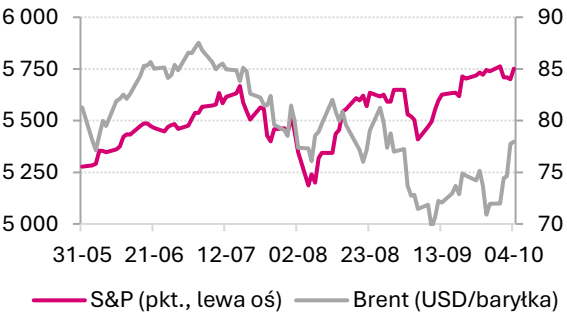
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 07 października						
10:00	Indeks Sentix	EZ	Październik	-15.4	-15.6	
Wtorek 08 października						
14:30	Bilans handlowy USD	USA	Sierpień	-78.8b	**-71.1b**	
Środa 09 października						
	Przetarg sprzedaży obligacji skarbowych	Polska	Październik			
14:00	Protokół z posiedzenia banku centralnego	Węgry	Wrzesień			
20:00	Protokół z posiedzenia banku centralnego	USA	Wrzesień			
Czwartek 10 października						
13:30	Protokół z posiedzenia banku centralnego	EZ	Wrzesień			
14:30	Inflacja CPI r/r	USA	Wrzesień	2.5%	2.3%	
14:30	Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	4 paźdz.	225k	229k	
Piątek 11 października						
08:00	Inflacja CPI r/r fin.	Niemcy	Wrzesień	1.9%	1.6%	
14:30	Inflacja PPI r/r	USA	Wrzesień	2.4%		
16:00	Raport uniwersytetu Michigan wst.	USA	Październik	70.1	70.1	
Poniedziałek 14 października						
14:00	**Saldo rachunku bieżącego EUR**	**Polska**	**Sierpień**	**-1462m**	**-969m**	-1690m

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	5.0	5.1	5.3	4.9	4.9	5.0
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	14.4	11.4	3.7	4.7	2.8	2.5	4.5	5.0	5.8	5.5	3.8	3.6
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	98.7	82.0	82.5	75.7	81.5	84.8	78.7	74.0	76.7	75.9	75.3	74.8
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	5.82	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	5.85	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	4.26	4.29	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	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	1.08	1.07	1.12	1.10	1.11	1.12	1.13	1.13
EURIBOR 3M	%, k.o.	2.13	3.91	2.75	1.83	3.89	3.71	3.28	2.75	2.22	1.94	1.88	1.83
SOFR 3M** (następca LIBOR 3M USD od 07.2023)	%, k.o.	4.77	5.59	3.95	2.96	5.56	5.59	4.85	3.95	3.46	3.17	3.02	2.96

** pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium, śr.o. - średnio w okresie, k.o. - na koniec okresu*
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 jakiejkolwiek 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 jakiekolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.