



# Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

20 listopada 2024

**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

## Informacje na dziś

- EZ:** Dziś o godz. 11:00 Europejski Bank Centralny opublikuje dane o płacach negocjowanych w strefie euro w 3Q 2024. Zapowiada się mocne przyspieszenie względem 2Q 2024, gdy odnotowano wzrost o 3,5% r/r. Wskazują na to dane dla Niemiec, gdzie płace negocjowane wzrosły w 3Q aż o 8,8% r/r, najszybciej od trzech dekad. Spodziewane przyspieszenie wzrostu płac negocjowanych w strefie euro nie powinno jednak zmienić oczekiwań dla stóp procentowych EBC, który na posiedzeniu w grudniu dokona kolejnej obniżki. Płace z opóźnieniem reagują na inflację, a obecne i przewidywane warunki gospodarcze nie wskazują, aby żądania znaczących wzrostów pensji były możliwe do spełnienia dla europejskich firm. Gdyby jednak presja płacowa utrzymywała się, to, naszym zdaniem, EBC mógłby spowolnić zbieganie do stopy docelowej do 1,75-2,00%.

## Wydarzenia i komentarze

- PL:** Rząd przedstawił szczegóły planu działań osłonowych w zakresie cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych od 1 stycznia 2025 r. Według nich rząd zamraza na okres 9 miesięcy ceny energii elektrycznej dla gospodarstw domowych na dotychczasowym poziomie 500 zł/MWh netto. To cena niższa niż średnia wartość taryf, które dla zakładów energetycznych zatwierdził Urząd Regulacji Energetyki. Co więcej, przedłużeniu uległo zawieszenie opłaty mocowej dla gospodarstw domowych. Rząd uwolni natomiast ceny energii elektrycznej i opłatę mocową dla tzw. odbiorców wrażliwych, m.in. mikro, małych i średnich przedsiębiorstw. Do tej pory ceny energii były dla nich na równi z cenami dla gospodarstw domowych, od 1 stycznia natomiast będą rozliczać się według już zaakceptowanych (w połowie 2024 r.) taryf operatorów. Oznacza to wzrost rachunków za prąd dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw. Przypomnijmy, że w przypadku ciepła i gazu mrożenie cen zakończyło się z 30 czerwca br. Jak zmiany te wpływają na nasze prognozy inflacji CPI? Jej wzrost będzie nieco niższy niż do tej pory zakładaliśmy. Należy jednak zauważyć, że inflację pośrednio podbijając może wzrost cen prądu dla firm, zwłaszcza u usługodawców. Efekt ten, jeśli wystąpił, to przeciągnąłby w czasie, a jego ewentualna skala nie będzie duża. Dodatkowo, wzrosnąć mogą ceny w pozostałych pozycjach rachunku za energię elektryczną, np. opłata przesyłowa, czy handlowa. W naszych prognozach zakładaliśmy, że ceny prądu dla gospodarstw domowych nieco silniej wzrosną od stycznia 2025 r., a więc średnioroczna inflacja CPI w 2025 r. będzie niższa niż spodziewaliśmy się (ok. 4,3 r/r wobec wcześniejszej prognozy 4,7% r/r). Nie zmieniają się jednak oczekiwania, że szczyt inflacji CPI w przyszłym roku zostanie osiągnięty w marcu. Naszym zdaniem realizacja przedstawionych zmian będzie wspierała tych członków Rady Polityki Pieniężnej, którzy chcieliby wcześniejszego wznowienia cyklu obniżek stóp procentowych. O ile nadal spodziewamy się tego w 2Q 2025 r. to rośnie prawdopodobieństwo cięcia już przy okazji publikacji nowej projekcji makroekonomicznej w marcu. Podtrzymujemy oczekiwania, że przyszły rok stopa referencyjna zakończy na poziomie 4,50-4,75% wobec 5,75% obecnie.
- HU:** Narodowy Bank Węgier utrzymał główną stopę procentową na poziomie 6,50%. Decyzja ta była spodziewana ze względu na osłabienie kursu forinta od ostatniego posiedzenia 22 października. Według kwotowań instrumentów finansowych na stopę procentową do wznowienia obniżek dojdzie już w 2025 r.

## Rynki na dziś

Obraz notowań EUR/PLN pozostaje dość stabilny. Kurs oscyluje wokół poziomu 4,33 PLN za EUR wyczekując nowych impulsów. Tych dziś się nie spodziewamy, gdyż kalendarium danych makro jest dość ubogie. Przed nami jedynie dane o płacach negocjowanych w strefie euro. Emocji zabraknąć powinno także na rynku długu, gdzie dominuje wyczekiwanie na jutrzejszy przetarg sprzedaży. Interesującym będzie natomiast jak po wczorajszej silnej wyprzedaży zachowają się notowania na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3307	0,3%
USD/PLN	4,0952	0,2%
CHF/PLN	4,6417	0,6%
EUR/USD	1,0579	0,2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,82	2
WIBOR 3M	5,85	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,95	-6
5Y	5,30	-9
10Y	5,66	0

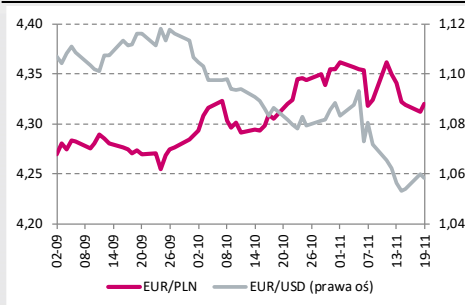
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,82	-9
5Y	4,52	-12
10Y	4,70	-11

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,33	-5
US 10Y	4,37	-8

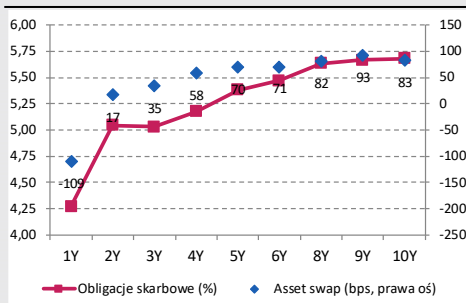
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	77230,8	-2,5
S&P 500	5917,0	0,4
Nikkei 225	38987,7	-0,2

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

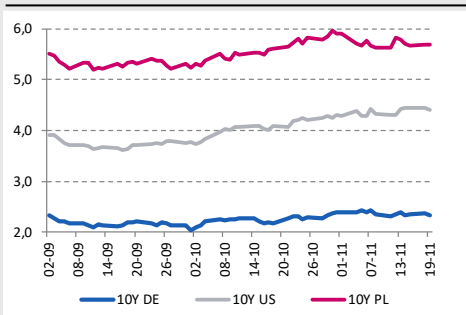
## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



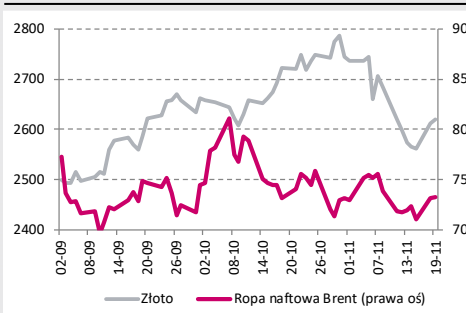
## Krajowy rynek stopy procentowej



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



## Ceny surowców [USD]



## Rynek krajowy

Za nami kolejna spokojna sesja w wykonaniu kursu EUR/PLN, który polegała na stabilizacji notowań wokół poziomu 4,33. Na wycenie złotego dominuje, z jednej strony wyczekiwanie na nowe impulsy, z drugiej zaś pewne wyczerpanie argumentów towarzyszących reakcji na wyniki wyborów prezydenckich w Stanach Zjednoczonych. Wciąż jednak uważamy, iż na gruncie technicznym utrzymuje się umiarkowany sygnał prozotowy i w sprzyjających okolicznościach (globalne osłabienie dolara) kierować się może w stronę bariery 4,30. We wtorek obserwowaliśmy spadki dochodowości 10-letniego krajowego długu, która na koniec wczorajszej sesji obniżyła się do poziomu 5,68%. Istotnym rynkowym wydarzeniem tego tygodnia dla skarbowych papierów wartościowych będzie jutrzejszy przetarg. Wczoraj Ministerstwo Finansów poinformowało, że zaoferuje do sprzedaży obligacje o łącznej wartości 5-8 mld PLN w postaci serii OK0127, DS0727, PS0130, WZ0330, DS0432, DS1024 i IZ0836. Co ciekawe, w miesięcznym planie resort finansów informował, że na czwartkowym przetargu sprzedaży zaoferuje papiery za 5-10 mld PLN. Oznacza to, iż niesatysfakcjonujące wyniki ostatnich trzech przetargów sprawiają, że resort finansów zwiększa ostrożność emisyjną w bieżących niesprzyjających okolicznościach rynkowych.

## Rynki zagraniczne

Mimo około pół-centowej zmienności obraz kursu EUR/USD pozostawał wczoraj zbliżony do ostatnich dni. Od początku października dolar umocnił się już o około siedem centów schodząc do poziomu 1,05, tj. najniższego od ponad roku. 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.

## 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%	2.0%	
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Węgry	Listopad	6.50%	6.50%	6.50%	
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Październik	1425k	1416k	1440k	
Środa 20 listopada						
02:00 Stopa pożyczkowa - jednoroczna	Chiny	Listopad	3.10%	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