



# Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

24 listopada 2021

**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

- **GE:** Dziś o godz. 10:00 poznamy wyliczenie za listopad indeksu Instytutu Ifo, najszerzej obrazującego koniunkturę w gospodarce niemieckiej. Wczorajszy wzrost wskaźnika PMI dla usług i tylko nieznaczny spadek dla przemysłu dla Niemiec przemawiają za oczekiwaniami poprawy indeksu Ifo z 97,7 pkt w październiku.
- **US:** O godz. 14:30 opublikowane zostanie wyliczenie za październik inflacji PCE (deflator konsumpcji prywatnej), tj. preferowanego przez Fed wskaźnika zmian cen konsumpcyjnych. Inna miara dynamiki tych cen - indeks CPI sygnalizuje, że inflacja PCE także wzrosła względem września (z +4,4% r/r).
- **US:** Natomiast o godz. 20:00 opublikowany zostanie protokół z posiedzenia FOMC, które odbyło się w dniach 2-3 listopada, gdy ogłoszono decyzję o rozpoczęciu zmniejszenia skali programu skupu aktywów przez Fed.

## Wydarzenia i komentarze

- **PL:** Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła w październiku o 6,9% r/r wobec wzrostu o 5,1% r/r we wrześniu. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym dynamika m/m wyniosła natomiast o 1,2% m/m, co wskazuje na przyspieszenie konsumpcji pomimo rosnącej inflacji. Realną pozostaje nasza prognoza wzrostu PKB w całym bieżącym roku o 5,3%, aczkolwiek inflacja będzie miała coraz silniejszy wpływ na konsumpcję. W rezultacie jej perspektywy na kolejne kwartały nieznacznie się pogarszają. Konsumpcja pozostawać będzie jednak ważnym filarem gospodarki. Spodziewane wyhamowanie dynamiki konsumpcji w roku przyszłym przełoży się jednak na wolniejszy wzrost gospodarczy, ze względu na niższą dynamikę dochodów gospodarstw domowych i wyższe stopy procentowe.
- **PL:** Wynik finansowy brutto firm zatrudniających co najmniej 50 pracowników wyniósł w 3Q 2021 r. 68,2 mld zł, co jest najwyższą wartością w danych zaczynającej się w 2006 r. Był on o blisko 64% wyższy niż przed rokiem. W 2Q i 3Q 2021 wyniki firm notowały rekordy, czemu sprzyjało ożywienie gospodarcze w kraju i za granicą. W warunkach silnego popytu firmy mogły przerzucić koszty działalności na konsumentów i zwiększać marże, co przekładało się na wzrost cen. Warto zauważyć, że pomimo wysokiej dynamiki wynagrodzeń w 3Q br. obniżył się udział kosztów pracy w całości kosztów badanych firm. Wysoka inflacja będzie sprzyjała także dobrym wynikom w 4Q br., pomimo hamującego wzrostu gospodarczego. Według danych GUS ta grupa firm raportuje także wzrost w 3Q 2021 o 13,9% r/r nakładów inwestycyjnych. Jest to dobra informacja wskazująca, że inwestycje w całości gospodarki (według rachunków narodowych i w cenach stałych) rosty między lipcem a wrześniem szybciej niż w 2Q br. Spodziewamy się, że nakłady inwestycyjne w 2022 r. będą przyrastać w zbliżonym tempie co w 2021 r., aczkolwiek wydłużająca się akceptacja przez KE Krajowego Planu Obudowy stanowi ryzyko w dół dla tych oczekiwań. Bardzo dobre wyniki firm dające przestrzeń do podwyżek wynagrodzeń pracowników są argumentami za dalszym zacieśnianiem polityki pieniężnej w Polsce. Nie powinno ono diametralnie wpływać na aktywność inwestycyjną firm z racji wielkości ich wolnych środków.

## Rynki na dziś

Przed nami intensywny dzień na rynkach finansowych z uwagi na rozbudowane kalendarium danych makroekonomicznych. Poznamy m.in. niemiecki indeks Ifo, czy szereg odczytów amerykańskich (inflację PCE, rewizję PKB za trzeci kwartał, zamówienia na dobra trwałe użytku, indeks uniwersytetu Michigan, czy opis listopadowego posiedzenia Fed). Eurodolarowi potencjalnie nie zabraknie dziś impulsów mogących podbijać zmienność. Dodatkowo kurs EUR/USD oscyluje wokół dolnego ograniczenia spadkowego kanału, co na gruncie analizy technicznej sugeruje możliwość wzrostu notowań. Oddalenie się eurodolara od bariery 1,1240 byłoby także wsparciem dla złotego w utrzymywaniu się poniżej poziomu 4,73.

### Kursy walut

		Δ %
EUR/PLN	4,7214	0,8%
USD/PLN	4,1970	0,9%
CHF/PLN	4,4969	0,5%
EUR/USD	1,1253	-0,1%

### Rynek Pieniężny

	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,46	1
WIBOR 3M	1,70	2

### Obligacje PL

	(%)	Δ bps
2Y	3,06	11
5Y	3,56	21
10Y	3,46	13

### IRS PLN

	(%)	Δ bps
2Y	3,28	4
5Y	3,33	7
10Y	3,18	0

### Obligacje bazowe

	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,24	8
US 10Y	1,65	7

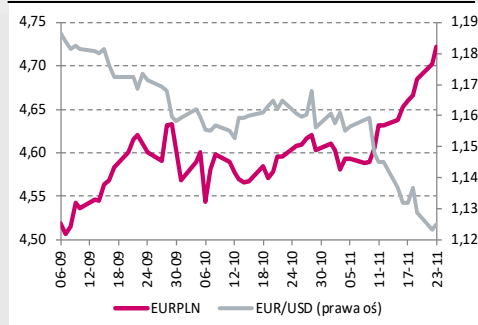
### Giełdy

	pkt.	Δ %
WIG	69573,8	0,3
S&P 500	4690,7	0,2
Nikkei 225	29302,7	-1,6

Źródło: Refinitiv

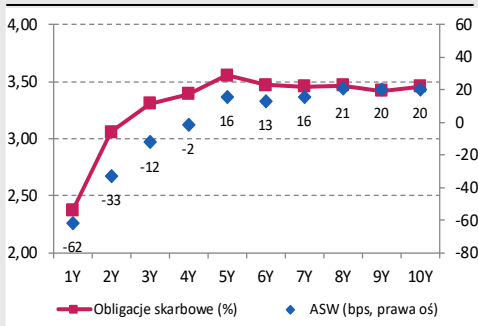
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



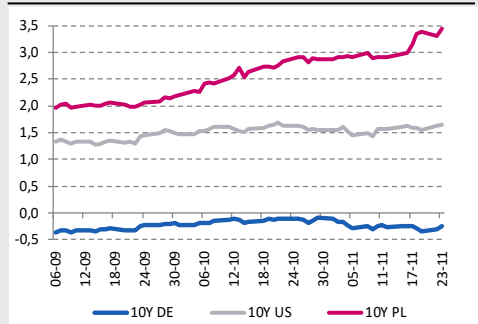
Źródło: Refinitiv

## Krajowy rynek stopy procentowej



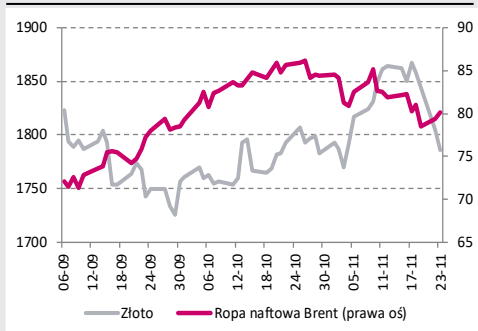
Źródło: Refinitiv

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



Źródło: Refinitiv

## Ceny surowców [USD]



Źródło: Refinitiv

## Rynek krajowy

Za nami drugi dzień ataku przez kurs EUR/PLN na okolice 4,7250 zakończonego fiaskiem. Jak dotąd wycena złotego, która wciąż mimo wszystko pozostaje pod presją sprzedających, broni się przed wyniesieniem powyżej wspomnianego poziomu. We wtorek wsparciem w tym względzie były między innymi lepsze od oczekiwań dane PMI ze strefy euro, które zatrzymały trend spadku notowań EUR/USD (umocnienie dolara negatywnie oddziałuje na waluty regionu). Co ciekawe złoty - wraz z węgierskim forintem - w swej finalnej stabilizacji do euro radził sobie relatywnie najlepiej spośród walut regionu (korona czeska nadal traciła na wartości), czy koszyka emerging markets, gdzie prym w przecenie ponownie wiodła turecka lira („zastuga” wypowiedzi prezydenta Erdogana). Teoretycznie wycenienie polskiej i węgierskiej waluty nie powinny sprzyjać ostatnie sygnały dotyczące przedłużającego się braku zgody Unii Europejskiej na wykorzystanie środków z unijnego Funduszu Odbudowy. Niewykluczone zatem, iż kwestia ta została już zdyskontowana przez inwestorów i nie budzi obecnie większej presji na osłabienie wspomnianych walut. Na krajowym rynku długu wtorek był kolejnym dniem rozdzierania. Zmiany podstawowych benchmarków (2, 5, 10 lat) były dwucyfrowe i - jak w przypadku krótkiego końca krzywej - negowały poniedziałkowe zmiany, gdy przykładowo rentowność 2-latki silnie zniżkowała. O ile zgadzamy się, iż docelowym kierunek zmian rentowności skarbowych papierów wartościowych są wyższe poziomy (konsekwencja zacieśniania polityki pieniężnej), to bieżąca amplituda wahań jest zbyt duża i świadczy bardziej o emocjonalności rynku i problemach płynnościowych niż właściwej wyceny długu.

## Rynki zagraniczne

Wczorajszy anemiczny wzrost eurodolara był efektem lepszych od oczekiwań danych PMI ze strefy euro oraz wytwarzającego się pozytywnego dla euro obrazu technicznego notowań. Zakres zwyżki był jednak - jak wspomnieliśmy - niezwykle skromny, co nie wróży dobrze potencjałowi do przeceny dolara w stosunku do wspólnej waluty. Dość senny obraz prezentowały wczoraj także notowania EUR/CHF. Szwajcarska waluta pozostaje najmocniejsza w relacji do euro od sześciu lat. Na bazowych rynkach długu wtorek uptynął pod znakiem silnych wzrostów dochodowości obligacji tak niemieckich, jak i amerykańskich. W przypadku 10-latki Niemiec zwyżka wyniosła 8 bps do -0,24%. Amerykański odpowiednik zyskał zaś 7 bps sięgając poziomu 1,65%.

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 19 listopada						
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Październik	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Październik	8.7%	8.4%	8.9%	9.5%
Poniedziałek 22 listopada						
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Październik	10.3%	11.8%	10.8%	10.7%
10:00 Produkcja przemysłowa	Polska	Październik	8.8%	7.8%	5.4%	4.9%
Wtorek 23 listopada						
09:30 PMI w przemyśle wst.	Niemcy	Listopad	57.8	57.6	56.7	
09:30 PMI w usługach wst.	Niemcy	Listopad	52.4	53.4	51.5	
10:00 PMI w przemyśle wst.	EZ	Listopad	58.3	58.6	57.2	
10:00 PMI w usługach wst.	EZ	Listopad	54.6	56.6	53.6	
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Październik	5.1%	6.9%	6.3%	5.4%
10:00 Produkcja bud-montaż. r/r	Polska	Październik	4.3%	4.2%	3.3%	1.9%
15:45 PMI w przemyśle wst.	USA	Listopad	58.4	59.1	59.0	
15:45 PMI w usługach wst.	USA	Listopad	58.7	57.0	59.1	
16:00 Indeks Fed Richmond	USA	Listopad	12.0	11.0	13.0	
Środa 24 listopada						
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Listopad	97.7			
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Październik	8.6%		8.3%	8.9%
14:30 PKB annualizowany rew.	USA	Q3	6.7%		2.0%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Październik	4.4%			
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m wst.	USA	Październik	0.5%			
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Listopad	71.7		66.8	
16:00 Sprzedaż nowych domów	USA	Październik	800k			
20:00 Opis posiedzenia FOMC	USA	Listopad				
Czwartek 25 listopada						
Dzień Dziękczynienia	USA					
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Październik	5.6%		5.5%	5.5%
13:30 Opis posiedzenia EBC	EZ	Październik				
Piątek 26 listopada						
10:00 Podaż pieniądza M3 r/r	EZ	Październik	7.4%			
Poniedziałek 29 listopada						
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Listopad	4.6%			

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

**Millennium**  
bank