

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

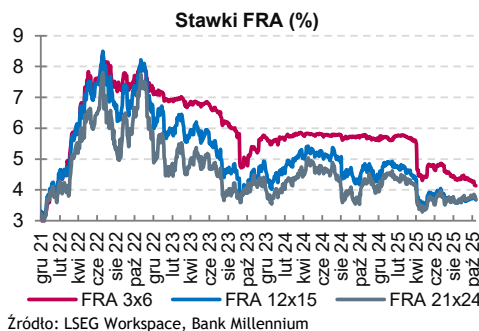
Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

Wykres tygodnia



Komentarze prezesa NBP sygnalizowały stopę docelową w pobliżu 4%, wobec oczekiwań rynkowych w pobliżu 3,5%. Krótkoterminowe stawki FRA spadły w ostatnim czasie, a prezes NBP całkowicie nie wykluczył kolejnego ruchu w listopadzie co wycenia rynek. Komentarze innych członków Rady sugerują, że przestrzeń do obniżki w tym roku nie jest duża i są spójne z sygnalizacją wyższej stopy docelowej. Taki scenariusz prowadziłby do wzrostu stawek FRA.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Tydzień na rynkach zdominowany przez politykę za granicą

Nowy tydzień zapowiada się jako zdominowany przez kwestie polityczne. Impas w Kongresie USA nadal skutkuje zawieszeniem prac administracji federalnej. Co więcej, ostatnie dni przyniosły eskalację wojny handlowej USA-Chiny. W ubiegły piątek prezydent USA zapowiedział możliwość nałożenia 100-procentowych ceł na chińskie towary oraz ograniczenia eksportu amerykańskiego oprogramowania. Wydarzenia te pokazują, że kształt polityki handlowej USA-Chiny, nadal obciążony jest dużą niepewnością. Wrześniowe bardzo dobre dane o eksporcie pokazują jednak, że zmiany w polityce celnej USA nie doprowadziły do załamania chińskiej wymiany handlowej. Na nowy tydzień przedłuża się również trudna sytuacja polityczna we Francji. Przypomnijmy, że premier Francji, S. Lecornu, podał się w ub. tygodniu do dymisji. Prezydent tego kraju, E. Macron, ponownie mianował go jednak na szefa rządu, a ten już na początku tygodnia przedstawił parlamentowi projekt ustawy budżetowej na przyszły rok. Jeśli nie zdoła uzyskać poparcia, trzeba będzie przyjąć przepisy tymczasowe. W tym tygodniu kwestie polityczne wydają się tym bardziej istotne, że kalendarium nie zawiera danych o potencjalnie bardzo dużym wpływie na scenariusz makroekonomiczny. Takimi danymi byłaby inflacja CPI w USA za wrzesień, jednak amerykańskie Bureau of Labor Statistics przesunęło jej publikację z środy 15 października na 24 października. BLS poinformowało również, że inne raporty (m.in. o zatrudnieniu poza rolnictwem, inflacji PPI czy liczbie wolnych miejsc pracy) nie zostaną opublikowane do czasu wznowienia prac rządu. Niemniej, w tym tygodniu, jeśli chodzi o dane zagraniczne, to w szczególności zwrócimy uwagę na publikację we wtorek: indeks ZEW dla Niemiec (wtorek) oraz jesienne prognozy makroekonomiczne Międzynarodowego Funduszu Walutowego, które zapewne będą bardziej optymistyczne niż te ostatnie z lipca br.

Listopad i grudzień bez obniżek stóp proc. NBP?

W kalendarium publikacji danych krajowych na ten tydzień znajdują się: bilans płatniczy za sierpień (wtorek), szczegóły wrzesniowej inflacji (środa) oraz rewizja kwartalnych rachunków narodowych za okres 1Q 2023-2Q2025 (czwartek). Dane te nie powinny jednak wpływać na rynkową wycenę stóp procentowych NBP ani na naszą ich prognozę. Przypomnijmy, że ubiegły tydzień upłynął pod znakiem październikowego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej, która po raz czwarty w tym roku obniżyła stopy procentowe. Główna (referencyjna) stopa procentowa została obniżona do 4,50% z 4,75% miesiąc wcześniej. Tym samym zrealizowała się nasza prognoza dotycząca docelowego poziomu stóp procentowych NBP na 2025 rok. Cięcie stóp w październiku zwiększa prawdopodobieństwo jeszcze jednej obniżki o 25 pkt bazowych w tym roku, tym bardziej że retoryka prezesa NBP podczas konferencji była łagodniejsza od oczekiwań. Niemniej, podtrzymujemy naszą prognozę, że w tym roku RPP zdecyduje się już na stabilizację stóp procentowych, ponieważ może chcieć poczekać na ostateczne decyzje dotyczące wysokości rachunków za energię elektryczną, i wysokość akcyzy na alkohol. Ocenę, że poprzeczka dla dalszych obniżek stóp procentowych w tym roku jest zawieszona wysoko, utwierdzają wypowiedzi niektórych członków RPP. C. Kochalski stwierdził, że październikowa decyzja „znacząco ogranicza przestrzeń do dalszych obniżek w dalszej części roku”, a L. Kotecki w podobnym tonie zaznaczył, że „listopad, grudzień to miesiące, w których powinniśmy obserwować, jakie były skutki obniżek”. Obaj nie wykluczyli możliwości dalszego cięcia, jednak - naszym zdaniem - będzie to wymagało słabszych od oczekiwań danych o płacach i inflacji oraz listopadowej projekcji wskazującej na inflację bazową istotnie poniżej 2,5% r/r. Nadal oczekujemy, że do dalszych obniżek stóp dojdzie w przyszłym roku, a stopa referencyjna osiągnie poziom 3,50%. Ryzyka dla tych oczekiwań są skierowane w górę.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2597	0.2%
USD/PLN	3.6677	0.8%
CHF/PLN	4.5876	0.7%
EUR/USD	1.1614	-0.7%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	4.62	-20
WIBOR 3M	4.54	-16

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.17	-10
5Y	4.79	-11
10Y	5.43	-6

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.02	-9
5Y	4.10	-8
10Y	4.47	-8




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.65	-7
US 10Y	4.06	-9

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	107690.9	0.5
DAX	24364.0	-0.1
S&P 500	6552.5	-2.4




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

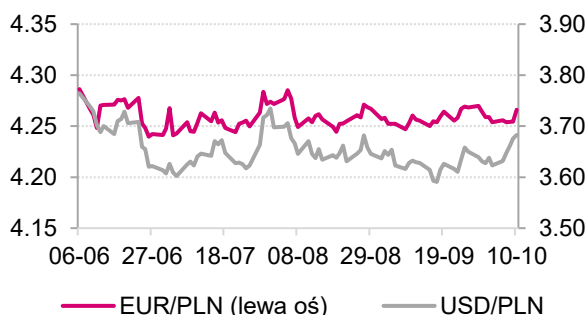
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	W poprzednim tygodniu złoty nieznacznie tracił do euro z ok. 4,248 do ok. nieco ponad 4,26. Kurs EURPLN pozostawał w wąskim przedziale wahań i taka sytuacja utrzymuje się mniej więcej od połowy maja. W ostatnich tygodniach zakres wahań kursu EURPLN jest coraz węższy. Do osłabienia złotego mogła przyczynić się kolejna obniżka stóp procentowych i sytuacja techniczna. Zakładamy, że w tym tygodniu nie będzie istotnych czynników, które mogłyby wybić złotego z tego przedziału wahań. Złotemu potencjalnie mógłby sprzyjać nieco niższy od oczekiwań rynkowych odczyt deficytu obrotów bieżących, ale z drugiej strony saldo 12-miesięczne stopniowo się pogarsza więc wpływ tych danych również powinien być ograniczony. Złoty może pozostać pod wpływem nastrojów na rynkach międzynarodowych, a w długim terminie wciąż zakładamy lekkie osłabienie krajowej waluty.
USD/PLN 	Przy spodziewanej stabilizacji kursu EUR/PLN i zakładanych niewielkich ruchach kursu EURUSD w bieżącym tygodniu zakładamy kontynuację stabilizacji kursu USDPLN. Z punktu widzenia analizy technicznej ograniczeniem zniżkowego ruchu pary USD/PLN jest poziom 3,60.
EUR/USD 	W minionym tygodniu dolar stopniowo zyskiwał do euro do ok. 1,155 z ok. 1,174 do czego przyczyniła się m.in. sytuacja polityczna we Francji oraz słabe dane o produkcji z Niemiec. Na rynku amerykańskim uczestnicy rynku zostali pobawieni dostępu do części danych z uwagi na przedłużający się shutdown administracji federalnej. Kurs EURUSD jest blisko istotnego wsparcia na poziomie ok. 1,155, co wraz z poprawą indeksu ZEW i potencjalnej deeskalacji retoryki celnej USA mogłoby sprzyjać odreagowaniu kursu EURUSD. Jednak obecny tydzień pozostanie pod wpływem sytuacji we Francji. S. Lecornu został ponownie nominowany na premiera i obiecał przyjęcie budżetu do końca roku, ale skrajna prawica i lewica zapowiedziały brak poparcia dla wotum zaufania. Przedłużanie kryzysu we Francji zwiększa prawdopodobieństwo wcześniejszych wyborów, co może ograniczać potencjał do odreagowania europejskiej waluty. Rozwiązania kwestii „shutdownu” powinno mieć ograniczony wpływ na kurs EURUSD.

Rynek obligacji

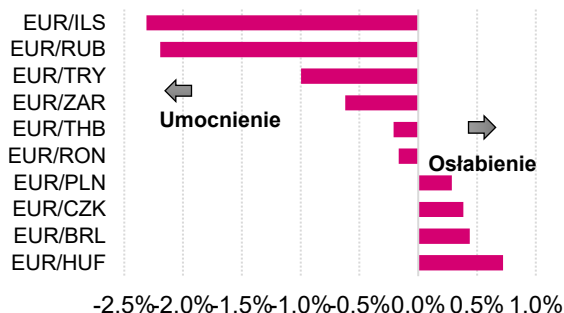
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	W poprzednim tygodniu stawki FRA spadły o 4-15 pb, IRS o 6-11 pb a rentowności obligacji o ok. 1-11, przy czym spadek stawek swap w większym stopniu dotyczył krótkiego końca krzywej, a w przypadku obligacji całej krzywej, co prowadziło do zawężenia spreadów asset swap. Do spadku rentowności przyczyniła się obniżka stóp przez RPP o 25 pb, która była wyceniona przez rynek jedynie w części, a także komentarze prezesa NBP, który nie wykluczył kolejnej obniżki w listopadzie. Spadkom rentowności sprzyjała sytuacja na bazowych rynkach długu. Pod koniec minionego tygodnia pojawiły się komentarze Członków RPP C. Kochalskiego oraz L. Koteckiego o ograniczonej przestrzeni do kolejnej obniżki stóp w tym roku. Rynek wycenia jeszcze jedną obniżkę stóp do końca roku, ale biorąc pod uwagę scenariusz makroekonomiczny oraz powyższe komentarze sądzimy, że do kolejnego ruchu raczej dojedzie na początku przyszłego roku. Stwarza to przestrzeń do ruchu w górę na krótkoterminowych kontraktach FRA. Komentarze prezesa Glapińskiego o tym, że stopa docelowa może być w okolicy 4% wobec bieżących oczekiwań rynku w okolicy 3,50-3,75% ogranicza potencjał do spadku rentowności i zwiększa szanse na odbicie z obecnych lokalnych wsparć na całej krzywej i potencjalnie można byłoby spodziewać się wytlaszczenia krzywej dochodowości. Przetarg obligacji i dodatnia podaż długu netto może sprzyjać rozszerzeniu spreadów asset swap, choć ograniczająco działałoby na to założenie odbicie w górę stawek swap.
10Y DE (%) 	Na niemieckim rynku długu rentowności obniżyły się drugi tydzień z rzędu o ok. 4-8 pb. Sprzyjały temu słabsze od oczekiwań dane o produkcji przemysłowej i zamówieniach z Niemiec za sierpień oraz spadki cen ropy. Ewentualna poprawa indeksu ZEW może sprzyjać odreagowaniu rentowności niemieckich z obecnych poziomów, które są na linii wsparcia wytyczonej przez dotki z połowy kwietnia. Zakładamy wzrost rentowności niemieckiej 10-latki w kierunku 2%. Wpływ na europejskie rynki długu może mieć sytuacja we Francji. Brak porozumienia może ograniczyć potencjał do wzrostu rentowności Bundów.
10Y US (%) 	Na amerykańskim rynku długu podobnie jak na niemieckim rentowności spadały o ok. 3-8 pb. Członek Rady Gubernatorów C. Waller nie wykluczył dalszych cięć stóp, a słabszy od oczekiwań był indeks ISM dla sektora usług. Protokół Fed nie zaskoczył i miał ograniczony wpływ na rynek. Wzrostowi rentowności z lokalnych wsparć może sprzyjać deeskalacja napięć celnych po zapowiedzi znacznego podwyższenia ceł na chiński import. (Istotny opór: 4,20%, wsparcie: 4,0%).

Wykresy rynkowe

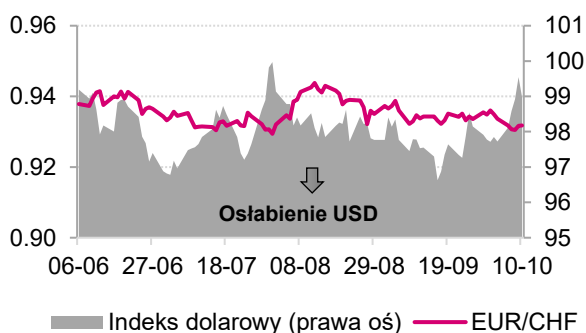
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



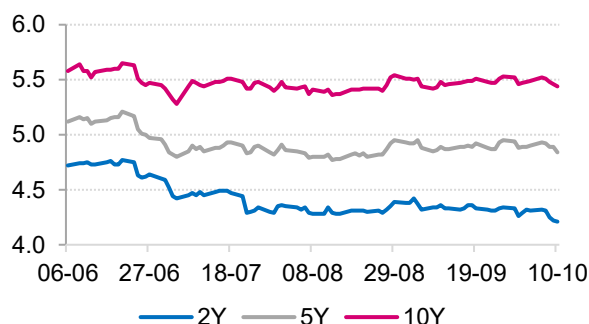
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



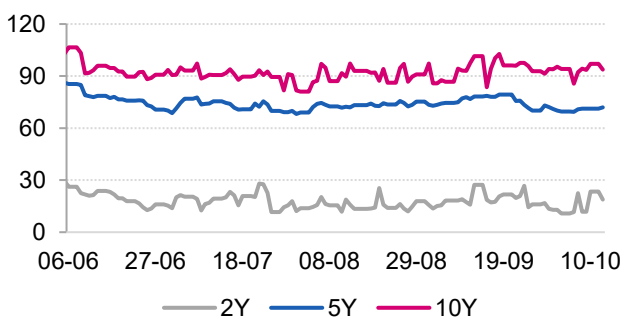
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



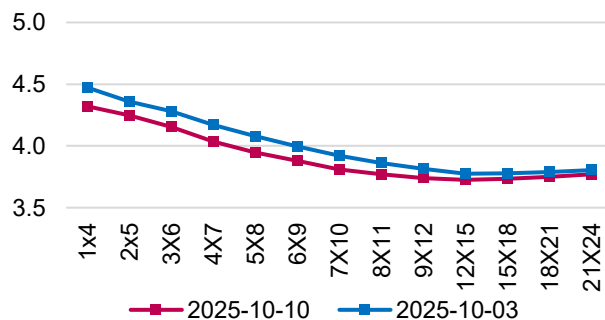
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



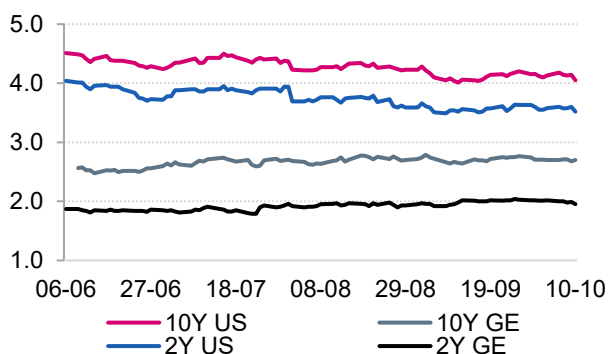
Krajowe stawki asset swap [%]



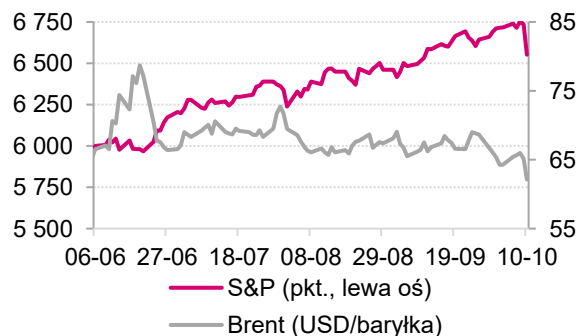
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 13 października					
Eksport r/r	Chiny	Październik	4.4%	6.0%	
Import r/r	Chiny	Październik	1.3%	1.5%	
08:00 Inflacja CPI r/r	Rumunia	Wrzesień	9.85%	10.1%	
Wtorek 14 października					
08:00 Inflacja CPI r/r fin.	Niemcy	Wrzesień	2.4%	2.4%	
11:00 Indeks instytutu ZEW	Niemcy	Październik	37.3	40.5	
12:00 Indeks optymizmu biznesowego NFIB	USA	Wrzesień	100.8		
14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR)	Polska	Sierpień	-1335 mln	-1300 mln	-1160 mln
15:00 Prognozy MFW					
Środa 15 października					
03:30 Inflacja CPI r/r	Chiny	Wrzesień	-0.4%	-0.1%	
03:30 Inflacja PPI r/r	Chiny	Wrzesień	-2.9%	-2.3%	
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Wrzesień	2.9%	3.0%	3.0%
11:00 Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Październik			
11:00 Produkcja przemysłowa m/m s.a.	EZ	Sierpień	0.3%		
13:00 Wnioski o kredyt hipoteczny MBA	USA	Tydzień	-4.7		
20:00 Beżowa księga Fed	USA	Październik			
Czwartek 16 października					
10:00 Rewizja kwartalnego PKB	Polska				
14:30 Inflacja PPI m/m***	USA	Wrzesień	-0.1%	0.3%	
14:30 Inflacja bazowa PPI m/m***	USA	Wrzesień	-0.1%	0.2%	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m***	USA	Wrzesień	0.6%	0.4%	
14:30 Sprzedaż detaliczna bez środków trans. m/m***	USA	Wrzesień	0.7%	0.4%	
Piątek 17 października					
11:00 Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Wrzesień	2.2%	2.2%	
11:00 Inflacja bazowa HICP r/r fin.	EZ	Wrzesień	2.3%		
14:30 Pozwolenia na budowę***	USA	Wrzesień	1330 tys.		
14:30 Rozpoczęte budowy domów***	USA	Wrzesień	1307 tys.	1310 tys.	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Wrzesień	0.1%	0.1%	
Poniedziałek 20 października					
04:00 PKB r/r	Chiny	Q3	5.2%	4.7%	
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Wrzesień	0.7%	4.6%	4.9%
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Wrzesień	7.1%	7.4%	7.3%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Wrzesień	-0.8%	-0.8%	-0.7%

*** Publikacja danych niepewna ze względu na zawieszenie prac amerykańskiej administracji federalnej

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	5.6	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.