



# Makro i rynek

## komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

14 listopada 2019

**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

### Informacje na dziś

- **PL:** Dziś o godz. 10:00 poznamy tzw. szybki szacunek produktu krajowego brutto za 3Q br. Nasza prognoza, zgodna z konsensusem rynkowym, wskazuje, że jego wzrost spowolnił do 4,1% r/r z 4,5% r/r w 2Q.
- **PL:** O tej samej porze Główny Urząd Statystyczny opublikuje ostateczne dane o inflacji CPI w październiku. Wstępny szacunek wyniósł 2,5% r/r, co oznacza niewielki spadek względem września, gdy odnotowano 2,6% r/r.

### Wydarzenia i komentarz

- **GE:** Wzrost gospodarczy w Niemczech wyniósł w 3Q 0,5% r/r (po korekcie różnicy w liczbie dni roboczych) po wzroście o 0,4% r/r w kwartale poprzedzającym. Natomiast w ujęciu kwartalnym dynamika PKB po wyrównaniu sezonowym wyniosła 0,1%, co oznacza poprawę z -0,2% w 2Q br. Gospodarka niemiecka uniknęła zatem tzw. technicznej recesji, tj. okresu dwóch kwartałów z rzędu ujemnej dynamiki w ujęciu kw/kw. Szacunki te potwierdzają bardzo niską aktywność gospodarczą u największego odbiorcy polskiego eksportu. Nie znamy struktury wzrostu gospodarczego w 3Q, lecz na podstawie dostępnych danych sądzić można, że wzrost gospodarczy w Niemczech spowalnia sektor przemysłowy, zwłaszcza motoryzacyjny, do czego przyczyniają się słabszy popyt z Chin. Sektor usługowy natomiast nadal najpewniej wspiera wzrost PKB ze względu na nadal dobrą sytuację na niemieckim rynku pracy.
- **PL:** Rachunek obrotów bieżących wykazał we wrześniu nadwyżkę 171 mln EUR wobec deficytu 657 mln EUR w sierpniu, co było wynikiem wyraźnie lepszym od konsensusu wskazującego na deficyt 302 mln EUR. Pozytywna niespodzianka to w głównej mierze efekt nadwyżki w handlu towarami, która we wrześniu wyniosła 468 mln EUR. Na wynik ten złożył się wzrost dynamiki eksportu i importu, choć eksport wzrósł wyraźnie szybciej niż import (odpowiednio o 9,3% i 4,3% r/r). Negatywnym elementem danych jest natomiast niska dynamika importu, co sugeruje słaby popyt inwestycyjny i hamujący popyt konsumpcyjny. W całym 3Q saldo towarów i usług wyniosło 4,2 mld EUR, co sugeruje, że kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB była zbliżona do zera, podobnie jak kwartał wcześniej.
- **PL:** Wzrost przeciętnego wynagrodzenia przyspieszył w 3Q br. do 7,7% r/r z 7,0% r/r przed kwartałem, tj. do najszybszego tempa w tym roku. Dane te sugerują, wobec średniego wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw wynoszącego 6,9% r/r, że wzrosła presja płacowa w małych firmach lub sektorze publicznym. Dane te potwierdzają narastanie kosztów pracy, co przekłada się na rosnącą presję inflacyjną w gospodarce. W nadchodzących kwartałach dynamika płac powinna pozostawać zbliżona do 7,0% r/r.
- **US:** Inflacja CPI w USA wyniosła w październiku 1,8% r/r wobec oczekiwań 1,7% r/r. Wskaźnik bazowy (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii) obniżył się do 2,3% r/r z 2,4% r/r przed miesiącem. Stabilizacja inflacji w USA przemawia za brakiem korekt w nadchodzących miesiącach parametrów polityki pieniężnej Fed. Jest to zgodne ze scenariuszem J.Powella, który we wczorajszym wystąpieniu w Kongresie zaznaczył, że obecna ścieżka polityki monetarnej w USA jest „odpowiednia”.

### Rynki na dziś

Poranne dane wskazały, iż gospodarka niemiecka uniknęła technicznej recesji, po tym jak trzeci kwartał tego roku przyniósł anemiczny wzrost PKB. Nie zmienia to jednak wyraźnie nastrojów jakie towarzyszą dziś inwestorom. Te pozostają umiarkowanie pesymistyczne do czego przyczyniają się nasilające obawy związane z brakiem porozumienia handlowego pomiędzy USA, a Chinami, które miało zostać zawarte w tym miesiącu. Sentyment inwestycyjny psuje ponadto pierwsze przesłuchanie w rozpoczętej procedurze usunięcia prezydenta USA z urzędu w związku z możliwym naciskami na prezydenta Ukrainy. Na krajowym rynku kurs EUR/PLN stopniowo przesuwa się w stronę poziomu 4,30. W naszej ocenie dzisiejsze krajowe dane o PKB i CPI mogą przypomnieć inwestorom o solidnych fundamentach polskiej gospodarki, co chwilowo może ograniczyć presję na osłabienie złotego.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2906	0,4%
USD/PLN	3,8992	0,5%
CHF/PLN	3,9341	0,9%
EUR/USD	1,1005	-0,1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,63	0
WIBOR 3M	1,71	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,40	-1
5Y	1,80	-2
10Y	2,10	-5

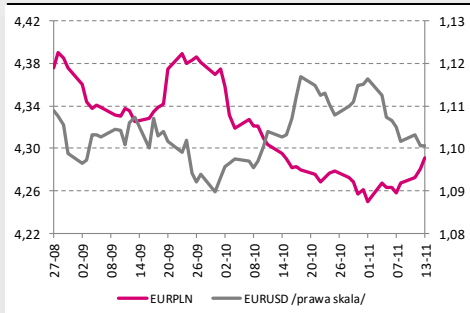
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,76	-3
5Y	1,80	-6
10Y	1,88	-7

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,30	-6
US 10Y	1,87	-7

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	58817,0	-0,5
S&P 500	3094,0	0,1
Nikkei 225	23141,6	-0,8

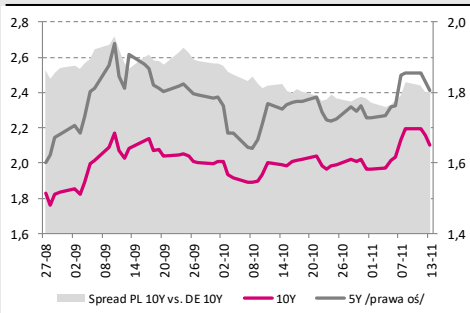
Źródło: Thomson Reuters  
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



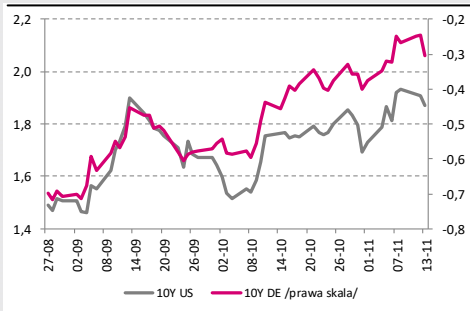
Źródło: Thomson Reuters

## Rentowności polskich obligacji [%]



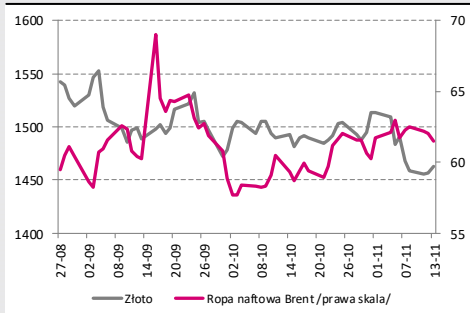
Źródło: Thomson Reuters

## Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Thomson Reuters

## Ceny surowców [USD]



Źródło: Thomson Reuters

## Rynek krajowy

Za nami czwarta z rzędu sesja wzrostu notowań EUR/PLN tj. seria, która nie zdarzyła się od połowy września. Złoty potaniał w relacji do euro do poziomu 4,29, czym realizuje kreślony przez nas od początku tygodnia scenariusz stopniowego wzrostu notowań motywowanego między innymi czynnikami technicznymi. Trudno bowiem przypisać bieżącym wydarzeniom makroekonomicznym negatywny wydzźwięk w sytuacji, gdy w tym tygodniu wyraźnie lepszy od oczekiwań okazał się odczyt niemieckiego indeksu ZEW, czy produkcja przemysłowa w strefie euro. Tak jak również wskazywaliśmy wczorajsza sesja przyniosła spadek dochodowości długoterminowego długu krajowego. Zwyżkę rentowności 10-latkki do poziomu 2,19% uznawaliśmy za przereagowanie - częściowo motywowane mniejszą płynnością rynku z uwagi na niedawny tzw. długi weekend w Polsce. W środę natomiast dochodowość kontynuowała spadek wykorzystując do tego analogiczne zmiany na rynkach bazowych, w szczególności rynku niemieckim. Rentowność krajowej 10-latkki obniżyła się wczoraj o 5 bps do 2,10%.

## Rynki zagraniczne

Wczorajsze zmiany na rynku eurodolara były symboliczne, a przez większość dnia kurs EUR/USD koncentrował się wokół poziomu 1,10. Zdecydowanie ciekawszy przebieg miały notowania pary EUR/CHF, która dość dynamicznie zniżkowała poniżej poziomu 1,09 tj. minimum z początku października. Trudno o jednoznaczne wytłumaczenie wyraźnych spadków kursu EUR/CHF w tym tygodniu. W naszej ocenie częściowym wytłumaczeniem mogą być nasilające się obawy dotyczące impasu w amerykańsko-chińskich rozmowach handlowych. Z tego powodu wczoraj na wartości w przyspieszonym tempie zyskiwały obligacje na rynkach bazowych. Dochodowość Bunda zmalała o 6 bps do -0,31%, a 10-latkka USA o 7 bps obniżając się do 1,87%.

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Piątek 08 listopada</b>						
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Listopad	95.5	95.7	95.0	
<b>Poniedziałek 11 listopada</b>						
Brak istotnych publikacji						
<b>Wtorek 12 listopada</b>						
09:00 Raport o inflacji i PKB	Polska	Listopad				
11:00 Indeks oczekiwań ZEW	Niemcy	Listopad	-22.8	-2.1	-12.0	
<b>Środa 13 listopada</b>						
08:00 Inflacja CPI r/r	Niemcy	Październik	1.2%	1.1%	1.1%	
08:00 Inflacja HICP r/r	Niemcy	Październik	0.9%	0.9%	0.9%	
11:00 Produkcja przemysłowa WDA r/r	EZ	Wrzesień	-2.8%	-17%	-2.3%	
14:00 Saldo obrotów bieżących	Polska	Wrzesień	-657m	171m	-302m	-210m
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Październik	1.7%	1.8%	1.7%	
14:30 Inflacja bazowa r/r	USA	Październik	2.4%	2.3%	2.4%	
17:00 Wystąpienie J.Powella w Kongresie USA						
<b>Czwartek 14 listopada</b>						
08:00 PKB WDA r/r	Niemcy	3Q	0.0%	1.0%	0.8%	
08:00 PKB SA kw/kw	Niemcy	3Q	-0.2%	0.1%	-0.1%	
10:00 PKB r/r	Polska	3Q	4.5%		4.1%	4.1%
10:00 Inflacja CPI r/r	Polska	Październik	2.6%		2.5%	2.5%
11:00 PKB SA r/r	EZ	3Q	1.2%		1.1%	
11:00 PKB SA kw/kw	EZ	3Q	0.2%		0.2%	
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Październik	1.4%		0.9%	
<b>Piątek 15 listopada</b>						
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Październik	0.8%		0.7%	
11:00 Inflacja HICP bazowa r/r	EZ	Październik	1.0%		1.1%	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Październik	2.4%		2.5%	2.5%
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Październik	-0.3%		0.1%	
14:30 Sprzedaż detaliczna bez aut m/m	USA	Październik	-0.1%		0.3%	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Październik	-0.4%		-0.4%	
<b>Poniedziałek 18 listopada</b>						
Brak istotnych publikacji						

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