

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

21 października 2024

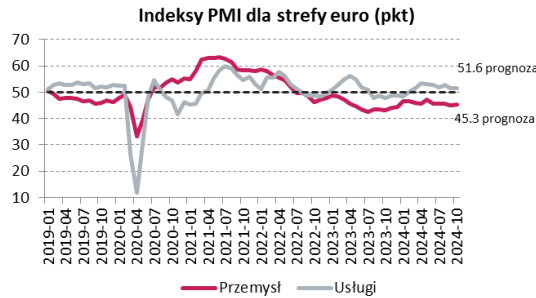
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond, LSEG Eikon, Bank Millennium

Makroekonomicznym wydarzeniem tygodnia będą wstępne odczyty indeksów PMI z gospodarek strefy euro. Ich wymowa będzie bowiem kształtować rynkowe perspektywy zmian stóp procentowych EBC w krótkim okresie. Uważamy, iż w przypadku dalszego choćby niewielkiego pogorszenia nastrojów inwestorzy mogą zacząć wyceniać alternatywny scenariusz cięcia stóp procentowych w strefie euro w grudniu o 50 pkt. baz. Byłoby to paliwem do dalszego spadku kursu EUR/USD.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

W tym poznamy dane PMI za październik dla Eurolandu

W ubiegłym tygodniu Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego jednogłośnie obniżyła stopy procentowe w strefie euro o 25 pkt baz. W konsekwencji stopa depozytowa wynosi 3,25%. Decyzja ta była zgodna z oczekiwaniami. Komunikat ani prezeska Ch.Lagarde także nie zaskoczyły, gdyż nie doprecyzowano kolejnych działań Rady. Niemniej, prezeska EBC powiedziała, że „proces dezinflacji wyraźnie postępuje”, a bilans czynników ryzyka dla wzrostu gospodarki jest przechylony w dół. O ile jest jasne, że Rada Prezesów będzie kontynuowała cięcia stóp procentowych, o tyle tempo i skala cięć jest niepewna. Według oczekiwań rynkowych na posiedzeniach w grudniu 2024 r. oraz w styczniu, marcu i kwietniu 2025 r. EBC będzie dalej obniżał stopy procentowe o 25 pkt baz. Potem tempo obniżek ma, według rynków, spowolnić aż stopa depozytowa osiągnie na koniec 2025 r. poziom 1,75-2,00%. Wydaje nam się, że scenariusz ten będzie obowiązywał jeszcze przez jakiś czas. W tym tygodniu natomiast mamy poznać dane PMI w październiku. Według konsensusu prognoz indeksy dla przemysłu i dla usług mają być zbliżone do odczytów we wrześniu, które wyniosły odpowiednio: 45,0 pkt i 51,4 pkt. Co prawda, Ch.Lagarde na konferencji w ub. tygodniu kilkakrotnie wzmiankowała o wskaźnikach PMI, aczkolwiek nie sądzimy, by mogły one odmienić znacząco obraz gospodarki strefy euro, która jest w stagnacji i gdzie presja inflacyjna jest coraz bardziej pod kontrolą. Niemniej, widzimy możliwość, że w przypadku mocnych zaskoczeń w dół, zwłaszcza dla sektora usług, rynki finansowe mogą rozpocząć „grę” na obniżkę stóp o 50 pkt baz. na następnym posiedzeniu w grudniu, gdy już więcej się wyjaśni w kontekście perspektywy inflacji, wzrostu gospodarczego i rynku pracy. Nie zmienia się jednak scenariusz bazowy dla rynków obniżki w grudniu o 25 pkt baz.

We wrześniu prawdopodobnie wyhamowała dynamika sprzedaży detalicznej

We wtorek GUS opublikuje dane o sprzedaży detalicznej we wrześniu. Według naszych szacunków jej dynamika w cenach stałych wyhamowała do 1,0% r/r z 2,6% r/r w sierpniu. Konsensus rynkowy wskazuje natomiast na wzrost o 2,3% r/r. Dane za wrzesień dopełnią obraz trzeciego kwartału, w którym wzrost sprzedaży detalicznej zapewne spowolnił względem 1Q br. Konsumpcja pozostaje ważnym filarem wzrostu, choć sprzedaż towarów, którą obejmują statystyki sprzedaży detalicznej, nieco rozczarowuje. Solidnie rośnie natomiast popyt na usługi. Wsparciem konsumpcji pozostaje niezmiennie dobra sytuacja dochodowa gospodarstw domowych oraz niskie bezrobocie. Z drugiej jednak strony, tempo jej wzrostu spowalnia odbudowa oszczędności przez konsumentów. W tym samym dniu, GUS opublikuje dane o koniunkturze w przemyśle, budownictwie, handlu i usługach, które pozwolą ocenić aktualny sentyment w głównych sektorach polskiej gospodarki. W środę natomiast GUS opublikuje *Biuletyn Statystyczny*, który zawiera liczne szczegółowe dane z polskiej gospodarki. Niewątpliwie ciekawe będą szczegóły dotyczące stopy bezrobocia i liczby zgłoszonych ofert pracy, liczby pracujących, czy też zamówień w przemyśle. W naszej ocenie dane te nie wpłyną na oczekiwania co do skali wzrostu w całym bieżącym roku, który szacujemy na 3,1%. W naszej ocenie w 2025 r. dynamika PKB przyspieszy do 3,9%, co w głównej mierze będą efektem spodziewanego ożywienia aktywności inwestycyjnej firm w związku z większą absorpcją środków z Unii Europejskiej. Dane te nie powinny wpłynąć na rynkowe oczekiwania co do ścieżki stóp procentowych w Polsce.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3116	0,5%
USD/PLN	3,9729	1,2%
CHF/PLN	4,5900	0,4%
EUR/USD	1,0852	-0,7%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,80	-2
WIBOR 3M	5,85	-2

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,01	6
5Y	5,32	4
10Y	5,60	8

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,16	-5
5Y	4,83	3
10Y	4,95	4

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,19	-6
US 10Y	4,08	-2




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	82737,1	-0,6
S&P 500	5864,7	0,9
Nikkei 225	38954,6	-1,6

Źródło: LSEG Data & Analytics




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

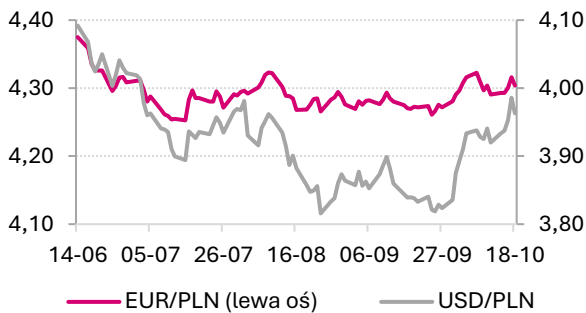
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Mimo, iż od strony fundamentalnej niewiele się zmienia i kondycja polskiej gospodarki pozostaje wspieraniem dla złotego, to górę obecnie biorą nastroje towarzyszące wyczekiwaniu na wynik wyborów prezydenckich w USA. Zgodnie z napływającymi sondażami, zwłaszcza w tzw. swing-states, prawdopodobieństwo wygranej przesunęło się w ostatnich tygodniach w stronę D.Trumpa. Rynkową reakcją na możliwość wygranej kandydata Republikanów jest umocnienie dolara. Z jednej strony wynika ono ze wzrostu awersji do ryzyka, z drugiej zaś z niektórych zapowiedzi gospodarczych (jak choćby wzmocnienie protekcjonizmu względem Chin). Historycznie umacniający się dolar jest negatywnie skorelowany z ruchami walut rynków wschodzących. Tak też jest i tym razem. Złoty ostabia się, choć przyznać należy, iż skala deprecjacji pozostaje dość ograniczona. W naszej ocenie poziom 4,33 PLN za EUR wciąż pozostaje dość istotnym poziomem technicznym, który może powstrzymać presję na złotego. Fakt jednak, iż w bieżącej rynkowej grze sporo jest emocji sugeruje, że wyprzedaż złotego może przybrać silniejsze rozmiary. Przed polską walutą zatem trudne najbliższe tygodnie z dużą niepewnością co do kierunku zmian. Uzależniona będzie ona od wyniku wyborów prezydenckich w USA (5 listopada). W naszej ocenie publikacje makroekonomiczne zejdą w tym czasie na drugi plan. Tym bardziej, iż dane nie powinny w znaczący sposób wpływać chociażby na listopadowe posiedzenie Fed (scenariuszem pozostaje obniżka o 25 pkt. baz.)
USD/PLN 	Presja na mocniejszego dolara nie ustaje, choć w naszej ocenie jest bliska kresu. Nie oznacza to jednak, iż w najbliższych dniach dojdzie do znizki kursu USD/PLN. Wręcz przeciwnie uważamy, iż dolar (globalnie) będzie anemicznie, ale jednak zyskiwał na wartości a złoty tracił w wyniku słabszych nastrojów. Efektem będzie presja na wyżkę pary USD/PLN. Coraz silniejsza będzie ponadto chęć naruszenia bariery psychologicznej 4,00 PLN za USD.
EUR/USD 	Nasze ubiegłotygodniowe oczekiwania sprawdziły się połowicznie. Umocnienie dolara, którego oczekiwaliśmy okazało się być jednak silniejsze niż ruch eurodolara do 1,0905. Kurs EUR/USD zakończył tydzień w okolicy 1,0860. Taki scenariusz utrzymuje prodolarowy obraz notowań na gruncie technicznym. Widzimy możliwość ruchu w okolicy 1,0780. Głębsze zniżki kursu bez wsparcia w postaci danych makro naszym zdaniem nie będą możliwe. Wyprzedanie rynku sugerują coraz liczniejsze oscylatory techniczne. Jednocześnie nie widzimy też argumentów za wyraźnym wzrostem eurodolara. Za scenariusz bazowy przyjmujemy utrzymywanie się kursu EUR/USD na 3-miesięcznym minimum z okresowymi próbami łagodnego umocnienia. Sporo zależy będzie od czwartkowych, wstępnych danych PMI ze strefy euro. Słabszy odczyt mógłby nasilić kiepskie nastroje sprzyjając dalszej zniżce EUR/USD. Na pierwszym planie w najbliższych dwóch tygodniach będą jednak sondaże dotyczące wyborów prezydenckich w USA, gdzie wciąż każdy scenariusz jest możliwy. Potęguje to awersję do ryzyka i jednocześnie premieje dolara.

Rynek obligacji

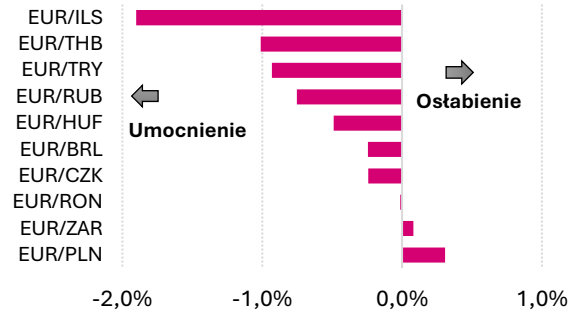
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Dochodowość 10-latki polskiej sięgnęła najwyższego poziomu od końca lipca tego roku. O ile rozumiemy i zgadzamy się z argumentami stojącymi za wyższą dochodowością (ograniczenie oczekiwań co do skali przyszłorocznych cięć stóp procentowych w Polsce oraz wyższa stawek asset swap będących do pewnego stopnia proxy ryzyka fiskalnego), to naszym zdaniem trudno będzie o kontynuację tego ruchu. Wciąż jednak nastroje globalne będą pozostawały umiarkowanie niekorzystne dla aktywów m.in. tej części Europy. Co więcej presję na utrzymywanie dochodowości na podwyższonym poziomie zapewni przetarg sprzedaży obligacji skarbowych (środa). Pod koniec września resort finansów informował, że 23 października oferowane będą papiery serii OK0127, PS0130, WZ0330, DS1034, IZ0836. Dziś poznamy szczegóły tej oferty. Podsumowując mimo, iż uważamy bieżącą dochodowość za relatywnie wysoką, to naszym zdaniem dość dobrze oddaje ona obecne realia globalnego apetytu na ryzyko, presji fiskalnej, czy perspektyw polityki pieniężnej w Polsce. W efekcie oczekujemy stabilizacji dochodowości całej krzywej na bieżącym poziomie.
10Y DE (%) 	Wycena niemieckiego długu pozostaje taka jak zakładaliśmy a więc 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. Warunkiem będzie jednak brak lub niewielkie odchylenie wstępnych odczytów indeksów PMI w strefie euro w stosunku do konsensusu. W takim scenariuszu zmianie nie powinny ulec oczekiwania co do kolejnych ruchów Europejskiego Banku Centralnego. Temat obniżki stóp procentowych w strefie euro o 25 pkt. baz. na kolejnym posiedzeniu jest już bowiem rynkowo zdyskontowany.
10Y US (%) 	Dochodowość amerykańskiej 10-latki nieznacznie rośnie wspierana danymi, które przekreślają - 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. W najbliższych dniach nie poznamy jednak na tyle istotnych publikacji z USA, by mogły one sprzyjać zmianie dotychczasowego scenariusza polityki pieniężnej. Efektem będą nieznaczne ruchy dochodowości 10-latki amerykańskiej.

Wykresy rynkowe

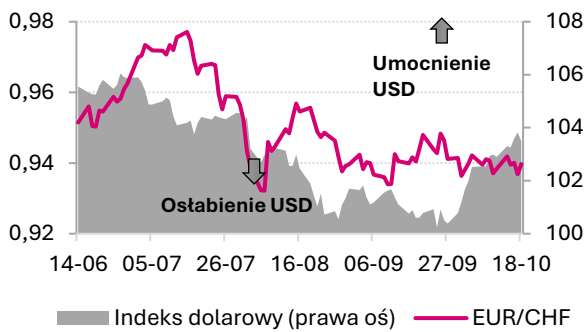
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



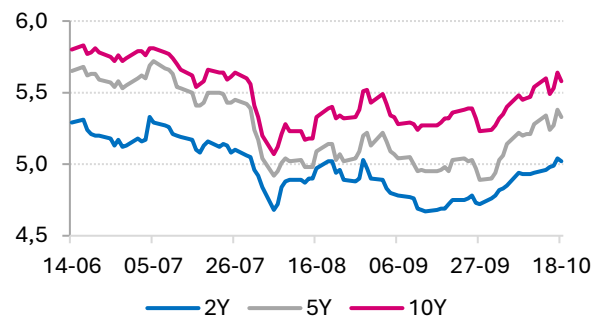
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



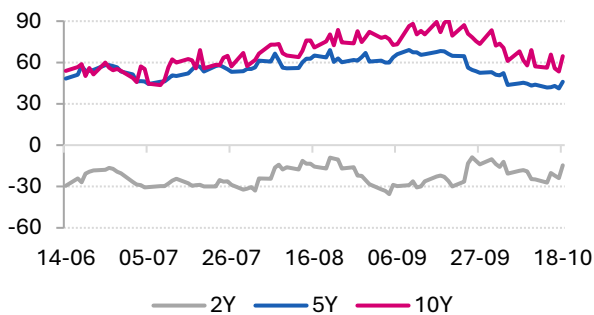
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



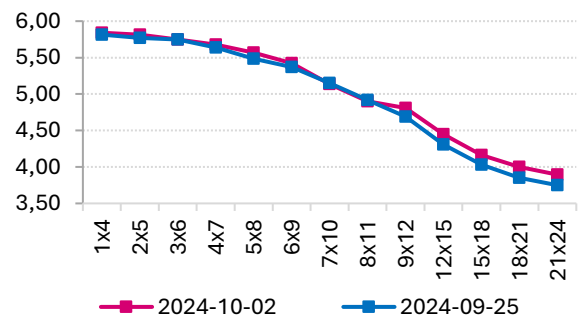
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



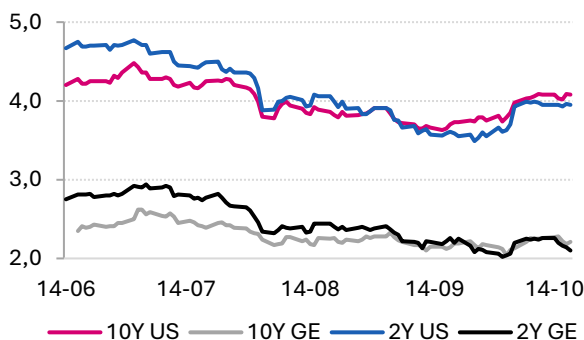
Krajowe stawki asset swap [%]



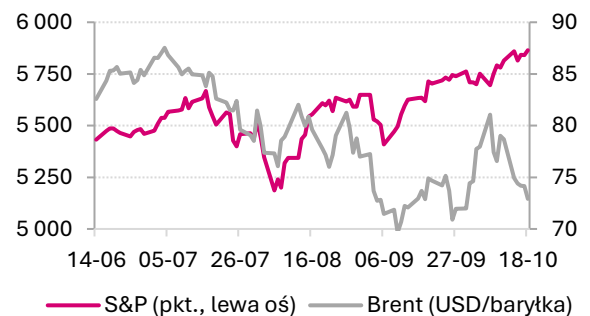
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 21 października					
03:00 Stopa pożyczkowa - jednoroczna	Chiny	Październik	3.35%	3.15%	
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Wrzesień	-1.5%	0.3%	-0.2%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Wrzesień	-5.1%	-5.7%	-5.3%
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Wrzesień	-9.6%	-9.6%	-9.4%
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Wrzesień	11.1%	11.1%	10.8%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Wrzesień	-0.5%	-0.5%	-0.5%
Wtorek 22 października					
10:00 Sprzedż detaliczna w c. stałych r/r	Polska	Wrzesień	2.6%	2.3%	1.0%
10:00 Koniunktura gospodarcza	Polska	Październik			
14:00 Podaż pieniądza M3	Polska	Wrzesień	7.8%	6.8%	7.5%
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Węgry	Październik	6.50%	6.50%	
Środa 23 października					
Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Październik			
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Wrzesień	5.0%	5.0%	5.0%
20:00 Beżowa Księga	USA	Październik			
Czwartek 24 października					
09:30 Indeks PMI dla przemysłu, wst.	Niemcy	Październik	40.6	40.6	
09:30 Indeks PMI dla usług, wst.	Niemcy	Październik	50.6	50.5	
10:00 Indeks PMI dla przemysłu, wst.	EZ	Październik	45.0	45.1	
10:00 Indeks PMI dla usług, wst.	EZ	Październik	51.4	51.5	
15:45 Indeks PMI dla przemysłu, wst.	USA	Październik	47.3	47.5	
15:45 Indeks PMI dla usług, wst.	USA	Październik	55.2	55.0	
Piątek 25 października					
10:00 Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Październik	85.4	85.4	
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m, wst.	USA	Wrzesień	0.0%	-1.1%	
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan, fin.	USA	Październik	70.1	68.9	
Poniedziałek 28 października					
Brak istotnych publikacji					

Dane i prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
PKB	% r/r	5.3	0.1	3.1	3.9	2.0	3.0	3.2	3.6	4.0	3.6	3.8	3.9
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.2	5.1	5.1	5.0	5.3	4.9	5.0	5.1	5.3	5.0	4.9	5.0
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	14.4	11.4	3.7	4.6	2.8	2.5	4.3	5.0	5.7	5.4	3.8	3.6
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	98.7	82.0	81.0	76.8	81.5	84.8	78.7	79.6	78.2	77.2	76.3	75.4
Stopa referencyjna	%, k.o.	6.75	5.75	5.75	4.75	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	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	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	5.86	5.86	5.85	5.79	5.77	5.42	5.22	4.67
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	2.77	1.83	3.89	3.71	3.28	2.77	2.22	1.94	1.88	1.83
SOFR 3M** (następca LIBOR 3M USD od 07.2023)	%, k.o.	4.77	5.59	4.62	3.10	5.56	5.59	4.85	4.62	4.11	3.59	3.14	3.10

* 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 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.