



# 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**

Analitik rynku finansowych  
+48 22 598 22 36

12 listopada 2024

## Informacje na dziś

- W ub. tygodniu poznaliśmy rozstrzygnięcia w wyborach w Stanach Zjednoczonych. Prezydentem-elektem został kandydat republikanów D.Trump. Jego stronnicy mają większość w Senacie i już są bardzo blisko do przewagi w Izbie Reprezentantów. D.Trump będzie miał zatem komfortowe warunki rządzenia. Ten tydzień będzie zatem okresem wyczekiwania na bardziej szczegółowe plany prezydenta-elekta. Po stronie danych makro ten tydzień to czas publikacji danych dla Polski: wstępnego odczytu PKB w 3Q 2024 (czwartek), szczegółów inflacji CPI (piątek) oraz bilansu płatniczego po wrześniu (środa). Dane zagraniczne to przede wszystkim amerykańska inflacja w październiku (środa) oraz dane chińskie z przemysłu i handlu (piątek rano).
- GE:** Dziś o godz. 11:00 poznamy wyliczenie za listopad indeksu instytutu ZEW, tj. wskaźnika obrazującego oczekiwania dotyczące gospodarki Niemiec w horyzoncie 6 miesięcy. Konsensus prognoz wskazuje na spadek wskaźnika do 12,8 pkt z 13,1 pkt miesiąc wcześniej. Pytaniem pozostaje czy dane uwzględnią ewentualny wpływ rozpadu w ub. tygodniu koalicji rządzącej w Niemczech. Kością niezgodny były pomysły ministra finansów, zwolnionego ostatecznie z urzędu, dotyczące pobudzenia wzrostu gospodarczego. Wydarzenia te zwiększają niepewność co do kondycji gospodarki Niemiec, ale też całej Unii Europejskiej.

## Wydarzenia i komentarze

- PL:** W piątek Narodowy Bank Polski przedstawił szczegóły projekcji makroekonomicznej po listopadowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej. Przypomnijmy, że Rada utrzymała stopy procentowe na dotychczasowym poziomie i przedstawiła komunikat, który, naszym zdaniem, miał bardziej łagodny wydźwięk niż poprzedni. W tę retorykę wpisują się, w naszej ocenie, wyniki nowej projekcji makroekonomicznej. Według niej średnioroczna inflacja w latach 2024-2026 wyniesie ma odpowiednio 3,7% r/r, 5,6% r/r i 2,7% r/r. Oznacza to, że podwyższono prognozę dla 2025 r. O ile inflacja CPI powraca do celu inflacyjnego (2,5% r/r) pod koniec 2026 r., o tyle inflacja bazowa obniża się w projekcji wolniej. Dopiero w 4Q 2026 mieści się w dopuszczalnym przedziale odchyień od celu inflacyjnego. Oczekiwania co do procesów inflacyjnych nie uległy istotnym zmianom względem lipca, obniżono natomiast prognozy PKB. Obecnie projekcja wskazuje na wzrost PKB w latach 2024-2026 o 2,7%, 3,4% i 2,8%. Oznacza to rewizję w dół średnio o 0,3 pkt proc. Przekłada się to na obniżenie projekcji luki popytowej, co oznacza, że aktywność będzie kształtowała się poniżej pełnego potencjału w gospodarce. W naszej ocenie scenariusz projekcji listopadowej ma trochę mniej optymistyczną wymowę. Nadal podwyższonej inflacji towarzyszyć ma wolniejszy wzrost gospodarczy, wynikający 1) z napływu nowych danych jak i 2) słabszych perspektyw gospodarki niemieckiej. Nowe prognozy, jak i retoryka prezesa NBP A.Głapińskiego wpisują się w oczekiwania wznowienia cyklu obniżek stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej. Według nas nastąpi to w 2Q 2025, choć być może następna projekcja da już argumenty za obniżką w marcu, tym bardziej, że zostanie ona wydłużona o 2027 r. Sądzimy, że przestrzeń do obniżek w 2025 nie będzie jednak znacząca, ze względu na nadal podwyższoną inflację cen usług i szybki wzrost płac.
- PL:** Agencje Fitch i S&P utrzymały rating Polski i jego stabilną perspektywę. Taką samą decyzję podjął 20 września br. Moody's. Decyzje te były oczekiwane. Nie spodziewamy się, aby rating i perspektywa polskiego długu był modyfikowany w najbliższych kwartałach.

## Rynki na dziś

Wraz z globalnym umocnieniem dolara (kurs EUR/USD obniżył się do minimum z kwietnia tego roku) nasila się wyprzedaż złotego. Kurs EUR/PLN powrócił do poziomu 4,36, a więc maksimum z przed tygodnia i oczekuje na dalszy rozwój wydarzeń. W naszej ocenie na horyzoncie nie ma obecnie makroekonomicznych wydarzeń mogących odwrócić kierunek zmian rynków finansowych a inwestorzy bacznie śledzić będą powyborczy rozwój wydarzeń w USA. Dynamiczne ruchy rynkowe wzmacniają natomiast istotność analizy technicznej. Na jej gruncie uważnie obserwować będziemy próby złamania przez eurodolara poziomu 1,0634.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3613	1,1%
USD/PLN	4,1000	2,4%
CHF/PLN	4,5866	0,0%
EUR/USD	1,0637	-1,3%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,81	-4
WIBOR 3M	5,84	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,92	-2
5Y	5,32	1
10Y	5,57	-8

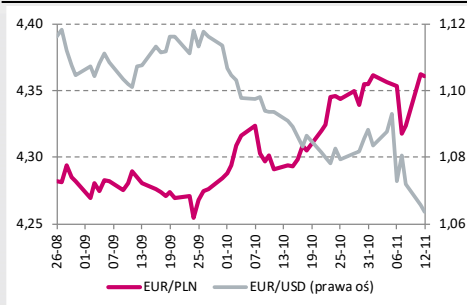
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,00	0
5Y	4,77	0
10Y	4,97	0

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,32	-10
US 10Y	4,33	0

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	82250,2	-0,3
S&P 500	6001,3	0,1
Nikkei 225	38987,7	-0,4

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

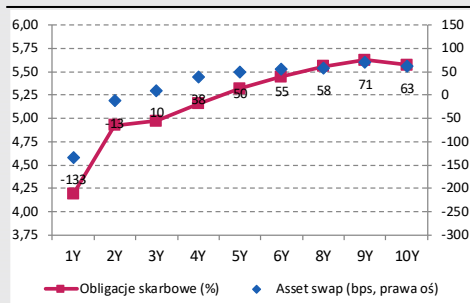
## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



## Rynek krajowy

Przełom tygodnia (piątek/poniedziałek) na rynkach finansowych przyniósł powrót przeceny złotego oraz pozostałych walut tej części Europy. Źródłem presji na spadek wartości było globalne umocnienie dolara historycznie odwracające zainteresowanie inwestorów od bardziej ryzykownych aktywów. W efekcie kurs EUR/PLN po krótkim pobycie w okolicy 4,32 wspiął się wczoraj do poziomu 4,36. Nadal jednak należy przyznać, iż notowania złotego pozostają relatywnie odporne na światowe zawirowania towarzyszące wyborom prezydenckim w Stanach Zjednoczonych. Na krajowym rynku długu piątek zakończył się natomiast solidnym spadkiem dochodowości - w szczególności obligacji z długiego końca krzywej. Rentowność 10-latki obniżyła się bowiem o 8 pkt. baz. do 5,57%, przede wszystkim w ślad za analogicznymi zmianami niemieckiego długu skarbowego.

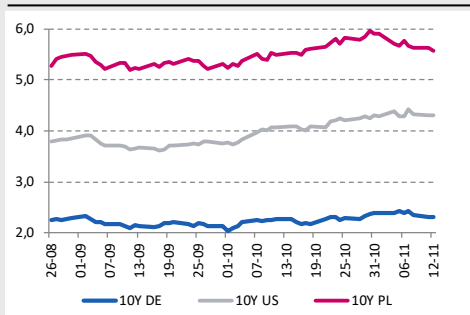
## Krajowy rynek stopy procentowej



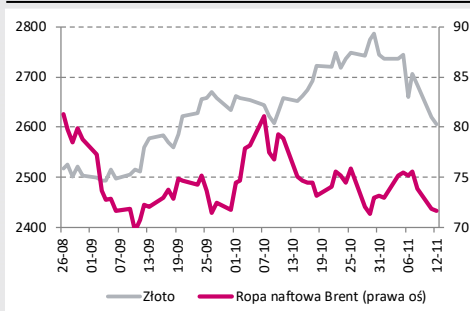
## Rynki zagraniczne

Mimo, iż od wyborów w Stanach Zjednoczonych upłynął już tydzień, to inwestorzy wciąż żyją tym wydarzeniem a właściwie konsekwencjami wyborów Amerykanów. Rynek finansowy w przyspieszonym tempie dyskontuje pomysły prezydenta elekta, w tym dalsze obniżki podatków skutkujące m.in. zwiększaniem zadłużenia. Dolar pozostaje na ścieżce umocnienia a kurs EUR/USD obniżył się do 1,0634 tj. okolic kwietniowego minimum tworzącego dość istotny opór przed dalszymi spadkami. Spokojem - po początkowej zmienności powyborczej - emanują obecnie notowania 10-letniego długu Stanów Zjednoczonych. Rentowność Treasuries oscyluje wokół poziomu 4,33% w oczekiwaniu na nowe impulsy.

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



## Ceny surowców [USD]



## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 08 listopada						
16:00 Raport uniwersytetu Michigan	USA	Listopad	70.5		71.0	
Poniedziałek 11 listopada						
Święto Niepodległości	Polska					
09:00 Inflacja CPI r/r	Czechy	Październik	2.6%	2.8%	2.8%	
Wtorek 12 listopada						
08:00 Inflacja HICP r/r fin.	Niemcy	Październik	1.8%	2.4%	2.4%	
08:30 Inflacja CPI r/r	Węgry	Październik	3.0%		3.5%	
11:00 Indeks instytutu ZEW	Niemcy	Listopad	13.1		12.8	
Środa 13 listopada						
10:00 Przeciętne miesięczne wynagrodzenie r/r	Polska	3Q	14.7%			13.6%
14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR)	Polska	Listopad	-2827m		-1500m	-2650m
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Październik	2.4%		2.6%	
Czwartek 14 listopada						
10:00 PKB n.s.a. r/r wst.	Polska	3Q	3.2%		2.9%	2.9%
11:00 PKB s.a. r/r rew.	EZ	3Q	0.6%		0.9%	
11:00 Produkcja przemysłowa s.a. m/m	EZ	Październik	1.8%		-1.2%	
13:30 Protokół z posiedzenia EBC	EZ	Październik				
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Październik	1.8%		2.3%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	8 listopada	221k		222k	
21:00 Wystąpienie prezesa Fed	USA	Listopad				
Piątek 15 listopada						
03:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Październik	5.4%		5.5%	
03:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Październik	3.2%		3.8%	
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Październik	4.9%		5.0%	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Październik	0.4%		0.3%	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Październik	-0.3%		-0.3%	
Poniedziałek 18 listopada						
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Październik	4.3%		4.2%	

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