

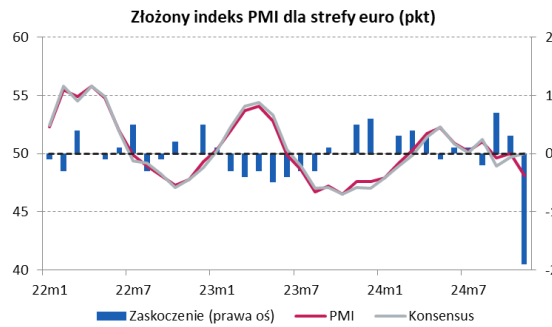
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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: Macrobond, Bloomberg

W ub. tygodniu poznaliśmy dużo słabsze od oczekiwań dane o indeksie PMI dla strefy euro, który zwiększył obawy co do kondycji tej gospodarki w 4Q 2024 i kolejnych kwartałach. Po tych danych bazowym scenariuszem dla rynków finansowych jest obniżka stóp EBC o 50 pkt na posiedzeniu w grudniu. W tym tygodniu poznamy też dane inflacyjne ze Stanów Zjednoczonych, a także z Polski. Krajowe szacunki nie zmieniają oczekiwań stabilnych stóp proc. NBP co najmniej do marca 2025 r.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

W piątek poznamy szybki szacunek inflacji CPI w listopadzie

W piątek GUS opublikuje szybki szacunek inflacji CPI za listopad. Szacujemy, że wskaźnik CPI obniży się w tym miesiącu do 4,6% r/r z 5,0% r/r w październiku. Nieco niższy niż przed miesiącem odczyt to w dużej mierze efekt bazy statystycznej sprzed roku. Spadkowi ogólnej inflacji CPI towarzyszyć powinien wzrost inflacji bazowej, która według naszych obliczeń wzrośnie w listopadzie do 4,3% r/r z 4,1% r/r w październiku. W grudniu inflacja powinna powrócić do poziomu ok. 5% r/r, a w pierwszych miesiącach przyszłego roku ponownie nieznacznie wzrośnie. Jej wyżka będzie jednak nieco mniejsza niż nasze dotychczasowe oczekiwania, ze względu na działania osłonowe, które rząd zaproponował w poprzednim tygodniu. Ewentualna pozytywna niespodzianka inflacyjna i niższy od konsensusu odczyt (konsensus Bloomberg'a wynosi 4,6% r/r) może nasilić oczekiwania na rozpoczęcie cyklu obniżek stóp procentowych w marcu przyszłego roku.

GUS poda dane o strukturze PKB w 3Q br. oraz o sprzedaży detalicznej w październiku

W tym tygodniu opublikowane zostaną także szczegółowe dane o strukturze wzrostu gospodarczego w 3Q, kiedy dynamika PKB wyhamowała do 2,7% r/r z 3,0% r/r kwartał wcześniej. Na podstawie danych wysokiej częstotliwości szacujemy, że źródłem spowolnienia było obniżenie dynamiki konsumpcji prywatnej, spadek inwestycji w środki trwałe, a także ujemny wkład do PKB eksportu netto. We wtorek poznamy natomiast dane o sprzedaży detalicznej, które dopełnią obraz polskiej gospodarki na początku 4Q 2024 r. Według naszych szacunków sprzedaż detaliczna w minionym miesiącu wzrosła o 0,4% r/r wobec spadku o 3,0% r/r we wrześniu.

Wzrost inflacji w strefie euro nie zatrzyma obniżek stóp proc. EBC

W kontekście strefy euro ub. tydzień został zdominowany przez negatywne zaskoczenie w danych o PMI za listopad. Skala niespodzianki okazała się największa co najmniej od 2014 r. W szczególności złą informacją było obniżenie się indeksu dla usług do 49,2 pkt. Co więcej, na początku nowego tygodnia najważniejszy wskaźnik koniunktury w Niemczech - indeks Ifo, spadł w listopadzie do 85,7 pkt z 86,5 pkt w październiku. W konsekwencji inwestorzy zmodyfikowali swój bazowy scenariusz. Obecnie oczekuje się obniżki stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego o 50 pkt baz na najbliższym posiedzeniu 12 grudnia br., zamiast o 25 pkt baz. W tym tygodniu tę wycenę będą weryfikować dane o inflacji HICP w listopadzie. Poznamy je w piątek o godz. 11:00. Według konsensusu wzrośnie ona do 2,4% r/r z 2,0% r/r w październiku, głównie z powodu efektu bazy odniesienia w cenach energii. EBC jest świadome tego wzrostu i odbicie inflacji nie zmienia oczekiwań obniżki stóp procentowych w grudniu.

W tym tygodniu dane inflacyjne także ze Stanów Zjednoczonych.

W środę o godz. 14:30 poznamy dane ze Stanów Zjednoczonych: drugie wyliczenie PKB w 3Q 2024, raport o dochodach i wydatkach Amerykanów, a także wyliczenie inflacji PCE (deflator konsumpcji prywatnej). Jest to preferowana przez Fed miara zmian cen konsumpcyjnych w Stanach Zjednoczonych. Według konsensusu prognoz wskaźnik ten wzrosnąć ma do 2,3% r/r z 2,1% r/r, a bazowy indeks PCE do 2,8% r/r z 2,7% r/r. Realizacja tej prognozy, naszym zdaniem, najpewniej nie zmieniłaby oczekiwań obniżki stóp procentowych Fed o 25 pkt baz. na posiedzeniu w grudniu.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3295	0,4%
USD/PLN	4,1049	2,6%
CHF/PLN	4,6268	1,0%
EUR/USD	1,0548	-2,2%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,00	5
5Y	5,38	7
10Y	5,62	-3

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,94	-6
5Y	4,67	-10
10Y	4,86	-11




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,35	-5
US 10Y	4,44	11

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	79461,4	-3,4
S&P 500	5870,6	-2,1
Nikkei 225	38220,9	-3,3




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

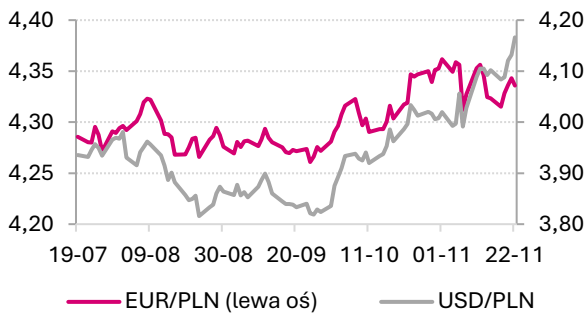
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Kurs EUR/PLN od kilku tygodni udowadnia, iż okolice 4,33 dobrze bilansują bieżące szanse i zagrożenia dla polskiej waluty i nie ma argumentów mogących nadać złotemu większą zmienność. Podobnej sytuacji spodziewamy się także na koniec listopada. W efekcie podtrzymujemy nasz scenariusz stabilizacji notowań złotego do euro. Co prawda kalendarium tego tygodnia zapowiada się dość interesująco (głównie za sprawą odczytów inflacji w USA i strefie euro, ale i jutrzejszej sprzedaży detalicznej w Polsce), to jednak nie na tyle, by generować ruchy rynku EUR/PLN. Wycena złotego udowodniła swoją wysoką odporność na listopadowe zawirowania rynku dolara i nie spodziewamy się, by ten tydzień - który prawdopodobnie przyniesie dalsze umocnienie amerykańskiej waluty - przywrócił wrażliwość złotego na ruchy najważniejszej waluty świata.
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 dodatkowo potęguje nastrój umocnienia amerykańskiej waluty. Ten tydzień na parze USD/PLN ponownie zapowiada się emocjonująco, gdyż kurs USD/PLN po wybitcu górą powyżej poziomu 4,1250 sięgnął rocznego maksimum i otworzył potencjał do ruchu w kierunku 4,1711.
EUR/USD 	Mimo solidnego umocnienia dolara (licząc od początku października) amerykańska waluta utrzymuje trend aprecjacji do euro. W ostatnich dniach jednak to nie moc dolara a słabość europejskiej waluty odpowiada za spadek kursu EUR/USD. Bieżąca runda zniżki eurodolara wynika z niezwykle rozczarowujących wstępnych danych o indeksie PMI w gospodarkach strefy euro. W efekcie inwestorzy nasilili swoje oczekiwania na bardziej agresywne niż 25 pkt. baz. cięcie stóp procentowych przez Europejski Bank Centralny w przyszłym miesiącu. Scenariusz łagodniejszej postawy EBC stoi natomiast w kontrze do oczekiwań dotyczących amerykańskiej Rezerwy Federalnej, gdzie z jednej strony wyniki gospodarki pozostają dość satysfakcjonujące, z drugiej zaś pomysły polityki gospodarczej Republikanów oznaczać mogą mniejszą skalę cięć stóp procentowych w USA w średnim terminie. 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.

Rynek obligacji

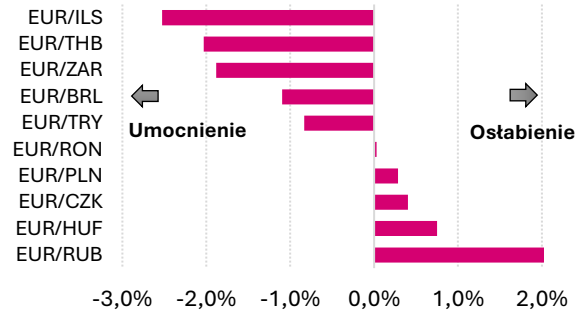
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Za nami dość znaczący spadek dochodowości 10-letniego długu Polski. O ile rozumiemy, iż motywowany był on przede wszystkim bardziej agresywnymi oczekiwaniami co do cięć stóp procentowych w strefie euro w grudniu i chęcią utrzymania spreadu do Bunda, tak też uważamy, iż okazał się on zbyt gwałtowny. Polskiemu długowi wciąż ciąży bowiem ryzyko fiskalne. O ile tegoroczne potrzeby pożyczkowe zostały - po ubiegłotygodniowym przetargu - w pełni sfinansowane, tak realizacja (rekordowo wysokich) potrzeb na 2025 rok ślimaczy się. W środę odbędzie się przetarg sprzedaży lub zamiany (decyzja zapadnie w dalszej części dzisiejszego dnia). W tym tygodniu poznamy ponadto plan sprzedaży długu na ostatni miesiąc tego roku. Będą to w naszej ocenie wydarzenia mogące studzić zapędy rynku w kierunku niższych rentowności.
10Y DE (%) 	Dochodowość Bunda zniżkowała w ostatnich dniach pod wpływem słabszych od oczekiwań danych ze strefy euro. Ich rynkową konsekwencją była zmiana rynkowego scenariusza dotycząca grudniowego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego. Inwestorzy oczekują obecnie cięcia stóp procentowych o 50 pkt. baz. Fakt, iż taki scenariusz jest już rynkowo uwzględniony w naszej ocenie oznacza brak dalszej presji w trendzie zniżki rentowności niemieckiego długu. Rynek pozostaje jednak w trybie uzależnienia od danych i wyczekiwania na wspomniane posiedzenie EBC.
10Y US (%) 	Dochodowość amerykańskiej 10-latki na poziomie 4,45% 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. zwiększonym deficytem. Na rynku Treasuries trwa (petzający) trend wzrostu dochodowości.

Wykresy rynkowe

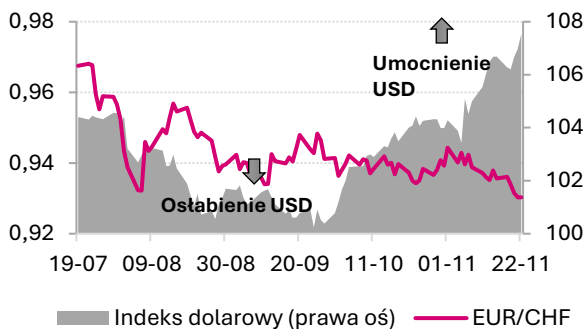
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



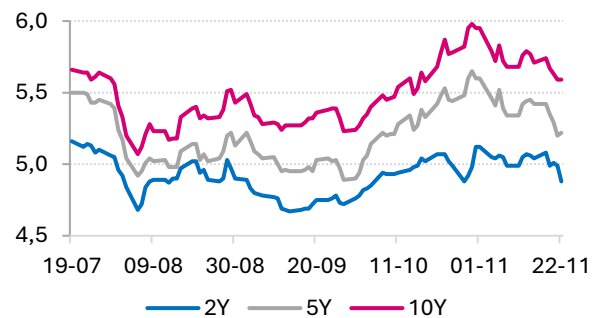
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



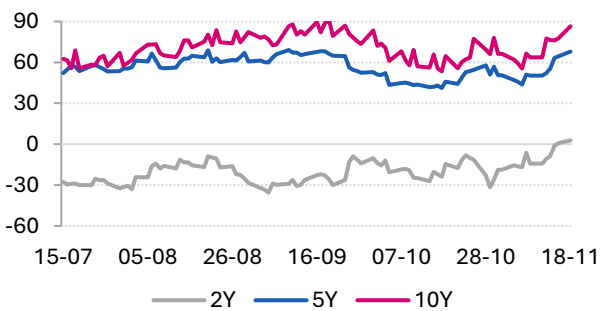
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



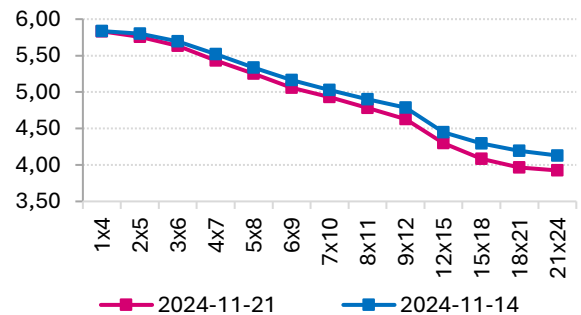
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



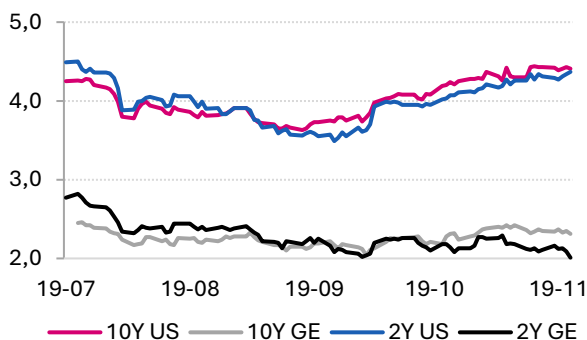
Krajowe stawki asset swap [%]



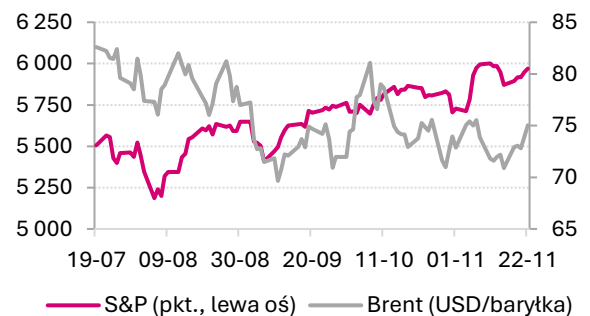
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 25 listopada					
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Październik	-0.3%	1.6%	2.2%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Październik	-6.3%	-5.6%	-5.5%
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 Ifo	Niemcy	Październik	86.5	86.2	
Wtorek 26 listopada					
10:00 Sprzedaż detaliczna w cenach stałych r/r	Polska	Październik	-3.0%	0.5%	0.4%
10:00 Wyniki finansowe firm niefinansowych	Polska	3Q			
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Październik	6.5%	7.0%	
16:00 Indeks zaufania konsumentów Conference Board	USA	Listopad	108.7	111.5	
Środa 27 listopada					
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Październik	5.0%	5.0%	
10:00 Stopa bezrobocia wg BAEL	Polska	3Q			
14:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Październik	0.5%	0.3%	
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Październik	0.3%	0.3%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Październik	2.1%	2.3%	
14:30 Bazowa inflacja PCE r/r	USA	Październik	2.7%	2.8%	
14:30 PKB annualizowane rew.	USA	3Q	3.0%	2.8%	
Czwartek 28 listopada					
Święto Dziękczynienia	USA				
10:00 PKB r/r fin.	Polska	3Q	3.2%	2.7%	2.7%
14:00 HICP r/r wst.	Niemcy	Listopad	2.4%	2.5%	
Piątek 29 listopada					
11:00 HICP r/r wst.	EZ	Listopad	2.0%	2.4%	
Poniedziałek 02 grudnia					
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Listopad	49.2		
10:00 Indeks PMI dla przemysłu fin.	EZ	Listopad	46.0	45.2	
16:00 Indeks ISM dla przemysłu	USA	Listopad	46.5		

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	2.7	3.2	4.0	3.6	3.8	3.9
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.2	5.1	5.1	5.1	5.3	4.9	5.0	5.1	5.4	5.0	5.0	5.1
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	4.33	4.32	4.30	4.29	4.31
USD/PLN	k.o.	4.40	3.94	3.86	3.80	3.99	4.03	3.82	4.06	4.09	4.02	4.00	4.00
EUR/USD	k.o.	1.07	1.10	1.10	1.13	1.08	1.07	1.12	1.07	1.06	1.07	1.07	1.08
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	4.27	3.84	3.55	3.55

* 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.