

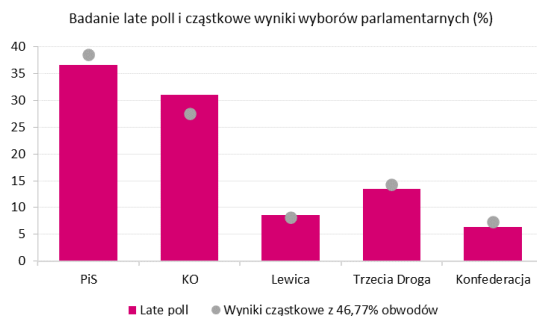
**Biuro Analiz Makroekonomicznych**  
research@bankmillennium.pl

**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

Początek tygodnia będzie zdominowany przez oczekiwanie na ostateczne wyniki wyborów parlamentarnych. Co prawda wyniki sondażu late poll dają wysokie szanse opozycji na sformowanie rządu większościowego, to jednak cząstkowe wyniki z ok. 47% obwodów zwiększają niepewność dla realizacji tego scenariusza. Oczekując na ostateczne dane zmienność rynku utrzymać się będzie na podwyższonym poziomie.

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### Po wyborach parlamentarnych kształt nowego rządu pozostaje niepewny

Krajowy rynek finansowy pozostawać będzie pod wpływem wyników wyborów do parlamentu, które odbyły się w niedzielę. Ostateczne wyniki wyborów powinny być ogłoszone we wtorek i na ich podstawie będzie można kreślić bardziej realne scenariusze powyborcze, a także perspektywy polityki gospodarczej. Według wyników sondażu late poll wygrało PiS, choć może nie być w stanie zbudować większościowej koalicji. Szanse na zbudowanie większości ma opozycja (KO+Trzecia Droga+Lewica), która w oparciu o wyniki late poll mogłaby liczyć na 238 mandatów. Ostateczny wynik wciąż obciążony jest jednak wysoką niepewnością, tym bardziej, że cząstkowe wyniki z 43% obwodów wskazują na większą przewagę PiS. Proces ukonstytuowania się nowego rządu będzie zapewne długotrwały. Mało prawdopodobne jest powołanie rządu w pierwszym przewidzianym przez Konstytucję kroku i na nowy rząd będziemy zapewne czekali do grudnia. Przejęcie władzy przez obecną opozycję oznaczać będzie ocieplenie relacji z UE i wysokie szanse na napływ środków z EU Recovery Fund na rzecz Krajowego Planu Odbudowy, a także sprawniejszą absorpcję środków z polityki spójności. W zakresie polityki fiskalnej nie spodziewalibyśmy się w krótkim terminie istotnej zmiany akcentów i utrzymania prospołecznych priorytetów. W przypadku rządu stworzonego przez obecną opozycję wyzwaniem mogłyby być relacje z Prezydentem.

### W tym tygodniu poznamy komplet twardych danych z przemysłu i handlu detalicznego w 3Q 2023

W czwartek o godz. 10:00 poznamy dane z krajowego przemysłu we wrześniu. W przypadku produkcji przemysłowej spodziewamy się spadku o -2,5% r/r wobec -2,0% r/r w sierpniu. Jednak w naszej ocenie do głębszego spadku przyczynia się mniejsza liczba dni roboczych w tym roku. Konsensus prognoz wynosi -3,0% r/r. W naszej ocenie przemysł w 3Q 2023 osiągnął dotek niskiej aktywności. Odbudowa koniunktury, wsparta przede wszystkim popytem krajowym, będzie w najbliższych kwartałach powolna. Również, powoli odwraca się trend spadków cen sprzedanych przez producentów towarów. O ile roczna inflacja PPI nadal pozostawała we wrześniu ujemna (według nas -2,2% r/r wobec -2,8% r/r w sierpniu), o tyle ceny w ujęciu m/m wzrosły według naszej prognozy średnio o 0,5% m/m po wzroście o 0,1% m/m w sierpniu. Odczyty za wrzesień dopełnią zbioru danych za 3Q, gdy przemysł już nie obniżał znacząco dynamiki kw/kw PKB. W piątek natomiast poznamy dane o sprzedaży detalicznej. Ze względu na efekty bazy roczna dynamika była ujemna (-3,0% r/r), aczkolwiek zapewne odnotowano czwarty z rzędu wzrost m/m. Wsparciem handlu detalicznego pozostają obniżająca się inflacja i stabilny rynek pracy. Powinny to potwierdzić dane za wrzesień. Spodziewamy się nieznacznego wzrostu zatrudnienia (0,1% r/r) i nadal szybkiego wzrostu płac (11,5% r/r), którego wsparciem mogłyby być podwyżki przed okresem wyborczym.

### Gospodarka chińska ze spodziewanym niewielkim wzrostem PKB w 3Q 2023

W środę nad ranem opublikowany zostanie szacunek PKB w Chinach w 3Q 2023. Według konsensusu prognoz wzrósł on o 1,0% kw/kw po wzroście o 0,8% kw/kw. Gospodarka chińska nadal rośnie, choć wolno na tle danych historycznych. Przyczyniają się do tego problemy zadłużeniowe w sektorze nieruchomości oraz obniżony popyt, zarówno z kraju, jak i z zagranicy. Wzrost gospodarczy w Chinach w dłuższej perspektywie będzie wolniejszy niż przed pandemią, m.in. z powodu nearshoringu i friendshoringu, którego beneficjentem są inne gospodarki.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.4733	-2.7%
USD/PLN	4.2485	-1.8%
CHF/PLN	4.6991	-1.1%
EUR/USD	1.0526	-0.9%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.86	-19
WIBOR 3M	5.68	-11

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5.28	17
5Y	5.37	10
10Y	5.66	-17

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.93	36
5Y	4.66	21
10Y	4.89	7




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.78	-2
US 10Y	4.69	18

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	68577.0	5.5
S&P 500	4327.8	0.4
Nikkei 225	31659.0	2.1




Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

## Rynek walutowy

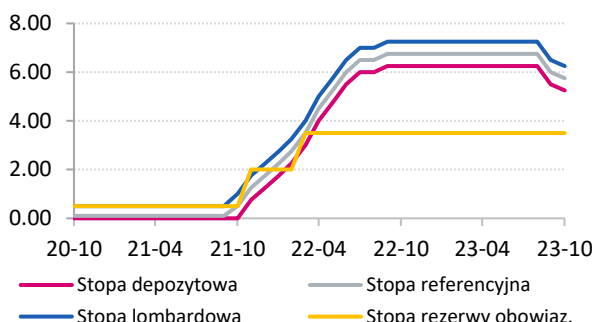
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Złoty entuzjastycznie zareagował na wyniki badania late poll z niedzielnych wyborów parlamentarnych. Kurs EUR/PLN otworzył się luką i umacniał się o około 6 groszy w stosunku do piątkowego zamknięcia na poziomie 4,53. Początek tygodnia zapowiada się dość burzliwie, a rytm w świetle ubogiego kalendarium danych makroekonomicznych nadawać będą spływające częściowe wyniki wyborów. Przed nami zatem intensywne przetarasowania krajowych aktywów (waluta, obligacje, giełda). Krajowe dane makroekonomiczne, których w najbliższych dniach poznamy sporo (m.in. inflacja bazowa, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, zatrudnienie, płace) będą miały drugorzędne znaczenie. Co więcej uważamy, iż także wpływ wydarzeń globalnych będzie w tym tygodniu ograniczony. Co prawda kalendarium zewnętrznych wydarzeń koncentruje się przede wszystkim wokół publikacji chińskich, ale inwestorzy skupiać się będą także na wypowiedziach przedstawicieli m.in. amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Nie uważamy jednak, by w obecnej krajowej sytuacji były to argumenty mogące w istotny sposób wpływać na wycenę złotego. W naszej ocenie z uwagi na wysoką niepewność powyborczą towarzyszącą najbliższym dniom po początkowym entuzjazmie w naszej ocenie pojawi się chęć wykorzystania gwałtownego umocnienia złotego. W rezultacie uważamy, iż po solidnym spadku kursu EUR/PLN na początku poniedziałkowej sesji złoty może nieco słabnąć w kolejnych dniach.
USD/PLN 	Oczekiwane niewielkie osłabienie złotego w stosunku do początku poniedziałkowej sesji sprzyjać będzie wzrostowi pary USD/PLN w kolejnych dniach. Notowania powinny w naszej ocenie kierować się w stronę poziomu 4,30, choć istotne dla perspektyw tej pary będzie też globalne zachowanie dolara. Nie uważamy jednak - bazując m.in. na kalendarium danych makroekonomicznych - by amerykańska waluta miała być wysoko zmienna w tym tygodniu.
EUR/USD 	Eurodolar pozostaje w blisko 3-miesięcznym trendzie spadkowym. Dość ubogie i skoncentrowane przede wszystkim na doniesieniach z Chin kalendarium danych makroekonomicznych sprawia, że w naszej ocenie kurs EUR/USD przejdzie w fazę konsolidacji. Amerykańska waluta wciąż dysponuje argumentami za aprecjacją (ryzyka geopolityczne), ale również i za niewielkim osłabieniem (malejące prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych Fed w listopadzie). Z tego powodu - jak wspomnieliśmy - liczymy na rozbudowę krótkoterminowego trendu bocznego wokół poziomu 1,0550. Zaplanowane na ten tydzień wystąpienia amerykańskich bankierów centralnych, w tym J.Powella, nie powinny istotnie odbiegać od dotychczasowej narracji i tym samym nie oddziaływać na rynkowe oczekiwania co do stabilizacji stóp procentowych w USA podczas listopadowego posiedzenia Rezerwy Federalnej.

## Rynek obligacji

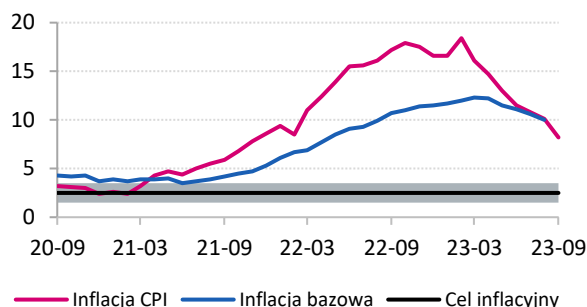
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Nowy tydzień na rynku polskich obligacji rozpoczął się burzliwie. Rynek podbiciem zmienności zareagował na wyniki badań late poll. Inwestorzy od rana realizują strategię wypłaszczania krzywej. Wyraźnie rośnie bowiem rentowność obligacji krótkoterminowych w następstwie spodziewanego stopniowego wygaszania oczekiwań co do docelowego poziomu stopy procentowej w Polsce. Zniżkuje natomiast dług o 10-letnim terminie zapadalności, co rynkowo utożsamiane jest z możliwym spadkiem napięć fiskalnych towarzyszącemu poprawie relacji z Unią Europejską (scenariusz rządu utworzonego przez partie opozycyjne). W efekcie dochodowość polskiej 10-latki obniżyła się do 5,65%, choć jeszcze tydzień temu walczyła o wybiecie powyżej poziomu 6,0%. Krótki koniec natomiast wzrósł do 5,34%, tj. miesięcznego maksimum. O dalszych losach rynku obligacji w tym tygodniu zadecydują m.in. oficjalne wyniki wyborów parlamentarnych, ale i sytuacja rynków bazowych. Ta jednak powinna w naszej ocenie być dość stabilna zważywszy na małą ilość potencjalnych impulsów w tym tygodniu.
10Y DE (%) 	Rentowność niemieckiej 10-latki porusza się wokół poziomu 2,80% i oczekuje na nowe impulsy mogące wpływać na wycenę Bunda. W naszej ocenie natomiast ten tydzień zapowiada się mało interesująco w potencjalne źródła zmienności obligacji Niemiec. W najbliższych dniach nie poznamy bowiem danych mogących przekładać się na zmianę oczekiwań co do polityki Europejskiego Banku Centralnego, a przez to na wycenę 10-latki niemieckiej. Finalne dane o inflacji w strefie euro ze względu na swój charakter (prawdopodobnie mało różniący się od szacunku) uznajemy za wydarzenie dość mało istotne z perspektywy Bunda. Za podstawowy scenariusz tego tygodnia uważamy zatem stabilizację rentowności niemieckiej krzywej.
10Y US (%) 	Nie uważamy, by najbliższe dni miały przynieść istotne z punktu widzenia amerykańskiego długu informacje. Wciąż bazowym scenariuszem pozostaje brak podwyżki stóp procentowych w USA podczas zaplanowanego na przełom października i listopada posiedzenia Fed. Z kolei utrzymujące się ryzyko geopolityczne powinno studiować średnioterminowy trend wzrostu rentowności Treasuries. W rezultacie oczekujemy utrzymywania się dochodowości 10-latki USA wokół poziomu 4,75% w najbliższych dniach.

## Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

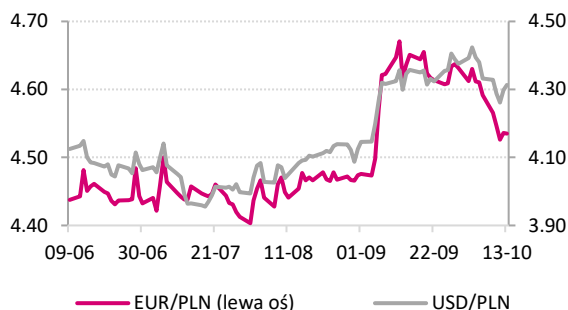


<p><b>Ludwik Kotecki</b> (13.10.2023)</p>	<p>We wrześniu br. minęło już 30 miesięcy od momentu, w którym inflacja w Polsce znajdowała się w dopuszczalnym przedziale odchylen od celu inflacyjnego. Od kwietnia 2021 r. wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych znajduje się poza tym przedziałem, przekraczając kilkukrotnie cel inflacyjny. A przecież wciąż nie widać, kiedy era wysokiego wzrostu cen się zakończy.</p> <p>Ostatnie decyzje Rady Polityki Pieniężnej na pewno nie przybliżają tego momentu. Całkiem możliwe, że inflacja powyżej celu utrzyma się kolejne kilka lat i to pomimo bardzo słabego, bieżącego i prognozowanego wzrostu gospodarczego.</p>
<p><b>Adam Glapiński</b> (09.10.2023) (05.10.2023)</p>	<p>U nas nie ma żadnego sterowania kursem. NBP nie dąży do żadnego konkretnego kursu (...). Jesteśmy zadowoleni z tego, jak kurs złotego się kształtuje. Przez cały okres mojej kadencji, pierwszej i drugiej, kurs złotego jest zadowalający, sprzyja rozwojowi polskiej gospodarki.</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><b>Gabriela Masłowska</b> (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><b>Henryk Wnorowski</b> (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><b>Joanna Tyrowicz</b> (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 odchylen 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><b>Wiesław Janczyk</b> (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><b>Przemysław Litwiniuk</b> (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>

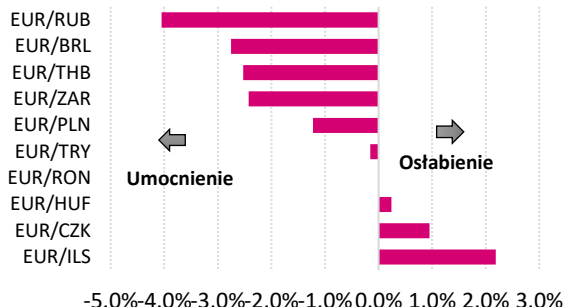
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

## Wykresy rynkowe

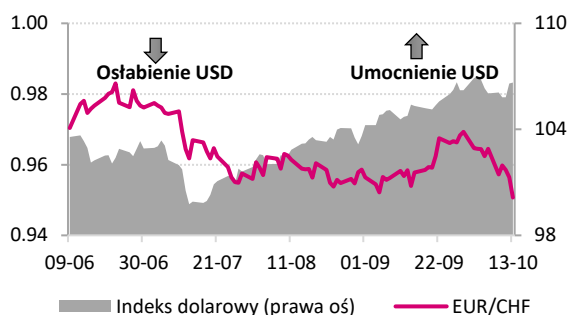
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



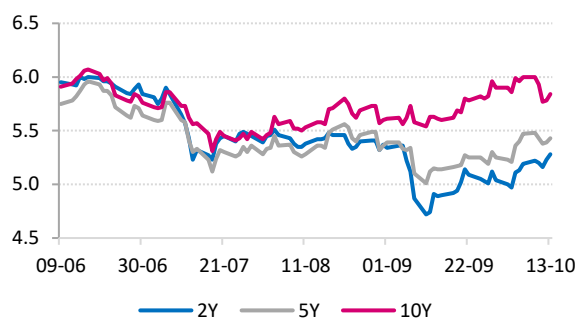
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



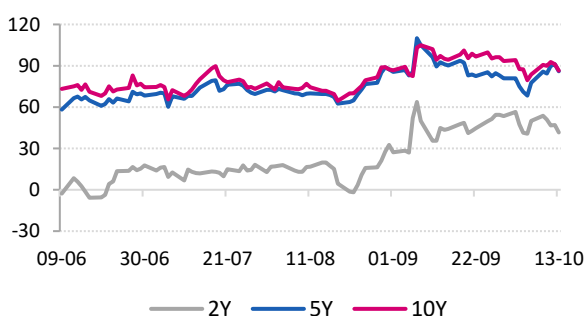
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



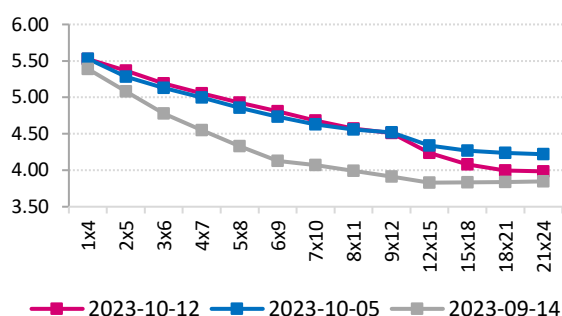
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



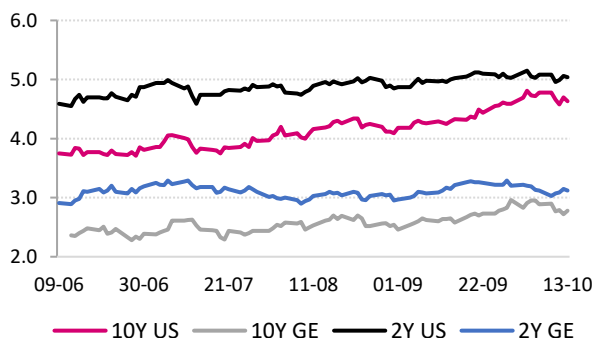
Krajowe stawki ASW [%]



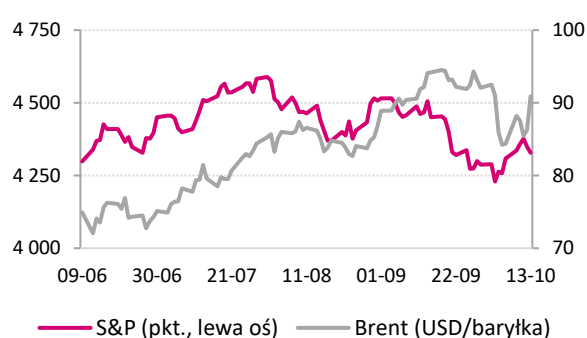
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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
<b>Poniedziałek 16 października</b>					
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Październik	10.0%	8.6%	8.5
<b>Wtorek 17 października</b>					
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Październik	-11.4		
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Wrzesień	0.6%	0.2%	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Wrzesień	0.4%	0.1%	
<b>Środa 18 października</b>					
04:00 PKB r/r	Chiny	3Q	6.3%	4.4%	
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Wrzesień	4.5%	4.4%	
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Wrzesień	4.6%	4.5%	
11:00 Inflacja HICP fin. r/r	EZ	Wrzesień	5.2%	4.3%	
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Wrzesień	1541k	1455k	
20:00 Beżowa Księga Fed	USA	Październik			
<b>Czwartek 19 października</b>					
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Wrzesień	-2.8%	-2.7%	-2.2%
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Wrzesień	-2.0%	-3.0%	-2.5%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Wrzesień	0.0%	0.0%	-0.1%
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Wrzesień	11.9%	10.8%	11.5%
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	Wrzesień	209k		
16:00 Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Wrzesień	4.04m	3.95m	
<b>Piątek 20 października</b>					
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Wrzesień	-2.7%	-2.0%	-3.0%
<b>Poniedziałek 23 października</b>					
10:00 Produkcja bud.-montaż. r/r	Polska	Wrzesień	3.5%	5.9%	6.0%
10:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Wrzesień	7.3%	7.3%	7.3%



## Dane i prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
<b>PKB</b>	% 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
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, 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
<b>Inflacja CPI</b>	% 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
<b>Ropa naftowa Brent</b>	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
<b>Stopa referencyjna</b>	%, 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
<b>WIBOR 1M</b>	%, 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
<b>WIBOR 3M</b>	%, 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
<b>WIBOR 6M</b>	%, 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
<b>EUR/PLN</b>	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
<b>USD/PLN</b>	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
<b>EUR/USD</b>	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
<b>EURIBOR 3M</b>	%, 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
<b>SOFR 3M</b> (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.