

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

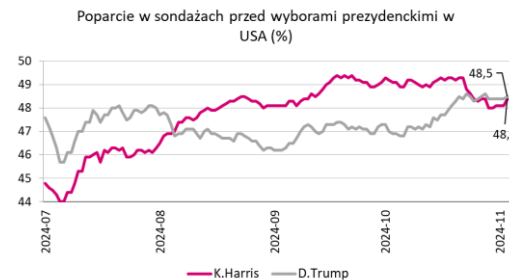
Andrzej Kamiński

Ekonomista
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond

Wybory prezydenckie w USA będą najważniejszym wydarzeniem tygodnia. Wynik pozostaje wysoce niepewny, stąd w naszej ocenie rodzic może podwyższoną zmienność wielu aktywów. Warto również wspomnieć, iż równoległe odbywać się będą także wybory do Kongresu USA, choć w przypadku Senatu będą one jedynie częściowe (1/3 senatorów). Całościowy wynik wyborów kształtować będzie politykę USA, w tym gospodarczą.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Kamala Harris czy Donald Trump?

Rozpoczynamy bardzo ciekawy tydzień, w którym odbędą się wybory w Stanach Zjednoczonych (wtorek), a na decyzyjne posiedzenia zbiorą się krajowa Rada Polityki Pieniężnej (środa) oraz amerykańska Rezerwa Federalna (czwartek). Amerykanie wybiorą nowego prezydenta, całość Izby Reprezentantów (niższa izba Kongresu) oraz 1/3 Senatu. Przesądzone wydaje się jedynie utrzymanie większości w Senacie przez republikanów. Wynik wyborów prezydenckich oraz do Izby Reprezentantów nadal jest niepewny. W szczególności najnowszy sondaż dla ABC News pokazał wynik 48% głosów dla demokratki K.Harris i 47% dla republikanina D.Trumpa. Wybory prezydenckie w USA mają swoją specyfikę, gdyż stany wybierają elektów, którzy ostatecznie popierają kandydata. I tutaj także różnice w sondażach dla tzw. *swing states* są na tyle małe, że nie da się jednoznacznie wskazać faworyta. Oznacza to, że wynik jest niepewny, a o kształcie polityki, w tym gospodarczej, w USA zadecydują nie tylko prezydent, ale także nowa konfiguracja w Kongresie.

Czy projekcja NBP nadal będzie pokazywała powrót inflacji bazowej co celu w 2026 r.?

W dniach 5-6 listopada na decyzyjne posiedzenie zbierze się krajowa Rada Polityki Pieniężnej, która zapozna się z nową projekcją makroekonomiczną. Powszechnie oczekiwania wskazują na utrzymanie stóp procentowych Narodowego Banku Polskiego na dotychczasowym poziomie. Taka decyzja oznaczałaby, że stopa referencyjna NBP będzie kształtowała się już 14 miesięcy na poziomie 5,75%. Stabilizacja stóp procentowych na posiedzeniu w tym tygodniu wydaje się przesądzona, w centrum uwagi inwestorów i analityków będzie zatem nowa projekcja makroekonomiczna, a także comiesięczna konferencja prezesa NBP A.Głapińskiego zaplanowana na czwartek na godz. 15:00. Wraz z komunikatem poznamy jedynie prognozy inflacji CPI w latach 2024-2026. Czy ścieżki tych zmiennych będą różnić się istotnie od tych zaprezentowanych ostatnio w lipcu? Naszym zdaniem różnice te nie będą na tyle duże, aby zmienić oczekiwania dotyczące polityki pieniężnej NBP w najbliższych miesiącach. Warto przy tym przypomnieć, że projekcja powstaje przy założeniu STAŁYCH stóp procentowych. Wydaje nam się, że projekcja listopadowa, podobnie jak lipcowa, pokaże trwały powrót inflacji bazowej do przedziału dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego dopiero w 2026 r., tym samym nie dając przesłanek do rychłych obniżek stóp procentowych. Gdyby nasze oczekiwania znalazły potwierdzenie w rzeczywistości, to nie sądzimy, aby retoryka prezesa A.Głapińskiego uległa znaczącym zmianom. Zapewne wskazałby, że wraz z inflacją w trendzie spadkowym w kierunku celu inflacyjnego stopy procentowe mogłyby ulec obniżeniu. Warunki te spełnione zostaną zapewne najwcześniej na początku 2Q 2024.

Fed obniży w tym tygodniu stopy procentowe o 25 pkt baz.

Nieco w cieniu wyborów zbierze się w tym tygodniu amerykańska Rezerwa Federalna (decyzja w czwartek). Ekonomisci, jak i oczekiwania rynków finansowych, wskazują, że przedział dla głównej stopy procentowej zostanie obniżony o 25 pkt baz. do 4,50-4,75%. Na poprzednim posiedzeniu we wrześniu członkowie Fed zdecydowali o rozpoczęciu cyklu obniżek cięciem o 50 pkt baz., a argumentem były zwiększone obawy o rynek pracy i gospodarkę w przyszłości. Dane, które napłynęły od ostatniego posiedzenia pokazują na mniejszą siłę popytu na pracę oraz powolną dezinflację, także w cenach usług. Daje to argumenty dla kolejnej obniżki. Solidna aktywność gospodarcza, na co wskazują dane PKB w 3Q 2024, daje komfort Fed, który nie musi się spieszyć ze schodzeniem stóp procentowych. Według oczekiwań rynkowych stopy procentowe w USA będzie dalej obniżane osiągając poziom ok. 3,50% na koniec 2025 r.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3576	0,2%
USD/PLN	4,0011	-0,5%
CHF/PLN	4,6378	-0,1%
EUR/USD	1,0893	0,6%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,85	4
WIBOR 3M	5,85	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,95	1
5Y	5,43	2
10Y	5,83	8

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




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,40	14
US 10Y	4,31	12

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	79550,3	-1,6
S&P 500	5728,8	-1,4
Nikkei 225	38053,7	-1,4




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

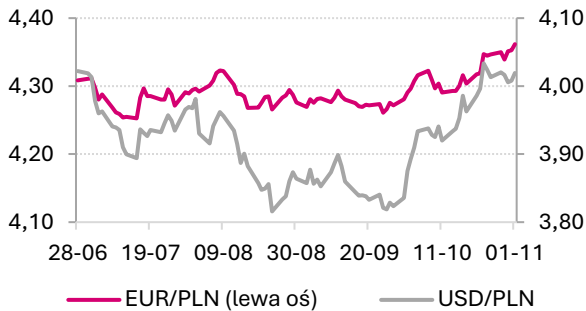
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Niewątpliwie wydarzeniem tygodnia będą wyniki wyborów w Stanach Zjednoczonych (przypomnijmy, iż dotyczą one także większości Kongresu). W naszej ocenie, od ich wyniku uzależniona będzie rynkowa reakcja. Niezależnie natomiast od tego czy zwycięży K.Harris, czy D.Trump spodziewać się należy, naszym zdaniem, podwyższonej zmienności. Obecnie inwestorzy większe prawdopodobieństwo przypisują wygranej kandydata partii republikańskiej (sondaże, zakłady bukmacherskie). W takim scenariuszu spodziewamy się utrzymania krótkookresowej presji na przecenę złotego, ale i pozostałych walut tej części regionu. Na gruncie technicznym kluczowy obecnie pozostaje opór na poziomie 4,3790 PLN za EUR (szczyty z czerwca tego roku). W przypadku natomiast zwycięstwa K.Harris liczymy na powrót złotego na aprecjacyjną ścieżkę i próbę ataku poziomu 4,30. Przed nami jednak także inne interesujące wydarzenia tego tygodnia. Do najważniejszych zaliczamy posiedzenia Fed i Rady Polityki Pieniężnej. W naszej ocenie z punktu widzenia złotego istotniejsze może okazać się posiedzenie RPP, a w szczególności podsumowująca je konferencja prasowa prezesa Narodowego Banku Polskiego. Warto zauważyć, iż polscy bankierzy centralni wsparci zostaną w tym miesiącu najnowszym zestawem prognoz makroekonomicznych. Będzie to dobra okazja dla prezesa A.Głapińskiego do ewentualnej weryfikacji przedstawianych do tej pory perspektyw polityki monetarnej w Polsce, choć retoryka prezesa, naszym zdaniem, nie powinna ulegać istotnym modyfikacjom. Podsumowując, przed nami niezwykle interesujący tydzień, w trakcie którego spodziewamy się przede wszystkim podbicia zmienności także krajowych aktywów.
USD/PLN 	Presja na mocniejszego dolara nieco zelżała w ubiegłym tygodniu. Po części rozpatrujemy ją w kategoriach technicznych. Tym bardziej, iż ruch wzrostowy eurodolara idealnie zaczął się od wskazywanego przez nas poziomu 1,0780, a skończył na 1,0896 (200-dniowej średniej ruchomej). W najbliższych dniach liczyć się będą przede wszystkim wybory w Stanach Zjednoczonych. Ich rezultat zadecyduje o kierunku zmian pary USD/PLN (kanałem globalnych ruchów dolara). Mimo wszystko - bazując na oczekiwaniach rynku - liczymy się z możliwością powrotu dolara do umocnienia jako konsekwencja wygranej D.Trumpa.
EUR/USD 	Zakładając scenariusz wygranej D.Trumpa w rozpoczynających się we wtorek wyborach prezydenckich i zdobycia przez partię republikańską Senatu lub Izby Reprezentantów liczymy się z powrotem dolara do umocnienia z jednoczesnym podbiciem zmienności globalnych aktywów. Byłby to reakcja z jednej strony na awersję do ryzyka związaną z niektórymi pomysłami D.Trumpa, jak również możliwym stylem jego prezydentury (podobnie jak w latach 2017-2021). Z drugiej strony inwestorzy w ten sposób reagowaliby m.in. na prawdopodobnie mniejszą skalę cyklu cięć stóp procentowych w USA (pokłosie m.in. wyższego deficytu w przypadku zwycięstwa D.Trumpa), czy działań agresywniej pobudzających wzrost gospodarczy (dalsze cięcia i wydłużenie obniżek podatków), czy uporczywość inflacji (taryfy celne). Posiedzeniu Fed, które również odbędzie się w tym tygodniu przypisujemy mniejszą istotność. Nie spodziewamy się bowiem, by skala cięcia miała być inna niż wyceniane już 25 pkt. baz. Z kolei narracja bankierów centralnych wciąż powinna pozostawać ostrożna i skoncentrowana na napływających danych. W efekcie, mimo dużego „kalibru” będzie to prawdopodobnie wydarzenie z niewielkim wpływem rynkowych.

Rynek obligacji

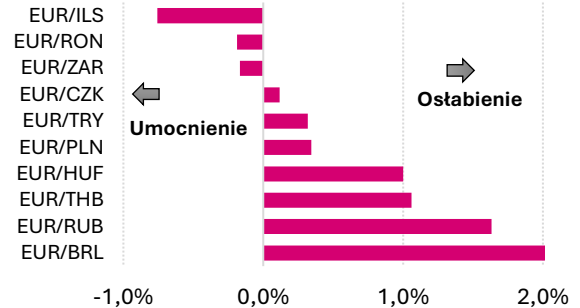
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Dochodowość 10-latki polskiej sięgnęła najwyższego poziomu od końca lipca tego roku i wciąż utrzymuje się w trendzie wzrostowym. O ile rozumiemy i zgadzamy się z argumentami stojącymi za wyższą dochodowością (ograniczenie oczekiwań co do skali przyszłorocznych cięć stóp procentowych w Polsce oraz wyższa 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 niższej dochodowości. Ten tydzień zapowiada się dość intensywnie zwłaszcza po stronie poziomu apetytu na ryzyko. W zależności od wyniku wyborów w USA kształtować się będzie zainteresowanie inwestorów polskim długiem. Ostatecznie stawiamy na względną stabilizację dochodowości 10-latki, choć w dość szerokim - ze względu na zmienność - przedziale. Źródłem zmienności obligacji 2-letnich będzie natomiast posiedzenie RPP i konferencja prezesa NBP (o ile przyniosą zmianę perspektyw polityki monetarnej).
10Y DE (%) 	Rentowność niemieckiego długu nieco wzrosła w ostatnim czasie w reakcji na mniej prawdopodobne w ocenie inwestorów cięcie stóp procentowych o 50 pkt. baz. na najbliższym posiedzeniu Europejskiego Banku Centralnego. W najbliższych dniach uważamy, iż kierunek zmian Bunda będzie pochodną nastrojów globalnych wyznaczanych przez wyniki wyborów w Stanach Zjednoczonych.
10Y US (%) 	Dochodowość amerykańskiej 10-latki na poziomie 4,30% jest najwyższa od końca czerwca tego roku. Nie ulega wątpliwości, że paliwem do wzrostów w ostatnim czasie były przypisywanie większego prawdopodobieństwa zwycięstwa D.Trumpowi a w konsekwencji realizacji jego pomysłów gospodarczych skutkujących m.in. sporo wyższym deficytem. Ten tydzień będzie weryfikował rynkowy scenariusz, stąd o ile wynik wyborów pozostaje niepewny, to jesteśmy jednocześnie przekonani o wystąpieniu rynkowej zmienności w reakcji na to wydarzenie.

Wykresy rynkowe

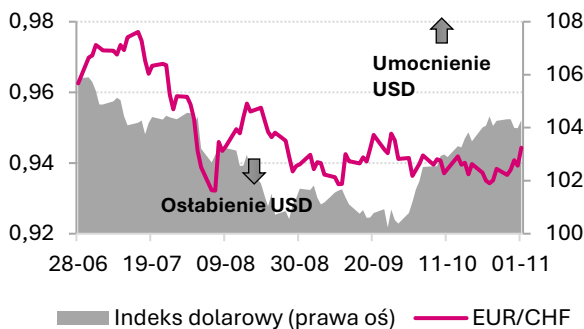
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



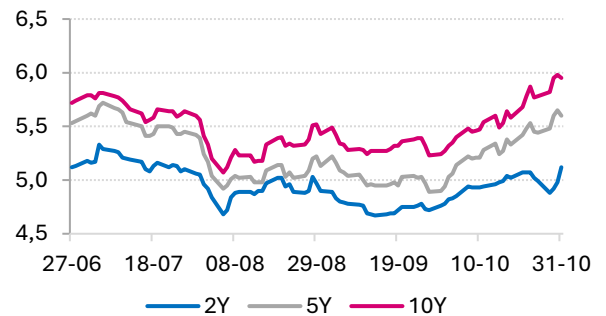
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



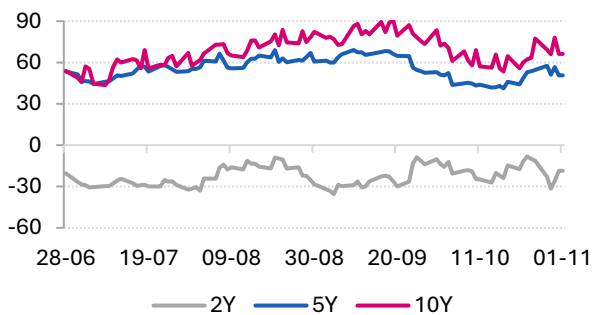
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



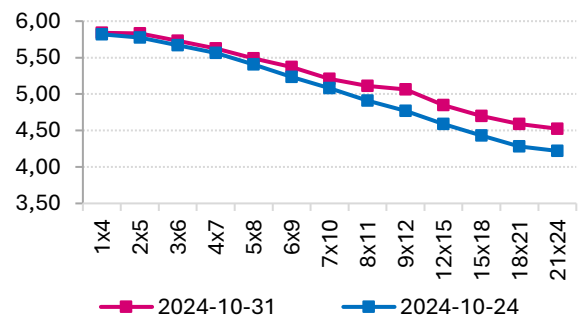
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



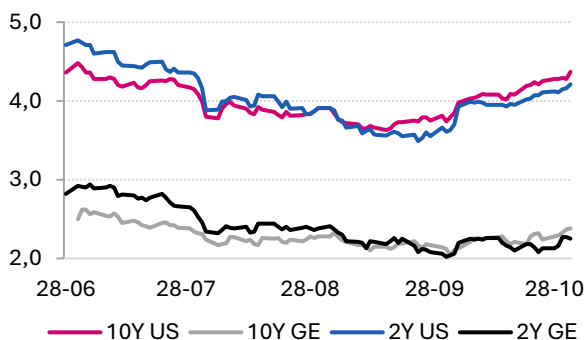
Krajowe stawki asset swap [%]



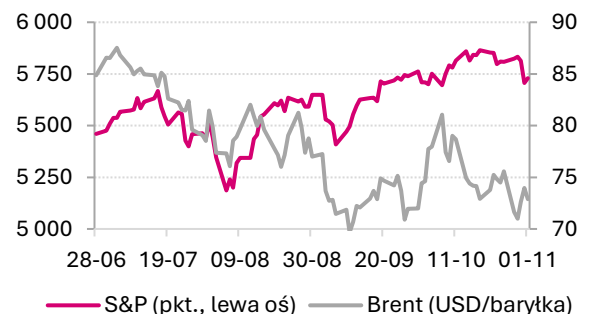
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 04 listopada					
09:00 Indeks PMI w przemyśle	Polska	Październik	48.6	48.4	49.4
10:00 Indeks PMI w przemyśle	EZ	Październik	45.0	45.9	
10:30 Indeks Sentix	EZ	Listopad	-13.8	-12.7	
Wtorek 05 listopada					
Wybory prezydenckie	USA	Listopad			
02:45 Indeks PMI w usługach	Chiny	Październik	50.3	50.5	
14:30 Bilans handlu zagranicznego (USD)	USA	Wrzesień	-70.4 mld	-71.5 mld	
16:00 Indeks ISM w usługach	USA	Październik	54.9	54.6	
Środa 06 listopada					
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Polska	Listopad	5.75%	5.75%	5.75%
08:00 Zam. w przemyśle m/m s.a.	Niemcy	Wrzesień	-5.8%	1.7%	
09:55 Indeks PMI w usługach fin.	Niemcy	Październik	50.6	51.4	
10:00 Indeks PMI w usługach fin.	EZ	Październik	51.4	51.2	
11:00 Inflacja PPI r/r	EZ	Wrzesień	-2.3%	-3.4%	
15:45 Indeks PMI w usługach fin.	USA	Październik	55.2	55.3	
Czwartek 07 listopada					
08:00 Produkcja przemys. m/m s.a.	Niemcy	Wrzesień	2.9%	-1.1%	
11:00 Sprzedaż detaliczna m/m s.a.	EZ	Wrzesień	0.2%		
14:30 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Czechy	Listopad	4.25%	4.00%	
15:00 Wystąpienie prezesa NBP	Polska	Listopad			
20:00 Decyzja ws. stóp procentowych	USA	Listopad	4.75-5.00%	4.50-4.75%	4.50-4.75%
Piątek 08 listopada					
Decyzja Fitch ws. ratingu	Polska	Listopad			
Decyzja S&P ws. ratingu	Polska	Listopad			
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Rumunia	Listopad	6.50%		
16:00 Raport Uniwersytetu Michigan wst.	USA	Listopad	70.5	71.0	
Poniedziałek 11 listopada					
Święto Niepodległości	Polska				

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.