

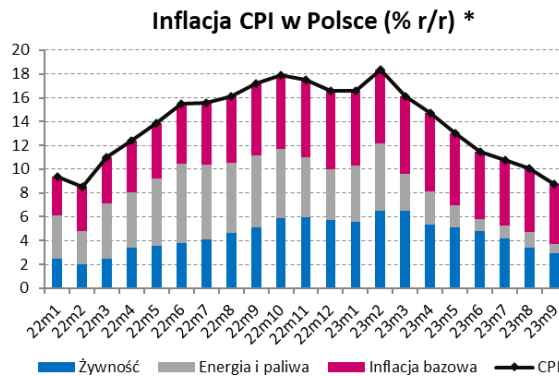
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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



Wrzesień przyniesie dalszy spadek inflacji CPI w Polsce, która według naszych szacunków wyniesie 8,6% r/r. To niemal 10 pkt. proc. poniżej szczytu z lutego br., choć wciąż znacznie powyżej celu banku centralnego (2,5% +/- 1%). Spadek inflacji w II poł. tego roku jest nieco szybszy niż oczekiwaliśmy. Niemniej w naszej ocenie przestrzeń do spadku inflacji w roku przyszłym jest ograniczona. Powrót inflacji do celu NBP pozostaje odległą perspektywą.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.5873	-1.2%
USD/PLN	4.3110	-0.5%
CHF/PLN	4.7389	-2.5%
EUR/USD	1.0635	-0.8%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	6.05	-19
WIBOR 3M	5.79	-17

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5.13	38
5Y	5.29	22
10Y	5.84	28

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.57	27
5Y	4.46	32
10Y	4.83	29

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.79	16
US 10Y	4.49	20

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	65982.9	-0.7
S&P 500	4320.1	-2.9
Nikkei 225	32678.6	-2.5

Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Jak głęboki spadek inflacji CPI we wrześniu?

W piątek GUS opublikuje szybki szacunek inflacji CPI za wrzesień. W naszej ocenie wskaźnik CPI obniżył się do ok. 8,6% r/r z 10,1% r/r. Będzie to siódmy z rzędu spadek rocznego indeksu CPI i po raz pierwszy od lutego 2022 r. przyjmie on wartości jednocyfrowe. Jego zniżce niezmiennie sprzyja ustępowanie wpływu dynamicznych w ubiegłym roku wzrostów cen żywności, paliw i nośników energii. W samym wrześniu natomiast przeciętny poziom cen towarów i usług konsumpcyjnych wzrósł o zaledwie 0,1% m/m. Presja cenowa stopniowo ustępuje, a we wrześniu sprzyjały temu silne spadki cen paliw. Zmniejszenie napięć inflacyjnych widoczne jest jednak w dominującej części koszyka inflacyjnego. Obniża się też inflacja bazowa, która według naszych szacunków zbliży się do 9,0% r/r. W obrębie inflacji bazowej warto odnotować, iż dezinflacja skupia się w kategoriach towarów, podczas gdy w usługach inflacja pozostaje uporczywa. Źródłem niepewności dla odczytu wrześniowej inflacji jest skala wpływu czynników regulacyjnych, a w szczególności obniżka cen energii elektrycznej oraz wprowadzenie programu darmowych leków dla seniorów i dzieci. Spadek inflacji we wrześniu oraz perspektywa jej dalszej zniżki może stanowić pretekst do kolejnego cięcia stóp proc. w październiku. Jej skala będzie jednak mniejsza od wrześniowego cięcia o 75 pkt. baz. Zauważmy, że inflacja CPI wciąż znacznie przekracza cel NBP. Według naszych prognoz dopiero w II poł. 2025 r. wskaźnik CPI może zbliżyć się do tych poziomów. Z tego m.in. powodu uważamy, że w 2024 r. RPP będzie wolniej dozwalać cięcia stóp procentowych.

W tym tygodniu dane o inflacji konsumenckiej we wrześniu w strefie euro

W piątek poznamy wstępne wyliczenie inflacji konsumenckiej (wskaźnik HICP) we wrześniu w strefie euro. Konsensus prognoz wskazuje na spadek indeksu do 4,5% r/r z 5,2% r/r w sierpniu. W przypadku bazowego wskaźnika HICP mediana prognoz ekonomistów wynosi 4,8% r/r wobec 5,3% r/r miesiąc wcześniej. Naszym zdaniem dane inflacyjne w najbliższej przyszłości będą miały ograniczone znaczenie dla perspektyw polityki pieniężnej w Eurolandzie, która co najmniej do końca tego roku zapewne nie ulegnie zmianie. Sądzymy, że w dłuższym okresie znaczenie danych będzie rostało, zarówno dla Rady Prezesów EBC, jak i rynków finansowych, w kontekście terminu rozpoczęcia łagodzenia polityki monetarnej. Rynki wyceniają obecnie, że do pierwszej obniżki stóp procentowych w strefie euro dojdzie w połowie przyszłego roku.

Wydatki Amerykanów w centrum uwagi

W piątek (godz. 14:30) poznamy raport o dochodach i wydatkach Amerykanów. Będzie on obejmował wyliczenie inflacji PCE w Stanach Zjednoczonych. Według konsensusu prognoz wskaźnik ten wzrósł w sierpniu do 3,5% r/r z 3,3% r/r w lipcu. Spodziewany wzrost wynika ze wzrostu cen paliw. W przypadku bazowego wskaźnika PCE oczekuje się natomiast spadku do 3,9% r/r z 4,2% r/r przed miesiącem. Naszym zdaniem jednak najważniejszym odczytem będą wydatki Amerykanów. Konsensus prognoz wskazuje na ich wzrost w sierpniu o 0,5% m/m, po wzroście o 0,8% m/m. Popyt gospodarstw domowych do tej pory był głównym źródłem zaskakującej odporności amerykańskiej gospodarki na zaciesnianie polityki pieniężnej przez Fed. W przypadku kolejnych mocnych odczytów będzie rosło prawdopodobieństwo jeszcze jednej podwyżki stóp procentowych w USA.

Rynek walutowy

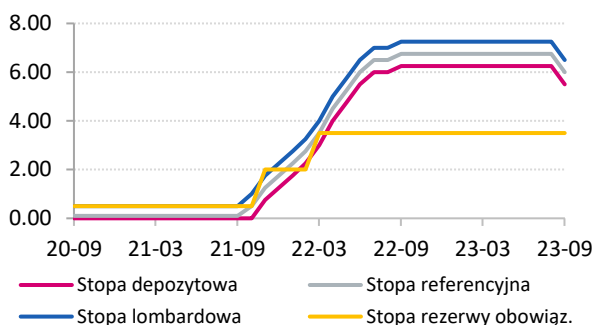
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↔	Złoty po ponad dwóch tygodniach intensywnej presji sprzedających próbuje odzyskać siły. Kurs EUR/PLN walczy o trwały powrót poniżej poziomu 4,60. Wsparciem były w ostatnim czasie liczne wypowiedzi przedstawicieli Narodowego Banku Polskiego, Ministerstwa Finansów, czy premiera. Nie oczekujemy jednak, by interwencje werbalne były wystarczające dla kontynuacji umocnienia złotego w przypadku np. niesprzyjającego otoczenia zewnętrznego. W naszej ocenie kluczowe dla bieżących notowań złotego będą ruchy eurodolara. Co prawda, wydarzeniem tygodnia na rynku lokalnym będzie publikacja wstępnej inflacji CPI we wrześniu. Nie sądzimy jednak, aby odczyt istotnie wpłynął na oczekiwania przed październikowym posiedzeniem Rady Polityki Pieniężnej. Z dużym prawdopodobieństwem przyniesie ono kolejną, choć mniej agresywną niż we wrześniu, obniżkę stóp procentowych. Uwaga inwestorów kierować się będzie zatem na impulsy zewnętrzne. Powtarzamy zatem, iż losy polskiej waluty, podobnie jak i walut całego koszyka rynków wschodzących, rozstrzygną zmiany rynku eurodolara. Kurs EUR/USD konsekwentnie próbuje atakować poziom 1,0630, co w naszej ocenie skutecznie powstrzymywać będzie aprecjację złotego. Podsumowując uważamy, iż notowania EUR/PLN poruszać się będą w trendzie horyzontalnym skupionym wokół poziomu 4,60 +/- 2 grosze.
USD/PLN	↔	Oczekiwany spokój notowań złotego do spółki z prawdopodobną stabilizacją eurodolara zadecydują o oscylowaniu kursu USD/PLN w tym tygodniu wokół poziomu 4,30. Nie znajdujemy obecnie impulsów mogących odmienić trend boczny w notowania USD/PLN. Przypomnijmy, iż w przypadku tej pary walutowej rozbudowywany jest on już od ponad dwóch tygodni.
EUR/USD	↔	W naszej ocenie większość argumentów prodolarowych została skonsumowana przez rynek. Kurs EUR/USD co prawda konsekwentnie próbuje zniżkować poniżej poziomu 1,0630 jednak czyni to nieskutecznie. Z jednej strony trudno o istotny impuls przemawiający za umocnieniem dolara do euro. Z drugiej zaś nie widzimy obecnie podstaw do rozpoczęcia ruchu korekcyjnego w ponad 2-miesięcznym trendzie niżki eurodolara. Wydarzeniem tygodnia na rozwiniętych rynkach będą dane inflacyjne ze strefy euro. Uważamy, iż oczekiwany solidny spadek presji cenowej, w szczególności w Niemczech, może zostać odczytany jako sygnał potencjalnego zmniejszenia jastrzębiej narracji przez Europejski Bank Centralny. W rezultacie, za najbardziej prawdopodobny przebieg notowań eurodolara w tym tygodniu uznajemy trend boczny. Tym bardziej, iż na interesujące publikacje (CPI w strefie euro i PCE w USA) przyjdzie nam poczekać aż do piątku.

Rynek obligacji

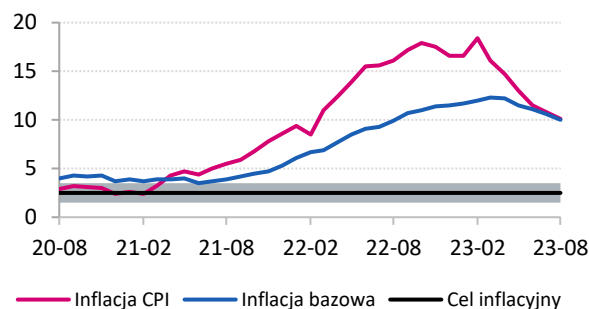
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↑	Zaplanowany na miniony piątek przegląd ratingu Polski przez agencję Moody's nie odbył się. Potencjalnie - ze względu na możliwe wzmianki o napięciach fiskalnych - uznawaliśmy to wydarzenie za możliwe źródło zmienności polskich papierów skarbowych. Obecnie uwaga inwestorów przenosi się na publikacje danych inflacyjnych. Uważamy, iż dalszy postęp dezinflacji może przyczynić się do niewielkiego obniżenia dochodowości, lecz wyłącznie krótkiego końca krzywej. Jest on bowiem najbardziej podatny na potencjalne zmiany polityki pieniężnej. Z kolei spadek wskaźnika CPI powinien utwierdzić rynek w przekonaniu o październikowym kolejnym cięciu stóp procentowych w Polsce. Długi koniec krzywej natomiast, tj. na przykład obligacje o 10-letnim terminie zapadalności pozostaną podatne na wpływ rynków bazowych. Te utrzymują dochodowość na wieloletnich szczytach w ślad za zacieśnianiem monetarnym implementowanym przez Fed i Europejski Bank Centralny. W naszej ocenie ważnym dla obligacji wydarzeniem będzie zaplanowana na piątek publikacja planu podaży obligacji na 4Q 2023. Potencjalnie ze względu na chęć prefinansowania przyszłorocznych wysokich potrzeb pożyczkowych będzie to czynnik negatywnie wpływający na wycenę skarbowych papierów wartościowych. Z tego powodu uważamy, iż ten tydzień przyniesie niewielką presję na wzrost dochodowości długoterminowego długu. W połączeniu z jednoczesnym możliwym spadkiem rentowności krótkiego końca (kwestie perspektyw polityki pieniężnej) wystromienie krzywej będzie kontynuowane.
10Y DE (%)	↔	Oczekiwanie na czwartkową publikację wstępnych danych inflacyjnych z Niemiec zadecydować powinno o konsolidacji wyceny Bunda w okolicy najwyższego od dekady poziomu 2,75%. Uważamy jednak, iż w przypadku realizacji prognozy spadku dynamiki cen rentowność 10-latki niemieckiej może nieznacznie oddalić się od wspomnianego szczytu. Dotychczasowe impulsy odpowiadające za wzrostem rentowności, tj. wysoka inflacja i podwyżki stóp procentowych stopniowo wygasają.
10Y US (%)	↔	Dochodowość amerykańskiej 10-latki porusza się wokół najwyższego poziomu od 2007 r. Potencjalnym źródłem zmienności w tym tygodniu może być piątkowy raport o dochodach i wydatkach Amerykanów obejmujący też odczyt inflacji PCE. Do tego czasu nie spodziewamy się jednak istotnych zmian wyceny Treasuries.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

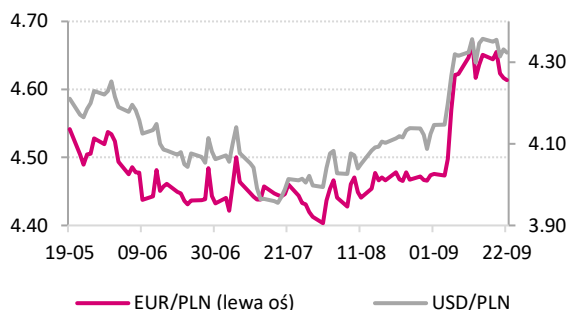


<p>Adam Glapiński (20.09.2023)</p>	<p>Od momentu publikacji lipcowej projekcji inflacji i PKB pojawiły się dane, które wskazują, że zarówno dynamika PKB jak i inflacja mogą w najbliższym okresie kształtować się znacząco poniżej wartości przewidywanych w lipcu. Na przykład dzisiaj (19 września - PAP) Eurostat ostatecznie podał, że inflacja HICP w sierpniu wyniosła 9,5 proc. czyli była jednocyfrowa. Niższa presja popytowa i niższa inflacja w najbliższych miesiącach wraz z pogorszeniem perspektywy wzrostu gospodarki niemieckiej wyraźnie wskazują, że również w średnim okresie inflacja będzie kształtować się poniżej lipcowej projekcji.</p> <p>Z tych względów Rada we wrześniu dokonała zdecydowanego dostosowania stóp procentowych do zmienionych uwarunkowań przyszłej inflacji. Po tym dostosowaniu, przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych znacząco zawęża się, choć nadal będzie się pojawiać wraz z napływającymi danymi!</p>
<p>Henryk Wnorowski (20.09.2023)</p>	<p>Lekcja płynąca z reakcji kursu walutowego może sugerować, że obecnie bardziej potrzebne są stopniowe działania w polityce pieniężnej.</p>
<p>Ludwik Kotecki (19.09.2023) (13.09.2023)</p>	<p>Bank centralny ma swój bardzo jasno określony cel, a rząd ma swoje cele. Nawet w ustawie o NBP jest wprost napisane, że dopóki nie zrealizujemy swojego celu - mowa o banku centralnym - to nie powinniśmy wspierać w żaden sposób polityki gospodarczej. Dla banku centralnego najważniejszy jest cel inflacyjny, a inflacja dziś jest cztery razy wyższa niż ten cel, więc przestrzeni na jakiegokolwiek wspomaganie polityki gospodarczej przez bank centralny, w chwili obecnej, nie ma.</p> <p>Pierwsza, poważniejsza dyskusja - dyskusja, nie decyzja - nad ewentualnymi zmianami stóp procentowych to listopad. Będziemy mieć nową projekcję inflacyjną, czyli poważniejszą analizę pokazującą czy i kiedy dochodzimy do celu inflacyjnego. To jest ten moment, a nie w październiku, na kilka dni przed datą wyborów.</p>
<p>Joanna Tyrowicz (19.09.2023) (12.09.2023)</p>	<p>Z kolejnych projekcji NBP wiemy, że stopa 6,75 nie sprowadzała inflacji do celu. Z moich dotąd opublikowanych głosowań wynika, że w mojej ocenie przynajmniej 7,75 jest niezbędne do sprowadzenia inflacji do celu w horyzoncie, w którym nie zniweczymy doszczętnie wiarygodności NBP.</p> <p>Wszystkie dane, którymi dysponujemy w Narodowym Banku Polskim, wskazują, że nie dochodzimy do celu inflacyjnego do końca roku 2025. Co więcej, wskazują, że nie dochodzimy do górnego pasma odchyień od celu inflacyjnego do końca 2025 r. Materiały analityczne jednoznacznie wskazywały, że - gdyby je traktować poważnie - to nie ma przesłanek do obniżania stóp procentowych.</p>
<p>Wiesław Janczyk (13.09.2023)</p>	<p>Dla wielu podmiotów operujących na rynku finansowym i w gospodarce, a przede wszystkim konsumentów, to ważny sygnał o tym, że gospodarka wraca do bezpiecznej strefy. Warto przypomnieć sobie ceny surowców, frachtu, węgla i gazu przed sezonem zimowym i niepewność dotyczącą rozwoju wydarzeń w Ukrainie. Stopy, które wytrzymały próbę czasu dla inflacji 18,4 proc. z lutego br. zdecydowanie muszą być zrewidowane przy inflacji schodzącej poniżej 10 proc.</p>
<p>Przemysław Litwiniuk (13.09.2023) (11.09.2023)</p>	<p>Absolutnie poczekalbym do listopada. W listopadzie mielibyśmy aktualne analizy tzw. projekcję listopadową, opartą o znane dane dotyczące gospodarki i środowiska prawnego, jakie będzie nam towarzyszyć w 2024 r. To środowisko prawne może mieć decydujące znaczenie co do sposobu kształtowania się ścieżki dezinflacji.</p> <p>Mogę już jednak powiedzieć, w jaki sposób oceniam taką decyzję. Jest ona przedwczesna. To, co mówię jest spójne, z tym, co prezentowałem wcześniej. Inflacja jest nadal uporczywa, nadal daleka od celu. Jesteśmy poza trasą. Została podjęta decyzja, że będziemy jechać wzdłuż tej trasy, zamiast zmierzać w jej kierunku.</p>
<p>Gabriela Mastowska (8.09.2023)</p>	<p>Dla nas najważniejsza informacja będzie wynikać z projekcji NBP (...) w listopadzie, aczkolwiek nie wykluczam, że jeszcze przed tą projekcją, co jest możliwe teoretycznie, różne mogą być ruchy, jeżeli chodzi o stopy procentowe. Jednoznacznie nie można w tej chwili powiedzieć, nie mogę zapowiadać dalszych obniżek stopy procentowej, ale oczywiście uważam, że tego wykluczyć nie można.</p>

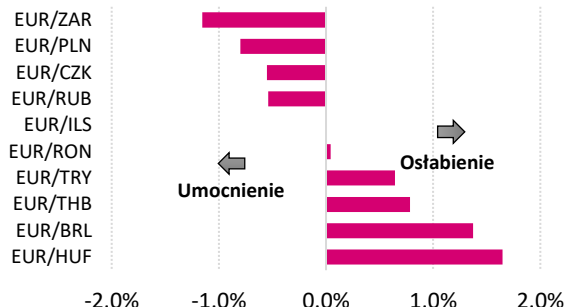
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

Wykresy rynkowe

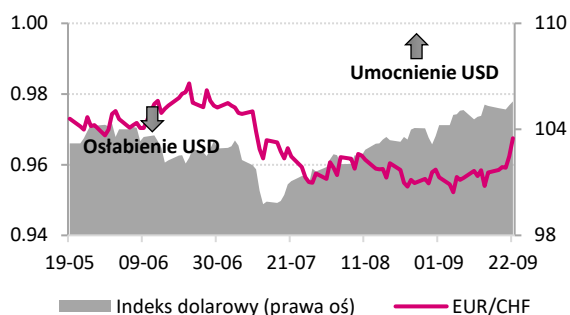
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



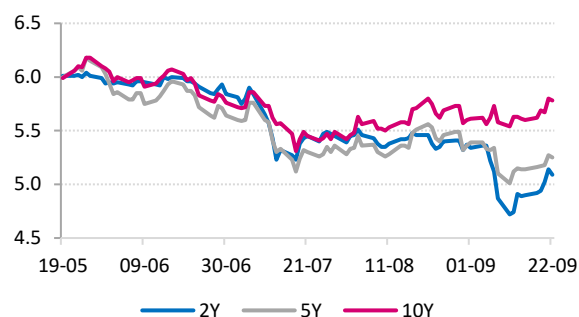
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



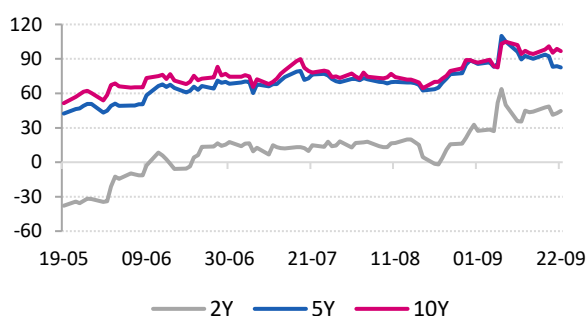
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



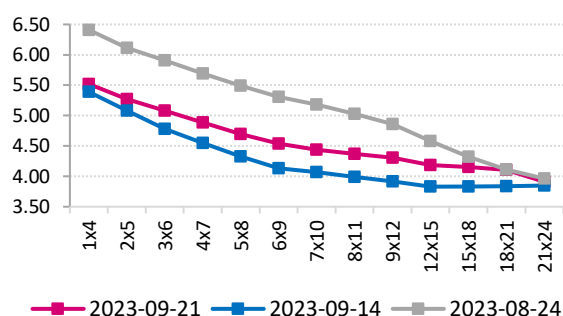
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



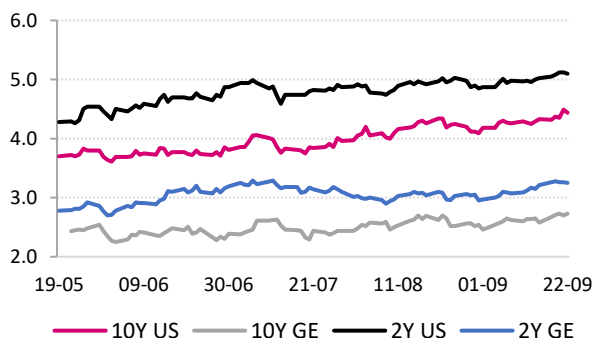
Krajowe stawki ASW [%]



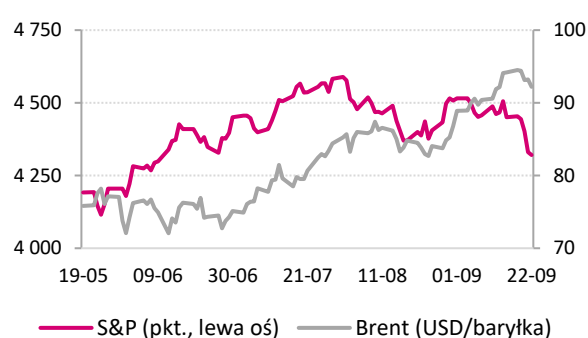
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, Refinitiv

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 25 września					
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Sierpień	5.0%	5.0%	5.0%
Wtorek 26 września					
14:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Wrzesień	13.00%	13.00%	
16:00 Sprzedaż nowych domów	USA	Sierpień	714k	700k	
16:00 Indeks Conference Board	USA	Wrzesień	106.1	106.0	
Środa 27 września					
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Czechy	Wrzesień	7.00%	7.00%	
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku wst. m/m	USA	Sierpień	-5.2%	-1.0%	
Czwartek 28 września					
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Wrzesień	6.1%	4.6%	
14:30 PKB annualizowany fin.	USA	2Q	2.0%	2.1%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	22 września	201k	212k	
Piątek 29 września					
03:45 Indeks PMI w przemyśle fin.	Chiny	Wrzesień	51.0		
03:45 Indeks PMI w usługach fin.	Chiny	Wrzesień	51.8		
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Wrzesień	10.1%	8.7%	8.6%
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Wrzesień	5.2%	4.6%	
14:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Sierpień	0.8%	0.5%	
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Sierpień	0.2%	0.3%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Sierpień	3.3%		
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan fin.	USA	Wrzesień	69.5	67.7	
Poniedziałek 02 października					
09:00 Indeks PMI w przemyśle	Polska	Wrzesień	43.1		
09:55 Indeks PMI w przemyśle	Niemcy	Wrzesień	39.1	39.8	
10:00 Indeks PMI w przemyśle	EZ	Wrzesień	43.5	43.4	
15:45 Indeks PMI w przemyśle	USA	Wrzesień	47.9	48.9	
16:00 Indeks ISM w przemyśle	USA	Wrzesień	47.6		

Dane i prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
PKB	% r/r	6.9	5.1	0.9	2.7	-0.3	-0.6	1.2	2.4	2.1	2.7	3.1	3.2
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.8	5.2	5.2	5.3	5.4	5.0	5.0	5.2	5.5	5.1	5.2	5.3
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	5.1	14.4	11.8	6.5	17.0	13.1	9.9	7.3	7.2	6.3	6.2	6.3
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	70.8	98.7	81.7	80.8	82.1	77.7	84.1	83.2	82.5	81.4	80.2	79.1
Stopa referencyjna	%, k.o.	1.75	6.75	6.25	4.50	6.75	6.75	6.00	5.50	5.50	5.00	4.75	4.50
WIBOR 1M	%, k.o.	2.23	6.93	5.55	4.50	6.84	6.85	5.90	5.55	5.50	5.00	4.75	4.50
WIBOR 3M	%, k.o.	2.54	7.02	5.40	4.45	6.89	6.90	5.80	5.40	5.30	4.90	4.65	4.45
WIBOR 6M	%, k.o.	2.84	7.14	5.35	4.40	6.95	6.95	5.45	5.35	5.25	4.75	4.50	4.40
EUR/PLN	k.o.	4.60	4.69	4.58	4.45	4.68	4.45	4.63	4.58	4.55	4.50	4.50	4.45
USD/PLN	k.o.	4.06	4.40	4.16	3.94	4.29	4.11	4.30	4.16	4.14	4.05	3.98	3.94
EUR/USD	k.o.	1.13	1.07	1.10	1.13	1.09	1.09	1.08	1.10	1.10	1.11	1.13	1.13
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0.57	2.13	4.00	3.50	3.04	3.58	3.95	4.00	4.00	3.90	3.75	3.50
SOFR 3M (następca LIBOR 3M USD od 07.2023)	%, k.o.	0.21	4.77	5.34	4.35	5.19	5.55	5.18	5.34	5.34	4.98	4.41	4.35

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium, śr.o. - średnio w okresie, k.o. - na koniec okresu
Źródło: GUS, NBP, Refinitiv, 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 jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.