



# 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

22 października 2024

## Informacje na dziś

- PL:** Dziś o godz. 10:00 GUS opublikuje dane o sprzedaży detalicznej, która według naszych szacunków wzrosła we wrześniu o 1,0% r/r wobec wzrostu o 2,6% r/r w sierpniu. Konsensus rynkowy wskazuje natomiast na wzrost o 2,3% r/r. Dane za wrzesień dopełnią obraz u3Q 2024, w którym wzrost sprzedaży detalicznej zapewne spowolnił względem 2Q br. Konsumpcja pozostaje ważnym filarem wzrostu, choć sprzedaż towarów, którą obejmują statystyki sprzedaży detalicznej, nieco rozczarowuje.

## Wydarzenia i komentarze

- PL:** Narodowy Bank Polski opublikował wyniki Szybkiego Monitoringu, tj. wyniki ankiety dotyczącej koniunktury sektora przedsiębiorstw. Informacje te wskazują na prognozowany przez firmy wzrost popytu zarówno w horyzoncie najbliższego kwartału, jak i roku. Oczekiwania te są lepsze niż formułowane kwartał temu. Warto zauważyć, że dobre prognozy dotyczą popytu krajowego. Natomiast połowa badanych branż raportowała słabsze prognozy eksportu, a firmy zajmujące się produkcją trwałych dóbr korupcyjnych przewidywały spadek popytu. Co istotne, najkorzystniejsze prognozy formułowały przedsiębiorstwa świadczące usługi. Świadczy to o tym, że firmy będą miały przestrzeń do utrzymywania marż i przerzucania kosztów pracy w ceny konsumentów. Tym bardziej, że firmy z części branż usługowych raportują rekordowo wysokie lub zbliżone do rekordowego wykorzystanie zdolności wytwórczych. Sugerować to może utrzymanie się wysokiej inflacji cen usług. Oczekiwanemu lepszemu popytowi towarzyszą także prognozy poprawy rentowności i płynności. Firmy wskazują te czynniki, obok spodziewanego napływu środków europejskich, jako argumenty za prognozą wzrostu inwestycji, choć do ich rozkręcenia trzeba będzie jeszcze poczekać. Mniejszy odsetek firm planuje podwyżki wynagrodzeń, choć prognozowane zatrudnienie nieco się poprawiło. Informacje płynące z Szybkiego Monitoringu NBP wpisują się w scenariusz zakładający ożywienie gospodarcze i poprawę kondycji firm. Nieco mniej korzystnie rysują się natomiast perspektywy eksporterów.
- PL:** Produkcja przemysłowa spadła we wrześniu o 0,3% r/r wobec spadku o 1,2% r/r w sierpniu. W całym 3Q br. produkcja przemysłowa wzrosła średnio o 1,2% r/r wobec wzrostu o 2,1% r/r w 2Q br, co oznacza, że wkład sektora przemysłowego we wzrost wartości dodanej w całej gospodarce będzie nieco słabszy niż w poprzednim kwartale. Eliminując wpływ czynników sezonowych produkcja skurczyła się o 0,2% m/m i jest to trzeci z rzędu miesiąc spadku. Na kondycji polskiego przemysłu ciąży wciąż słaba koniunktura w europejskiej gospodarce, a szczególnie recesja w niemieckim przemyśle. Nieco lepsze od oczekiwań okazały się natomiast dane o produkcji budowlano-montażowej, która spadła we wrześniu o 9,0% r/r wobec spadku o 9,6% r/r miesiąc wcześniej. Opublikowany zestaw danych nie wpływa zasadniczo na naszą ocenę perspektyw wzrostu gospodarki. W 3Q br. dynamika PKB będzie w naszej ocenie zbliżona do wyniku z poprzedniego kwartału, a w całym roku wyniesie 3,1%.
- PL:** Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło we wrześniu o 0,5% r/r, po spadku w tej samej skali miesiąc wcześniej. Ujemna roczna dynamika nie budzi naszych obaw o rynek pracy w skali makro. Dane nie zmieniają naszych prognoz, że zatrudnienie w niewielkiej skali będzie obniżało w najbliższych miesiącach, a do poprawy popytu na pracę musimy poczekać aż utrwalą się ożywienie gospodarcze w 2025 r. Wzrost przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia spowolnił we wrześniu do 10,3% r/r z 11,1% r/r miesiąc wcześniej. Średnio w 3Q 2023 wzrost płac wyniósł 10,7% r/r wobec 11,3% r/r kwartał wcześniej. Był to najwolniejszy wzrost od prawie 3 lat, jednak nadal pozostawał dwucyfrowy, także w przemyśle.

## Rynki na dziś

Złoty pozostaje pod presją w reakcji na umacniającego się dolara na rynkach międzynarodowych. W naszej ocenie wydarzenia najbliższych dni nie będą w stanie odmienić kierunku bieżących zmian na rynkach finansowych. Dominuje bowiem wyczekiwanie na wynik wyborów prezydenckich w USA (5 listopada). Ruch korekcyjny wynikający ze wskazań technicznych jest możliwy, choć w przypadku eurodolara do jego zainicjowania należałoby - w naszej ocenie - zniżkować wpierw do poziomu 1,0780.

| Kursy walut |        | Δ %   |
|-------------|--------|-------|
| EUR/PLN     | 4,3183 | 0,3%  |
| USD/PLN     | 3,9834 | 0,5%  |
| CHF/PLN     | 4,6053 | 0,6%  |
| EUR/USD     | 1,0841 | -0,2% |

| Rynek Pieniężny | (%)  | Δ bps |
|-----------------|------|-------|
| WIBOR 1M        | 5,81 | 1     |
| WIBOR 3M        | 5,85 | 0     |

| Obligacje PL | (%)  | Δ bps |
|--------------|------|-------|
| 2Y           | 5,02 | 4     |
| 5Y           | 5,39 | 7     |
| 10Y          | 5,66 | 10    |

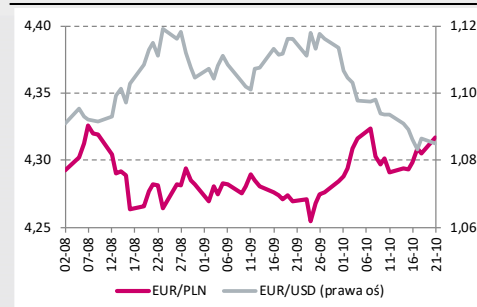
| IRS PLN | (%)  | Δ bps |
|---------|------|-------|
| 2Y      | 5,19 | 4     |
| 5Y      | 4,89 | 6     |
| 10Y     | 5,02 | 8     |

| Obligacje bazowe | (%)  | Δ bps |
|------------------|------|-------|
| DE 10Y           | 2,27 | 9     |
| US 10Y           | 4,15 | 8     |

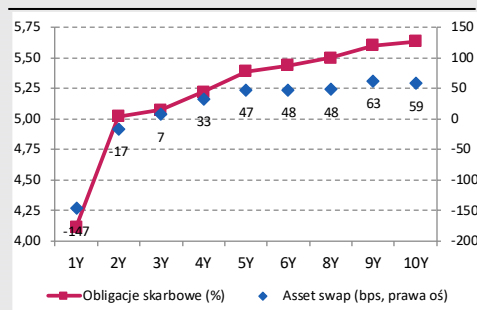
| Giełdy     | pkt.    | Δ %  |
|------------|---------|------|
| WIG        | 82084,9 | -0,7 |
| S&P 500    | 5854,0  | -0,2 |
| Nikkei 225 | 38987,7 | -1,4 |

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

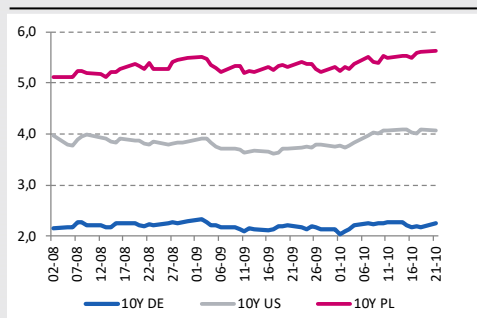
## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



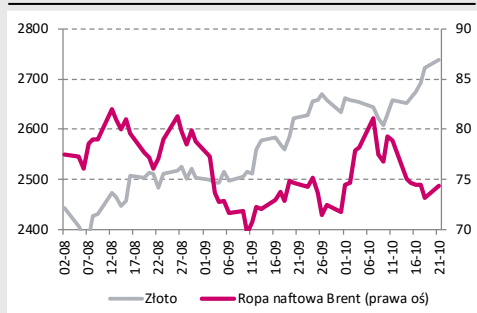
## Krajowy rynek stopy procentowej



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



## Ceny surowców [USD]



## Rynek krajowy

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 w ostatnich tygodniach w stronę D.Trumpa. Rynkową reakcją na możliwość wygranej kandydata Republikanów jest umocnienie dolara. Z jednej strony wynika ono ze wzrostu awersji do ryzyka, z drugiej zaś z niektórych zapowiedzi gospodarczych (jak choćby wzmocnienie protekcjonizmu względem Chin). Historycznie umacniający się dolar jest negatywnie skorelowany z ruchami walut rynków wschodzących. Tak też jest i tym razem. Złoty ostabia się, choć przyznać należy, iż skala deprecjacji pozostaje dość ograniczona. W naszej ocenie poziom 4,33 PLN za EUR wciąż pozostaje dość 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 prezydenckich w USA (5 listopada). W naszej ocenie publikacje makroekonomiczne zejść w tym czasie na drugi plan. Tym bardziej, iż dane nie powinny w znaczący sposób wpływać chociażby na listopadowe posiedzenie Fed (scenariuszem pozostaje obniżka o 25 pkt. baz.).

## Rynki zagraniczne

Kurs EUR/USD zakończył ubiegły tydzień w okolicy 1,0860. Taki scenariusz utrzymuje prodolarowy obraz notowań na gruncie technicznym. Widzimy możliwość ruchu w okolice 1,0780. Głębsze niższe kursu bez wsparcia w postaci danych makro naszym zdaniem nie będą możliwe. Wyprzedanie rynku sugerują coraz liczniejsze oscylatory techniczne. Jednocześnie nie widzimy też argumentów za wyraźnym wzrostem eurodolara. Za scenariusz bazowy przyjmujemy utrzymywanie się kursu EUR/USD na 3-miesięcznym minimum z okresowymi próbami łagodnego umocnienia. Sporo zależeć będzie od czwartkowych, wstępnych danych PMI ze strefy euro. Słabszy odczyt mógłby nasilić kiepskie nastroje sprzyjając dalszej niższe EUR/USD. Na pierwszym planie w najbliższych dwóch tygodniach będą jednak sondaże dotyczące wyborów prezydenckich w USA, gdzie wciąż każdy scenariusz jest możliwy. Potęguje to awersję do ryzyka i jednocześnie premiuje dolara.

## Kalendarium

| Wskaźnik/Wydarzenie                                 | Kraj   | Okres       | Poprzednie dane | Aktualne dane | Konsensus rynkowy | Bank Millennium prognoza |
|-----------------------------------------------------|--------|-------------|-----------------|---------------|-------------------|--------------------------|
| Piątek 18 października                              |        |             |                 |               |                   |                          |
| 14:30 Pozwolenia na budowę domów                    | USA    | Wrzesień    | 1470k           | 1428k         | 1450k             |                          |
| Poniedziałek 21 października                        |        |             |                 |               |                   |                          |
| 03:00 Stopa pożyczkowa - jednoroczna                | Chiny  | Październik | 3.35%           | 3.10%         | 3.15%             |                          |
| 10:00 Produkcja przemysłowa r/r                     | Polska | Wrzesień    | -1.2%           | -0.3%         | 0.3%              | -0.2%                    |
| 10:00 Inflacja PPI r/r                              | Polska | Wrzesień    | -5.5%           | -6.3%         | -5.7%             | -5.3%                    |
| 10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r             | Polska | Wrzesień    | -9.6%           | -9.0%         | -9.6%             | -9.4%                    |
| 10:00 Wynagrodzenia r/r                             | Polska | Wrzesień    | 11.1%           | 10.3%         | 11.1%             | 10.8%                    |
| 10:00 Zatrudnienie r/r                              | Polska | Wrzesień    | -0.5%           | -0.5%         | -0.5%             | -0.5%                    |
| Wtorek 22 października                              |        |             |                 |               |                   |                          |
| 10:00 Sprzedaż detaliczna w cenach stałych r/r      | Polska | Wrzesień    | 2.6%            |               | 2.3%              | 1.0%                     |
| 10:00 Koniunktura gospodarcza                       | Polska | Październik |                 |               |                   |                          |
| 14:00 Podaż pieniądza M3                            | Polska | Wrzesień    | 7.8%            |               | 6.8%              | 7.5%                     |
| 14:00 Decyzja ws. stóp proc.                        | Węgry  | Październik | 6.50%           |               | 6.50%             |                          |
| Środa 23 października                               |        |             |                 |               |                   |                          |
| Przetarg sprzedaży obligacji                        | Polska | Październik |                 |               |                   |                          |
| 10:00 Stopa bezrobocia                              | Polska | Wrzesień    | 5.0%            |               | 5.0%              | 5.0%                     |
| 20:00 Beżowa Księga                                 | USA    | Październik |                 |               |                   |                          |
| Czwartek 24 października                            |        |             |                 |               |                   |                          |
| 09:30 Indeks PMI dla przemysłu, wst.                | Niemcy | Październik | 40.6            |               | 40.6              |                          |
| 09:30 Indeks PMI dla usług, wst.                    | Niemcy | Październik | 50.6            |               | 50.5              |                          |
| 10:00 Indeks PMI dla przemysłu, wst.                | EZ     | Październik | 45.0            |               | 45.1              |                          |
| 10:00 Indeks PMI dla usług, wst.                    | EZ     | Październik | 51.4            |               | 51.5              |                          |
| 15:45 Indeks PMI dla przemysłu, wst.                | USA    | Październik | 47.3            |               | 47.5              |                          |
| 15:45 Indeks PMI dla usług, wst.                    | USA    | Październik | 55.2            |               | 55.0              |                          |
| Piątek 25 października                              |        |             |                 |               |                   |                          |
| 10:00 Indeks instytutu Ifo                          | Niemcy | Październik | 85.4            |               | 85.4              |                          |
| 14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m, wst. | USA    | Wrzesień    | 0.0%            |               | -1.1%             |                          |
| 16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan, fin.            | USA    | Październik | 70.1            |               | 68.9              |                          |
| Poniedziałek 28 października                        |        |             |                 |               |                   |                          |

Brak istotnych publikacji

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