

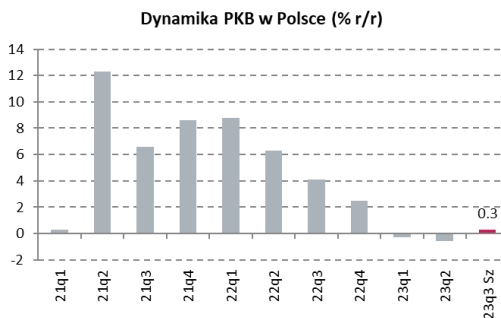
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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, Bank Millennium, Sz-szacunek BM

W tym tygodniu poznamy tzw. szybki szacunek PKB w 3Q 2023. Według naszej prognozy wzrost PKB powrócił do wartości dodatnich i wyniesie 0,3% r/r wobec spadku o 0,6% r/r w 2Q 2023. Dane te potwierdzą minięcie dołka tego cyklu koniunkturalnego. W kolejnych kwartałach wzrost powinien nabierać rozpędu, nie dając wraz z rynkiem pracy przestrzeni do istotnych obniżek stóp procentowych NBP w 2024 r.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

PKB powrócił do wzrostu w 3Q 2023

We wtorek o godz. 10:00 Główny Urząd Statystyczny opublikuje tzw. szybki szacunek PKB w 3Q 2023. Według naszej prognozy PKB wzrósł między lipcem a wrześniem o 0,3% r/r po spadkach w 1Q i 2Q 2023 odpowiednio o 0,3 i 0,6% r/r. Spodziewamy się ponadto, że PKB wzrósł także w ujęciu kwartał do kwartału i to bardzo solidnie. Szacujemy, że dynamika PKB kw/kw wyniosła ok. +2,5% kw/kw wobec -1,4% kw/kw w 2Q 2023. We wtorek nie poznamy jeszcze struktury PKB, zakładamy jednak, że wzrost w ujęciu r/r wspierała odbudowa inwestycji, w tym publicznych, a także saldo obrotów handlowych z zagranicą. Natomiast w ujęciu kw/kw dość mocno, według naszych szacunków wzrosła konsumpcja gospodarstw domowych, czemu sprzyjał spadek inflacji, poprawiające się nastroje konsumentów, a także nadal bardzo dobra sytuacja na rynku pracy. Dane o PKB w 3Q 2023 powinny potwierdzić, że krajowa gospodarka mija dołek cyklu koniunkturalnego. Dołek ten spowodowany był przez wysoką inflację i stopy procentowe ograniczające popyt wewnętrzny, jak i przez słaby popyt z zagranicy. W kolejnych kwartałach wzrost PKB powinien stopniowo przyspieszać, m.in. z powodu zwiększenia transferów społecznych i luźnej polityki fiskalnej. Tym samym zakładamy, że ożywienie będzie pochodziło z wewnątrz polskiej gospodarki, a nie dzięki impulsowi z zagranicy. PKB w całym 2023 r. ma wzrosnąć wg naszych szacunków o 0,6%. Naszym zdaniem dane z gospodarki realnej, w tym o PKB nie będą dawały przestrzeni do obniżek stóp procentowych NBP co najmniej do marca 2024 r.

Kolejne dane inflacyjne ze Stanów Zjednoczonych

We wtorek o godz. 14:30 poznamy wyliczenie za październik inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych. Według konsensusu prognoz wskaźnik w ujęciu r/r wyniesie 3,3% r/r wobec 3,7% r/r we wrześniu. Natomiast w ujęciu m/m ekonomiści oczekują inflacji CPI wynoszącej 0,1% m/m wobec 0,3% m/m miesiąc wcześniej, a w przypadku inflacji bazowej (CPI bez cen żywności i energii) prognoza kształtuje się na 0,3% m/m, a więc jest zgodna z danymi za wrzesień. Realizacja tych prognoz oznaczałaby nadal brak realizacji celu inflacyjnego amerykańskiej Rezerwy Federalnej. W ub. tygodniu prezes J.Powell powiedział, że Fed nie jest przekonany, czy podjął już wszystkie działania i czy jego polityka jest wystarczająco restrykcyjna, by sprowadzić inflację do celu. Ponadto w piątek poznaliśmy dane o oczekiwaniach inflacyjnych Amerykanów w horyzoncie jednego roku, które okazały się najwyższe od kwietnia. W kontekście oceny tych informacji i danych inflacyjnych dla perspektyw polityki Fed będą liczne wystąpienia w tym tygodniu członków Fed. Wydaje nam się jednak, że ten cykl zacieśniania polityki monetarnej uległ już zakończeniu.

Szczegóły krajowej inflacji w październiku

W środę o godz. 10:00 Główny Urząd Statystyczny przedstawi finalne dane o inflacji CPI w październiku. Według tzw. szybkiego szacunku wyniosła ona 6,5% r/r wobec 8,2% r/r we wrześniu. Szacujemy natomiast, że inflacja bazowa obniżyła się do 7,9% r/r z 8,4% r/r we wrześniu. W ujęciu m/m oznacza to inflację bazową wynoszącą aż 0,5-0,6% m/m, co jest najwyższą wartością od kwietnia. Szczegóły danych pozwolą ocenić co stało za dość szybkim wzrostem cen bazowych i czy nie wynika to z czynników jednorazowych. Niemniej same dane przewyższające znacząco cel inflacyjny nie będą wpływać na perspektywy polityki pieniężnej w krótkim okresie.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,4312	-0,8%
USD/PLN	4,1460	-0,3%
CHF/PLN	4,5888	-0,9%
EUR/USD	1,0686	-0,5%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,84	9
WIBOR 3M	5,78	14

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,37	16
5Y	5,50	32
10Y	5,68	16

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,17	34
5Y	4,84	29
10Y	5,01	19




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,70	-1
US 10Y	4,63	3

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	71956,5	-1,2
S&P 500	4415,2	1,3
Nikkei 225	32585,1	-0,4




Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

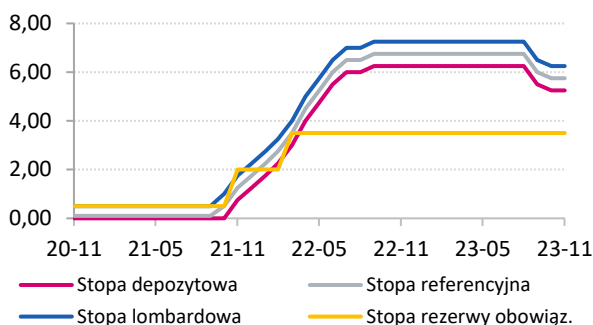
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN		Złoty pozostaje w trendzie umocnienia, jednakże przychodzi mu ono z coraz większym trudem, z uwagi na brak nowych argumentów przemawiających za aprecjacją. Rynek zdyskontował bowiem zarówno powyborczy zwrot w krajowej polityce (skutkujący prawdopodobnym odblokowaniem środków z Krajowego Planu Odbudowy), jak również mniej gołąbią narrację Rady Polityki Pieniężnej, której efektem będzie skromniejsza niż zakładał rynek przestrzeń do cięć stóp procentowych w 2024 roku. W efekcie kurs EUR/PLN kontynuuje spadek notowań - niejednokrotnie silniejszy niż w przypadku innych walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej do euro - i sięga już poziomu 4,43, tj. miesięcznego minimum. Na horyzoncie brakuje jednak argumentów mogących w znaczący sposób wspierać ruch umocnienia złotego. W szczególności „przeszkodą” jest marazm rynków rozwiniętych, gdzie najbliższe dni nie obfitują w istotne wydarzenia mogące nadawać zmienność np. eurodolara. Szansą dla polskiej waluty pozostanie wstępna publikacja danych o PKB za 3Q oraz - w dalszym ciągu - wskazania techniczne. Uważamy, iż wpływ obu tych czynników kierować będzie kurs EUR/PLN w stronę poziomu 4,40 w tym tygodniu.
USD/PLN		Spodziewana niewielka presja na umocnienie złotego prawdopodobnie zderzy się ze spokojem rynku dolara. Efektem będą marginalne w naszej ocenie zmiany pary USD/PLN. Wzorem ubiegłego tygodnia kurs powinien naszym zdaniem koncentrować się wokół poziomu 4,14 oczekując na nowe impulsy podbijające zmienność. Tych natomiast w najbliższych dniach powinno zabraknąć.
EUR/USD		Z punktu widzenia kalendarium danych i wydarzeń ten tydzień - po raz kolejny - nie prezentuje się atrakcyjnie dla eurodolara. Brakuje bowiem istotnych odczytów makroekonomicznych mogących odmienić np. perspektywy polityki pieniężnej Fed, czy Europejskiego Banku Centralnego. Wystąpienia przedstawicieli wspomnianych banków centralnych - w tym Ch.Lagarde prezeski EBC - nie powinny bowiem różnić się w narracji w stosunku do niedawno zakończonych posiedzeń Rezerwy Federalnej i EBC. W efekcie nie będą one stanowić źródła rynkowej zmienności. W rezultacie przed nami dość spokojny tydzień na rynku eurodolara. Niezmiennie interesująco prezentuje się sytuacja techniczna na wykresie EUR/USD. Kurs sięgnął już górnego ograniczenia krótkoterminowego kanału wzrostowego i obecnie zniżkuje w okolice 1,0630. Czyni to jednak niezwykle mozolnie, z uwagi na wspomniany już brak argumentów natury fundamentalnej. W rezultacie za najbardziej prawdopodobny scenariusz najbliższych dni uznajemy stabilizację w wąskim paśmie wahań.

Rynek obligacji

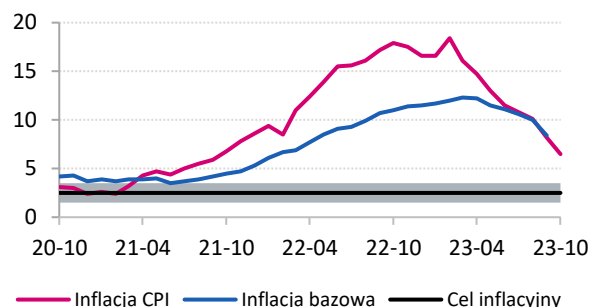
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)		Ostatnie dni przyniosły powrót presji na wzrost dochodowości krajowego długu. Był on możliwy z uwagi na miks czynników krajowych i zewnętrznych. Lokalnie wsparciem w trendzie wzrostu rentowności była niespodziewana stabilizacja stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej. Co więcej, podczas konferencji prasowej podsumowującej posiedzenie prezes Narodowego Banku Polskiego zaprezentował mniej gołąbią narrację w stosunku do poprzednich posiedzeń. W efekcie rynek wykasał część oczekiwań dotyczących skali cięć kosztu pieniądza w perspektywie końca 2024 roku. Globalnie natomiast na te ruchy nałożył się wzrost dochodowości wynikający m.in. z rozczarowania wynikami sprzedaży długu amerykańskiego. W efekcie krajowa 10-latka zyskała dodatkowy argument za wyższą dochodowością. Obecnie uważamy, iż trend wzrostu rentowności ma szansę kontynuacji, lecz na mniejsza niż w ostatnich dniach skalę. Wydarzeniem tygodnia będzie przede wszystkim środowy przetarg zamiany długu skarbowego, który naszym zdaniem powinien spotkać się ze sporym zainteresowaniem inwestorów.
10Y DE (%)		Podobnie jak i przed tygodniem tak i obecnie zakładamy, iż rentowność niemieckiego długu kontynuować będzie trend boczny rozbudowywany wokół poziomu 2,75%. Nie znajdujemy bowiem impulsów mogących w znaczący sposób przekładać się na zmiany notowań niemieckiego długu. Dane istotne dla perspektyw polityki pieniężnej w strefie euro publikowane będą w dalszej części miesiąca. Najbliższe dni zaś jawią się dość jałowo w istotne odczyty dla notowań Bundu. Planowane wystąpienia prezeski Europejskiego Banku Centralnego nie powinny natomiast wiele odmienić, jeżeli chodzi o perspektywy polityki monetarnej w strefie euro.
10Y US (%)		Wydarzeniem tygodnia na rynku amerykańskiego długu będzie publikacja danych o inflacji CPI. Tradycyjnie - jak wszystkie obecnie dane makroekonomiczne - będzie ona interpretowana pod kątem perspektyw polityki pieniężnej Stanów Zjednoczonych. Mniejszy od oczekiwań spadek dynamiki inflacji będzie kolejnym argumentem za wzrostem dochodowości długu. Tym bardziej w świetle ubiegłotygodniowego rozczarowania inwestorów wynikami sprzedaży 30-letniego długu skarbowego USA, które również podbiło presję na wyższą dochodowości Treasuries.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

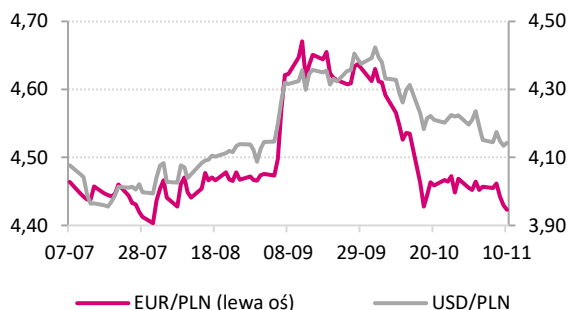


<p>Ludwik Kotecki (10.11.2023)</p>	<p>W mojej opinii to powinna być dłuższa pauza. Obecne prognozy jednoznacznie wskazują, że były szanse – przed obniżkami stóp we wrześniu i październiku – aby osiągnąć cel inflacyjny (2,5 proc. +/- 1 pkt proc.) w 2025 r. Według listopadowej projekcji NBP ponownie do tego celu nie dochodzimy, czy też wolniej będziemy dochodzili do górnego pasma odchyłań od celu inflacyjnego, z niesymetrycznymi ryzykami, że będziemy ponad tym górnym pasmem. To efekt tego, że pomiędzy lipcową a listopadową projekcją doszło do cięcia stóp o 100 pb. Mimo tego cieszę się, że w RPP przyszła refleksja, że tak dalej nie możemy działać, bo dalsze obniżanie stóp procentowych groziłoby ponownym wzrostem inflacji.</p>
<p>Przemysław Litwiniuk (24.10.2023)</p>	<p>Jeżeli tych tarcz nie będzie lub będą utrzymane w ograniczonej formie to inflacja może urosnąć o 1 pkt proc. wobec przyjętych założeń. Litwiniuk dodał, że inflacja nie powróci do celu przed 2026 rokiem. (PAP biznes)</p>
<p>Gabriela Masłowska (10.11.2023)</p>	<p>Osobiście mam nadzieję, że dojdzie do dalszych obniżek stóp procentowych w następnych miesiącach kolejnego roku. Projekcja NBP przewiduje, że inflacja obniży się do poziomu ok. 5 proc. w przyszłym roku i do celu inflacyjnego tzw. 2,5 proc. +/- 1 pp., czyli w okolicach 3,5 proc., dojdziemy pod koniec 2025 r. Jest za dużą dozą niepewności i niewiedzy naszej, jak to będzie się dalej kształtować. W tej sytuacji mówienie o tym, co będzie dalej ze stopami procentowymi byłoby bardzo, bardzo nieodpowiedzialne, przedwczesne. Możemy z większą dozą prawdopodobieństwa, bardziej realnie, mówić dopiero w marcu, kiedy będzie nowa projekcja inflacji i kiedy będziemy wiedzieli, czy i jakie działania nowy rząd będzie realizował i w jakim tempie (...) Jest zbyt dużo niewiadomych, które w jakiś sposób się ujawnią w najbliższych tygodniach i miesiącach i będziemy mogli bardziej prawdopodobnie określić co będzie dalej ze stopami procentowymi z dużym prawdopodobieństwem w marcu, ale może już nawet w styczniu, lutym będziemy mieć jakieś dane, które pozwolą nam na obiektywną ocenę sytuacji.</p>
<p>Adam Glapiński (09.11.2023)</p>	<p>Po pierwsze, po wcześniejszym dostosowaniu przestrzeni do ewentualnych obniżek stóp procentowych w krótkim okresie wyraźnie się zmniejszyła. Dokonałiśmy szybkie dostosowania przez obniżenie o 75 pb. i 25 pb. Nadgoniliśmy to co było niezbędne, żeby nie dusić gospodarki. Po drugie, w ostatnim czasie istotnie wzrosła niepewność co do tempa dezinflacji w kolejnych kwartałach. Na obradach była zadziwiająca jak na 10 osób zgodność, odczucie (...), że jest niepewność i w obliczu tego utrzymanie stóp proc. na niezmiennym poziomie jest jedyną możliwą decyzją. Gdyby nie było wyborów, eskalacji wojny na Bliskim Wschodzie - to byłaby kontynuacja, nie wiem jak długo, obniżek stóp. Najnowsza projekcja pokazuje, że inflacja w Polsce będzie się nadal obniżać, chociaż jej dalszy spadek - jak przewidywaliśmy już poprzednio w projekcjach - będzie wolniejszy niż dotychczas. (...) Zgodnie z projekcją cel inflacyjny NBP, czyli 2,5 proc. +/- 1 pp. będzie osiągnięty dopiero pod koniec 2025 r. Oznacza to, że horyzont powrotu inflacji do celu znacząco się nie zmienił w stosunku do tego, co przewidywaliśmy w lipcu (...). Z naszej projekcji wynika, że listopad i grudzień, że jeśli będzie spadek, to będzie niewielki spadek inflacji, raczej stabilizacja, a nawet może się zdarzyć niewielki wzrost. Nadal jest narastająca niepewność, zbliżamy się do końca roku i od 1 stycznia nie wiemy co będzie. Nie mogą tego powiedzieć w imieniu całej Rady, nie było wczoraj dyskusji na ten temat. Moje prywatne zdanie jest takie, że trudno mi się spodziewać, po wypowiedziach członków RPP, że uznają, że jest mniejsza niepewność</p>
<p>Joanna Tyrowicz (26.10.2023)</p>	<p>Taka jest krótkookresowa prognoza analityków NBP, że po okresie letnim, inflacja w listopadzie i grudniu będzie wyższa niż ta, którą obecnie obserwujemy.</p>
<p>Henryk Wnorowski (20.09.2023)</p>	<p>Lekcja płynąca z reakcji kursu walutowego może sugerować, że obecnie bardziej potrzebne są stopniowe działania w polityce pieniężnej.</p>
<p>Wiesław Janczyk (13.09.2023)</p>	<p>Dla wielu podmiotów operujących na rynku finansowym i w gospodarce, a przede wszystkim konsumentów, to ważny sygnał o tym, że gospodarka wraca do bezpiecznej strefy. Warto przypomnieć sobie ceny surowców, frachtu, węgla i gazu przed sezonem zimowym i niepewność dotyczącą rozwoju wydarzeń w Ukrainie. Stopy, które wytrzymały próbę czasu dla inflacji 18,4 proc. z lutego br. zdecydowanie muszą być zrewidowane przy inflacji schodzącej poniżej 10 proc.</p>

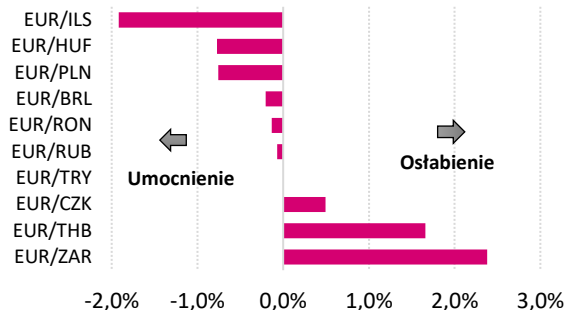
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

Wykresy rynkowe

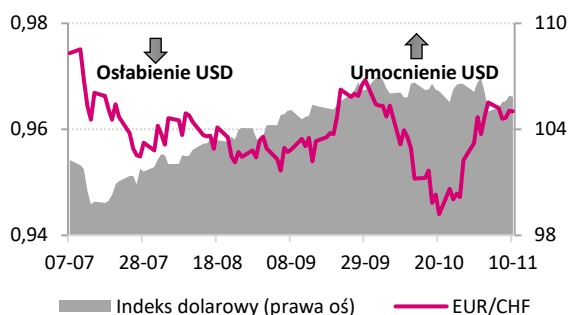
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



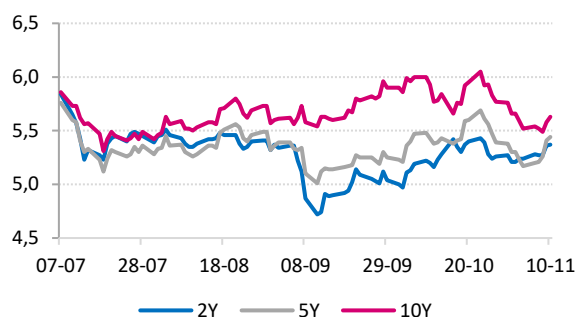
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



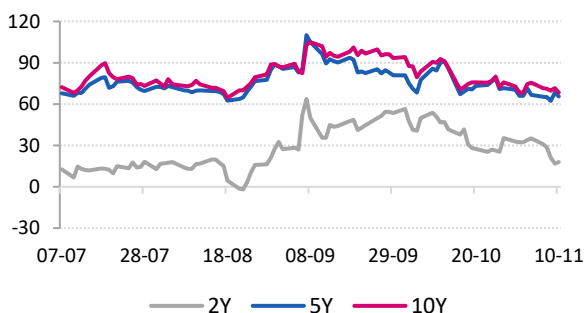
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



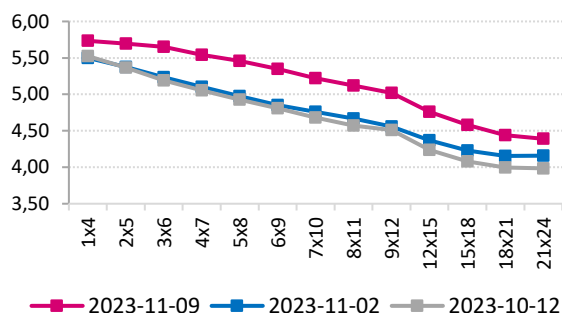
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



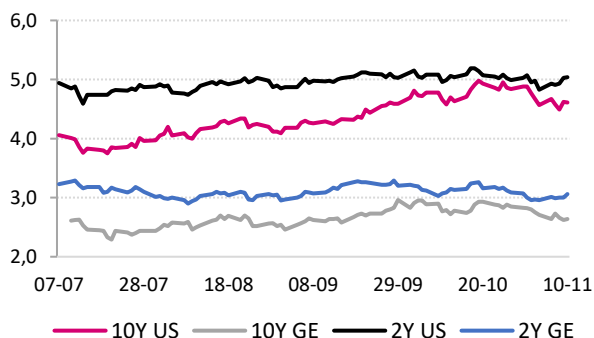
Krajowe stawki ASW [%]



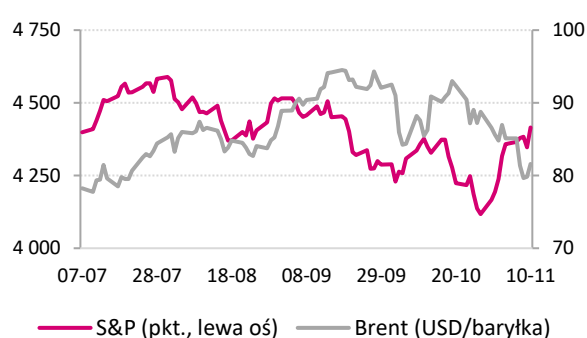
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, Refinitiv

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 13 listopada					
14:00 Saldo rachunku obrotów bieżących EUR	Polska	Wrzesień	-202m	125m	295m
Wtorek 14 listopada					
10:00 PKB r/r wst.	Polska	3Q	-0.6%	0.4%	0.3%
11:00 PKB r/r rew.	EZ	3Q	0.5%	0.1%	
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Listopad	-1.1	5.0	
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Październik	3.7%	3.3%	
Środa 15 listopada					
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Październik	8.2%	6.5%	
11:00 Produkcja przemysłowa wda r/r	EZ	Wrzesień	-5.1%	-6.4%	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Październik	0.7%	0.0%	
Czwartek 16 listopada					
09:30 Wystąpienie prezeski EBC	EZ	Listopad			
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Październik	8.4%	7.9%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	Październik	217k	218k	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Październik	0.3%	-0.4%	
Piątek 17 listopada					
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Październik	4.3%	2.9%	
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Październik	1473k	1455k	
Poniedziałek 20 listopada					
Brak istotnych publikacji makroekonomicznych					

Dane i prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
PKB	% r/r	6.9	5.3	0.6	2.9	-0.3	-0.6	0.3	2.6	2.5	3.1	2.8	2.9
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.8	5.2	5.2	5.3	5.4	5.0	5.0	5.2	5.5	5.1	5.3	5.3
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	5.1	14.4	11.7	6.4	17.0	13.1	9.7	7.0	7.0	5.9	6.4	6.2
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	70.8	98.7	85.3	90.8	82.1	77.7	85.6	95.6	92.5	91.4	90.2	89.1
Stopa referencyjna	%, k.o.	1.75	6.75	5.50	4.50	6.75	6.75	6.00	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50
WIBOR 1M	%, k.o.	2.23	6.93	5.55	4.55	6.84	6.86	6.04	5.55	5.30	5.05	4.80	4.55
WIBOR 3M	%, k.o.	2.54	7.02	5.60	4.50	6.89	6.90	5.77	5.60	5.35	5.00	4.70	4.50
WIBOR 6M	%, k.o.	2.84	7.14	5.45	4.20	6.95	6.95	5.63	5.45	5.20	4.90	4.50	4.20
EUR/PLN	k.o.	4.60	4.69	4.55	4.45	4.68	4.45	4.64	4.55	4.55	4.50	4.50	4.45
USD/PLN	k.o.	4.06	4.40	4.20	3.94	4.29	4.11	4.37	4.20	4.14	4.05	3.98	3.94
EUR/USD	k.o.	1.14	1.07	1.08	1.13	1.09	1.09	1.06	1.08	1.10	1.11	1.13	1.13
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0.57	2.13	4.00	3.45	3.04	3.58	3.95	4.00	4.00	3.85	3.65	3.45
SOFR 3M (następca LIBOR 3M USD od 07.2023)	%, k.o.	0.21	4.77	5.34	4.09	5.19	5.55	5.66	5.34	5.34	4.98	4.41	4.09

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium, śr.o. - średnio w okresie, k.o. - na koniec okresu
Źródło: GUS, NBP, Refinitiv, 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.