

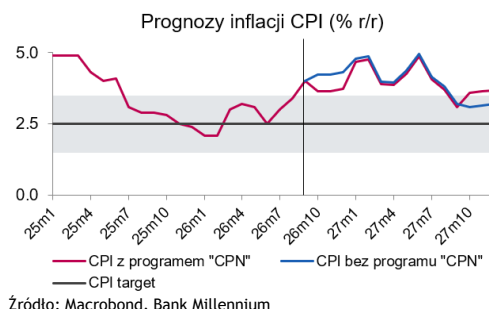
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

Wykres tygodnia



W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Spodziewamy się utrzymania głównej stopy procentowej na poziomie 3,75%. Za takim scenariuszem przemawia szacowany przez nas spadek inflacji bazowej we wrześniu, a także wznowienie programu łagodzącego wzrosty ceny paliw „CPN”, który ma obowiązywać co najmniej do końca 2026 r. Czynniki te zwiększają szanse na stabilizację stóp proc. do końca roku, choć ryzyko ich podwyżki pozostaje istotne.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Tańsze paliwa dają RPP przestrzeń do utrzymania stóp

W tym tygodniu, niezbyt bogatym w istotne dane i wydarzenia, na pierwszy plan wysuwa się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Decyzję poznamy w środę w godzinach popołudniowych. Spodziewamy się, podobnie jak pozostali uczestnicy ankiety „Parkietu”, utrzymania stóp proc. na niezmiennym poziomie. Oczekiwać tych nie zmienia wzrost inflacji CPI we wrześniu do 4,0% r/r z 3,4% r/r w sierpniu, a więc powyżej górnej granicy dopuszczalnych odchyśleń od celu inflacyjnego Narodowego Banku Polskiego. Naszą prognozę wspiera szacowany przez nas spadek inflacji bazowej do ok. 3,0% r/r z 3,3% r/r w sierpniu, a także wznowienie programu „Ceny Paliwa Niżej”, który wszedł w życie w ten weekend i ma obowiązywać co najmniej do końca roku. Program będzie finansowany z dochodów z podatku od nadzwyczajnych zysków koncernów paliwowych. Wprowadzone rozwiązania są analogiczne do tych obowiązujących po wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie. Obejmują codziennie ogłaszana maksymalną cenę paliw, obniżenie stawki VAT na paliwa z 23% do 8% oraz akcyzy do minimalnych poziomów wymaganych przez UE. Naszym zdaniem działania łagodzące szok energetyczny zmniejszają również prawdopodobieństwo zmiany stóp proc. w listopadzie i grudniu, choć niepewność pozostaje wysoka. Zwiększają ją wypowiedzi prezesa NBP, który zwrócił uwagę na ryzyko rozlewania się wzrostu cen energii na pozostałe towary i usługi, określając obecne nastawienie jako „jastrzębie”. Ponadto listopadowa projekcja NBP pokaże zapewne wyższe ścieżki inflacji CPI i bazowej w najbliższych kwartalach. Sądzymy jednak, że RPP zechce poczekać na informacje dotyczące cen regulowanych niektórych nośników energii, w szczególności energii elektrycznej. Na ten moment nie jesteśmy jednak przekonani, aby ten czynnik miał kluczowy wpływ na decyzje dotyczące stóp procentowych. Naszym zdaniem najważniejsze są ewentualne efekty drugiej rundy, tj. nasilenie presji płacowej w reakcji na wyższą inflację. Uwarunkowania do ich wystąpienia nie są obecnie sprzyjające, a w 2027 r. powinny być jeszcze mniej korzystne. Na ten moment nie zmieniamy zatem naszego scenariusza stabilizacji stóp proc. co najmniej do 3Q 2027. Konferencja prezesa NBP, wzorem poprzednich posiedzeń odbędzie się zapewne w czwartek o godz. 15:00 i będzie miała bardziej jastrzębią wymowę niż poprzednia.

Obawy inflacyjne nieco słabną, rynki ograniczają oczekiwania na podwyżki stóp

W ub. tygodniu rynki finansowe złagodziły nieco oczekiwania dotyczące stóp proc. w USA i strefie euro. Sprzyjały temu doniesienia, że transport ropy naftowej przez cieśninę Ormuz, z wyjątkiem surowca irańskiego, powrócił do poziomów sprzed wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie. Ponadto napływające dane zmniejszyły nieco obawy inwestorów o perspektywy inflacji. W Stanach Zjednoczonych inflacja PCE stabilizowała się w sierpniu, a dane non-farm payrolls okazały się natomiast słabsze od oczekiwań. W strefie euro inflacja HICP wzrosła wprawdzie do 3,8% r/r z 3,2% r/r, jednak odpowiadały za to przede wszystkim wyższe ceny energii. Inflacja bazowa wzrosła jedynie do 2,5% r/r z 2,4% r/r w sierpniu, co wskazuje, że pośredni wpływ cen energii na pozostałe ceny pozostaje ograniczony. Zestaw tych informacji znacząco zmniejszył wyceniane przez rynki prawdopodobieństwo podwyżek stóp proc. na październikowych posiedzeniach banków centralnych. W tym tygodniu brakuje danych o wystarczającej wadze, by istotnie zmienić te oczekiwania. Poznamy natomiast protokoły z wrześniowych posiedzeń Fed i EBC. Oba banki centralne podniosły wówczas stopy procentowe, dlatego wydzwięk protokołów będzie zapewne jastrzębi. Nie będą to jednak nowe informacje i naszym zdaniem ich wpływ na notowania powinien być ograniczony. Mogą one natomiast podtrzymywać oczekiwania na dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej. Obecnie wycena rynkowa wskazuje na ok. trzy podwyżki stóp Fed do końca 2027 r. oraz dwie-trzy podwyżki EBC.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3861	0,2%
USD/PLN	3,9196	1,9%
CHF/PLN	4,7243	2,0%
EUR/USD	1,1190	-1,6%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	3,80	4
WIBOR 3M	3,85	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,72	-20
5Y	5,79	-22
10Y	6,23	-17

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,67	-22
5Y	4,94	-21
10Y	5,28	-16

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	3,42	-20
US 10Y	5,25	5

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	154949,7	-1,2
DAX	25218,6	-0,6
S&P 500	7722,7	-0,3

Źródło: LSEG Data & Analytics
Dane z dnia dzisiejszego (godz. 9:30) i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

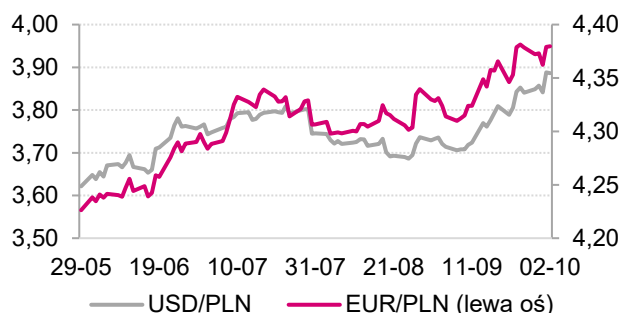
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN		Złoty pozostaje pod presją czynników zewnętrznych, przede wszystkim utrzymującego się dolara. Amerykańska waluta zyskuje w warunkach podwyższonej awersji do ryzyka oraz wysokich cen surowców energetycznych, a mocny dolar negatywnie wpływa na waluty rynków wschodzących, w tym na polskiego złotego. Dodatkowym obciążeniem dla krajowej waluty pozostają czynniki geopolityczne związane z wojną w Ukrainie, które podnosi premię za ryzyko. Zapewne będzie to nadal wpływać na sentyment rynkowy w najbliższych dniach, jednak ich oddziaływanie może być już słabsze. Z tego też powodu oczekujemy konsolidacji kursu EUR/PLN w okolicy 4,37. W Źródłem zmienności może być szczególnie przekaz płynący z konferencji prezesa A. Głapińskiego. Jeśli komunikacja NBP nie będzie wspierała rynkowych oczekiwań wzrostu stóp o 100 pkt. baz. to możliwe jest przejściowe osłabienie złotego.
USD/PLN		Wobec spodziewanej stabilizacji kursów EUR/USD i EUR/PLN oczekujemy niewielkich zmian kursu USD/PLN. Ryzyka skierowane są w stronę nieco słabszego złotego.
EUR/USD		Po wyraźnym umocnieniu dolara w ubiegłym tygodniu, wspartym utrzymującym się ryzykiem geopolitycznym, potencjał do dalszej aprecjacji amerykańskiej waluty w krótkim terminie wydaje się w naszej ocenie ograniczony. W najbliższych dniach kalendarz makroekonomiczny nie zawiera publikacji, które mogłyby dostarczyć nowych argumentów za dalszym wzrostem dolara. Jednocześnie dane wskazują na stopniowe schładzanie rynku pracy w USA, co zmniejsza ryzyko ponownego wzrostu oczekiwań na bardziej restrykcyjną politykę Fed. Dodatkowo stabilizują się ceny surowców energetycznych. W efekcie trudno o nowe czynniki, które mogłyby stać się impulsem do kolejnej fali umocnienia dolara. Kalendarz publikacji makroekonomicznych w strefie euro też jest ubogi, co nieco ogranicza ryzyko pojawienia się negatywnych impulsów dla euro. W najbliższych dniach bilans ryzyka dla kursu EUR/USD oceniamy jako bardziej zrównoważony niż w poprzednim tygodniu.

Rynek obligacji

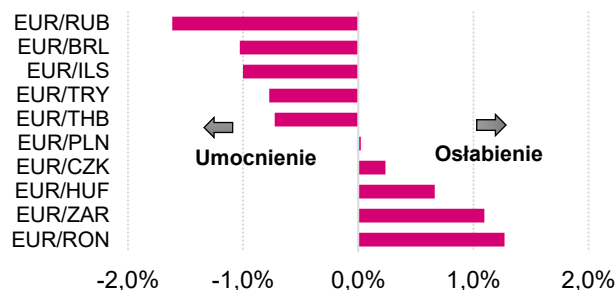
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)		W ubiegłym tygodniu krajowy rynek długu pozostawał pod wpływem czynników globalnych oraz tendencji na rynkach surowców energetycznych. O obrazie minionego tygodnia ostatecznie zadecydował jednak czynnik krajowy. Reaktywacja programu CPN przełożyła się na wyraźny spadek rentowności obligacji, a najsilniej zyskały papiery z krótkiego końca krzywej dochodowości. Perspektywa obniżenia inflacji w najbliższych miesiącach zmniejszyła bowiem ryzyko szybkich podwyżek stóp procentowych przez RPP. Również w tym tygodniu o kierunku rynku mogą przesądzić czynniki krajowe, w szczególności posiedzenie RPP. Do czasu jego rozstrzygnięcia oczekujemy względnej stabilizacji rentowności obligacji, o ile nie pojawią się nowe istotne informacje z Bliskiego Wschodu. Sama decyzja RPP i prawdopodobne utrzymanie stóp procentowych na niezmienionym poziomie nie powinny mieć większego wpływu na rynek. Większe znaczenie będzie miała konferencja prasowa prezesa NBP, która może wpłynąć na rynkowe oczekiwania dotyczące przyszłej ścieżki stóp procentowych w Polsce. Obecnie inwestorzy wyceniają wzrost stóp procentowych w Polsce o blisko 100 pkt baz. w horyzoncie najbliższych 12 miesięcy. Weryfikacja tego scenariusza będzie źródłem zmienności na rynku, przy czym większych wahań oczekivalibyśmy w przypadku mniej jastrzębiego przekazu prezesa NBP. W takim scenariuszu mogłoby dojść do spadku rentowności, zwłaszcza na krótkim końcu krzywej. W tym tygodniu nie jest planowany przetarg obligacji skarbowych, dlatego rynek nie będzie znajdował się pod presją podaży. Niezmiennie źródłem zmienności pozostaną doniesienia z otoczenia geopolitycznego. Ewentualne informacje wskazujące na możliwość osiągnięcia porozumienia pomiędzy USA i Iranem mogłyby przełożyć się na spadek cen surowców energetycznych i w konsekwencji sprzyjać dalszemu obniżeniu rentowności obligacji.
10Y DE (%)		W ubiegłym tygodniu rentowności niemieckich obligacji spadły o 12-15 pkt. baz., w ślad za zmniejszeniem skali spodziewanych podwyżek stóp procentowych. Obecnie inwestorzy spodziewają się 2-3 podwyżek stóp przez EBC. Przy braku publikacji istotnych danych makroekonomicznych rynek niemieckiego długu powinien podążać za trendami na rynkach surowców energetycznych, które determinować będą oczekiwania co do dalszych decyzji EBC. Po wyraźnym spadku rentowności w ubiegłym tygodniu. kontynuacja tego ruchu wymagać będzie korzystnych doniesień w Bliskiego Wschodu, co obarczone jest wysoką niepewnością.
10Y US (%)		W ubiegłym tygodniu rynek amerykańskiego długu pozostawał pod wpływem publikacji kluczowych danych z gospodarki USA, w szczególności wskaźnika inflacji PCE oraz raportu z rynku pracy. Ich wymowa była nieco łagodniejsza i sprzyjała ograniczeniu oczekiwań na podwyżki stóp proc. Fed. Nie przełożyło się to jednak na spadek rentowności amerykańskich obligacji, które w skali tygodnia nieznacznie wzrosły. W bieżącym tygodniu kalendarz makroekonomiczny jest zdecydowanie uboższy. W rezultacie brakować będzie wyraźnych impulsów dla zmian rentowności. Dlatego bazowym scenariuszem pozostaje stabilizacja rentowności amerykańskich obligacji skarbowych w pobliżu obecnych poziomów. Rozwój sytuacji geopolitycznej może stać się jednak głównym czynnikiem determinującym kierunek zmian na rynku amerykańskiego długu.

Wykresy rynkowe

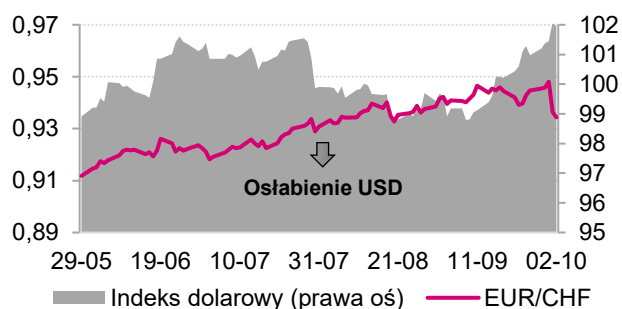
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



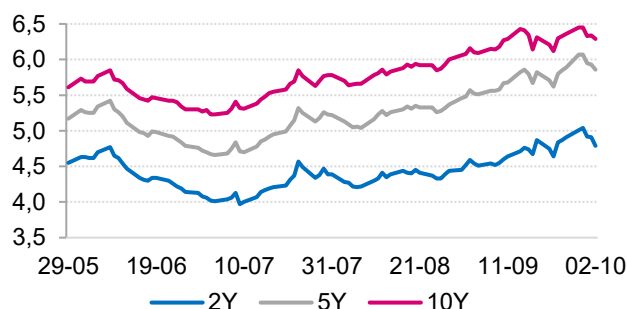
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



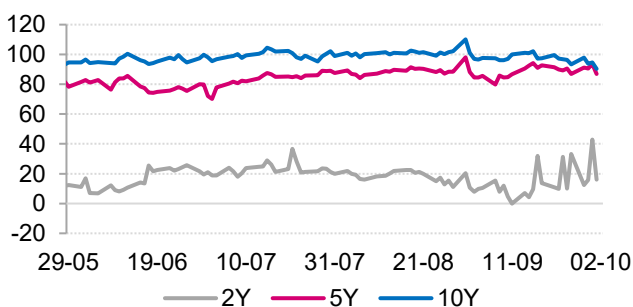
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



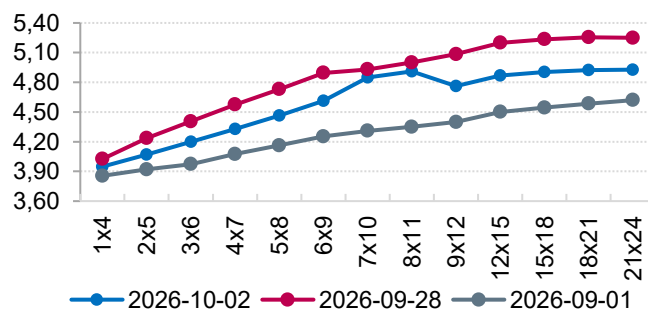
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



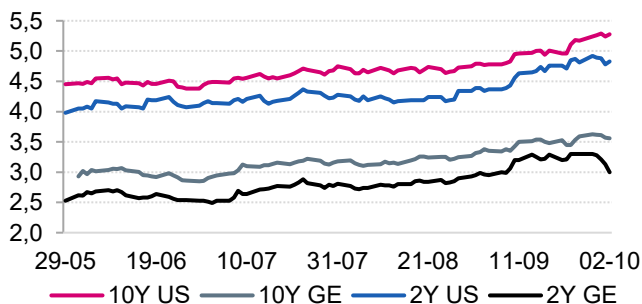
Krajowe stawki asset swap [pkt. baz.]



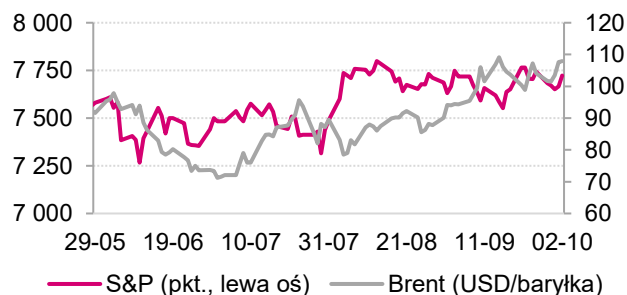
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 5 października					
09:55 Indeks PMI dla usług fin.	Niemcy	Wrzesień	49.7	52.9	
10:00 Indeks PMI dla usług fin.	EZ	Wrzesień	51.6	53.0	
10:30 Indeks Sentix	EZ	Październik	5.1	5.0	
11:00 Inflacja PPI r/r	EZ	Sierpień	5.8%	8.1%	
16:00 Indeks ISM dla usług	USA	Wrzesień	55.4	55.0	
Wtorek 6 października					
08:00 Zamówienia w przemyśle m/m s.a.	Niemcy	Sierpień	2.5%	-1.0%	
09:00 Inflacja CPI r/r wst.	Czechy	Wrzesień	1.9%	2.4%	
11:00 Sprzedaż detaliczna m/m s.a.	EZ	Sierpień	-0.6%	0.2%	
Środa 7 października					
Decyzja RPP ws. stóp procentowych	Polska	Październik	3.75%	3.75%	3.75%
08:00 Produkcja przemysłowa m/m s.a.	Niemcy	Sierpień	-1.1%	0.5%	
08:30 Inflacja CPI r/r	Węgry	Wrzesień	1.3%		
20:00 Protokół z posiedzenia Fed	USA	Wrzesień			
Czwartek 8 października					
13:30 Protokół z posiedzenia EBC	EZ	Wrzesień			
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	3 października	197 tys.	200 tys.	
15:00 Konferencja prezesa NBP	Polska	Październik			
15:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Rumunia	Maj	6.50%	6.50%	
Piątek 9 października					
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Wrzesień			
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan wst.	USA	Październik	48.1	47.8	
16:00 1-roczone oczekiwania inflacyjne Uni. Michigan wst.	USA	Październik	4.6		
Poniedziałek 12 października					
Brak istotnych publikacji makroekonomicznych					

Dane i prognozy

		2024	2025	2026	2027	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
PKB	% r/r	3.0	3.6	3.7	2.9	3.5	3.9	3.7	3.5	3.1	3.1	2.8	2.6
Stopa bezrobocia rejestrowanego	% k.o.	5.1	5.7	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9	6.0	6.2	5.9	5.9	6.0
Inflacja CPI	% r/r. śr.o.	3.6	3.6	3.3	3,3	2.4	2.9	3.5	4.1	3.9	3.7	3.5	2.7
Stopa referencyjna	% k.o.	5.75	4.00	3.75	3.50	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.50	3.50
WIBOR 1M	% k.o.	5.82	4.04	3.80	3.55	3.81	3.78	3.76	3.80	3.80	3.80	3.55	3.55
WIBOR 3M	% k.o.	5.84	3.99	3.86	3.60	3.85	3.85	3.85	3.84	3.80	3.81	3.58	3.58
EUR/PLN	k.o.	4.27	4.23	4.29	4.27	4.29	4.30	4.37	4.29	4.28	4.27	4.27	4.27
USD/PLN	k.o.	4.10	3.60	3.61	3.63	3.74	3.77	3.84	3.76	378	3.79	3.71	3.62
EUR/USD	k.o.	1.04	1.17	1.14	1.18	1.15	1.14	1.14	1.14	1.13	1.13	1.15	1.18
EURIBOR 3M	% k.o.	2.71	2.03	2.54	2.54	2.08	2.32	2.62	2.54	2.54	2.54	2.54	2.54
SOFR 3M	% k.o.	4.69	4.01	3.68	2.63	3.68	3.63	3.68	3.63	3.63	3.63	3.63	3.63

* 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 jakiejkolwiek 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.