

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

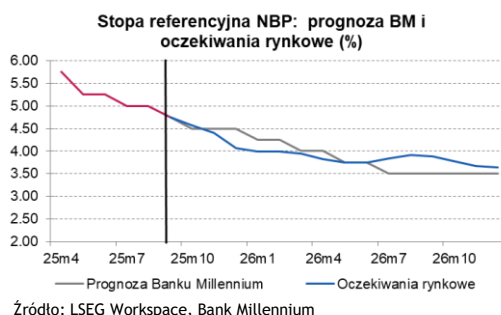
Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

Wykres tygodnia



W tym tygodniu decyzję co do stóp proc. podejmie Rada Polityki Pieniężnej. Oczekujemy obniżki stopy referencyjnej NBP o 25 pkt baz. do 4.50%, choć członkowie mogą też poczekać na nowe prognozy w listopadzie. Niemniej, kluczowa dla rynków finansowych wydaje się wymowa konferencji prezesa NBP po posiedzeniu. Jego jastrzębia retoryka może wpływać na oczekiwania rynków finansowych, które widzą docelowy poziom stopy w tym cyklu na poziomie 3,75%.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Czy Rada Polityki Pieniężnej obniży w tym tygodniu stopy procentowe?

Główne wydarzenie tygodnia dla krajowych inwestorów to środowe posiedzenie RPP. Niepewność co do decyzji jest wysoka. Rynki wyceniają obniżkę stóp o 25 pkt bazowych, choć ekonomiści są podzieleni. W konsensusie „Parkietu” połowa analityków oczekuje cięcia, połowa stabilizacji. Większe prawdopodobieństwo przypisujemy scenariuszowi zakładającemu obniżkę stóp o 25 pkt. baz. Przemawia za tym utrzymanie się inflacji CPI we wrześniu na poziomie 2,9% r/r, co wpisuje się w stopniowe wygasanie napięć inflacyjnych. Dodatkowo, wygaśnięcie niepewności co do kształtowania się cen energii elektrycznej, których zamrożenie przedłużono do końca tego roku. Na wrześniowej konferencji prasowej prezes Głapiński mówił, że przedłużenie zamrożenia cen energii będzie ważnym argumentem pozwalającym rozważyć obniżkę stóp proc. Dodatkowo, niższa od oczekiwań okazała się także dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw. Za opóźnieniem decyzji do listopada przemawia natomiast publikacja w przyszłym miesiącu projekcji makroekonomicznej oraz ostrożność w dozowaniu cięć w warunkach luźnej polityki fiskalnej. Biorąc jednak pod uwagę, że publikowane w najbliższym miesiącu dane makroekonomiczne nie powinny istotnie zmienić oceny perspektyw gospodarki i inflacji, uważamy, że opóźnienie decyzji o miesiąc nie ma podstaw. Kluczowa dla średnioterminowych oczekiwań będzie czwartkowa konferencja prezesa NBP, gdzie inwestorzy będą szukać wskazówek co do dalszych cięć i docelowego poziomu stóp. Obecnie rynek stopy proc. wycenia nieco więcej niż jedną obniżkę w tym roku (wliczając spodziewany przez nas ruch w październiku) oraz zejście stopy referencyjnego w przyszłym roku do 3,75%.

Shutdown w USA komplikuje ocenę sytuacji gospodarczej

W nowy tydzień wchodzimy brakiem porozumienia w Kongresie USA w sprawie budżetu, co oznacza kontynuację zawieszenia pracy administracji federalnej. W rezultacie w ubiegłym tygodniu nie opublikowano szeregu danych makroekonomicznych, w tym najważniejszych dla rynków finansowych odczytów za wrzesień: liczby etatów poza rolnictwem (non-farm payrolls) oraz stopy bezrobocia. Jeśli rząd USA wznowi działalność w najbliższych dniach, istnieje szansa, że dane te zostaną przedstawione jeszcze w tym tygodniu. Warto również zauważyć, że zawieszenie pracy administracji skutkuje tymczasowym zwolnieniem ze świadczenia pracy około 750 tys. pracowników, co zapewne znajdzie odzwierciedlenie w danych non-farm payrolls za październik, utrudniając Fed ocenę sytuacji na rynku pracy. Pomimo shutdownu kalendarium dla USA nie jest całkowicie puste. W środę poznamy protokół z wrześniowego posiedzenia Fed, które zakończyło się obniżką stóp procentowych o 25 pkt baz. W piątek natomiast Uniwersytet Michigan opublikuje raport o nastrojach konsumenckich w październiku.

Kryzys polityczny we Francji komplikuje proces budżetowy

Na początku tego tygodnia premier Francji Sébastien Lecornu podał się do dymisji, zaledwie dzień po ogłoszeniu składu nowego rządu. Jego kadencja nie trwała nawet jednego miesiąca. Przyczyną dymisji, przyjętej przez prezydenta Emmanuela Macrona, nie zostały podane do wiadomości publicznej, choć wiele wskazuje na to, że był to krok wyprzedzający przed spodziewanym wotum nieufności. Gabinet Lecornu postrzegany był jako kontynuacja poprzedniego rządu François Bayrou, co spotkało się z krytyką ze strony opozycji. Dymisja nastąpiła zanim rząd zdążył formalnie rozpocząć pracę. W efekcie prace nad projektem budżetu na 2026 rok zostały wstrzymane, co zwiększa niepewność fiskalną, szczególnie w kontekście wysokiego zadłużenia i deficytu Francji.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2529	-0.3%
USD/PLN	3.6371	-0.1%
CHF/PLN	4.5548	-0.3%
EUR/USD	1.1694	-0.2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	4.82	0
WIBOR 3M	4.70	-2

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0.00	-436
5Y	4.90	-5
10Y	5.49	-3

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0.00	-412
5Y	4.18	-2
10Y	0.00	-456

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.72	-1
US 10Y	4.15	-1

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	108016.7	1.4
DAX	24433.7	2.9
S&P 500	6715.8	1.1

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

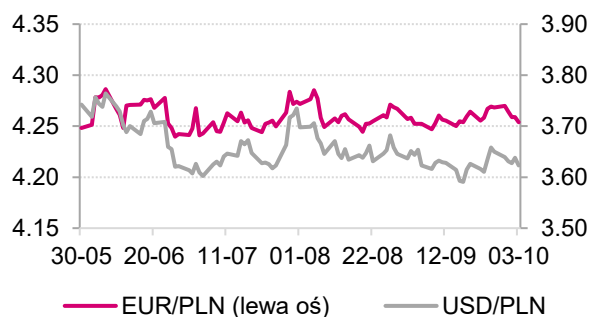
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN		W minionym tygodniu złoty lekko zyskiwał do euro, a także do dolara. Kurs EURPLN obniżył się do ok. 4,25 z ok. 4,27. Umocnieniu złotego sprzyjała lekka aprecjacja euro do dolara. Na złotego nie wpłynął szczególnie niższy od prognoz odczyt inflacji i nieco lepszy odczyt indeksu PMI. Zakres wahań jest wciąż ograniczony podobnie jak w poprzednich tygodniach. Istotne poziomy wsparcia i oporu to odpowiednio okolice 4,24 i 4,273-4,28. Na ten tydzień nie zaplanowano wydarzeń, które mogłyby w jakiś istotny sposób zatrzęść rynkiem walutowym. Zakładamy stabilizację kursu EURPLN w dłuższym okresie i bieżące tendencje są zgodne z naszymi długoterminowymi założeniami utrzymania stosunkowo mocnego złotego w ujęciu nominalnym jak i realnym.
USD/PLN		Przy spodziewanej stabilizacji kursu EUR/PLN i zakładanych niewielkich ruchach kursu EURUSD przynajmniej w bieżącym tygodniu zakładamy względną stabilizację kursu USDPLN. Z punktu widzenia analizy technicznej ograniczeniem zniżkowego ruchu pary USD/PLN jest poziom 3,60.
EUR/USD		Kurs EURUSD notował marginalne zmiany w trakcie minionego tygodnia. Euro początkowo zyskiwało do dolara w kierunku 1,178 przy słabym odczycie danych ISM dla usług i ADP w USA po czym kurs EURUSD skierował się w dół w kierunku 1,168. Odreagowaniu dolara sprzyjało nieco lepszy od oczekiwań odczyt danych JOLTs i nieco niższe od oczekiwań dane o redukcji etatów. Zamknięcie administracji federalnej tzw. "shutdown" sprawiło, że liczba publikacji makroekonomicznych została istotnie zredukowana, co może sprzyjać stabilizacji kursu EURUSD. W tym tygodniu do najważniejszych publikacji należą protokoły z ostatnich posiedzeń Fed i EBC oraz oczekiwany lekki spadek indeksu Michigan. Kurs EURUSD spada na początku tygodnia do ok. 1,166, do ważnego wsparcia (kolejne w okolicy 1,16 wobec oporu w pobliżu 1,177).

Rynek obligacji

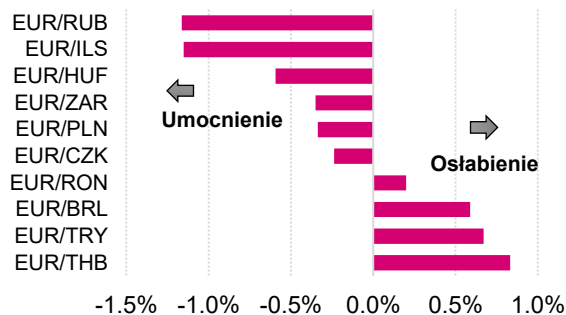
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)		Stawki FRA obniżyły się minionym tygodniu o 2-5 pb, IRS pozostały stabilne, a rentowności obligacji spadły w podobnej skali jak rentowności obligacji. Sprzyjał temu spadek rentowności obligacji na rynkach bazowych o 3-7 pb. Do spadku mógł przyczynić się niższy od oczekiwań odczyt inflacji za wrzesień. Od początku lipca krajowe stawki swap pozostają względnie stabilne. Długoterminowe rentowności są bliskie lokalnych szczytów, choć presję w górę może wywierać ruch na rynku niemieckim. W tym tygodniu brak istotnych publikacji makroekonomicznych w kraju, a kolejna aukcja została zaplanowana dopiero na przyszły tydzień. Działania przygotowujące na aukcję mogą również wywierać presję w górę na rentowności pod koniec tygodnia. Wcześniej głównym wydarzeniem tygodnia będzie decyzja Rady. Oczekujemy obniżki stóp o 25 pb i taki ruch jest w dużej mierze wyceniony przez rynek, więc gdyby Rada zdecydowała się na odłożenie decyzji w czasie do listopada mogłoby dojść do wzrostu stóp rynkowych na krótkim końcu krzywej.
10Y DE (%)		Na niemieckim rynku długu rentowności obniżyły się o 1-5 pb. Taka sytuacja miała miejsce przy zbliżonym do kierunku i skali ruchu dla krzywej amerykańskiej. Dane europejskie pokazały wzrost indeksów koniunktury gospodarczej za wrzesień, wyższą od oczekiwań inflację w Niemczech przy nieco niższym od prognoz indeksie PMI. W kalendarium danych makroekonomicznych w tym tygodniu wyróżniają się jedynie niemieckie dane o zamówieniach w przemyśle i protokół z ostatniego posiedzenia EBC z dosyć mało gołębiym przekazem. Obecnie rynek wycenia stabilizację stóp w strefie euro. Czynnikiem, który może przekierować rentowności niemieckie w górę jest kryzys polityczny we Francji, który przyczynił się do wzrostu rentowności francuskich o kilka punktów bazowych.
10Y US (%)		Na amerykańskim rynku długu rentowności obniżyły się o 3-7 pb. Do wzrostu rentowności mogły przyczyniać się lepsze odczyty danych z rynku pracy (tygodniowe dane o liczbie nowych bezrobotnych i liczbie wakatów JOLTs) i wzrost indeksu ISM dla przemysłu przy nieco słabszych danych o zaufaniu konsumentów Conference Board. Shutdown administracji federalnej ogranicza liczbę publikacji danych z USA, ale poznamy protokół z ostatniego posiedzenia Fed z mało gołębiym przekazem na wrześniowym spotkaniu oraz oczekiwany spadek indeksu Michigan. Istotny opór dla 10-letnich rentowności stanowi poziom 4,20%, a wsparcie jest w pobliżu 4,06%.

Wykresy rynkowe

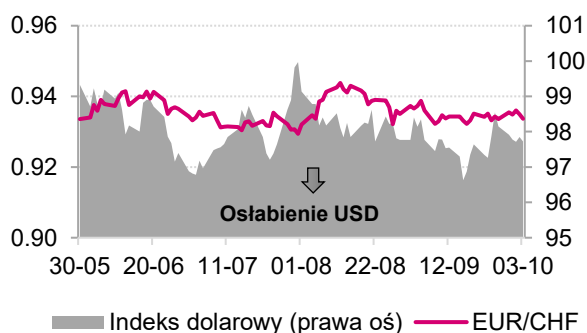
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



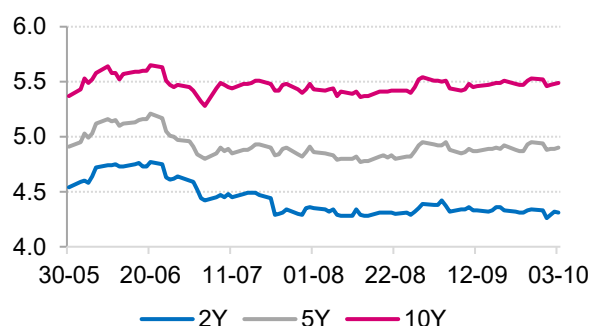
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



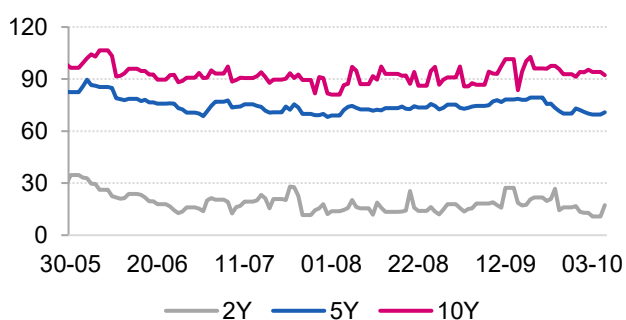
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



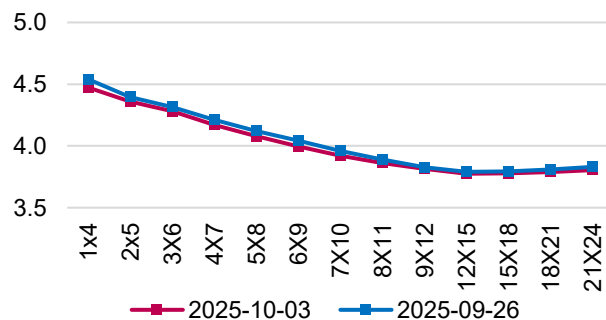
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



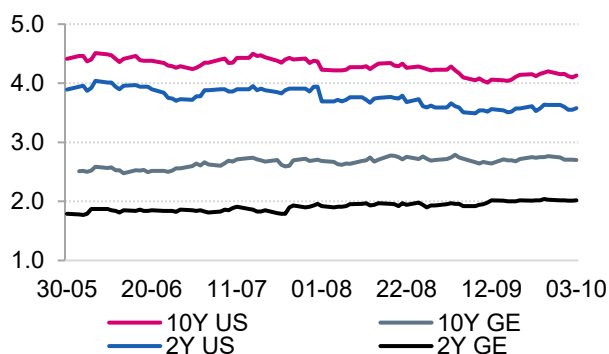
Krajowe stawki asset swap [%]



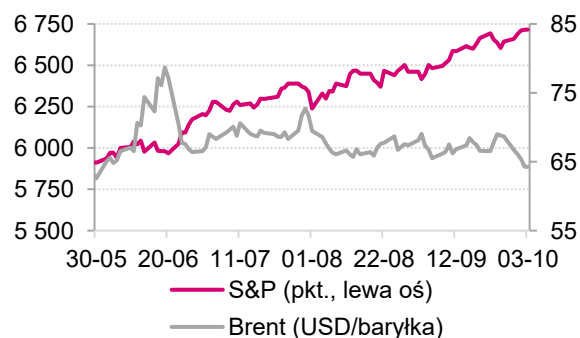
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 06 października					
09:00 Inflacja CPI r/r wst.	Czechy	Wrzesień	2.5%	2.6%	
10:30 Indeks Sentix	EZ	Październik	-9.2	-8.6	
11:00 Sprzedaż detaliczna m/m s.a.	EZ	Sierpień	-0.5%	0.1%	
Wtorek 07 października					
08:00 Zamówienia w przemyśle m/m s.a.	Niemcy	Sierpień	-2.9%	1.4%	
Środa 08 października					
Decyzja RPP ws. stóp procentowych	Polska	Październik	4.75%	4.625%	4.50%
08:00 Produkcja przemysłowa m/m s.a.	Niemcy	Sierpień	1.3%	-1.0%	
08:30 Inflacja CPI r/r	Węgry	Wrzesień	4.3%		
13:00 Wnioski o kredyt hipoteczny MBA	USA	Tydzień	-12.7%		
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Rumunia	Październik	6.50%	6.50%	
20:00 Protokół z posiedzenia Fed	USA	Wrzesień			
Czwartek 09 października					
13:30 Protokół z posiedzenia EBC	EZ	Wrzesień			
15:00 Konferencja prezesa NBP	Polska	Październik			
Piątek 10 października					
09:00 Inflacja CPI r/r fin.	Czechy	Wrzesień			
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Wrzesień			
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan wst.	USA	Październik	55.1	54.6	
16:00 1-roczone oczekiwania inflacyjne Uni. Michian wst.	USA	Październik	4.7		
Poniedziałek 13 października					
Eksport r/r	Chiny	Październik	4.4%	6.9%	
Import r/r	Chiny	Październik	1.3%	1.3%	

Dane i prognozy

		2023	2024	2025	2026	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
PKB	% r/r	0.2	2.9	3.5	3.6	3.2	3.4	3.5	3.7	3.6	3.5	3.6	3.5
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.1	5.1	5.6	5.5	5.3	5.2	5.5	5.6	5.7	5.5	5.4	5.5
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	11.4	3.6	3.8	3.0	4.9	4.1	3.0	3.1	3.0	3.2	2.9	2.8
Stopa referencyjna	%, k.o.	5.75	5.75	4.50	3.50	5.75	5.25	4.75	4.50	4.00	3.75	3.50	3.50
WIBOR 1M	%, k.o.	5.80	5.82	4.58	3.60	5.85	5.35	4.81	4.58	4.10	3.85	3.60	3.60
WIBOR 3M	%, k.o.	5.88	5.84	4.44	3.64	5.84	5.23	4.72	4.44	4.03	3.72	3.64	3.64
WIBOR 6M	%, k.o.	5.82	5.80	4.32	3.70	5.76	5.04	4.58	4.26	3.97	3.78	3.71	3.70
EUR/PLN	k.o.	4.35	4.27	4.30	4.30	4.18	4.24	4.27	4.28	4.30	4.31	4.32	4.35
USD/PLN	k.o.	3.94	4.10	3.58	3.64	3.86	3.62	3.63	3.60	3.58	3.59	3.66	3.69
EUR/USD	k.o.	1.10	1.04	1.20	1.18	1.08	1.17	1.17	1.20	1.20	1.19	1.18	1.18
EURIBOR 3M	%, k.o.	3.91	2.71	1.81	1.81	2.34	1.94	2.03	2.03	2.03	2.03	2.03	2.03
SOFR 3M	%, k.o.	5.36	4.69	3.82	3.05	4.35	4.34	4.35	3.82	3.51	3.30	3.12	3.05

* 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.