

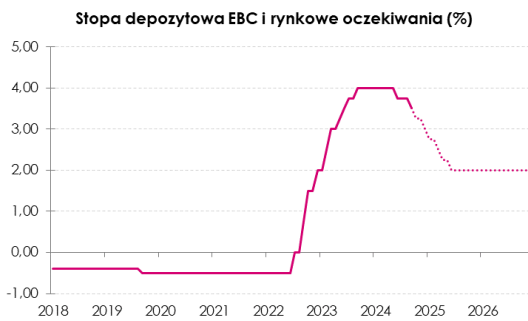
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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

Według naszych i rynkowych oczekiwań Europejski Bank Centralny obniży w tym tygodniu stopę depozytową o 0,25 pkt proc. do 3,25%. Jeśli decyzja ta zmaterializuje się, to będzie oznaczać, że EBC zwiększa tempo obniżek stóp. Według oczekiwań rynkowych każde z najbliższych posiedzeń przyniesie cięcie o 25 pkt baz. W świetle postępującej dezinflacji i słabych perspektyw gospodarczych w strefie euro scenariusz ten wydaje się realny.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

EBC zwiększa tempo łagodzenia polityki pieniężnej

W tym tygodniu Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego podejmie decyzje co do stóp procentowych. Oczekujemy, podobnie jak konsensus prognoz, obniżki o 25 pkt baz. Gdyby oczekiwania te zmaterializowały się, to stopa depozytowa wyniosłaby 3,25%. Taka decyzja oznaczałaby, że europejscy bankierzy centralni przyspieszają zmniejszanie kosztu pieniądza w strefie euro. Przypomnijmy, że Rada Prezesów rozpoczęła cykl cięć stóp procentowych w czerwcu br., lecz stabilizowała stopy na kolejnym posiedzeniu w lipcu. We wrześniu natomiast zdecydowano o drugiej obniżce stóp procentowych, motywowaną spadkiem inflacji, wolniejszym wzrostem płać, a także słabszymi od oczekiwań wynikami gospodarki eurolandu, która znajduje się w stagnacji. Na posiedzeniu w tym tygodniu nie poznamy nowych prognoz makroekonomicznych EBC, uwaga będzie zatem koncentrować się na retoryce komunikatu i na konferencji prezeski Ch.Lagarde. Spodziewamy się, że podkreśli ona coraz większą pewność co do realizacji celu inflacyjnego (2,0% r/r) w średnim okresie, słabość wzrostu gospodarczego oraz elastyczne podejście do dalszych decyzji. Wydaje nam się, że powyższa retoryka nie przeczyłaby scenariuszowi rynkowemu, według którego kilka najbliższych posiedzeń przyniesie obniżki o 25 pkt baz., aż do docelowego poziomu 2,0%.

Interesujące dane z gospodarki chińskiej

W tym tygodniu poznamy szereg danych opisujących gospodarkę chińską. W poniedziałek przed południem opublikowano dane o eksporcie Chin, który we wrześniu wzrósł o 2,4% r/r po wzroście o 8,7% r/r w sierpniu. Okazało się to sporą negatywną niespodzianką, aczkolwiek mogło to wynikać z zaburzeń związanych z warunkami pogodowymi. Eksport powinien być wsparciem wzrostu PKB w Chinach w 3Q 2024. Dane o chińskich rachunkach narodowych opublikowane zostaną w piątek nad ranem. Według konsensusu prognoz wzrost PKB spowolnit do 4,5% r/r z 4,7% r/r w 2Q 2024. Przypomnijmy, że aktywność gospodarcza w 2Q 2024 okazała się negatywną niespodzianką, zwiększając ryzyko dla planowanego przez chiński rząd wzrostu PKB w 2024 r. o 5,0%. Spowolnienie wzrostu wynika z czynników wewnętrznych: słabszego popytu w warunkach wolnego wzrostu płać i niepewności co do kondycji rynku pracy, ale także z słabości rynku mieszkaniowego i zadłużenia samorządów. Wobec tego chińskie władze poinformowały w ostatnich tygodniach o wdrożeniu działań stymulujących gospodarkę. Wydaje nam się, że wpływ tego pakietu przede wszystkim ogranicza niepewność co do negatywnego scenariusza dla tej gospodarki i wspiera rynek kapitałowy. Nie sądzimy, aby działania stymulacyjne, które do tej pory poznaliśmy, miałyby załagodzić problemy strukturalne Chin. Niemniej, jak na razie stan chińskiej gospodarki i jej perspektywy nie dają podstaw do istotnych korekt prognoz globalnego PKB w najbliższych latach.

GUS opublikuje szczegóły inflacji CPI, a NBP dane o inflacji bazowej

We wtorek GUS opublikuje szczegółowe dane o inflacji CPI, natomiast w środę NBP podane dane o inflacji bazowej. Według szybkiego szacunku GUS inflacja CPI wzrosła we wrześniu do 4,9% r/r z 4,3% r/r w sierpniu. Jak zwykle najciekawszą informacją będą dane o inflacji usług, która ze względu na wysoką dynamikę kosztów pracy pozostaje uporczywa. W oparciu o opublikowane dotychczas dane szacujemy, że inflacja bazowa, mierzona jako wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła do 4,3% r/r i 0,4% m/m. To poziom wciąż wyraźnie przekraczający średnią wieloletnią. Dane te nie powinny wpłynąć na oczekiwania co do ścieżki stóp procentowych w Polsce.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2904	-0,6%
USD/PLN	3,9273	-0,2%
CHF/PLN	4,5739	-0,3%
EUR/USD	1,0926	-0,4%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,82	-1
WIBOR 3M	5,87	2

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,95	15
5Y	5,28	16
10Y	5,52	6

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,22	18
5Y	4,81	15
10Y	4,90	17




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,25	2
US 10Y	3,98	0

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	83315,0	1,6
S&P 500	5815,0	1,1
Nikkei 225	39605,8	2,5




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

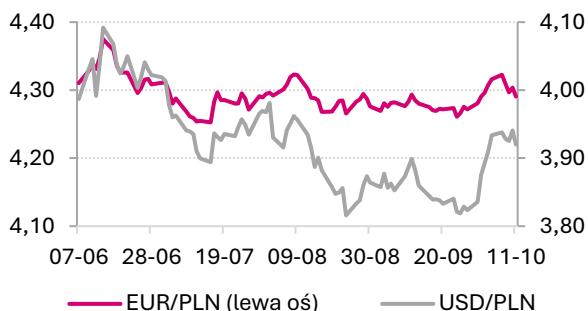
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Ostatnie tygodnie to okres podwyższonej zmienności kursu EUR/PLN. W szybkim tempie notowania zawrócili na przełomie września i października z okolic 4,25 by sięgnąć poziomu 4,33. Ostatnie dni natomiast to odwrót od wspomnianego maksimum i próby ponownego ułożenia się poniżej bariery 4,30. Ten tydzień obfituje w interesujące wydarzenia z potencjalnym przełożeniem rynkowym. Dotyczy to przede wszystkim danych zagranicznych, które kanałem np. eurodolara filtrować się będą na polską walutę. Podtrzymujemy naszą ocenę, iż fundamentalnie złoty prezentuje się umiarkowanie optymistycznie w oczach inwestorów zagranicznych. Źródłem presji sprzedających mogą być jednak próby umocnienia dolara. Naszym zdaniem jednak druga połowa tygodnia w ślad za wskazaniem technicznymi, ale i napływem danych powinna sprzyjać odrotowi kursu EUR/USD na wyższe poziomy. W efekcie złoty powinien zyskać 1-2 grosze i zakończyć tydzień w okolicy 4,27.
USD/PLN 	Naszym zdaniem kurs USD/PLN ma podstawy, by w tym tygodniu nieco zniżkować. Zmiany po stronie kursu EUR/PLN powinny być niewielkie, ale spadkowe tj. sprzyjające niższe także parze USD/PLN. Kluczowe będzie jednak zachowanie dolara na arenie międzynarodowej. Tu natomiast oczekujemy niewielkiej przeceny amerykańskiej waluty, po okresie ponad dwóch tygodni dość intensywnej presji aprecjacyjnej. W efekcie kurs USD/PLN przesunąć się może w stronę poziomu 3,8850. Wiele zależeć będzie jednak od danych makro, które poznamy w drugiej połowie tygodnia.
EUR/USD 	Zakładamy, iż po okresie nieskutecznych prób złamania bariery technicznej 1,0905 (200-dniowa średnia) do głosu zaczną dochodzić czynniki fundamentalne. Uważamy, iż wysoce prawdopodobne cięcie stóp procentowych w strefie euro (czwartek) z możliwą narracją dotyczącą możliwych kolejnych obniżek kosztu pieniądza w nadchodzących miesiącach niekoniecznie muszą oznaczać presję na wycenę euro. Taki scenariusz jest już bowiem rynkowo uwzględniony. Z kolei potencjalnie słabsze dane z Chin (piątek) mogą zwiększyć oczekiwania dotyczące pakietu stymulacji tamtejszej gospodarki, co niestety ze sobą niewielki wzrost apetytu na ryzyko. Na takim scenariuszu skorzystałoby euro. Dolar natomiast skosmował w ostatnich dniach m.in. mniejszą skalę cięć stóp procentowych Fed i trudno będzie w naszej ocenie, by w najbliższych dniach miał podstawy to dalszego ograniczania skali łagodzenia polityki monetarnej w Stanach Zjednoczonych. Podsumowując uważamy zatem, iż druga połowa tygodnia może - pod pewnymi warunkami - przynieść zwyczaj notowań eurodolara.

Rynek obligacji

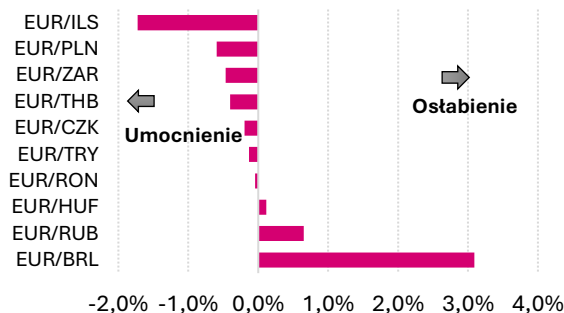
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	W ubiegłym tygodniu słusznie wskazywaliśmy na możliwość zwężki rentowności polskiego długu. Pisaliśmy wtedy, iż „perspektywy obniżek stóp procentowych są w pełni uwzględnione w wycenie rynkowej w stopniu, który naszym zdaniem jest zbyt agresywny i trudny do pogłębienia.” Ostatnie dni faktycznie przyniosły znaczące ograniczenie oczekiwań dotyczących skali cięć stóp procentowych. Przykładowo notowania kontraktu FRA12x15 wzrosły od końca września o około 60 pkt. baz. W kolejnych dniach jednak uważamy, iż presja na wzrost dochodowości polskiego długu powinna wygasać. Sprzyjać temu będzie kres redukcji oczekiwań co do skali cięć stóp procentowych w Polsce, jak również chwilowy oddech od przetargów sprzedaży obligacji. Co więcej posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego sprzyjać będzie zatrzymaniu wzrostów dochodowości rentowności w Europie. Za scenariusz bazowy najbliższych dni uznajemy zatem chęć odreagowania ostatnich zwężek dochodowości polskiego długu skarbowego zarówno w przypadku krótkiego końca krzywej, jak i długu 10-letniego.
10Y DE (%) 	Wycena niemieckiego długu pozostaje względnie stabilna. W przypadku 10-latki mowa o oscylowaniu dochodowości wokół poziomu 2,22%. W naszej ocenie w tym tygodniu nie znajdziemy wydarzeń mogących odmienić losy Bunda. Temat obniżki stóp procentowych w strefie euro w czwartek, ale i kolejnych miesiącach jest już rynkowo zdyskontowany.
10Y US (%) 	Dochodowość amerykańskiej 10-latki nieznacznie rośnie wspierana danymi, które przekreślają - w ocenie rynku - szanse na agresywne ruchy Fed w kolejnych miesiącach. W efekcie ponownie w krótkim czasie na amerykańskiej krzywej dochodzić do przetasowań. Tym razem zakładają one - jak wspomnieliśmy - bardziej wstrzemięźliwą postawę Rezerwy Federalnej. W najbliższych dniach nie poznamy jednak na tyle istotnych publikacji z USA, by mogły one sprzyjać zmianie dotychczasowego scenariusza polityki pieniężnej. Efektem będą nieznaczne ruchy dochodowości 10-latki amerykańskiej.

Wykresy rynkowe

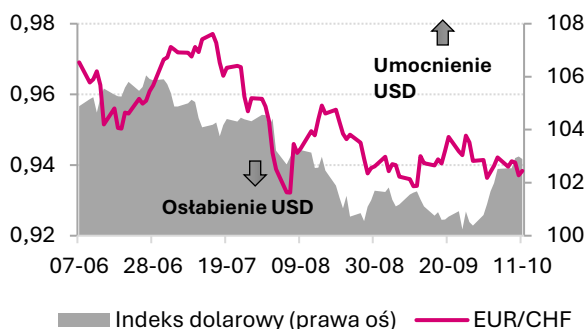
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



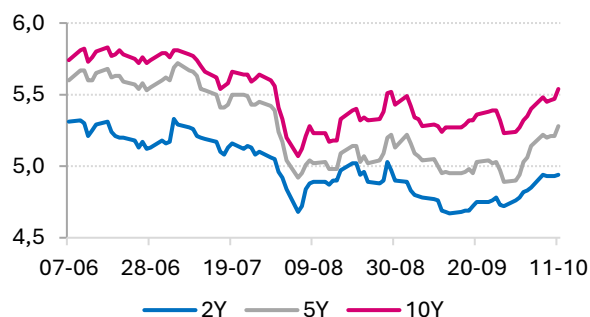
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



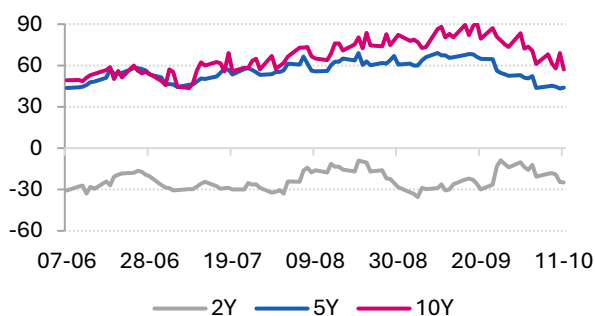
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



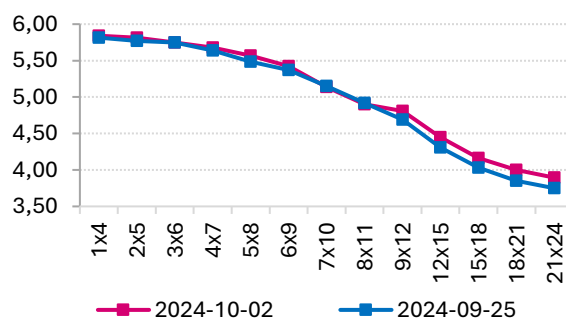
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



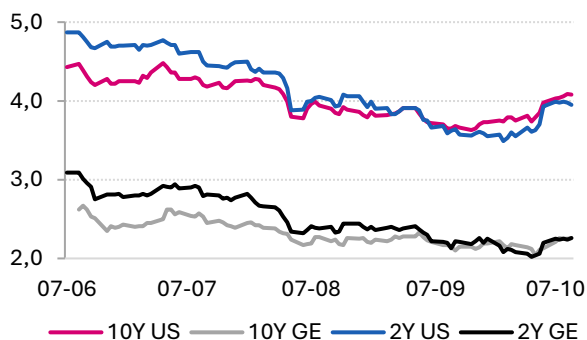
Krajowe stawki asset swap [%]



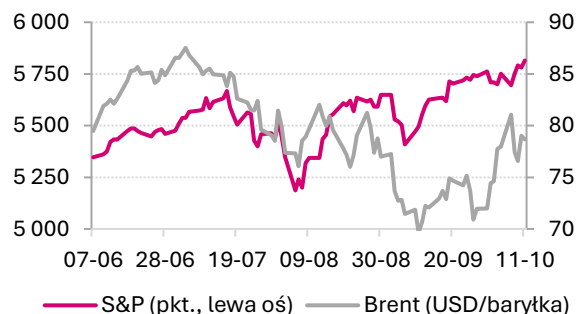
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 14 października					
14:00 Saldo rachunku bieżącego EUR	Polska	Sierpień	-1462m	-969m	-1690m
Wtorek 15 października					
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Wrzesień	4.3%	4.9%	
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Październik	3.6	10.0	
Środa 16 października					
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Wrzesień	3.7%	4.2%	4.3%
Czwartek 17 października					
11:00 Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Wrzesień	2.2%	1.8%	
14:15 Decyzja w sprawie stóp procentowych (stopa depo.)	EZ	Październik	3.50%	3.25%	3.25%
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Wrzesień	0.1%	0.3%	
14:30 Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych	USA	11 paź.	258k	255k	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Wrzesień	0.8%	-0.1%	
Piątek 18 października					
03:15 Decyzja w sprawie stóp procentowych (stopa pożyczkowa jednoroczna)	Chiny	Październik	3.35%	3.15%	
04:00 PKB r/r	Chiny	3Q	4.7%	4.5%	
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Wrzesień	4.5%	4.6%	
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Wrzesień	2.1%	2.4%	
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Wrzesień	1475k	1450k	
Poniedziałek 21 października					
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Wrzesień	-5.1%	-5.7%	-5.3%
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Wrzesień	-1.5%	0.3%	-0.2%
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Wrzesień	-9.6%	-9.6%	-9.4%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Wrzesień	-0.5%	-0.5%	-0.5%
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Wrzesień	11.1%	11.1%	10.8%

Dane i prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
PKB	% r/r	5.3	0.1	3.1	3.9	2.0	3.0	3.2	3.6	4.0	3.6	3.8	3.9
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.2	5.1	5.1	5.0	5.3	4.9	5.0	5.1	5.3	5.0	4.9	5.0
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	14.4	11.4	3.7	4.6	2.8	2.5	4.3	5.0	5.7	5.4	3.8	3.6
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	98.7	82.0	81.0	76.8	81.5	84.8	78.7	79.6	78.2	77.2	76.3	75.4
Stopa referencyjna	%, k.o.	6.75	5.75	5.75	4.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.50	5.25	4.75
WIBOR 1M	%, k.o.	6.93	5.80	5.85	4.81	5.83	5.84	5.82	5.85	5.85	5.55	5.31	4.81
WIBOR 3M	%, k.o.	7.02	5.88	5.83	4.83	5.88	5.85	5.85	5.83	5.82	5.61	5.31	4.83
WIBOR 6M	%, k.o.	7.14	5.82	5.79	4.67	5.86	5.86	5.85	5.79	5.77	5.42	5.22	4.67
EUR/PLN	k.o.	4.69	4.35	4.26	4.29	4.30	4.31	4.28	4.26	4.26	4.27	4.29	4.29
USD/PLN	k.o.	4.40	3.94	3.86	3.80	3.99	4.03	3.82	3.86	3.84	3.81	3.80	3.80
EUR/USD	k.o.	1.07	1.10	1.10	1.13	1.08	1.07	1.12	1.10	1.11	1.12	1.13	1.13
EURIBOR 3M	%, k.o.	2.13	3.91	2.77	1.83	3.89	3.71	3.28	2.77	2.22	1.94	1.88	1.83
SOFR 3M** (następca LIBOR 3M USD od 07.2023)	%, k.o.	4.77	5.59	4.62	3.10	5.56	5.59	4.85	4.62	4.11	3.59	3.14	3.10

* 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.