

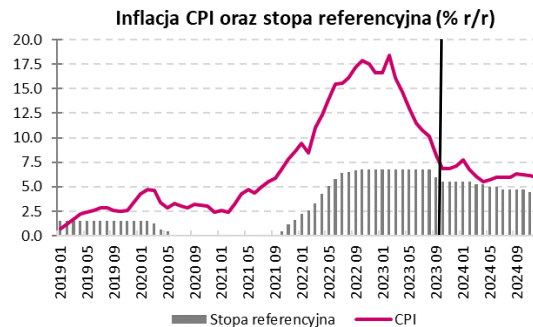
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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

Silniejszy od oczekiwań spadek inflacji CPI w II poł. br. przyspieszył luzowanie polityki pieniężnej w Polsce. W naszej ocenie przestrzeń do spadku inflacji w roku przyszłym będzie ograniczona, dlatego po spodziewanej przez nas obniżce stóp w październiku, oczekujemy przejścia RPP w tryb ostrożniejszego dozowania obniżek. Tym bardziej, że narracja głównych banków centralnych pozostaje jastrzębia, więc utrzymanie mocno łagodnego kursu przez RPP implikowałoby silną, presję na złotego.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

W jakiej skali RPP obniży stopy procentowe w październiku?

Głównym wydarzeniem tego tygodnia jest posiedzenie RPP, która w środę ogłosi decyzję o parametrach polityki pieniężnej. Silniejszy spadek inflacji we wrześniu, a także perspektywa jej dalszej niżniży w październiku (według naszych szacunków do ok. 7% r/r) to argumenty dla zwolenników luźnej polityki pieniężnej, które mogą być pretekstem do kolejnej obniżki stóp. Spodziewamy się kolejnego cięcia stóp w tym tygodniu, choć w mniejszej sali niż we wrześniu. W naszym bazowym scenariuszu zakładamy jej spadek o 50 pkt. baz. Nie wykluczamy jednak obniżki stóp o 25 pkt. baz. Szczególnie, że po silnym osłabieniu złotego wywołanym agresywnym cięciem stóp we wrześniu RPP wyraziła zaniepokojenie skalą osłabienia polskiej waluty, co może skłonić do większej ostrożności obecnie. Biorąc pod uwagę, że obniżkę stóp w październiku rynek już w dużej mierze wycenił, stąd decyzja ta nie powinna mieć silnego wpływu na notowania. Reakcja rynku zależy może od wymowy konferencji prezesa NBP, która odbędzie się w czwartek (godz. 15:00). Jeśli cięciu stóp towarzyszyć będzie sygnalizacja przerwy w łagodzeniu polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach, to złoty nie musi silnie negatywnie zareagować na decyzję Rady. Utrzymanie łagodnej narracji RPP i utrzymanie otwartej drogi do kolejnych obniżek, przy utrzymaniu jastrzębiego nastawienia Fed i EBC, będzie natomiast źródłem presji na osłabienie złotego. W naszej ocenie po korekcie stóp w październiku RPP przejdzie w tryb „wait-and-see”. Uważamy, że w przyszłym roku, ze względu na silne i szybkie cięcie stóp proc., a także niewielki zakres spadku inflacji w 2024 r. przestrzeń do dalszego luzowania będzie mniejsza i RPP będzie ostrożniej dozowała cięcia stóp. Z tego punktu widzenia uważamy, że aktualne oczekiwania rynkowe wciąż wyceniają zbyt agresywną ścieżkę łagodzenia polityki pieniężnej w Polsce.

Czy dane za wrzesień potwierdzą „miękkie lądowanie” gospodarki USA?

Na wrześniowym posiedzeniu Fed, na którym utrzymano stopy procentowe, członkowie Rezerwy Federalnej przedstawili prognozy makroekonomiczne. Określić je można jako scenariusz „miękkiego lądowania” gospodarki. Oznacza to oczekiwania powrotu inflacji do celu inflacyjnego bez znaczącego wzrostu bezrobocia i bez recesji. Jednocześnie wskazano, że dalsze decyzje zależą będą od napływających danych, a w tym tygodniu poznamy wyliczenia za wrzesień indeksów ISM, zarówno dla przemysłu, jak i usług. Według konsensusu prognoz indeks dla przemysłu wyniesie 47,7 pkt wobec 47,6 pkt w sierpniu, a dla usług 53,6 pkt wobec 54,5 pkt. Potwierdziłoby to dotychczasowy obraz gospodarki USA, gdzie wzrost PKB napędzany jest przez popyt na usługi, a przemysł od blisko roku znajduje się niezbyt głębokiej recesji. Zauważmy jednak, że w 3Q 2023 indeksy ISM zapewne będą średnio wyższe niż kwartał wcześniej. Wpisywałoby się to w powszechne oczekiwania przyspieszenia wzrostu gospodarczego w USA w 3Q 2023. W piątek poznamy natomiast raport z amerykańskiego rynku pracy we wrześniu. Według konsensusu prognoz zmiana zatrudnienia poza rolnictwem (non-farm payrolls) ma wynieść 165 tys. m/m wobec 187 tys. m/m w sierpniu. W przypadku płacy godzinowej prognozy wskazują na wzrost o 0,3% m/m po wzroście o 0,2% m/m w sierpniu oraz nadal na bardzo niską stopę bezrobocia (3,7%). Naszym zdaniem realizacja przedstawionych prognoz nie zmieniałaby oceny stanu amerykańskiej gospodarki oraz jej prognoz. Tym samym oczekiwania rynkowe co do stóp procentowych Fed nie powinny ulegać modyfikacji. Zakładają one stabilizację stóp do połowy 2024 r.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.6104	0.3%
USD/PLN	4.3616	0.8%
CHF/PLN	4.7825	0.6%
EUR/USD	1.0573	-0.4%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	6.04	-1
WIBOR 3M	5.77	-2

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5.04	-6
5Y	5.27	0
10Y	5.93	10

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.52	-5
5Y	4.54	9
10Y	5.00	18




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.86	5
US 10Y	4.62	11

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	65351.2	-0.7
S&P 500	4288.1	-0.7
Nikkei 225	31759.9	-2.8




Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

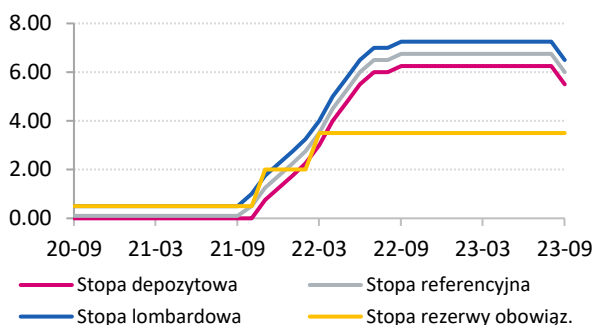
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Bez wątplenia wydarzeniem tygodnia dla rynku złotego będzie wynik posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej. W naszej ocenie Rada mimo potencjalnie silniejszego niż rynkowy konsensus cięcia stóp procentowych w październiku (zakładamy -50 pkt. baz.) może zdecydować o przerwie w cyklu łagodzenia monetarnego. Zapowiedzieć ją może prezes A.Głapiński podczas czwartkowej konferencji prasowej. Uważamy, iż taki scenariusz wsparłby nieco złotego. Wykasowaniu uległoby bowiem krótkoterminowe oczekiwania na obniżki stóp procentowych, co poprawiłoby potencjalnie carry trade np. wobec euro. O trwałości umocnienia złotego zdecydowałyby jednak już wpływy globalne. Obecnie natomiast sentyment inwestycyjny pozostaje umiarkowanie niekorzystny dla bardziej ryzykownych aktywów. Eurodolar pozostaje blisko tegorocznego minimum, co skutecznie utrzymuje presję sprzedających m.in. na złotym. Podsumowując, uważamy, iż w tym tygodniu złoty ma szansę na niewielkie umocnienie w przypadku realizacji naszego scenariusza dotyczącego działań Rady Polityki Pieniężnej. W efekcie kurs oscylować może wokół poziomu 4,60 i podejmować będzie nieśmiało próby zejścia do nawet 4,58. Jak wspomnieliśmy decydujące będą tu ruchy eurodolara, który oczekiwać będzie przede wszystkim na piątkowy raport z amerykańskiego rynku pracy. W efekcie spodziewamy się przez większość tygodnia ograniczonej zmienności pary EUR/PLN.
USD/PLN 	Oczekiwany spokój notowań złotego do spółki z prawdopodobną stabilizacją eurodolara zadecydują o oscylovaniu kursu USD/PLN w tym tygodniu wokół poziomu 4,35. 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 trzech tygodni.
EUR/USD 	Kwestia czasowego zażegnania paraliżu administracji federalnej w USA (wydłużenie finansowania o 45 dni) nie wpłynęła istotnie na zmiany kursu EUR/USD. Dolar pozostaje mocny. Nie dziwi to w sytuacji, gdy czasowe porozumienie Kongresu USA podtrzymuje rynkową niepewność, co z punktu widzenia ryzykownych aktywów nie jest sprzyjającym rozwiązaniem. W efekcie nie oczekujemy, by kurs EUR/USD miał - mimo wskazywanego przez analizę techniczną wyprzedania rynku - rozpocząć ruch wzrostowy. Z punktu widzenia kalendarza makroekonomicznego najważniejsza publikacja zaplanowana jest dopiero na piątek (raport z rynku pracy USA). Co prawda, do tego czasu rynek będzie poznawał prognozy dla danych payrolls (m.in. raport ADP, czy Challenger), ale nie uważamy, by były one w stanie odmienić obraz EUR/USD. Dolar powinien pozostawać mocny. Z jednej strony korzystać będzie na słabości danych ze strefy euro, z drugiej na ostatnich wciąż solidnych publikacji z USA. Planowane na ten tydzień wystąpienia prezesów Fed i Europejskiego Banku Centralnego nie powinny wiele zmienić. Scenariusz polityki pieniężnej w USA i strefie euro jest bowiem dość jasny. Oba banki centralne osiągnęły już lub za chwilę osiągną docelową stopę procentową w cyklu zacieśniania monetarnego.

Rynek obligacji

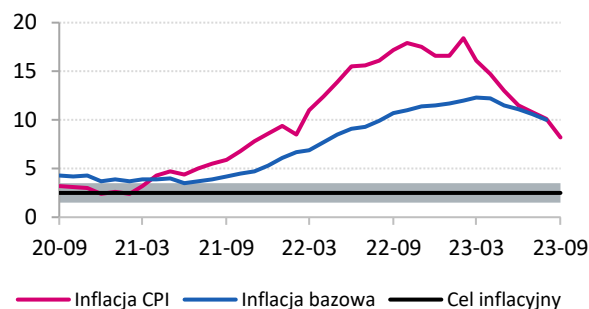
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Do presji, która towarzyszy długoterminowemu długowi skarbowego Polski dołączyły także czynniki globalne. W efekcie dochodowość 10-latki krajowej utrzymuje się w miesięcznym trendzie wzrostowym i - jak w ubiegłym tygodniu - sięgała momentami poziomu niemal 6,0% tj. 3-miesięcznego szczytu. Doskonale widać zatem, iż - wzorcem historycznym - czynniki związane z krajową polityką pieniężną (agresywne cięcie stóp procentowych we wrześniu) wpływają przede wszystkim na krótkoterminowe obligacje. Długi koniec krzywej pozostaje zaś pod wpływem rosnących obaw fiskalnych (wzrost stawek asset swap powyżej 100 pkt. baz.) oraz trendów globalnych. Uważamy, iż oba te czynniki nie znikną w najbliższych dniach, co podtrzymywać będzie trend wyższości dochodowości 10-latki. Kierować się one będą w stronę psychologicznej bariery 6,0%. Należy jednak podkreślić, iż nie uważamy, by potencjał do wzrostu rentowności był długotrwały.
10Y DE (%) 	Rentowność Bunda konsekwentnie zmierza w kierunku poziomu 3,0%. Ubiegłotygodniowe próby zatrzymania tego trendu okazywały się jedynie chwilowe. Zakładamy, iż w najbliższych dniach zabraknie argumentów mogących odmienić kierunek zmian niemieckiego długu, stąd kwestie techniczne prawdopodobnie zaprowadzą dochodowość na nieco wyższe poziomy. Zaplanowane wystąpienie prezes Europejskiego Banku Centralnego prawdopodobnie nie wpłynie istotnie na wycenę Bunda, gdyż zmianie nie ulegnie dotychczasowa narracja Ch.Lagarde mówiąca o determinacji do walki z inflacją.
10Y US (%) 	Kalendarium danych tego tygodnia właściwie podporządkowane jest publikacjom ze Stanów Zjednoczonych (skoncentrowanych na tamtejszym rynku pracy). Uważamy, iż do czasu piątkowej najważniejszej publikacji tj. raportu z rynku pracy dochodowość Treasuries ma szansę kontynuować trend wzrostu dochodowości, choć w ograniczonym zakresie. Uważamy jednak, iż - podobnie jak w przypadku Bunda - tak i wyceny długu skarbowego USA potencjał do wyższości w średnim terminie jest niewielki.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

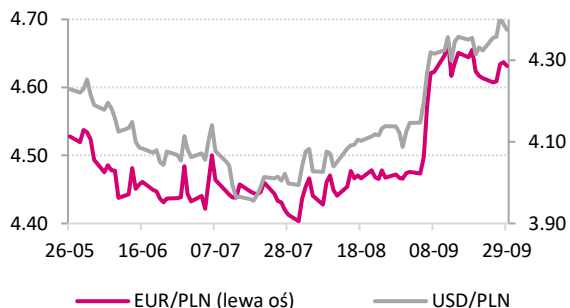


<p>Adam Glapiński (20.09.2023)</p>	<p>Od momentu publikacji lipcowej projekcji inflacji i PKB pojawiły się dane, które wskazują, że zarówno dynamika PKB jak i inflacja mogą w najbliższym okresie kształtować się znacząco poniżej wartości przewidywanych w lipcu. Na przykład dzisiaj (19 września - PAP) 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 zniweczyliśmy 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>

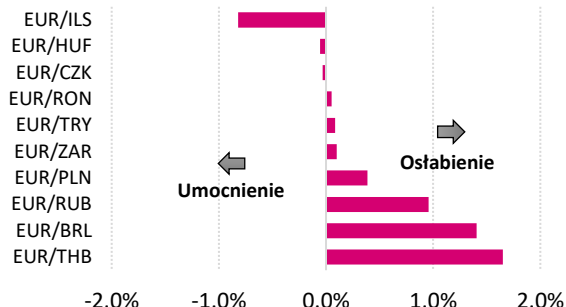
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

Wykresy rynkowe

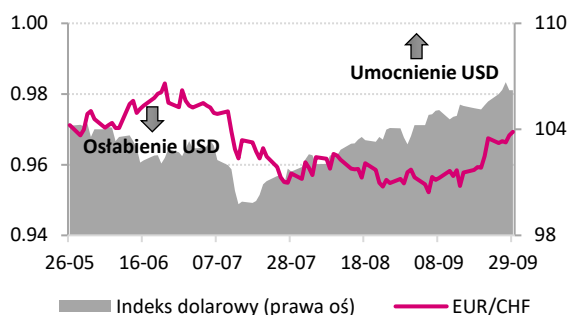
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



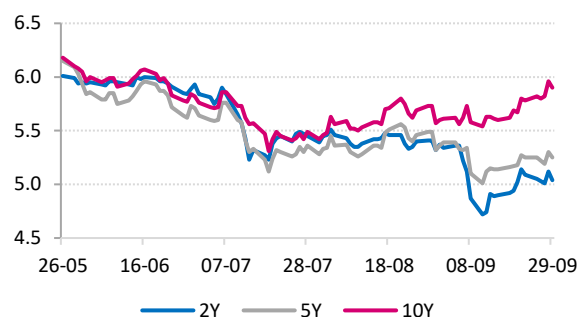
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



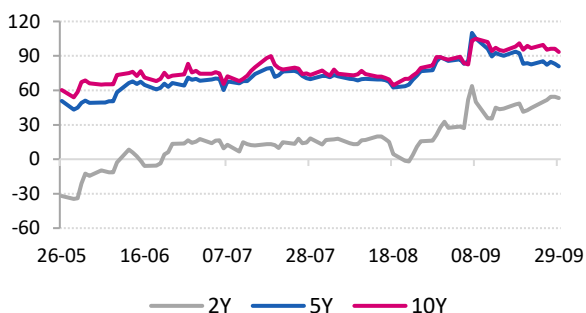
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



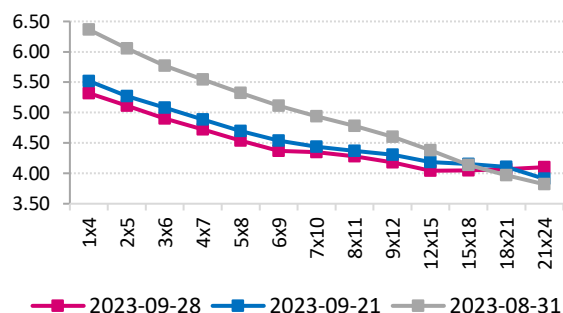
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



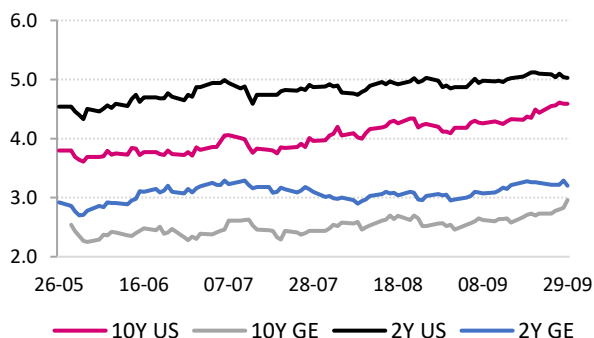
Krajowe stawki ASW [%]



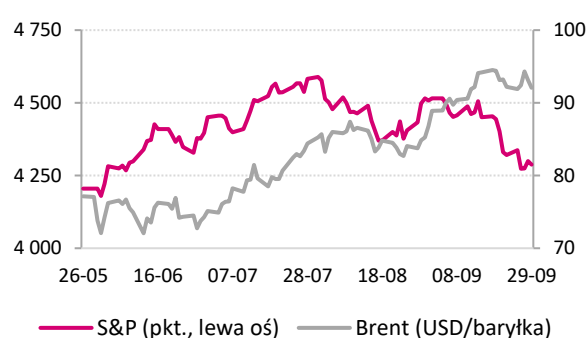
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 02 października					
09:00 Indeks PMI w przemyśle	Polska	Wrzesień	43.1	43.5	44.3
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	47.9	
17:00 Wystąpienie prezesa Fed	USA	Październik			
Wtorek 03 października					
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Sierpień	8.827m	8.84m	
Środa 04 października					
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Polska	Październik	6.00%	5.75%	5.50%
09:55 Indeks PMI w usługach	Niemcy	Wrzesień	47.3	49.8	
10:00 Indeks PMI w usługach	EZ	Wrzesień	47.9	48.4	
10:15 Wystąpienie prezeski EBC	EZ	Październik			
14:15 Raport ADP	USA	Wrzesień	177k	150k	
15:45 Indeks PMI w usługach	USA	Wrzesień	50.5	50.2	
16:00 Indeks ISM w usługach	USA	Wrzesień	54.5	54.0	
Czwartek 05 października					
13:30 Raport Challengeera	USA	Wrzesień	75.2k		
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	29 września	204k	210k	
15:00 Konferencja prezesa NBP	Polska	Październik			
Piątek 06 października					
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Wrzesień			
14:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym	USA	Wrzesień	179k	155k	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Wrzesień	3.8%	3.7%	
Poniedziałek 09 października					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Październik	-21.5		

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	11.7	6.5	17.0	13.1	9.7	7.0	7.2	6.3	6.2	6.3
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	70.8	98.7	85.3	90.2	82.1	77.7	85.6	95.6	92.5	91.4	90.2	89.1
Stopa referencyjna	%, k.o.	1.75	6.75	5.50	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	6.04	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	5.77	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	5.63	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	4.64	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	4.37	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	1.06	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	5.27	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 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.