



# Makro i rynek

komentarz dzienny

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

2 października 2024

## Informacje na dziś

- **PL:** Dziś kończy się dwudniowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Decyzja odnośnie do parametrów polityki pieniężnej opublikowana zostanie najpewniej w godzinach popołudniowych. Oczekujemy stabilizacji stóp procentowych. Taki jest także konsensus ekonomistów, a także oczekiwania rynkowe. Z tego powodu decyzja, ale także towarzyszący jej komunikat po posiedzeniu, nie powinny istotnie wpłynąć na ocenę perspektyw polityki pieniężnej. Najciekawszym wydarzeniem towarzyszącym posiedzeniu RPP będzie jutrzejsza konferencja prezesa NBP. Ocena sytuacji w polskiej gospodarce nie ulegnie zapewne istotnej zmianie, choć dane z gospodarki za sierpień zaskoczyły negatywnie. Ciekawa może być jednak ocena uwarunkowań zewnętrznych polskiej gospodarki, szczególnie rosnące ryzyko drugiego z rządu roku recesji w niemieckiej gospodarce, a także nasilenie oczekiwań co do skali cięć stóp proc. EBC, Fed, a także krajów naszego regionu. Miesiąć temu prezes Głapiński mówił, że wznowienie cyklu obniżek kosztu pieniądza byłoby prawdopodobne w połowie przyszłego roku. W czwartek przekonany się, czy ta ocena prezesa zostanie podtrzymana. Ważniejsze informacje poznamy za miesiąc, gdy RPP zapozna się z nową projekcją makroekonomiczną.
- **US:** O godz. 14:15 poznamy raport firmy ADP dotyczący zatrudnienia w sektorze prywatnym w Stanach Zjednoczonych. Konsensus wskazuje na wzrost o 120 tys. m/m, po wzroście o 99 tys. Dane te stanowią próbnik dla dużo ważniejszych danych non-farm payrolls, które opublikowane będą w piątek, choć korelacja między tymi danymi jest niska. Niemniej, duże zaskoczenie może skutkować reakcją rynkową.

## Wydarzenia i komentarze

- **EZ:** Inflacja HICP w strefie euro obniżyła się we wrześniu do 1,8% r/r z 2,2% r/r w sierpniu, zgodnie z oczekiwaniami. Jest to najniższa wartość indeksu od niemal 3,5 roku. Bazowy wskaźnik HICP wyniósł natomiast 2,7% r/r wobec 2,8% r/r miesiąc wcześniej. Dane te pokazują, że średnio w 3Q 2024 inflacja HICP i bazowy indeks HICP okazały się nieco niższe niż prognozy Europejskiego Banku Centralnego z września. Wczoraj przewodnicząca Ch.Lagarde powiedziała, że Europejski Bank Centralny coraz bardziej przekonuje się, że inflacja spadnie do celu inflacyjnego i bieżąca dezinflacja zostanie „wzięta pod uwagę” na posiedzeniu w tym miesiącu. Dla nas to oczywiście sygnał obniżki stóp procentowych już na posiedzeniu w tym miesiącu (17 października). Naszym zdaniem wyniesie ona 25 pkt baz. Nie wykluczamy jednak, że już na kolejnym posiedzeniu w grudniu, kiedy EBC zapozna się z nowymi prognozami, może dojść do cięcia nawet o 50 pkt.
- **PL:** Indeks PMI dla krajowego przemysłu wzrósł we wrześniu do 48,4 pkt z 47,8 pkt w sierpniu przewyższając nasze oczekiwania jak i konsensus prognoz. Jest to trzeci wzrost wskaźnika, choć nadal pozostaje poniżej neutralnego poziomu 50 pkt oddzielającego ożywienie od spowolnienia. Wzrost indeksu nieco zaskakuje, w świetle spadku analogicznego wskaźnika dla Niemiec aż do 40,6 pkt. oraz powodzi w południowo-zachodniej Polsce i ewentualnych zaburzeń produkcji. Pomimo pozytywnej niespodzianki za wrzesień nie zmienia się ocena przemysłu jak i prognozy dla tego sektora. Naszym zdaniem twarde dane o produkcji przemysłowej pokażą we wrześniu niewielki spadek produkcji przemysłowej w ujęciu r/r, co będzie oznaczało, że przemysł nie napędzał wzrostu PKB w 2024 r. Trudno o znaczącą poprawę na przełomie 2024 i 2025 r., biorąc pod uwagę niesprzyjające otoczenie zewnętrzne i tylko umiarkowane ożywienie konsumpcji w kraju.

## Rynki na dziś

Eurodolar dotarł już do 1,1050 i zostało mu około pół centa by zrealizować kreślony przez nas na początku tygodnia scenariusz. Dzisiejsza sesja na rynkach globalnych powinna być jednak dość spokojna zważywszy na ubogie kalendarium wydarzeń makro. Lokalnie uwaga koncentrować się będzie oczywiście na wyniku posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej, który jest łatwy do przewidzenia (stabilizacja stóp procentowych). Kurs EUR/PLN porusza się powyżej 4,2850 i naszym zdaniem testować będzie poziom 4,30 w kolejnych dniach.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2905	0,2%
USD/PLN	3,8744	0,9%
CHF/PLN	4,5850	0,9%
EUR/USD	1,1076	-0,6%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,81	-1
WIBOR 3M	5,84	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,73	3
5Y	4,91	3
10Y	5,26	3

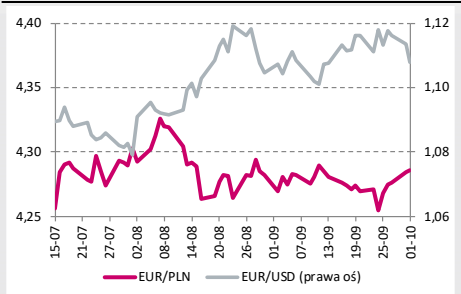
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,90	5
5Y	4,37	4
10Y	4,49	4

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,03	-9
US 10Y	3,71	-6

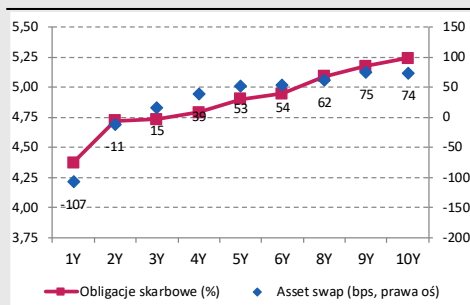
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	82892,8	-0,5
S&P 500	5708,8	-0,9
Nikkei 225	37765,7	-2,3

Źródło: LSEG Datastream  
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

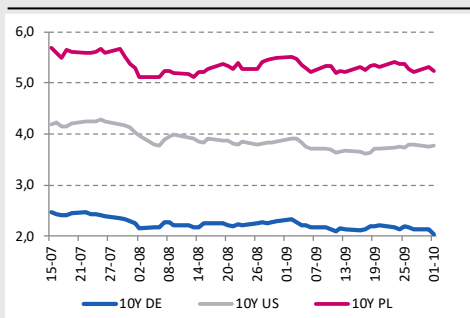
## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



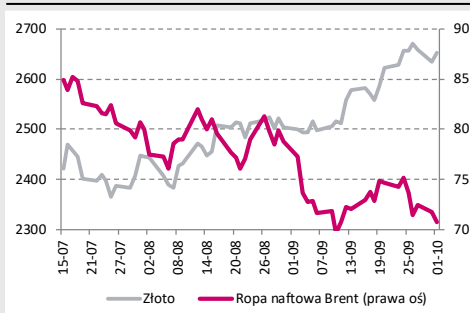
## Krajowy rynek stopy procentowej



## Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



## Ceny surowców [USD]



## Rynek krajowy

Nowy miesiąc tradycyjnie rozpoczęliśmy odczytami indeksów PMI w Polsce, krajach strefy euro i USA. Zgodnie z naszymi przypuszczeniami wyrażonymi we wczorajszym raporcie krajowa publikacja mimo odczytu powyżej oczekiwań nie przełożyła się na zmienność polskich aktywów. Podobnie jak niewielkie odchylenia w finalnych odczytach danych dla unii walutowej w stosunku do wstępnych publikacji. Mimo to kurs EUR/PLN przesunął się nieznacznie w stronę 4,29. Pozostajemy konsekwentni w oczekiwaniach, iż kurs EUR/PLN będzie poruszał się z przedziału 4,26 - 4,30 choć z upływem tygodnia powinien przesuwać się w stronę górnego ograniczenia. Rozwój konfliktu na Bliskim Wschodzie (atak Izraela na Liban) wpisuje się w ten scenariusz poprzez niewielki wzrost awersji do ryzyka i premiowanie dolara, co historycznie negatywnie przekładało się na wycenę walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Nastroj wyprzedzały koszyka CEE widać w ostatnich dniach, lecz przyznać należy, iż w przypadku złotego jest ona skromniejsza niż np. na węgierskim forincie. Za nami interesująca na rynku krajowego długu. Dochodowość obligacji wzdłuż całej krzywej pozostawała relatywnie stabilna podczas gdy wyraźne spadki towarzyszyły obligacjom rynku niemieckiego. Było to pokłosie niższych danych dotyczących inflacji w strefie euro (co sugerowały spływające już od piątku dane z poszczególnych państw unii monetarnej). Istotnemu rozszerzeniu uległ zatem spread pomiędzy polską a niemiecką 10-latką. Wynosi on obecnie 325 pkt. baz. i jest najwyższy od końca lipca. Dobrze oddaje on różnice w bieżącym nastawieniu banków centralnych w Polsce i strefie euro. Wrażenia na inwestorach nie zrobiła informacja, iż jutro na przetargu Bank Gospodarstwa Krajowego, w ramach emisji na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19, zaoferuje papiery serii FPC0328, FPC0631, FPC0733 i FPC0342 z minimalną podażą 0,25 mld PLN. Oferta ta wypada wybitnie skromnie jak na październikowe plany resortu finansów zakładające sprzedaż długu skarbowego o wartości 16-32 mld PLN.

## Rynki zagraniczne

Przełom września i października przyniósł zgodne z naszymi oczekiwaniami zmiany kursu EUR/USD. Kolejne niespodzianki *in minus* w danych inflacyjnych ze strefy euro nasiliły oczekiwania co do agresywnych ruchów Europejskiego Banku Centralnego podczas najbliższych posiedzeń pogarszając carry trade wspólnej waluty w relacji do dolara. Tym bardziej, iż jednocześnie oczekujemy, że dane ze Stanów Zjednoczonych mogą potwierdzać relatywnie solidny obraz, zwłaszcza w postaci raportu z rynku pracy USA. Oczekiwania solidnych danych payrolls podtrzymały między innymi wczorajsze JOLTsy (liczba wolnych etatów w gospodarce USA), która okazała się być wyższa od konsensusu. Efektem kolejnych dobrych danych z rynku pracy USA będzie możliwe nieznaczne złagodzenie rynkowych oczekiwań co do kolejnych ruchów Fed, po mocnym, bo wynoszącym 50 pkt. baz. początku cyklu cięć stóp procentowych we wrześniu. Podsumowując pozostajemy konsekwentni swoim oczekiwaniom z początku tygodnia, iż czynniki fundamentalne do spółki z analizą techniczną mogą naszym zdaniem zdecydować o ruchu eurodolara w tym tygodniu w okolicy poziomu 1,10 a więc dolnego ograniczenia blisko 2-miesięcznego trendu horyzontalnego (1,10 - 1,12).

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 27 września						
14:30 Inflacja PCE m/m	USA	Sierpień	0.2%	0.1%	0.2%	
Poniedziałek 30 września						
03:45 Indeks PMI w przemyśle	Chiny	Wrzesień	50.4	49.3	50.4	
03:45 Indeks PMI w usługach	Chiny	Wrzesień	51.6	50.3	51.6	
10:00 Inflacja CPI r/r, wst.	Polska	Wrzesień	4.3%	4.9%	4.8%	4.9%
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Wrzesień	1.9%	1.6%	1.7%	
14:00 Saldo rachunku bieżącego EUR	Polska	2Q	4567m	668m	743m	
15:45 Indeks Chicago PMI	USA	Wrzesień	46.1	46.6	45.0	
19:00 Wystąpienie prezesa Fed	USA					
Wtorek 01 października						
09:00 Indeks PMI w przemyśle	Polska	Wrzesień	47.8	48.6	47.3	47.5
09:55 Indeks PMI w przemyśle fin.	Niemcy	Wrzesień	42.4	40.6	40.3	
10:00 Indeks PMI w przemyśle fin.	EZ	Wrzesień	45.8	45.0	44.8	
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Wrzesień	2.2%	1.8%	2.0%	
15:45 Indeks PMI w przemyśle fin.	USA	Wrzesień	47.9	47.3	47.0	
16:00 Indeks ISM w przemyśle	USA	Wrzesień	47.2	47.2	47.2	
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Sierpień	7.71m	8.04m	7.65m	
Środa 02 października						
<b>Decyzja ws. stóp procentowych</b>	<b>Polska</b>	<b>Październik</b>	<b>5.75%</b>		<b>5.75%</b>	<b>5.75%</b>
14:15 Raport ADP	USA	Wrzesień	99k		110k	
Czwartek 03 października						
09:55 Indeks PMI w usługach fin.	Niemcy	Wrzesień	51.2		50.6	
10:00 Indeks PMI w usługach fin.	EZ	Wrzesień	52.9		50.5	
15:00 Wystąpienie prezesa NBP	Polska	Październik				
15:45 Indeks PMI w usługach fin.	USA	Wrzesień	55.7		55.4	
16:00 Raport ISM w usługach	USA	Wrzesień	51.5		51.5	
Piątek 04 października						
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Wrzesień				
14:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym	USA	Wrzesień	142k		145k	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Wrzesień	4.2%		4.2%	
Poniedziałek 07 października						
10:00 Indeks Sentix	EZ	Październik	-15.4			

Źródło: Bloomberg, Millennium Bank S.A., Parkiet

**Millennium**  
bank