

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

12 listopada 2024

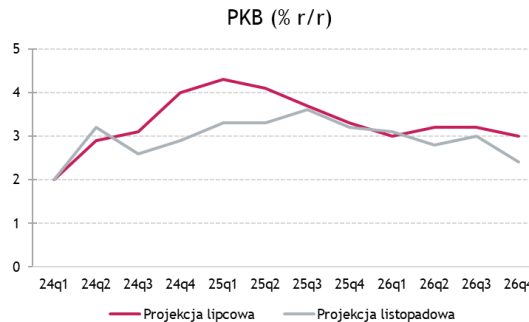
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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

Wykres tygodnia



Źródło: Narodowy Bank Polski

Nie milkną echa wyborów w USA, które okazały się zwycięstwem republikanów. Uwaga inwestorów nadal koncentruje się na doniesieniach z USA. Niemniej, w kalendarzu są dane na które warto zwrócić uwagę, np. wstępne dane o PKB w 3Q 2024, które okażą się zapewne słabsze od oczekiwań sprzed kwartału. Dane powinny wpisywać się mniej optymistyczny scenariusz dla PKB w Polsce przedstawiony w ostatniej projekcji makroekonomicznej NBP.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Dane inflacyjne w USA powinny przypomnieć, że cel inflacyjny nie jest wcale tak blisko

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. Podczas kampanii wyborczej proponował on m.in. podwyżkę ceł na importowane towary oraz zapowiadał obniżenie podatków. W ujęciu netto zmiany te zapewne oznaczałyby wyższą inflację i nieco niższy wzrost gospodarczy. Materializacja tych zapowiedzi najpewniej wpłynęłaby na bardziej jastrzębią politykę pieniężną w Stanach Zjednoczonych. Ale nawet bez tego czynnika ostatnie posiedzenie Fed, pomimo obniżki stóp procentowych o 0,25 pkt proc., miało mniej łagodną wymowę. Przyczyniła się do tego inflacja, która, w ocenie szefa Fed J.Powella obniżyła się w 3Q 2024 wolniej od oczekiwań. W tym tygodniu poznamy kolejne dane inflacyjne z USA w październiku (środa, godz. 14:30). Według konsensusu prognoz wskaźnik CPI wzrosnąć ma do 2,6% r/r z 2,4% r/r miesiąc wcześniej. W przypadku indeksu bazowego oczekujemy się stabilizacji na 3,3% r/r. Realizacja tych prognoz przypomniaby inwestorom, że osiągnięcie celu inflacyjnego Fed to nadal dość odległa perspektywa. Pomimo tego, oczekiwania rynkowe, według których grudnia przyniesie kolejne cięcie o 25 pkt baz. do przedziału 4,25-4,50%, nie ulegną zapewne zmianie. Bardziej niepewne są perspektywy w dalszym horyzoncie, związane z polityką gospodarczą nowej administracji.

3Q 2024 w polskiej gospodarce słabszy od oczekiwań

W czwartek o godz. 10:00 Główny Urząd Statystyczny opublikuje wstępne dane o PKB w Polsce w 3Q 2024. Spodziewamy się, że roczna dynamika obniżyła się do 2,9% r/r z 3,2% r/r kwartał wcześniej. Lepiej sytuację w 3Q 2024 oddadzą jednak dane w ujęciu kw/kw i po odsezonowaniu. W tym przypadku spodziewamy się, że dynamika obniży się do ok. 0,5% kw/kw po niezłym wzroście o 1,4% kw/kw w 2Q 2024. 3Q 2024 okazał się rozczarowujący dla krajowej gospodarki. W czwartek nie poznamy jeszcze szczegółów PKB między lipcem a wrześniem, niemniej możemy szacować, że źródłem negatywnej niespodzianki były przede wszystkim słabsze wydatki na towary. Ponadto nadal nie widać byto oznak poprawy popytu z zagranicy. Po 3Q 2024 perspektywy polskiej gospodarki, choć nadal niezłe, trochę się pogorszyły, co pokazały wyniki listopadowej projekcji makroekonomicznej. Poznaliśmy ją przy okazji posiedzenia RPP, którego wymowa była bardziej łagodna niż poprzednio. Rosną zatem szanse, że zrealizuje się nasz scenariusz, według którego Rada wznowi cięcia stóp procentowych w 2Q 2025. Jeśli chodzi o inne dane z kraju to w tym tygodniu poznamy szczegóły październikowej inflacji, która według wstępnych danych wzrosła do 5,0% r/r z 4,9% r/r we wrześniu. W środę natomiast Narodowy Bank Polski opublikuje dane o bilansie płatniczym we wrześniu. Spodziewamy się deficytu salda obrotów bieżących wynoszącego 2650 mln EUR wobec deficytu 2827 mln EUR w sierpniu.

Jak gospodarka chińska rozpoczyna 4Q 2024

W piątek nad ranem poznamy dane z Chin w październiku. W przypadku produkcji przemysłowej oczekuje się wzrostu o 5,5% r/r po wzroście o 5,4% r/r we wrześniu. Konsensus prognoz pokazuje, że wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszyć ma do 3,8% r/r z 3,2% r/r. Zrealizowanie się takich prognoz oznaczałoby, że 4Q 2024 może przynieść nieco szybszy wzrost PKB niż w 3Q 2024, gdy wyniósł 4,6% r/r.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3612	0,1%
USD/PLN	4,1019	2,5%
CHF/PLN	4,6102	0,0%
EUR/USD	1,0632	-2,4%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,91	-16
5Y	5,31	-29
10Y	5,53	-44

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,04	-20
5Y	4,78	-25
10Y	4,98	-21

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,34	-7
US 10Y	4,35	4




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	82250,2	3,4
S&P 500	6001,3	5,1
Nikkei 225	39376,1	2,3

Źródło: LSEG Data & Analytics




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

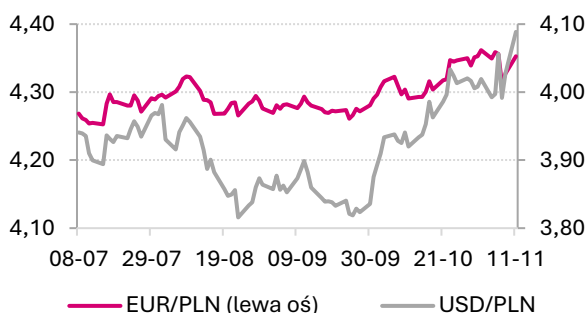
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Otoczenie zewnętrzne pozostaje dominujące dla kierunku zmian polskiej waluty. Nawet jeśli w tym tygodniu poznamy prawdopodobnie solidne - zwłaszcza na tle Europy Zachodniej - dane dotyczące tempa wzrostu gospodarczego w Polsce w trzecim kwartale, to i tak obecnie rynki finansowe pozostają pod wpływem awersji do ryzyka. Została ona zainicjowana wynikiem wyborów w Stanach Zjednoczonych, w których Republikanie prawdopodobnie (wciąż bowiem czekamy na rozstrzygnięcia dotyczące Izby Reprezentantów) całą pulę (prezydent i Kongres). Efektem są przetasowania rynkowe, które po stronie złotego są - przynajmniej - dość skromne w swoich zasięgu. Tak jak wskazywaliśmy w naszym poprzednim wpisie poziom 4,38 PLN za EUR pozostaje jak dotąd maksimum osłabienia złotego. Niemniej jednak ryzyka pozostają asymetryczne i wciąż większe prawdopodobieństwo przypisujemy możliwości osłabienia złotego. Tym bardziej, iż kalendarium publikacji istotnych danych makroekonomicznych z zagranicy pozostaje ubogie.
USD/PLN 	Presja na mocniejszego dolara utrzymuje się a wręcz pogłębia. Amerykańska waluta zyskuje na wartości w konsekwencji wyniku wyborów w Stanach Zjednoczonych. Aprecjacje dolara uzupełnia analiza techniczna a dokładnie kolejne poziomy techniczne, które są łamane, co potęguje nastrój umocnienia amerykańskiej waluty. Ten tydzień na parze USD/PLN zapowiada się niezwykle emocjonująco, gdyż kurs próbować będzie atakować barierę 4,11 a więc niepokonane szczyty kursowe z czerwca i kwietnia tego roku. Ich sforsowanie otworzy około 4-groszowy potencjał do dalszych wzrostów.
EUR/USD 	Od wyniku wyborów w USA dolar umocnił się już o około trzy centy. Od początku października natomiast tj. momentu w którym sondaże zaczynały wskazywać zwycięstwo D.Trumpa kurs EUR/USD runął już o sześć centów sięgając poziomu 1,0630 a więc półrocznego minimum. 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 тариф 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 1,0584 uznajemy za cel dla eurodolara w tym tygodniu.

Rynek obligacji

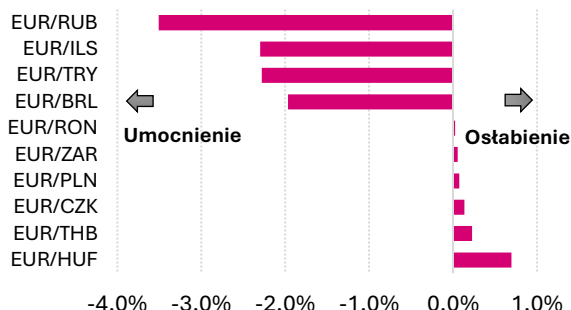
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Dochodowość 10-latk polskiej pozostaje wysoce zmienna. Nerwowość wyceny wynika z czynników zewnętrznych (przetrasowania na rynkach bazowych), ale i z aspektów lokalnych (ryzyko fiskalne). Rentowność krajowego długiego końca krzywej porusza się obecnie wokół poziomu 5,80%, choć należy pamiętać, iż nieco ponad tydzień temu czasowo przekraczała psychologiczną barierę 6,0%. W tym tygodniu częściowo uwaga inwestorów koncentrować się będzie na finalnych danych o inflacji (choć tu nie oczekujemy niespodzianek w stosunku do odczytu flash), publikacji PKB za trzeci kwartał (wpływ rynkowy jednak powinien być symboliczny) oraz przetargu sprzedaży, który uważamy za niezwykle istotny. W czwartek Ministerstwo Finansów zaoferuje do sprzedaży, na pierwszym z trzech przetargów planowanych na listopad, obligacje serii OK0127, PS0130, WZ0330, DS1034. Przypomnijmy, iż dwa poprzednie przetargi sprzedaży okazały się rozczarowujące pod kątem uplasowanej wartości (wyraźnie poniżej maksymalnych planów resortu finansów). Podsumowując, o ile w tym tygodniu zakładamy, iż rentowność 10-latk osycylować będzie wokół bieżącego poziomu 5,80% tak wciąż wciąż spodziewamy się okresowego podbicia zmienności. Bacznie przypatrywać się będziemy wynikowi przetargu, którego rezultat może okazać się niezwykle istotny dla krótkoterminowych perspektyw obligacji skarbowych.
10Y DE (%) 	Mimo niedawnej zniżki rentowność niemieckiego długu pozostaje względnie stabilna tj. zbliżona do poziomu 2,35%. Wycena 10-latk Niemiec pozostaje zatem odporna zarówno na zawirowania polityczne w Niemczech związane z chęcią poluzowania dyscypliny fiskalnej, jak również na dane makroekonomiczne budujące rynkowy konsensus przed kolejnymi posiedzeniami Europejskiego Banku Centralnego.
10Y US (%) 	Dochodowość amerykańskiej 10-latk na poziomie 4,35% jest najwyższa od końca czerwca tego roku. Nie ulega wątpliwości, że paliwem do wzrostów w ostatnim czasie było zwycięstwo D.Trumpa w wyborach a w konsekwencji realizacji jego pomysłów gospodarczych skutkujących m.in. sporo wyższym deficytem. W najbliższych dniach spodziewamy się względnie uspokojenia notowań amerykańskiego długu. Wspomniane wybory, jak i zakończone w ubiegłym tygodniu posiedzenie Rezerwy Federalnej czasowo ograniczą w naszej ocenie przestrzeń do zmian wyceny Treasuries.

Wykresy rynkowe

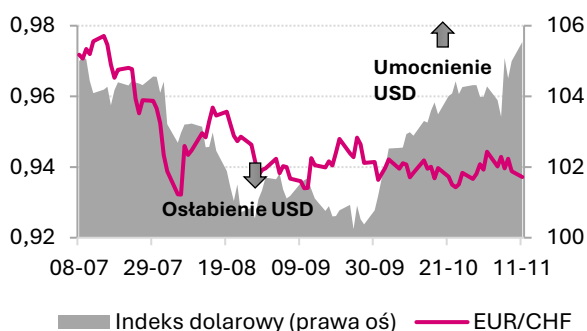
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



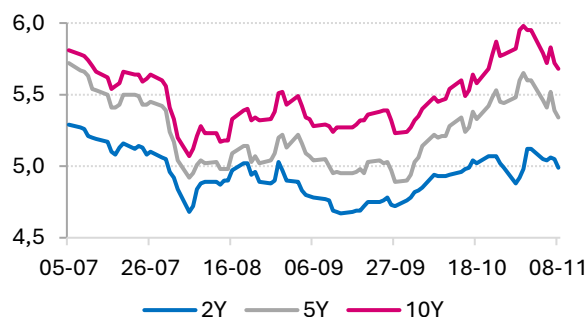
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



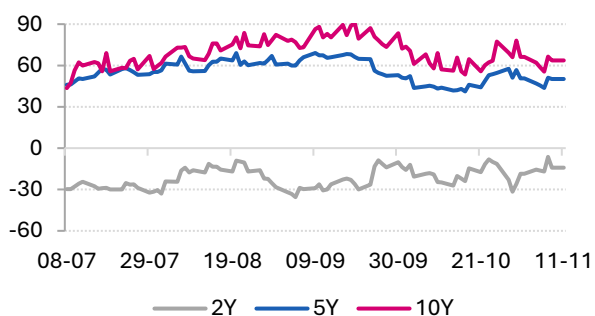
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



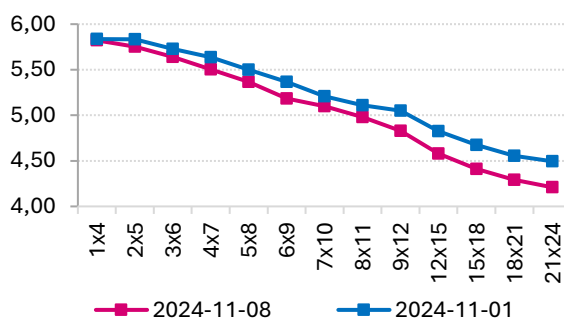
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



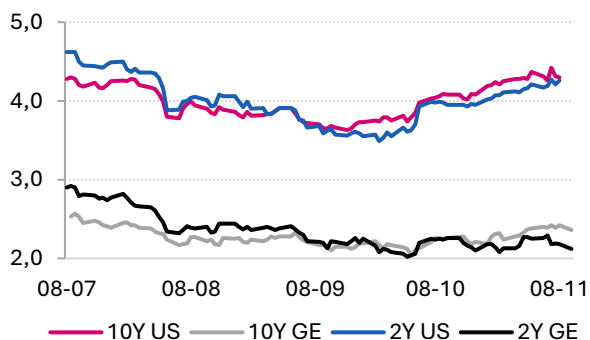
Krajowe stawki asset swap [%]



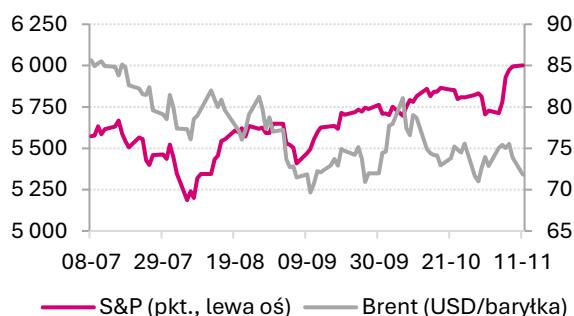
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 11 listopada					
Święto Niepodległości	Polska				
09:00 Inflacja CPI r/r	Czechy	Październik	2.6%	2.8%	
Wtorek 12 listopada					
08:00 Inflacja HICP r/r fin.	Niemcy	Październik	1.8%	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%	

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.