



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

19 listopada 2024

Informacje na dziś

- **EZ:** Dziś o godz. 11:00 Eurostat opublikuje finalne dane o inflacji HICP w strefie euro w październiku. Według wstępnych wyliczeń indeks HICP wzrósł do 2,0% r/r z 1,8% r/r we wrześniu, a bazowy wskaźnik HICP stabilizował się na 2,7% r/r.
- **HU:** O godz. 14:00 mamy poznać decyzję Narodowego Banku Węgier co do parametrów polityki pieniężnej. Oczekuje się stabilizacji podstawowej stopy procentowej na 6,50%, głównie ze względu na osłabienia forinta (np. względem amerykańskiego dolara o 4,4% i 2,0% względem EUR w odniesieniu do ostatniego posiedzenia 22 października br.). Oznacza to kolejną już przerwę trwającym cyklu obniżek stóp procentowych na Węgrzech.

Wydarzenia i komentarze

- **PL:** Rząd przedstawił wstępne propozycje dotyczące działań ostłonowych w zakresie cen energii elektrycznej. I tak władze proponują 1) zamrożenie w całym 2025 r. cen energii elektrycznej na poziomie poniżej zatwierdzonych przez Urząd Regulacji Energetyki taryf; 2) przedłużenie na cały 2025 r. zawieszenia pobierania opłaty mocy (czyli brak zmiany względem obecnych rozwiązań, ponieważ obecnie opłata ta także nie obowiązuje). My rozumiemy, że nowy maksymalny poziom nie jest jeszcze znany. Oznacza, że rachunki za prąd mogą wzrosnąć, choć w mniejszej skali niż gdyby działań ostłonowych nie było. Jeśli zapowiedzi rządu zrealizują się, to inflacja CPI w 2025 r. byłaby niższa niż w podstawowym scenariuszu projekcji makroekonomicznej (5,6% r/r) NBP. Jak zareaguje Rada Polityki Pieniężnej na zamrożenie cen energii dla gospodarstw domowych poniżej rynkowych stawek zakładów energetycznych? Naszym zdaniem będzie to oddziaływało w kierunku wcześniejszego wznowienia obniżek stóp procentowych. Obecnie Rada uzasadnia utrzymywanie stóp procentowych na obecnym poziomie z powodu obaw o oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych w związku z cenami energii. My założyliśmy ich pewną podwyżkę, czekamy więc na bardziej szczegółowe informacje od cenach prądu od 2025 r. Tak czy inaczej, nie wydaje nam się, aby przed publikacją nowej projekcji makroekonomicznej w marcu 2025 r. doszło do cięcia stóp procentowych. Tym bardziej, że nie zmieniają się oczekiwania szczytu inflacji w marcu 2025 r.
- **PL:** Narodowy Bank Polski opublikował wczoraj dane o inflacji bazowej w październiku. Spośród czterech miar w ujęciu rok do roku, dwie nieznacznie wzrosły, jedna ustabilizowała się i jedna obniżyła się. Spadek odnotowano w przypadku najczęściej śledzonego i analizowanego wskaźnika, tj. CPI po wyłączeniu cen żywności i energii - do 4,1% r/r z 4,3% r/r we wrześniu. W ujęciu m/m ten indeks inflacji bazowej wyniósł 0,4% m/m wobec 0,3% m/m. Przyspieszenie to wynika przede wszystkim z sezonowych wzrostów cen niektórych towarów (np. odzieży i obuwi). Dlatego warto dane te porównać z innymi odczytami dla października. W tym zestawieniu dane dla 2024 r. są najniższe od 2020 r. Pokazuje to, że gospodarka wywiera presję na dezinflację, która jednak postępuje powoli. Co więcej, spodziewamy się niewielkiego wzrostu tego wskaźnika inflacji bazowej w najbliższych miesiącach, z powodu statystycznego efektu bazy odniesienia.

Rynki na dziś

Dane o inflacji ze strefy euro mimo, iż są głównym punktem dzisiejszego kalendarium nie powinny jednak - ze względu na finalny charakter odczytu - wpływać na rynkowe nastroje. W efekcie spodziewamy się uspokojenia notowań i chwilowego przywiązania kursu EUR/PLN do poziomu 4,32 w oczekiwaniu na nowe impulsy dalszej części tygodnia.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3214	-0,1%
USD/PLN	4,1030	0,3%
CHF/PLN	4,6167	0,2%
EUR/USD	1,0536	-0,3%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,80	-3
WIBOR 3M	5,85	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,98	-2
5Y	5,37	-4
10Y	5,70	-6

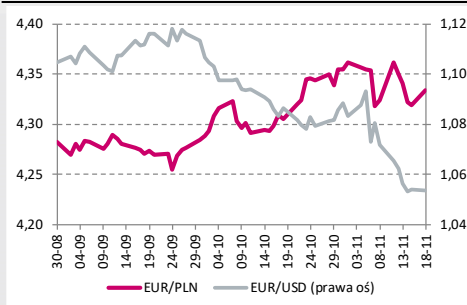
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,96	-2
5Y	4,69	-4
10Y	4,87	-4

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,36	0
US 10Y	4,48	6

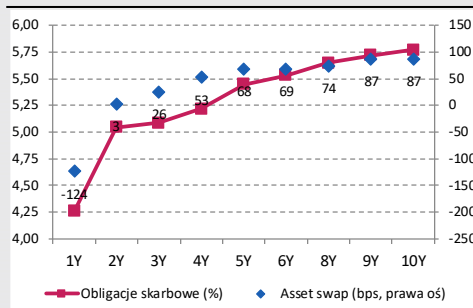
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	79616,1	0,4
S&P 500	5870,6	-1,3
Nikkei 225	38987,7	-1,1

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

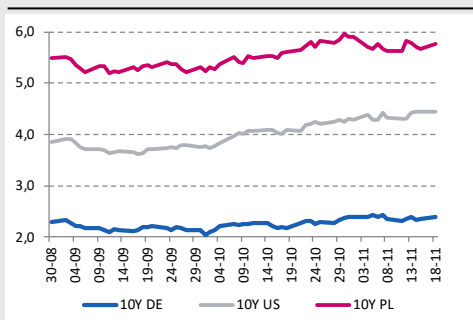
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



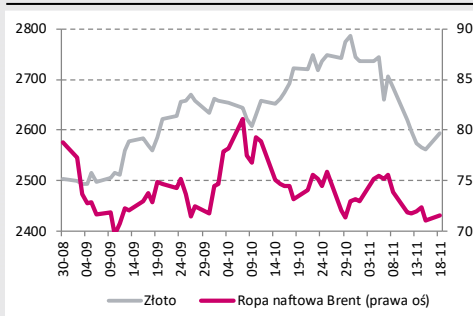
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

W naszej ocenie w tym tygodniu na impulsy ze strony makroekonomicznej przyjdzie nam poczekać najprawdopodobniej dopiero do piątku, gdy poznamy - istotne rynkowo - wstępne odczyty indeksów PMI państw Europy Zachodniej. Do tego czasu natomiast niewykluczone, iż rynki finansowe pozostaną pod wpływem wydarzeń politycznych (ogłaszanie kolejnych nominacji w administracji przyszłego prezydenta USA) i geopolitycznych (możliwe zaostrenie konfliktu na Ukrainie po decyzji Stanów Zjednoczonych o możliwości wykorzystania rakiet dalekiego zasięgu). Na gruncie technicznym natomiast wciąż utrzymuje się umiarkowany sygnał prołotowy. Kurs EUR/PLN porusza się wokół poziomu 4,32 i w sprzyjających okolicznościach (globalne osłabienie dolara) kierować się może w stronę bariery 4,30. Cechą charakterystyczną rozpoczętego tygodnia będzie podwyższona zmienność wyceny złotego. Wciąż bowiem powyborcze emocje pozostają silne, z kolei te dotyczące Ukrainy odzywają wraz z kolejnymi doniesieniami z USA tworząc dość burzliwą mieszankę dla złotego, ale i pozostałych walut tej części regionu. Jednocześnie jednak podtrzymujemy swoje stanowisko, iż fundamenty polskiej gospodarki nie uległy w ostatnim czasie istotnym zmianom i - co najważniejsze - pozostają korzystne. Co prawda, bieżący wzrost awersji do ryzyka nie pozwala na ich konsumowanie, jednak uważamy, iż w miarę upływu czasu inwestorzy baczniej przyglądać się będą perspektywom polskiej gospodarki. Przypomnijmy, iż pozytywnie wyróżniają się one na europejskim tle i - jak pokazują bieżące wydarzenia - stanowią kotwicę przeciwdziałającą nadmiernej przecenie polskiej waluty.

Rynki zagraniczne

Od początku października dolar umocnił się już o około siedem centów schodząc do poziomu 1,05, tj. najniższego od ponad roku. Aprecjacja dolara to reakcja z jednej strony na awersję do ryzyka związaną z niejednokrotnie trudnymi do przewidzenia decyzjami D.Trumpa, charakteryzującymi styl jego prezydentury w latach 2017-2021. Z drugiej strony, inwestorzy w ten sposób zareagowali m.in. na prawdopodobnie mniejszą skalę cyklu cięć stóp procentowych w USA (pokłosie m.in. wyższego deficytu), czy działań agresywniej pobudzających wzrost gospodarczy (dalsze cięcia i wydłużenie obniżek podatków), czy uporczywość inflacji (zwiększenie taryf celnych). Dalsze umocnienie amerykańskiej waluty uznajemy za prawdopodobne, choć mamy także świadomość, iż imponująca w tak krótkim okresie skala dokonanej już aprecjacji dolara stopniowo wymagać będzie korekty. Póki co jednak poziom 1,0498 uznajemy za cel dla eurodolara w tym tygodniu. Średnioterminowe perspektywy także pozostają umiarkowanie korzystne dla amerykańskiej waluty. Wiele zależeć będzie jednak od rozwoju sytuacji w Europie m.in. po stronie wyniku przedterminowych wyborów w Niemczech. W efekcie początek 2025 roku może w naszej ocenie przynieść dalsze osłabianie euro a kurs EUR/USD wciąż kierować się może na południe. Mimo, iż krótkoterminowo rośnie potrzeba korekty tj. ruchu wzrostowego eurodolara, tak w perspektywie najbliższych tygodni/miesięcy w naszej ocenie dominować będzie chęć ataku na 1,0365 i następnie 1,0226. Sytuacja pozostaje jednak dynamiczna a ważny dla losów eurodolara będzie także scenariusz wojny Ukrainy z Rosją. Mnogość czynników niepewności sprawi, że notowania EUR/USD cechować się będą podwyższoną zmiennością w najbliższym czasie.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 15 listopada						
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Październik	4.9%	5.0%	5.0%	5.1%
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Październik	0.8%	0.4%	0.3%	
Poniedziałek 18 listopada						
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Październik	4.3%	4.1%	4.2%	
Wtorek 19 listopada						
11:00 Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Październik	1.7%		2.0%	
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Węgry	Listopad	6.50%		6.50%	
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Październik	1425 tys.		1440 tys.	
Środa 20 listopada						
02:00 Stopa pożyczkowa - jednoroczna	Chiny	Listopad	3.10%		3.10%	
11:00 Płace negocjowane r/r	EZ	3Q	3.4%			
Czwartek 21 listopada						
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Październik	-9.3%		-6.8%	-5.6%
10:00 Koniunktura konsumencka	Polska	Listopad				
Piątek 22 listopada						
08:00 PKB s.a. kw/kw fin.	Niemcy	3Q	-0.1%		0.2%	
09:30 Indeks PMI dla przemysłu wst.	Niemcy	Listopad	43.0		43.0	
09:30 Indeks PMI dla usług wst.	Niemcy	Listopad	51.6		51.6	
09:30 Wystąpienie prezesa ECB Christine Lagarde	EZ	Listopad				
10:00 Indeks PMI dla przemysłu wst.	EZ	Listopad	46.0		46.1	
10:00 Indeks PMI dla usług wst.	EZ	Listopad	51.6		51.6	
15:45 Indeks PMI dla przemysłu wst.	USA	Listopad	48.5		48.8	
15:45 Indeks PMI dla usług wst.	USA	Listopad	55.0		55.2	
16:00 Indeks Uniwersytet Michigan fin.	USA	Listopad	70.5		73.0	
Poniedziałek 25 listopada						
10:00 Produkcja przemysłowa n.s.a. r/r	Polska	Październik	-0.3%		1.6%	2.2%
10:00 Wynagrodzenie r/r	Polska	Październik	10.3%		10.0%	9.9%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Październik	-0.5%		-0.5%	-0.6%
10:00 Indeks Instytutu Ifo	Niemcy	Październik	86.5			

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