

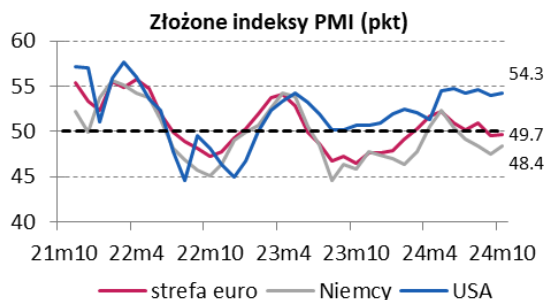
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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 poznamy dane o PKB w 3Q 2024, które pokażą, solidny wzrost gospodarki amerykańskiej oraz wzrost bliski stagnacji w strefie euro. Dane PMI z ub. tygodnia pokazują, że różnica ta utrzymuje się także na początku 4Q 2024, co obok sytuacji politycznej w USA stanowiło źródło siły względem euro i walut *emerging markets*.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Dużo danych z gospodarki amerykańskiej

Ten tydzień będzie bardzo bogaty w publikacje makroekonomiczne, w tym dane z USA. Poznamy m.in. dane o wzroście gospodarczym w 3Q 2024 (czwartek, godz. 13:30), które najpewniej będą miały pozytywną wymowę. Konsensus prognoz w ankiecie Bloomberg wskazuje na wzrost o 3,0% kw/kw (SAAR - po odsezonowaniu i annualizacji), podobnie jak kwartał wcześniej. Wraz z danymi o PKB poznamy także dane o bazowej inflacji PCE kw/kw, która według konsensusu obniżyć się ma do 2,1% kw/kw (SAAR) z 2,8% kw/kw w 2Q 2024. Podobne wnioski powinny wynikać z danych inflacyjnych za wrzesień, które opublikowane zostaną dzień później. W tym tygodniu poznamy też szereg danych z rynku pracy w USA: liczba wakatów we wrześniu (wtorek), zatrudnienie w sektorze prywatnym wg ADP w październiku (środa), a najważniejsze z nich przedstawione będą w piątek (godz. 13:30). Konsensus prognoz wskazuje na przyrost zatrudnienia w październiku o 110 tys. m/m, po wzroście o 254 tys. we wrześniu. W przypadku stopy bezrobocia oczekuje się stabilizacji na 4,1% a wzrostu płac niższej dynamiki (0,3% m/m wobec 0,4% m/m miesiąc wcześniej). Zwracamy jednak uwagę, że dane z rynku pracy w październiku zapewne będą istotnie zaburzone przez skutki huraganów Helene i Milton. Realizacja powyższych prognoz potwierdzająca niezłą aktywność gospodarczą i obniżającą się inflację, naszym zdaniem, nie powinna zmieniać oczekiwań co do Fed. Scenariusz rynkowy wskazuje na obniżkę o 25 pkt baz. na posiedzeniu w listopadzie, po cięciu o 50 pkt baz we wrześniu, oraz na zejście podstawowej stopy procentowej do poziomu ok. 3,50% na koniec 2025 r. Nie wykluczamy jednak, że niespodzianki mogą wpływać na oczekiwania co do działań Fed w dłuższym horyzoncie, przede wszystkim w przypadku znaczących negatywnych zaskoczeń.

Slaby 3Q w gospodarce europejskiej

Ten tydzień to też szereg publikacji ze strefy euro. W środę poznamy dane m.in. o PKB w Niemczech w 3Q 2024, który, według konsensusu spadł o 0,1% kw/kw, po spadku w tej samej skali kwartał wcześniej. Tego samego dnia poznamy PKB dla całości strefy euro. Oczekuje się wzrostu o 0,2% kw/kw po wzroście też o 0,2% kw/kw w 2Q 2023. Dane te byłyby zgodne z ostatnią projekcją makroekonomiczną EBC. W 3Q 2024 niższa od prognoz okazała się inflacja HICP. W 3Q wyniosła ona średnio 2,16% r/r wobec prognozy 2,3% r/r w projekcji. W czwartek (godz. 11:00) poznamy już wstępne dane HICP za październik. Konsensus prognoz wskazuje na wzrost do 1,9% r/r z 1,7% r/r miesiąc wcześniej. W przypadku zaskoczeń w dół w danych o PKB i inflacji mogą nasilić się oczekiwania na scenariusz, że Rada Prezesów EBC obniży stopy procentowe o 50 pkt baz. na ostatnim posiedzeniu w tym roku. Naszym zdaniem niespodzianki musiałyby być jedną naprawdę spore. Przyjmujemy scenariusz obniżki w grudniu o 25 pkt baz.

Inflacja w Polsce w październiku ponownie powyżej 5,0% r/r?

W czwartek GUS publikuje szybki szacunek inflacji CPI za październik. W naszej ocenie w mijającym miesiącu wskaźnik CPI wzrósł do 5,1% r/r z 4,9% r/r we wrześniu, w dużej mierze w efekcie zwwyżki cen żywności, a także efektowi niskiej bazy odniesienia z ub. roku w przypadku cen paliw. Konsensus kształtuje się na poziomie 5,0% r/r. W przypadku inflacji bazowej oczekujemy stabilizacji na poziomie 4,3% r/r, co implikowałoby jej miesięczną dynamikę na poziomie ok. 0,5% m/m. Realizacja tej prognozy potwierdzałaby uporczywość inflacji bazowej, szczególnie w zakresie cen usług. Dane te zapewne nie zmienią rynkowych oczekiwań co do ścieżki stóp w Polsce. RPP komunikuje chęć stabilizacji stóp proc. co najmniej do marca przyszłego roku. Z punktu widzenia średniookresowych perspektyw inflacji ważniejsza będzie nowa projekcja inflacji i PKB, która zostanie opublikowana po listopadowym posiedzeniu RPP.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3488	0,8%
USD/PLN	4,0255	1,2%
CHF/PLN	4,6378	0,8%
EUR/USD	1,0805	-0,4%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,83	2
WIBOR 3M	5,86	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,95	-7
5Y	5,43	6
10Y	5,83	22

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,10	-9
5Y	4,90	3
10Y	5,05	8




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,34	13
US 10Y	4,28	19

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	81236,6	-1,0
S&P 500	5808,1	-1,0
Nikkei 225	38605,5	-0,9




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

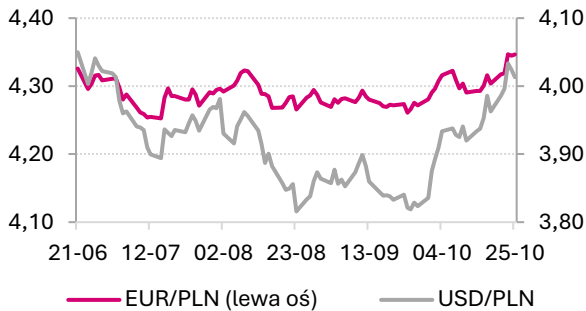
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Polska waluta pozostaje pod presją sprzedających. Mimo, iż od strony fundamentalnej niewiele się zmienia i kondycja polskiej gospodarki pozostaje wsparciem dla złotego, to górę obecnie biorą nastroje towarzyszące wyczekiwaniu na wynik wyborów prezydenckich w USA. Zgodnie z napływającymi sondażami, zwłaszcza w tzw. swing-states, prawdopodobieństwo wygranej przesunęło się coraz wyraźniej w stronę D.Trumpa. Rynkową reakcją na możliwość wygranej kandydata Republikanów jest postępujące umocnienie dolara, które historycznie ujemnie skorelowane jest z notowaniami walut rynków wschodzących (mocniejszy dolar = słabszy PLN). Z jednej strony wynika ono ze wzrostu awersji do ryzyka, z drugiej zaś z niektórych zapowiedzi gospodarczych (jak choćby wzmocnienie protekcjonizmu względem Chin). Złoty osłabia się, choć przyznać należy, iż skala deprecjacji pozostaje dość ograniczona. Obecnie poziom 4,37 PLN za EUR pozostaje istotnym poziomem technicznym, który może powstrzymać presję na złotego. Fakt jednak, iż w bieżącej rynkowej grze sporo jest emocji sugeruje, że wyprzedaż złotego może przybrać silniejsze rozmiary. Przed polską walutą zatem trudne najbliższe tygodnie z dużą niepewnością co do kierunku zmian. Uzależniona będzie ona od wyniku wyborów w Stanach Zjednoczonych (5 listopada). Chwilowo jednak publikacje makroekonomiczne mogą nabrać większego znaczenia, gdyż poznamy szereg interesujących danych z kraju (inflacja CPI) i ze świata (PKB i inflacja z USA oraz strefy euro).
USD/PLN 	Presja na mocniejszego dolara nie ustaje, choć w naszej ocenie jest bliska kresu. Scenariusz zwycięstwa D.Trumpa, ale i Republikan do Kongresu jest coraz bardziej prawdopodobny. Uważamy, iż dolar (globalnie) będzie anemicznie, ale jednak zyskiwał na wartości a złoty tracił w wyniku słabszych nastrojów. Efektem będzie presja na zwykłą parę USD/PLN. Po zrealizowaniu się naszej ubiegłotygodniowej prognozy ruchu kursu USD/PLN w stronę psychologicznej bariery 4,00 wciąż dostrzegamy niewielką przestrzeń na zwykłą do 4,04.
EUR/USD 	Mimo, iż kurs EUR/USD doskonale zrealizował naszą ubiegłotygodniową prognozę (ruch do 1,0780) to trend spadku notowań eurodolara pozostaje w naszej ocenie obowiązujący. Przestrzeń do znizki jest już jednak na wyczerpaniu, o ile nie zostanie „zasilona” nowymi impulsami. Próżno ich szukać naszym zdaniem w sondażach prezydenckich w USA, które jasno i klarownie wskazują na zwycięstwo D.Trumpa. Niewykluczone natomiast, iż liczne dane makro tego tygodnia (PKB, inflacja z USA i strefy euro oraz raport z amerykańskiego rynku pracy) ponownie wskażą na rozbieżność koniunktury pomiędzy gospodarką Europy Zachodniej a Stanami Zjednoczonymi. W takim scenariusz lekka presja na dolara może zostać zainicjowana. Przyszły tydzień natomiast to już wyłącznie oczekiwanie na wynik wyborów w USA i podwyższona zmienność notowań związana z tym faktem.

Rynek obligacji

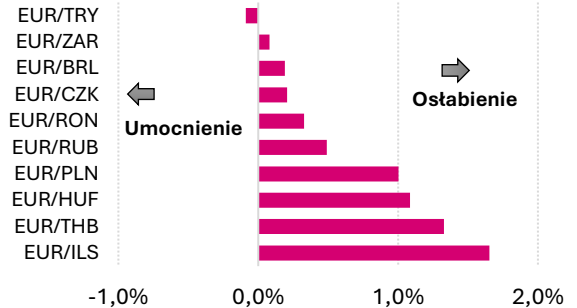
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Dochodowość 10-latk polskiej sięgnęła najwyższego poziomu od końca lipca tego roku i wciąż utrzymuje się w trendzie wzrostowym. O ile rozumiemy i zgadzamy się z argumentami stojącymi za zwykłą dochodowości (ograniczenie oczekiwań co do skali przyszłorocznych cięć stóp procentowych w Polsce oraz zwykła stawek asset swap będących do pewnego stopnia proxy ryzyka fiskalnego), to naszym zdaniem coraz trudniej będzie o kontynuację tego ruchu. Nie oznacza to jednak automatyzmu w przejściu do znizki dochodowości. Ten tydzień zapowiada się bowiem dość wyczerpująco dla krajowego długu. Poznamy bowiem nowelizację budżetu oraz wyniki przetargu sprzedaży (wtorek). Z kolei w czwartek opublikowane zostaną wstępne dane inflacyjne dla Polski oraz podaź skarbowych papierów wartościowych na listopad. W tle natomiast wciąż dominować będzie awersja do ryzyka towarzysząca wyborom prezydenckim w Stanach Zjednoczonych. Podsumowując wciąż dostrzegamy potencjał do niewielkiego wzrostu dochodowości krajowego rynku długu w najbliższych dniach, choć prawdopodobnie przy mniejszym niż ostatnio udziale otoczenia zewnętrznego.
10Y DE (%) 	Wycena niemieckiego długu pozostaje taka jak zakładaliśmy a więc względnie stabilna. W przypadku 10-latk mowa o oscylowaniu dochodowości wokół poziomu 2,25%. Tydzień zdominują dane makro z Niemiec, ale i strefy euro (PKB i inflacja), które ponownie kanałem perspektyw polityki pieniężnej oddziaływać mogą w kierunku zmian rentowności. Nie uważamy jednak, by odchylenia od konsensusu prognoz były na tyle istotne, by mogły znacząco zmieniać scenariusz rynkowy. W efekcie zmianie nie powinny ulec oczekiwania co do kolejnych ruchów Europejskiego Banku Centralnego. Temat obniżki stóp procentowych w strefie euro o 25 pkt. baz. na kolejnym posiedzeniu jest już rynkowo zdyskontowany.
10Y US (%) 	Dochodowość amerykańskiej 10-latk nieznacznie rośnie wspierana danymi, które przekreślają - w ocenie rynku - szanse na agresywne ruchy Fed w kolejnych miesiącach. W tym tygodniu wsparciem dla takiego scenariusza (mniej agresywnego Fed) będą prawdopodobnie dane z USA, w tym te z rynku pracy. Zakładamy bowiem, iż nie dostarczą one obaw dotyczących zbyt szybkiego stygnięcia temperatury na tamtejszym rynku pracy. Taki scenariusz jest już jednak brany pod uwagę przez uczestników rynku, stąd reakcja na potencjalnie solidne dane powinna być marginalna. Uwaga wciąż utrzymuje się przy wyborach w USA.

Wykresy rynkowe

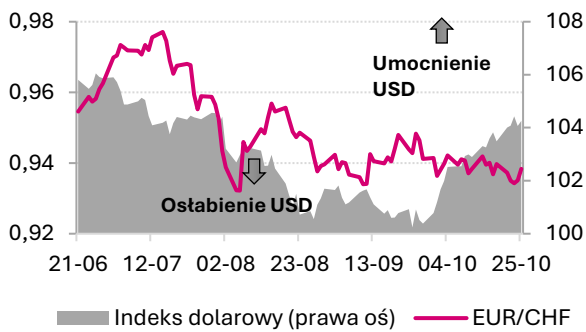
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



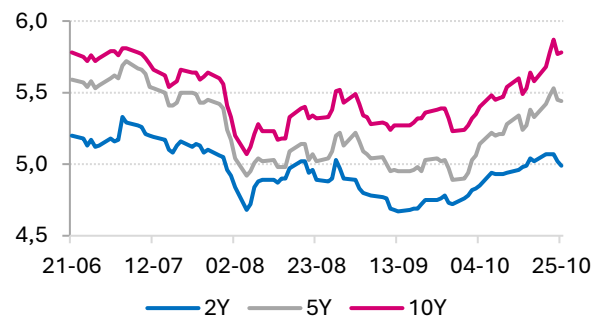
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



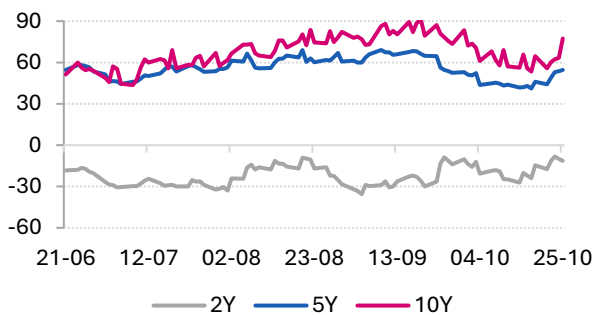
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



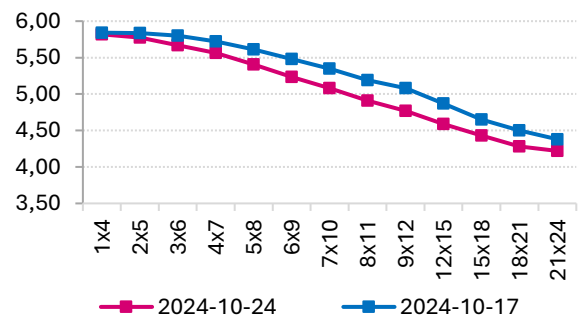
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



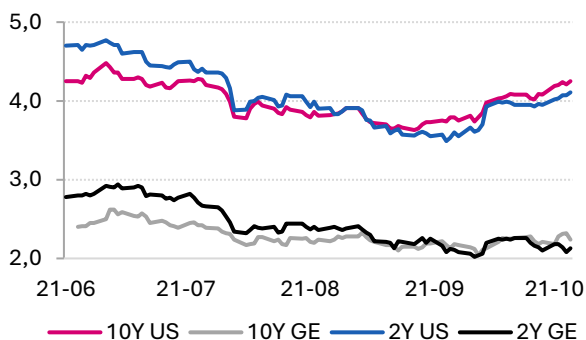
Krajowe stawki asset swap [%]



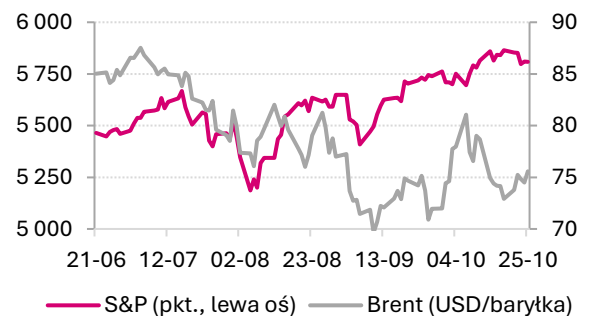
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 28 października					
Brak istotnych publikacji		Październik			
Wtorek 29 października					
Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Październik			
15:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Wrzesień	8.04m	7.99m	
16:00 Indeks zaufania konsumentów Conference Board	USA	Październik	98.7	99.1	
Środa 30 października					
10:00 PKB kw/kw wst.	Niemcy	3Q	-0.1%	-0.1%	
11:00 PKB kw/kw wst.	EZ	3Q	0.2%	0.2%	
13:15 Raport ADP	USA	Październik	143k	110k	
13:30 PKB r/r wst. annualizowane	USA	3Q	3.0%	3.0%	
13:30 Bazowa inflacja PCE	USA	3Q	2.8%	2.1%	
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Październik	1.6%	1.8%	
Czwartek 31 października					
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Japonia	Październik	0.25%	0.25%	
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Październik	4.9%	5.0%	5.1%
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Październik	1.7%	1.9%	
13:30 Wydatki Amerykanów	USA	Wrzesień	0.2%	0.4%	
13:30 Dochody Amerykanów	USA	Wrzesień	0.2%	0.3%	
13:30 Inflacja PCE r/r	USA	Wrzesień	2.2%	2.1%	
13:30 Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych	USA	25 paź	227k	232k	
Piątek 01 listopada					
Dzień wolny od pracy	Polska				
13:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym	USA	Październik	254k	140k	
13:30 Stopa bezrobocia	USA	Październik	4.1%	4.1%	
14:45 Indeks PMI w przemyśle fin.	USA	Październik	47.3	47.8	
15:00 Indeks ISM w przemyśle	USA	Październik	47.2	47.6	
Poniedziałek 04 listopada					
09:00 Indeks PMI w przemyśle	Polska	Październik	48.6		
10:00 Indeks PMI w przemyśle	EZ	Październik	45.0	45.9	

Dane i prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
PKB	% r/r	5.3	0.1	3.0	3.9	2.0	3.0	2.9	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.