

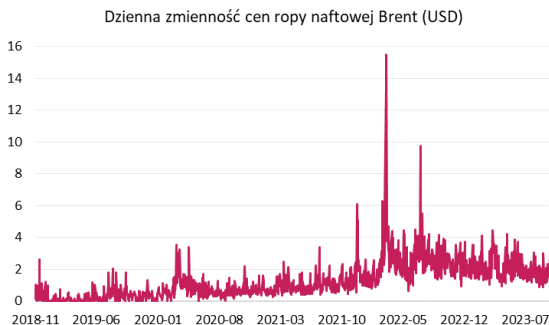
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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

Rynkową implikacją eskalacji przemocy na Bliskim Wschodzie jest m.in. wzrost cen ropy naftowej. Ten z kolei generuje dodatkową presję na banki centralne, które poprzez podwyżki stóp procentowych walczą z inflacją i jej uporczywym charakterem. Tym ciekawiej w świetle najnowszych wydarzeń prezentować się będą dane inflacyjne z USA, ale i Polski (finalny charakter) oraz opisy ostatnich posiedzeń Fed i ECB.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Szczegóły krajowej inflacji we wrześniu

W piątek GUS opublikuje finalne dane o wrześniowej inflacji, a wraz z nimi bardziej szczegółową strukturą danych. Przypomnijmy, że według szybkiego szacunku inflacja CPI spadła we wrześniu do 8,2% r/r z 10,2% r/r w sierpniu. Szczegółowe dane o strukturze koszyka inflacyjnego pozwolą ocenić, jaki był wpływ czynników regulacyjnych na spadek inflacji we wrześniu. Wynikał on ze wstecznej obniżki cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych, a także wprowadzenia darmowych leków dla seniorów i dzieci. Analiza tych danych pozwoli zatem ocenić na ile wrześniowy spadek inflacji jest spowodowany czynnikami fundamentalnymi, a na ile regulacyjnymi. Opublikowane dane nie powinny istotnie zmienić perspektyw inflacji w najbliższych miesiącach. Szacujemy, że w październiku wskaźnik CPI spadnie poniżej 7% r/r, częściowo ze względu na ceny paliw, które pozostają odporne na zmiany cen surowca na rynkach międzynarodowych. W kolejnych miesiącach przestrzeń do spadku inflacji będzie niewielka, ze względu na wyczerpanie się przestrzeni do dalszych spadków cen surowców, a także stopniową odbudowę presji popytowej w gospodarce. Dane nie powinny też wpłynąć na oczekiwania co do ścieżki stóp procentowych. Spadek wskaźnika CPI poniżej 7% r/r w październiku może być pretekstem do kolejnego w tym roku obniżki stóp proc. o 25 pkt. baz. Przestrzeń do tagodzenia polityki pieniężnej w dalszych miesiącach znacznie się już zawężyła i w kolejnych miesiącach RPP będzie ostrożniej dozwalała obniżki stóp procentowych. Według naszego aktualnego scenariusza stopa referencyjna do końca 2024 r. spadnie do 4,50%.

W tym tygodniu dane o inflacji CPI w USA we wrześniu

W czwartek o godz. 14:30 poznamy dane o inflacji CPI w USA we wrześniu, która według konsensusu prognoz wyniesie 3,6% r/r wobec 3,7% r/r. W przypadku bazowego wskaźnika CPI, tj. indeksu po wyłączeniu cen żywności i energii, oczekuje się spadku do 4,1% r/r z 4,3% r/r, tj. szóstego z rzędu. Presja inflacyjna w Stanach Zjednoczonych stopniowo się obniża, aczkolwiek na posiedzeniu Fed we wrześniu członkowie wskazywali na możliwość jeszcze jednej podwyżki stóp procentowych o 0,25 pkt proc. w tym roku. Potencjalnie ciekawy z punktu widzenia perspektyw działań Fed będzie protokół z wrześniowego posiedzenia Fed (publikacja w środę o godz. 20:00), który może pozwolić ocenić czy argumenty za utrzymaniem jeszcze jednej podwyżki stóp są aktualne.

Czy sierpień to kolejny miesiąc z nadwyżką w obrotach bieżących?

W piątek o godz. 14:00 NBP opublikuje dane o bilansie płatniczym w sierpniu. Według naszej prognozy saldo obrotów bieżących wyniesie +740 mln EUR wobec 566 mln EUR w lipcu. Dodatkowo poziomy utrzymywane są przez korzystne saldo usług, ale też saldo obrotów towarowych. Sprzyjają inne tendencje w eksporcie i imporcie. Według naszej prognozy eksport towarów (licząc w cenach bieżących) wzrósł o 0,1% r/r, a import spadł aż o 11,7% r/r. Nie zmienia się zatem istotnie obraz obrotów bieżących. W przypadku zrealizowania się naszej prognozy 12-miesięczna suma salda obrotów bieżących wzrosłaby do +0,5% PKB, wartości najwyższej od niespełna dwóch lat. Niemniej, wraz z odbudową popytu krajowego w 2024 r. wspierającego import nadwyżka ta będzie się stopniowo obniżać.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.5790	-0.4%
USD/PLN	4.3516	0.5%
CHF/PLN	4.7710	0.4%
EUR/USD	1.0522	-0.9%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.94	-11
WIBOR 3M	5.70	-9

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5.24	13
5Y	5.48	21
10Y	6.01	18

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.72	15
5Y	4.74	29
10Y	5.16	34




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.85	4
US 10Y	4.79	29

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	63931.5	-0.4
S&P 500	4308.5	0.5
Nikkei 225	30994.7	-2.7




Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

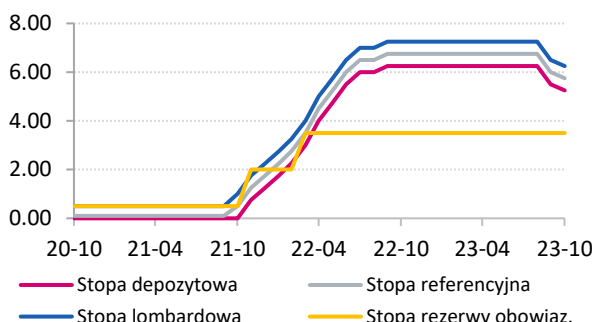
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Weekendowe wydarzenia na Bliskim Wschodzie spowodowały wzrost awersji do ryzyka na całym świecie. Mimo, iż głównym kanałem rynkowej reakcji pozostają wzrosty cen ropy naftowej, to umacniający się dolar odciska negatywne piętno także na zachowaniu złotego i innych walut tej części Europy. Kurs EUR/PLN rozpoczyna zatem nowy tydzień od ostabienia, ale dodajmy, iż jest ono stosunkowo niewielkie. Rano i tylko przejściowo, ale notowania EUR/PLN sięgnęły poziomu 4,5760 tj. najniższego od miesiąca. Obecnie zaś wciąż pozostają poniżej psychologicznej bariery 4,60. Rynek tym chętniej rozgrywać może temat wzrostu ryzyka geopolitycznego, iż ten tydzień jawi się dość jałowo na gruncie istotnych wydarzeń makroekonomicznych. Najważniejszymi wydarzeniami będą wystąpienia przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego i amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Trudno jednak oczekiwać, by mogły one w istotny sposób przybliżyć decyzję banków podczas najbliższych posiedzeń. Zarówno EBC, jak i Fed uzależnią będą swoje decyzje od napływających danych. Najbliższe dni przyniosą kilka potencjalnie istotnych dla polskiej waluty wydarzeń. W piątek poznamy bowiem dane dotyczące rachunku obrotów bieżących (jeden z filarów umocnienia złotego w drugim kwartale tego roku). W niedzielę zaś odbędą się wybory parlamentarne (reakcja na to wydarzenie przeniesiona zostanie na przyszły poniedziałek) stanowiące potencjalny czynnik lokalnego ryzyka. Podsumowując uważamy, iż trendy globalne wyznaczone przez wzrost napięcia na Bliskim Wschodzie oraz oczekiwanie na wynik wyborów parlamentarnych w Polsce przesuną kurs EUR/PLN nieznacznie powyżej poziomu 4,60 w tym tygodniu.
USD/PLN 	Presja na przecenę walut rynków wschodzących oraz umocnienie dolara (ucieczka do tzw. bezpiecznych przystani) w naszej ocenie zadecyduje o wzrostowym charakterze zmian kursu USD/PLN w tym tygodniu. W efekcie oczekujemy, iż wycena złotego do dolara powróci powyżej poziomu 4,35 a o zasięgu ruchu decydować będzie rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie.
EUR/USD 	Dolar niespodziewanie zyskał nowy argument przemawiający za jego umocnieniem. Po solidnych wynikach amerykańskiej gospodarki (najnowszym dowodem jest piątkowy raport z rynku pracy USA), korzystnej sytuacji technicznej (kurs EUR/USD porusza się w spadkowym trendzie), obecnie amerykańska waluta zyskuje z uwagi na przekierowanie kapitału do tzw. bezpiecznych przystani. Efektem jest powrót - po trzech dniach wzrostów - do niżki kursu EUR/USD. Przypomnijmy, iż jeszcze w środę eurodolar osiągnął poziom 1,0473 tj. tegorocznego minimum. W naszej ocenie przy utrzymaniu napięcia na Bliskim Wschodzie a tym samym presji w kierunku wzrostu cen ropy naftowej wspomniana bariera techniczna jest pierwszy docelowym poziomem w ramach rodzącej się kolejnej rundy umocnienia dolara. Tym bardziej, iż najbliższe dni nie przyniosą istotnych czynników mogących nadawać kierunek zmian EUR/USD.

Rynek obligacji

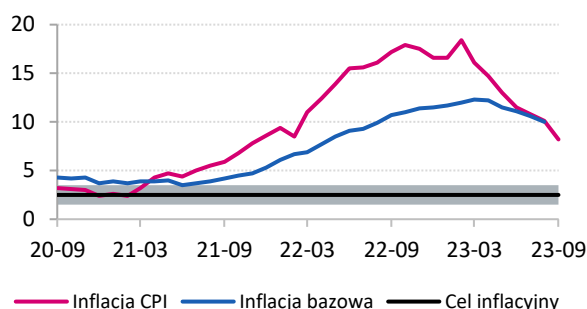
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Rentowność polskiej 10-latki pozostaje w trendzie wzrostowym, który wynika przede wszystkim z zachowania obligacji rynków bazowych. Utrwalający się scenariusz miękkiego lądowania gospodarki USA, rosnące po ataku na Izrael ceny ropy naftowej sugerują na możliwe kontynuowanie przez Fed zacieśniania monetarnego. W efekcie presja kierowana jest pośrednio także na polski rynek długoterminowych papierów skarbowych. Mimo, iż Rada Polityki Pieniężnej drugi miesiąc z rzędu obniża stopy procentowe. Źródłem lokalnej presji na wyższe rentowności pozostają jednak obawy dotyczące przyszłorocznej sytuacji fiskalnej w Polsce w obliczu istotnego wzrostu potrzeb pożyczkowych. Już jutro Ministerstwo Finansów przeprowadzi pierwszą z dwóch zaplanowanych na październik aukcji sprzedaży długu. Resort finansów zaoferuje do obligacje o łącznej wartości 5-9 mld PLN, serii OK1025, WZ1128, WS0429, DS1033 oraz WS0447. Jako ciekawostka MinFin ponownie nie zdecydował o emisji papierów opartych o stawkę WIRON, choć w miesięcznym planie podaży resort informował o takiej możliwości. Piątkowe dane o krajowej inflacji CPI ze względu na finalny tj. prawdopodobnie niewiele różniący się od szacunku charakter nie będą wpływać na wycenę skarbowych papierów wartościowych.
10Y DE (%) 	Rentowność Bunda konsekwentnie zmierza w kierunku poziomu 3,0% zyskując argumenty w postaci uporczywości inflacji. Przeciwwagą są natomiast kwestie słabego wzrostu gospodarczego w strefie euro, czego wyrazem były m.in. dzisiejsze dane Sentix. . Wskazały one na kolejne pogorszenie nastrojów w gospodarce EMU na początku czwartego kwartału. Podsumowując o ile dostrzegamy wciąż potencjał do wzrostu dochodowości 10-latki niemieckiej, to jednocześnie uznajemy go za mocno ograniczony.
10Y US (%) 	Kalendarium danych tego tygodnia jest niemal puste. Nie oznacza to jednak, iż przed nami spokojny okres na rynku Treasuries. Wzrosty cen ropy naftowej (pokłosie ataku na Izrael) oraz dość mocne dane z rynku pracy USA utrzymują niepewność co do możliwej reakcji Fed na kolejnym posiedzeniu (decyzja 1 listopada). W takim duchu powinny brzmieć także zaplanowane na ten tydzień wypowiedzi przedstawicieli Rezerwy Federalnej. W efekcie trend wzrostu rentowności 10-latki USA ma szansę kontynuacji.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

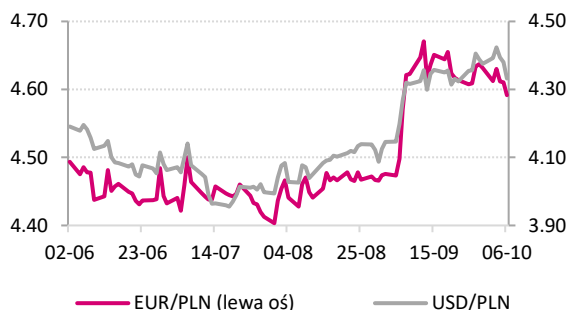


<p>Gabriela Masłowska (06.10.2023)</p>	<p>Nie możemy jednoznacznie w tym momencie powiedzieć (o perspektywach stóp proc.), bo zależy to od tego, jak będą dalej kształtowały się wskaźniki inflacji, a także dotyczące wzrostu gospodarczego, aktywności gospodarczej. Także nie można powiedzieć jednoznacznie, czy ten trend będzie utrzymywany, wydaje się, że tak, (...), ale na pewno nic już nie można powiedzieć o tempie tej obniżki (stóp) w tym momencie, czy to będzie dalej po 0,25 pp., czy więcej.</p> <p>Ta różnica, że najpierw obniżyliśmy we wrześniu o 0,75 pp., a teraz o 0,25 pp. - świadczy to o tym, że RPP podchodzi bardzo elastycznie i ostrożnie do tych decyzji, do tych zmian. Gospodarka jest żywym organizmem, wszystko się zmienia.</p> <p>Na kurs złotego wpływa bardzo wiele różnych czynników, na pewno ta obniżka stopy procentowej miała jakiś wpływ, bo widzimy, że było to wahnięcie w dół o 3 proc., ale nie jest to groźne.</p>
<p>Adam Glapiński (05.10.2023)</p>	<p>Generalnie jesteśmy zwolennikami dokonywania płynnych, stopniowych zmian, które nie burzą samopoczucia konsumentów, banków i przedsiębiorstw, wolimy serię mniejszych działań, zamiast skokowych, chociaż czasem trzeba wykonać dostosowania.</p> <p>Na razie się trzymamy projekcji lipcowej. W przyszłym miesiącu jest projekcja i zobaczymy jak to będzie. (...) Nasze decyzje o obniżeniu stóp procentowych teraz, w zasadzie nie zmieniają czasu dojścia do (celu - PAP) - odnoszą się do niższych poziomów inflacji, które nastąpiły niespodziewanie (...). W związku z tym nasza decyzja o obniżeniu stóp dostosowała parametry w postaci stóp proc. do sytuacji, nie spowolniła dochodzenia do celu - przy czym tym celem nazywamy 2,5 proc.</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>

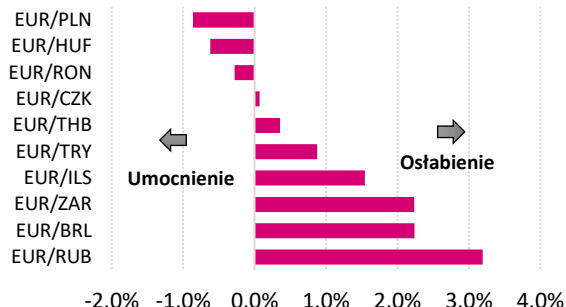
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

Wykresy rynkowe

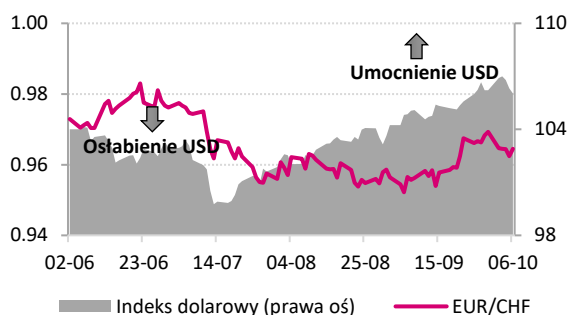
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



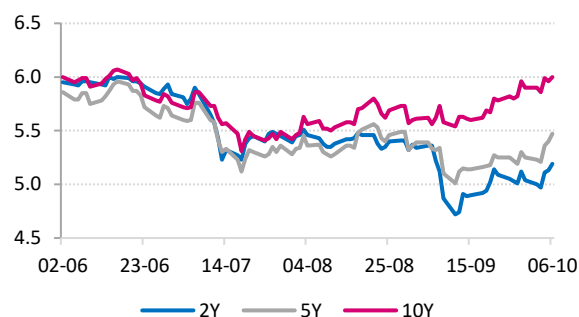
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



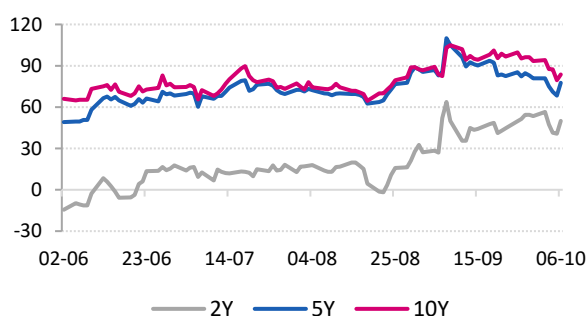
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



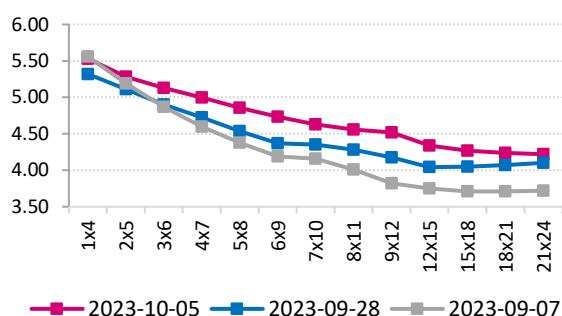
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



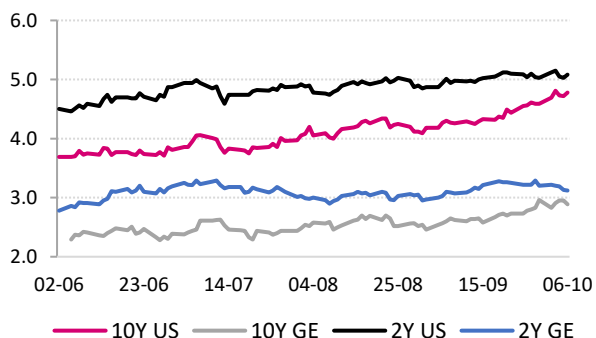
Krajowe stawki ASW [%]



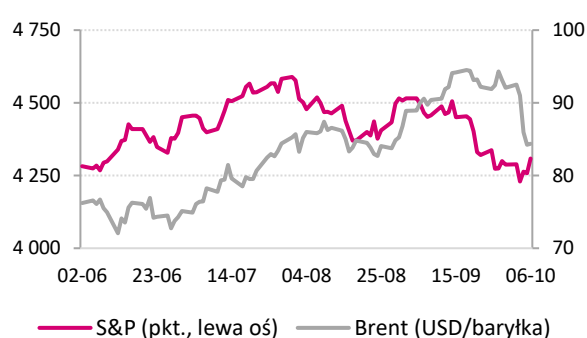
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 09 października					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Październik	-21.5	-23.0	
Wtorek 10 października					
Przetarg obligacji skarbowych	Polska	Październik			
Środa 11 października					
08:00 Inflacja CPI fin. r/r	Niemcy	Wrzesień	6.1%	4.5%	
14:00 Protokół z posiedzenia banku centralnego	Węgry	Wrzesień			
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Wrzesień	1.6%	1.6%	
20:00 Protokół z posiedzenia Fed	USA	Wrzesień			
Czwartek 12 października					
13:30 Protokół z posiedzenia banku centralnego	EZ	Wrzesień			
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	06 października	207k	213k	
14:30 Inflacja konsumencka CPI r/r	USA	Wrzesień	3.7%	3.6%	
Piątek 13 października					
10:00 Inflacja CPI fin. r/r	Polska	Wrzesień	10.1%	8.2%	8.2%
14:00 Saldo rachunku obrotów bieżących EUR	Polska	Wrzesień	566m	740m	740m
15:00 Wystąpienie prezeski EBC	EZ	Październik			
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan wst.	USA	Październik	68.1	68.0	
Poniedziałek 16 października					
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Październik	10.0%	8.6%	

Dane i prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
PKB	% r/r	6.9	5.3	0.6	2.9	-0.3	-0.6	0.3	2.6	2.5	3.1	2.8	2.9
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	5.3	5.3
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	5.1	14.4	11.7	6.4	17.0	13.1	9.7	7.0	7.0	5.9	6.4	6.2
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	70.8	98.7	85.3	90.8	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	5.25	5.00	4.75	4.50
WIBOR 1M	%, k.o.	2.23	6.93	5.55	4.55	6.84	6.86	6.04	5.55	5.30	5.05	4.80	4.55
WIBOR 3M	%, k.o.	2.54	7.02	5.60	4.50	6.89	6.90	5.77	5.60	5.35	5.00	4.70	4.50
WIBOR 6M	%, k.o.	2.84	7.14	5.45	4.20	6.95	6.95	5.63	5.45	5.20	4.90	4.50	4.20
EUR/PLN	k.o.	4.60	4.69	4.55	4.45	4.68	4.45	4.64	4.55	4.55	4.50	4.50	4.45
USD/PLN	k.o.	4.06	4.40	4.20	3.94	4.29	4.11	4.37	4.20	4.14	4.05	3.98	3.94
EUR/USD	k.o.	1.14	1.07	1.08	1.13	1.09	1.09	1.06	1.08	1.10	1.11	1.13	1.13
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0.57	2.13	4.00	3.45	3.04	3.58	3.95	4.00	4.00	3.85	3.65	3.45
SOFR 3M (następca LIBOR 3M USD od 07.2023)	%, k.o.	0.21	4.77	5.34	4.09	5.19	5.55	5.66	5.34	5.34	4.98	4.41	4.09

* 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.