

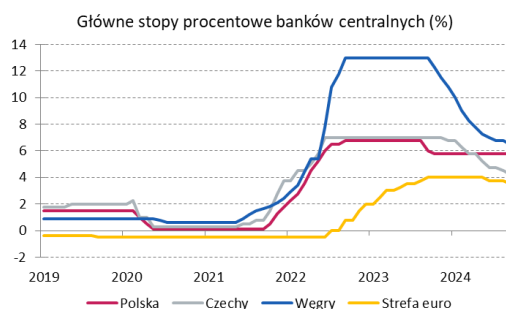
Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

**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, Bank Millennium

W tym tygodniu Rada Polityki Pieniężnej utrzyma stopy procentowe NBP bez zmian. Polityka monetarna i jej perspektywy różnią się od banków centralnych w Europie, zarówno od tych w regionie CEE, jak i od Europejskiego Banku Centralnego. W tym tygodniu poznamy dane inflacyjne dla Eurogrupy, które potwierdzą, że EBC będzie dość szybko obniżać stopy procentowe w najbliższych miesiącach.

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### RPP utrzyma w tym tygodniu stopy proc. na niezmiennym poziomie

We wtorek rozpoczyna się dwudniowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Decyzja odnośnie do parametrów polityki pieniężnej opublikowana zostanie w środę 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 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 w USA, Fed, a także krajów naszego regionu. Miesiąc temu prezes Głapiński mówił, że wznowienie cyklu obniżek kosztu pieniądza byłoby prawdopodobne w połowie przyszłego roku. W czwartek przekonamy się, czy ta ocena prezesa zostanie podtrzymana.

### Czy inflacja pozwoli na kolejną obniżkę stóp proc. EBC

We wtorek o godz. 11:00 Eurostat opublikuje wstępne wyliczenie inflacji HICP w strefie euro we wrześniu. Według konsensusu prognoz obniży się ona do 1,9% r/r z 2,2% r/r w sierpniu. W przypadku wskaźnika bazowego oczekuje się natomiast stabilizacji na 2,8% r/r. Oczekiwania spadku inflacji dla całej strefy euro wspierają dostępne już dane dla dwóch dużych gospodarek grupy. We Francji wskaźnik HICP spadł we wrześniu do 1,5% r/r z 2,2% r/r, a dla Hiszpanii do 1,7% r/r z 2,4% r/r miesiąc wcześniej. W przypadku Niemiec, największej gospodarki unii walutowej, oczekuje się też spadku, ale w mniejszej skali, bo do 1,9% r/r z 2,0% r/r. Realizacja prognoz dla Niemiec i całej strefy euro potwierdziłaby postępującą dezinflację i zwiększenie szans dla realizacji celu inflacyjnego, być może szybciej niż spodziewała się Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego. Wraz z danymi z gospodarki, słabszymi od oczekiwań, rośnie presja na kolejne obniżki stóp procentowych.

### Czy dane z rynku pracy USA pomogą rozstrzygnąć skalę obniżek stóp w tym roku?

Ten tydzień to czas sporej liczby publikacji danych opisujących gospodarkę USA. We wtorek poznamy wyliczenie indeksu ISM dla przemysłu, a w czwartek dla usług. Dane te będą istotne, ale najważniejsze opublikowane zostaną w piątek. Poznamy wtedy raport z rynku pracy we wrześniu. Według konsensusu prognoz liczba etatów poza rolnictwem (non-farm payrolls) wyniesie ma 140 tys. m/m, wobec 142 tys. m/m w sierpniu. W przypadku stopy bezrobocia oczekiwana jest jej stabilizacja na 3,8%. W naszej ocenie dane te mogą wpływać na oczekiwania rynkowe, co do ruchów Fed na dwóch zaplanowanych na ten rok posiedzeń. Obecnie rynki finansowe oceniają, że do końca tego roku główna stopa procentowa będzie niższa o 75 pkt baz. W przypadku danych wyższych od oczekiwań, wydaje nam się, że mogą się nasilić oczekiwania, na dwie obniżki o 25 pkt każda.

### Czy powódź zaburzy nastroje w przemyśle?

We wtorek o godz. 09:00 poznamy wyliczenie indeksu PMI dla krajowego przemysłu we wrześniu. Spodziewamy się spadku do 47,5 pkt z 47,8 pkt w sierpniu. Naszym zdaniem koniunktura w przemyśle pozostaje obniżona, ze względu na recesję w tym sektorze w Niemczech. Pytaniem pozostaje, czy powódź spowoduje pogorszenie nastrojów wśród ankietowanych menadżerów. Zakładamy, że wpływ ten będzie ograniczony i dość szybko powinien wygasnąć.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2703	-0,1%
USD/PLN	3,8234	-0,2%
CHF/PLN	4,5464	0,4%
EUR/USD	1,1169	0,1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,84	1
WIBOR 3M	5,85	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,66	-1
5Y	4,89	-15
10Y	5,24	-12

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,81	-7
5Y	4,31	-6
10Y	4,44	-6




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,13	-6
US 10Y	3,76	1

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	84540,9	3,2
S&P 500	5738,2	0,6
Nikkei 225	37919,6	0,5




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

## Rynek walutowy

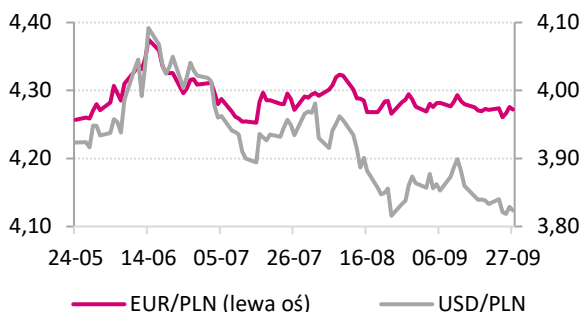
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Nie widzimy obecnie podstaw do istotniejszych ruchów złotego niż te które miały miejsce w ostatnich tygodniach. Ergo, przedział 4,26 - 4,30 obserwowany w zasadzie od pierwszej dekady lipca powinien zostać utrzymany. O ile jednak w ostatnim tygodniu kurs EUR/PLN testował jego dolne ograniczenie, o tyle zmiany rynków globalnych jakich oczekujemy w nadchodzących dniach powinny sprzyjać niewielkiej przecenie polskiej waluty. Uważamy zatem, iż początek października powinien przynieść ruch w okolice 4,30 PLN za EUR. Czynniki lokalne będą drugoplanowe w tym tygodniu - co udowodniła już dzisiejsza publikacja danych inflacyjnych z Polski - mimo, iż przed nami jeszcze posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (środa) i konferencja prasowa prezesa Narodowego Banku Polskiego (czwartek). Nie spodziewamy się jednak zmian w narracji a tym samym perspektyw polityki monetarnej. W efekcie wpływ na wycenę złotego powinien pozostać marginalny. Jak wspomnieliśmy jednak źródłem zmienności polskiej waluty w tym tygodniu (choć w zakresie 4,26 - 4,30 PLN za EUR) będą aspekty globalne. Przede wszystkim w spadku inflacji w strefie euro oraz prawdopodobnie wciąż relatywnie mocnym rynku pracy w USA dostrzegamy potencjał do zniżki eurodolara. Tym kanałem przecena osiągnąć powinna złotego.
USD/PLN 	Stosunkowo niewielkie oczekiwane zmiany kursu EUR/PLN (utrzymanie dotychczasowego korytarza wahań) sprawią, że decydujące dla kierunku zmian pary USD/PLN po raz kolejny będzie kształtowanie się eurodolara. Na gruncie technicznym kurs USD/PLN powinien powrócić w okolice poziomu 3,89 tj. o około 7 groszy wyżej niż obecnie. Źródłem presji na umocnienie dolara w naszej ocenie mogą okazać się dane z USA, w szczególności piątkowy raport z rynku pracy a być może także jego wcześniejsze prognozy tj. jak liczba wakatów według JOLTS, czy raport ADP.
EUR/USD 	Od ponad miesiąca kurs EUR/USD porusza się w przedziale 1,10 - 1,12 i nie zmieniły tego wrześniowe wydarzenia „dużego kalibru” tj. posiedzenia EBC i Fed. Mimo, iż poniedziałek przynosi próby wyjścia górą ze wspomnianego kanału, to naszym zdaniem na koniec tygodnia notowaniom bliżej będzie do dolnej bariery przedziału. Wynikać to będzie naszym zdaniem z presji sprzedających na euro po prawdopodobnych kolejnych niespodziankach in minus w danych inflacyjnych ze strefy euro. Mogą ona ponownie nasilić oczekiwania co do agresywnych ruchów Europejskiego Banku Centralnego podczas najbliższych posiedzeń pogarszając carry trade 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. Efektem 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 czynniki fundamentalne do spółki z analizą techniczną mogą naszym zdaniem zadecydować o ruchu eurodolara w tym tygodniu a okolice poziomu 1,1050.

## Rynek obligacji

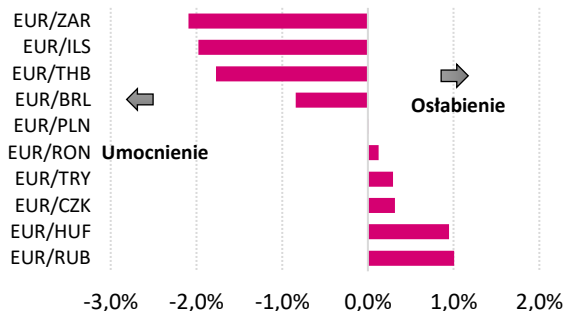
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Pozostajemy konsekwentni w swoich oczekiwaniach zakładających brak podstaw do istotnych spadków dochodowości krajowego długu jednocześnie przy piętrzących się argumentach za niewielkim odreagowaniem wzrostowym. Perspektywy obniżek stóp procentowych są w pełni uwzględnione w wycenie rynkowej w stopniu, który naszym zdaniem jest zbyt agresywny i trudny do pogłębienia. Czyni to kwestię krajowej polityki pieniężnej jako wyczerpaną w kontekście obserwowanego w ostatnich dniach tendencji spadku dochodowości. Z kolei czynniki podażowe powinny wspierać niewielką zwyżkę dochodowości skarbowych papierów wartościowych. Dziś poznamy plan podaży Ministerstwa Finansów na cały czwarty kwartał. O ile tegoroczne potrzeby pożyczkowe - licząc jako planowane wykonanie budżetu na 2024 rok - są zrealizowane w 98%, to resort będzie chciał prefinansować solidne potrzeby roku przyszłego. Ciężar podaży powinien zaś pozostawać dość znaczący sprzyjając niewielką zwyżkę dochodowości w październiku.
10Y DE (%) 	Wycena niemieckiego długu pozostaje względnie stabilna. W przypadku 10-latki mowa o oscylowaniu dochodowości wokół poziomu 2,20%. W naszej ocenie w tym tygodniu nie znajdziemy wydarzeń mogących odmienić losy Bunda. W rezultacie nasze oczekiwania zakładają kolejne dni niewielkiej zmienności niemieckiej krzywej.
10Y US (%) 	Dochodowość amerykańskiej 10-latki nieznacznie rośnie i to pomimo agresywnego startu obniżek stóp procentowych w USA w ubiegłym tygodniu. Kolejne dni naszym zdaniem powinny przynieść utrzymanie symbolicznych wzrostów dochodowości, co wspierać powinien między innymi wciąż solidny obraz rynku pracy w Stanach Zjednoczonych. Dowodem jedynie stopniowego wychładzania temperatury na amerykańskim rynku pracy powinny być piątkowe dane payrolls.

## Wykresy rynkowe

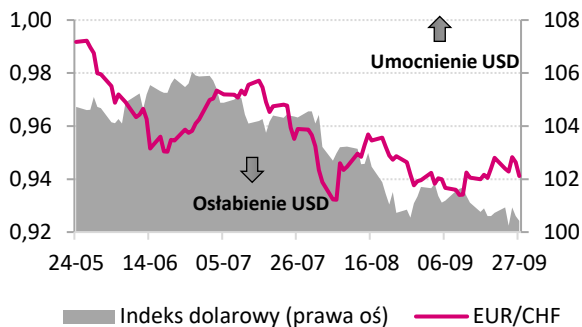
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



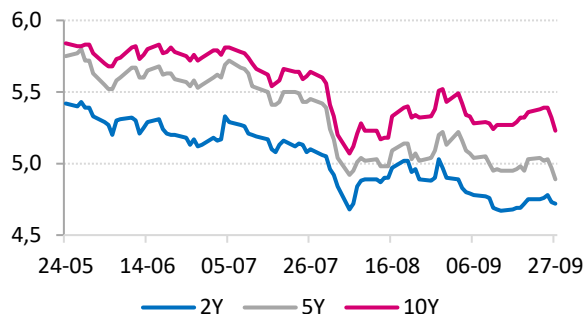
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



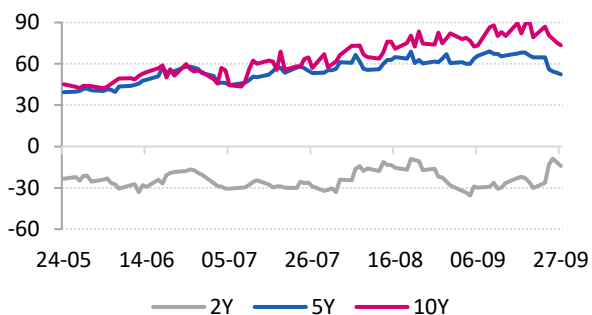
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



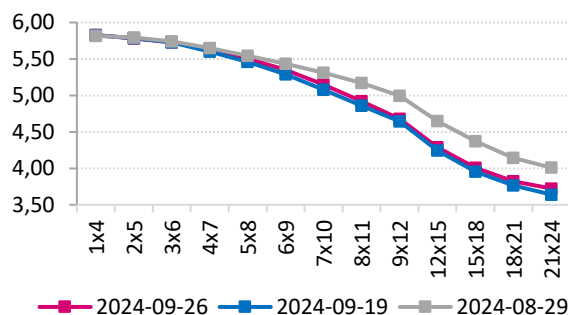
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



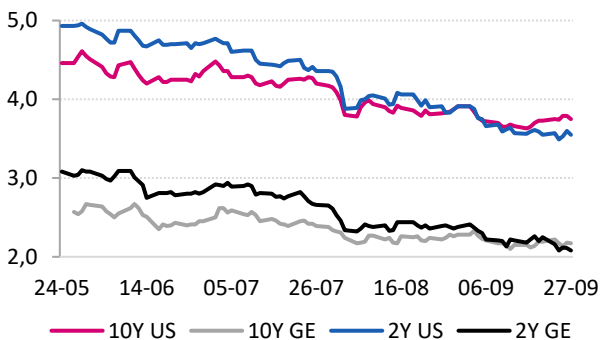
Krajowe stawki asset swap [%]



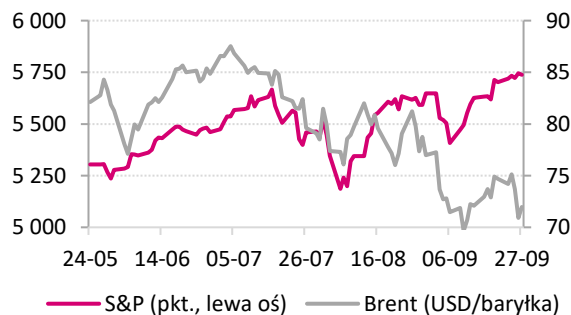
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, LSEG Data & Analytics

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Poniedziałek 30 września</b>					
03:45 Indeks PMI w przemyśle	Chiny	Wrzesień	50.4	50.4	
03:45 Indeks PMI w usługach	Chiny	Wrzesień	51.6	51.6	
<b>10:00 Inflacja CPI r/r, wst.</b>	<b>Polska</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.8%</b>	<b>4.9%</b>
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Wrzesień	1.9%	1.7%	
14:00 Saldo rachunku bieżącego EUR	Polska	2Q	4663m		
15:45 Indeks Chicago PMI	USA	Wrzesień	46.1	45.0	
19:00 Wystąpienie prezesa Fed	USA				
<b>Wtorek 01 października</b>					
<b>09:00 Indeks PMI w przemyśle</b>	<b>Polska</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>47.8</b>	<b>46.5</b>	
09:55 Indeks PMI w przemyśle fin.	Niemcy	Wrzesień	42.4	40.3	
10:00 Indeks PMI w przemyśle fin.	EZ	Wrzesień	45.8	44.8	
<b>11:00 Inflacja HICP r/r wst.</b>	<b>EZ</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.0%</b>	
15:45 Indeks PMI w przemyśle fin.	USA	Wrzesień	47.9	47.0	
16:00 Indeks ISM w przemyśle	USA	Wrzesień	47.2	47.2	
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Sierpień	7.67m	7.65m	
<b>Środa 02 października</b>					
<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	
<b>Czwartek 03 października</b>					
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	
<b>15:00 Wystąpienie prezesa NBP</b>	<b>Polska</b>	<b>Październik</b>			
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	
<b>Piątek 04 października</b>					
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Wrzesień			
<b>14:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym</b>	<b>USA</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>142k</b>	<b>145k</b>	
<b>14:30 Stopa bezrobocia</b>	<b>USA</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.2%</b>	
<b>Poniedziałek 07 października</b>					
10:00 Indeks Sentix	EZ	Październik	-15.4		

## Kalendarium

## Dane i prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
<b>PKB</b>	% r/r	5.6	0.2	3.1	3.9	2.0	3.2	3.1	3.6	3.8	3.6	4.0	4.0
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, k.o.	5.2	5.1	5.1	5.0	5.3	4.9	4.9	5.1	5.3	4.9	4.9	5.0
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, śr.o.	14.4	11.4	3.7	4.7	2.8	2.5	4.5	5.0	5.8	5.5	3.8	3.6
<b>Ropa naftowa Brent</b>	USD, śr.o.	98.7	82.0	82.5	76.8	81.5	84.8	81.0	79.6	78.2	77.2	76.3	75.4
<b>Stopa referencyjna</b>	%, k.o.	6.75	5.75	5.75	5.00	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.25	5.00
<b>WIBOR 1M</b>	%, k.o.	6.93	5.80	5.85	5.05	5.83	5.84	5.86	5.85	5.85	5.82	5.30	5.05
<b>WIBOR 3M</b>	%, k.o.	7.02	5.88	5.85	4.97	5.88	5.85	5.86	5.85	5.85	5.77	5.19	4.97
<b>WIBOR 6M</b>	%, k.o.	7.14	5.82	5.84	4.88	5.86	5.86	5.85	5.84	5.81	5.69	5.09	4.88
<b>EUR/PLN</b>	k.o.	4.69	4.35	4.20	4.25	4.30	4.31	4.25	4.20	4.22	4.23	4.24	4.25
<b>USD/PLN</b>	k.o.	4.40	3.94	3.83	3.75	3.99	4.03	3.89	3.83	3.79	3.77	3.76	3.75
<b>EUR/USD</b>	k.o.	1.07	1.10	1.10	1.13	1.08	1.07	1.09	1.10	1.11	1.12	1.13	1.13
<b>EURIBOR 3M</b>	%, k.o.	2.13	3.91	3.13	2.37	3.89	3.71	3.42	3.13	2.86	2.62	2.55	2.37
<b>SOFR 3M**</b> (następca LIBOR 3M USD od 07.2023)	%, k.o.	4.77	5.59	5.01	4.02	5.56	5.59	5.26	5.01	4.77	4.50	4.27	4.02

\* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium, śr.o. - średnio w okresie, k.o. - na koniec okresu \*\*-aktualizacja prognoz z dn.29.07.2024r.  
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.