

# Makro i rynek

komentarz tygodniowy

20 listopada 2023

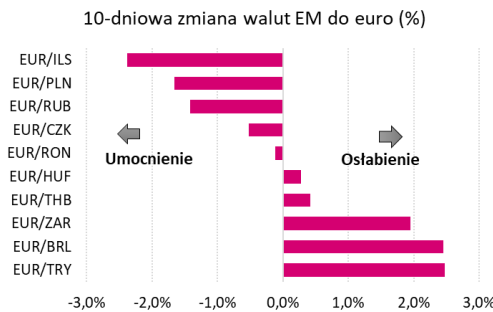
Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

**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

Złoty w swoim umocnieniu do euro pozostaje w ostatnich dniach wyróżniającą się walutą rynków wschodzących. Źródłem przewagi polskiej waluty pozostaje kwestia możliwego odblokowania środków z KPO, czy mniej gołębia narracja Rady Polityki Pieniężnej. W najbliższych dniach oczekujemy utrzymania trendu umocnienia złotego, choć już w nieco mniejszym niż ostatnio zakresie.

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### Kontynuacja ożywienia w polskiej gospodarce na początku 4Q 2023

W tym tygodniu poznamy dane z krajowej gospodarki realnej w październiku. We wtorek o godz. 10:00 Główny Urząd Statystyczny opublikuje dane o produkcji przemysłowej. Według naszej prognozy wzrosła ona o 3,0% r/r kończąc ośmiomiesięczny okres ujemnej dynamiki r/r. Przyczynia się do tego głównie korzystna różnica w liczbie dni roboczych (w październiku tego roku wyższa o 1 dzień niż w analogicznym miesiącu ub. roku), a także efekt bazy. Niemniej spodziewamy się także niewielkiego wzrostu m/m, co oznacza kontynuację powolnej odbudowy koniunktury w tym sektorze, wspieranej głównie przez popyt z wewnątrz polskiej gospodarki. Wraz z tymi danymi poznamy szacunek inflacji PPI (cen produkcji sprzedanej). Według naszej prognozy wyniesie ona -3,6% r/r wobec -2,8% r/r miesiąc wcześniej. O ile wskaźnik r/r nadal pozostaje ujemny, to dane w ujęciu miesiąc do miesiąca wskazują na zastopowanie spadków cen, po wygaśnięciu szoków w cenach surowców na rynkach światowych. W środę natomiast GUS przedstawi dane za październik o sprzedaży detalicznej i produkcji budowlano-montażowej. Podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej sprzedaż detaliczna, zgodnie z naszą prognozą, powróciła do wzrostów r/r (+1,1% r/r) po spadkach trwających od lutego br. Dane powinny potwierdzić kontynuację odradzającej się sprzedaży, czemu sprzyja niższa inflacja, lepsze nastroje konsumenckie oraz dobra sytuacja na rynku pracy. W przypadku produkcji budowlano-montażowej zakładamy dobry wzrost o 10,1% r/r, choć w 2024 r. dynamika ta znacząco się obniży. Dane powinny potwierdzić kontynuację ożywienia gospodarczego w październiku, co dobrze rokuje dla całego 4Q 2023. Jest zgodne ze stabilizacją stóp procentowych NBP w nadchodzących miesiącach.

### Rynek pracy nie powinien zaskoczyć

We wtorek poznamy dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw w październiku. Spodziewamy się stabilnego przeciętnego zatrudnienia (0,0% r/r) i wzrostu wynagrodzeń o 11,4% r/r po wzroście o 10,3% r/r. O ile zatrudnienie w sektorze firm (uwzględniający przedsiębiorstwa, które zatrudniają co najmniej 10 osób) nie zmienia się to dynamika płac nadal znacząco przewyższa wartości zgodne z celem inflacyjnym Rady Polityki Pieniężnej. Dane te powinny zatem wspierać scenariusz stabilnych stóp proc. co najmniej do marca br.

### Jaka koniunktura w strefie euro w listopadzie?

Najważniejszą publikacją danych w tym tygodniu dla gospodarki globalnej będą wyliczenia indeksów PMI w listopadzie. W czwartek o godz. 10:00 poznamy wstępne wyliczenia indeksów PMI dla strefy euro w listopadzie. W przypadku wskaźnika dla przemysłu konsensusu prognoz wskazuje na wzrost do 43,5 pkt z 48,2 pkt w październiku. Wskaźnik dla usług ma natomiast wzrosnąć do 48,1 pkt z 47,8 pkt. Naszym zdaniem, realizacja tych prognoz wpisywałaby się w scenariusz słabej koniunktury w strefie euro, która w 4Q 2023 może doświadczyć spadku PKB. Nie byłyby to jednak nowe informacje, stąd zmaterializowanie się tych oczekiwań nie powinno wpływać na oczekiwania rynkowe co do polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego. Jednak w przypadku znaczącej niespodzianki w dół potęgowanej obniżaniem się komponentu cen (jest on częścią składową wskaźników PMI) nasilić się mogą oczekiwania na przyspieszenie przez bank centralny strefy euro pierwszych cięć stóp proc. W tym tygodniu opublikowane zostaną również opisy z ostatnich posiedzeń zarówno EBC jak i amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Naszym zdaniem ich wymowa nie powinna jednak odbiegać od dotychczasowej komunikacji tych instytucji.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3676	-1,3%
USD/PLN	3,9970	-3,6%
CHF/PLN	4,5227	-1,4%
EUR/USD	1,0924	2,4%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,79	-5
WIBOR 3M	5,83	5

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,33	-7
5Y	5,32	-21
10Y	5,51	-21

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,14	-5
5Y	4,70	-18
10Y	4,81	-23

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,60	-14
US 10Y	4,46	-23




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	74538,0	4,7
S&P 500	4514,0	2,2
Nikkei 225	33388,0	2,5

Źródło: Refinitiv




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

**Millennium**  
bank

## Rynek walutowy

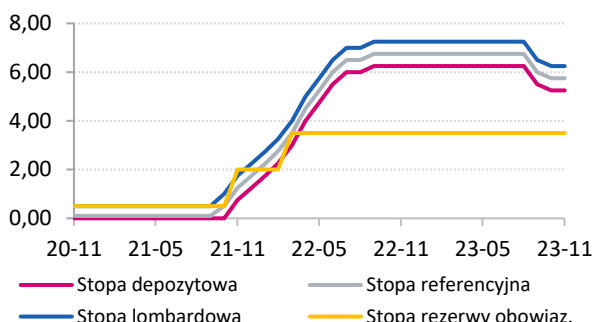
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Przed nami intensywny tydzień, w trakcie którego poznamy wiele interesujących publikacji makroekonomicznych. Mogą one - w zależności od wymowy - utwierdzać bieżące trendy, bądź je negować. Póki co jednak polska waluta pozostaje w trendzie umocnienia poruszając się poniżej poziomu 4,40 za EUR, co naszym zdaniem - na gruncie technicznym - utrzymuje prozotowe nastroje. W dalszym ciągu miks mniej gołębiego nastawienia Rady Polityki Pieniężnej, możliwego szybkiego napływu części środków z Krajowego Planu Odbudowy do Polski, zwwyżki eurodolara powinien wspierać złotego. Za scenariusz bazowy przyjmujemy dalszy, choć już mniej wyraźny, trend umocnienia złotego, z celem na poziomie 4,30 za EUR. Średnioterminowo również pozostajemy umiarkowanymi optymistami, jeżeli chodzi o wartość złotego. Wspomniane wcześniej czynniki fundamentalne uzasadniają utrzymanie - widocznego w poprzednim tygodniu - apetytu na ryzyko, w tym złotego. Mogą one - ze względu na lokalny charakter - sprawić, że złoty będzie lepiej sobie radzić do euro niż pozostałe waluty tej części Europy Środkowo-Wschodniej.
USD/PLN 	Spodziewana presja na umocnienie złotego w połączeniu z możliwym dalszym ostabieniem dolara na rynkach międzynarodowych naszym zdaniem zadecyduje, że kurs USD/PLN może pogłębiać będzie zniżkę notowań. Efektem będzie pogłębianie ostatnich spadków i próba utrzymania się notowań poniżej psychologicznej bariery 4,00.
EUR/USD 	Z perspektywy globalnej za najważniejszy moment tygodnia uznajemy publikację wstępnych danych PMI ze strefy euro, choć fakt, iż będzie miała ona miejsce pod nieobecność inwestorów amerykańskich (czwartkowe Święto Dziękczynienia) może nieco studzić zmienność notowań. Nie uważamy ponadto, by planowane wystąpienia bankierów centralnych, czy publikacje opisów z posiedzeń Fed i Europejskiego Banku Centralnego będą odbiegać od dotychczasowej narracji. Inwestorzy w obu przypadkach uznają, iż wspomniane banki centralne zakończyły już cykl podwyżek stóp procentowych, a obecnie trwa rynkowy proces wyceny momentu pierwszych cięć kosztu pieniądza. Mimo wszystko stoimy na stanowisku, iż wskazania techniczne nadadzą rytm i kierunek notowaniom eurodolara w najbliższych dniach. W rezultacie wykluczyć nie można prób ataku na poziom 1,10.

## Rynek obligacji

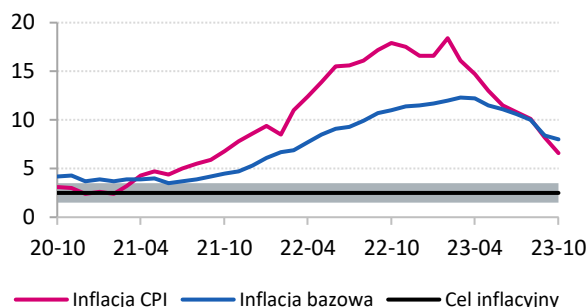
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	W naszej ocenie najbliższe dni powinny przynieść uspokojenie wyceny polskich papierów wartościowych. Przemawia za tym fakt, iż liczne dane makro z krajowej gospodarki nie powinny w istotny sposób przekładać się na zmianę scenariusza co do polityki pieniężnej w Polsce, a przez to stanowić źródła zmienności obligacji. Globalnie natomiast również spodziewamy się dość spokojnego okresu. Tym bardziej, iż dla inwestorów amerykańskich jest to krótszy tydzień pracy ze względu na czwartkowe Święto Dziękczynienia. Podsumowując uważamy, iż dochodowość 10-latkę oscylować będzie w tym tygodniu wokół poziomu 5,50% (znanego z poprzednich dni). Zmianie ulec nie powinno także nachylenie krzywej. Spokojem emanować powinna bowiem 2-latka, gdyż jak wspomnieliśmy nie spodziewamy się zmian w rynkowych oczekiwaniach co do kolejnych ruchów Rady Polityki Pieniężnej.
10Y DE (%) 	Podobnie jak i przed tygodniem tak i obecnie zakładamy, iż rentowność niemieckiego długu kontynuować będzie trend boczny rozbudowywany wokół poziomu 2,65%. 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 dopiero w czwartek (wstępne indeksy PMI). Planowane wystąpienia prezesa Europejskiego Banku Centralnego, czy innych przedstawicieli EBC nie powinny natomiast wiele odmienić, jeżeli chodzi o perspektywę polityki monetarnej w strefie euro w stosunku do narracji z poprzednich przemówień.
10Y US (%) 	Ubiegłotygodniowe silne przetasowanie wyceny amerykańskiego długu (pod wpływem nieco niższej od oczekiwań inflacji CPI w USA) oraz krótszy ten tydzień pracy ze względu na czwartkowe Święto Dziękczynienia powinny sprzyjać uspokojeniu wyceny Treasuries. W rezultacie oczekujemy, iż najbliższe dni nie dostarczą nowych impulsów do istotnych zmian wyceny 10-latkę Stanów Zjednoczonych. W rezultacie poruszać się ona będzie wokół poziomu 4,50% przez większość tego tygodnia.

## Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

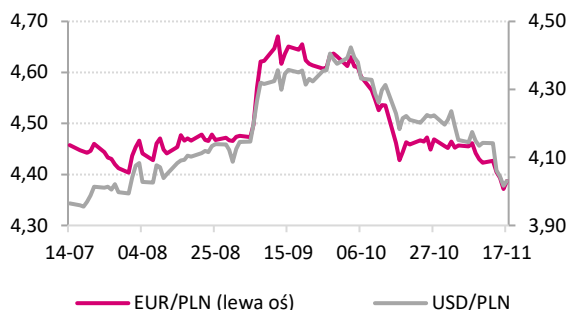


<p><b>Ludwik Kotecki</b> (17.11.2023)</p>	<p>Ja bym zakładał jednak, że w grudniu Rada nadal nie będzie się wrywać do zmian stóp procentowych, podobnie pewnie w styczniu i może dopiero luty będzie takim momentem. Zmieni się koszyk (inflacyjny - PAP) i będziemy już trochę wiedzieć o planach budżetowych i będziemy mieli rozwiane wątpliwości, co do ryzyk związanych z tarczami inflacyjnymi itd. Wiele rzeczy się wyjaśni, a tak najbardziej prawdopodobny powrót do dyskusji co dalej, to marzec, kiedy będziemy mieć też nową projekcję inflacyjną NBP. Wait&amp;see mam nadzieję, że potrwa kilka miesięcy</p>
<p><b>Przemysław Litwiniuk</b> (10.11.2023)</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><b>Gabriela Masłowska</b> (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><b>Adam Glapiński</b> (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 mogę 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><b>Joanna Tyrowicz</b> (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><b>Henryk Wnorowski</b> (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><b>Wiesław Janczyk</b> (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>

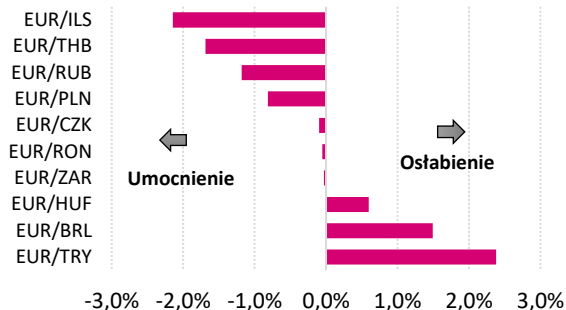
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

## Wykresy rynkowe

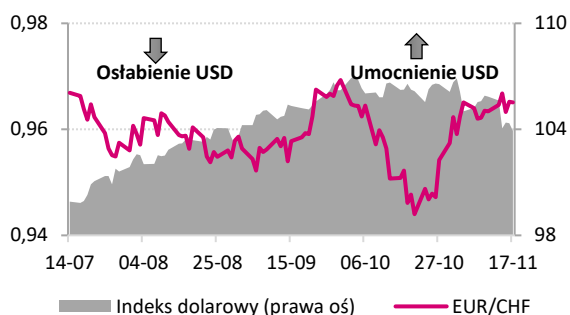
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



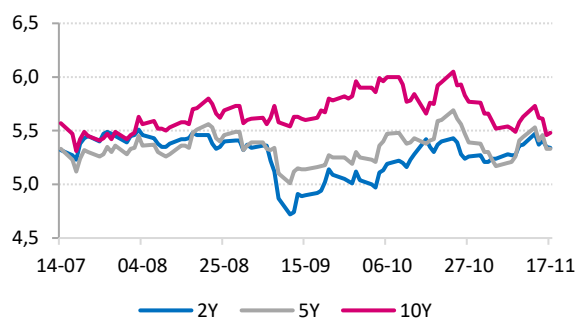
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



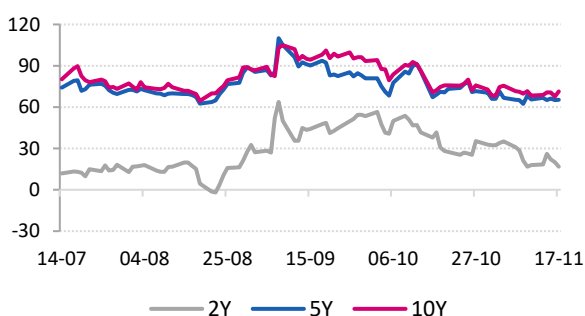
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



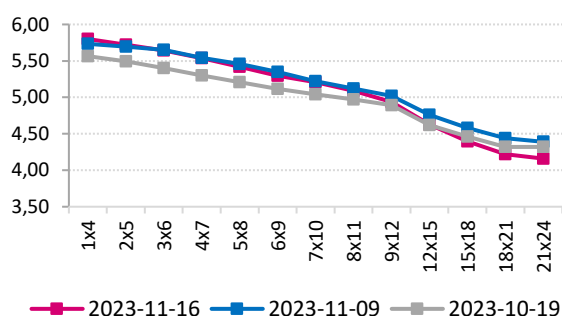
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



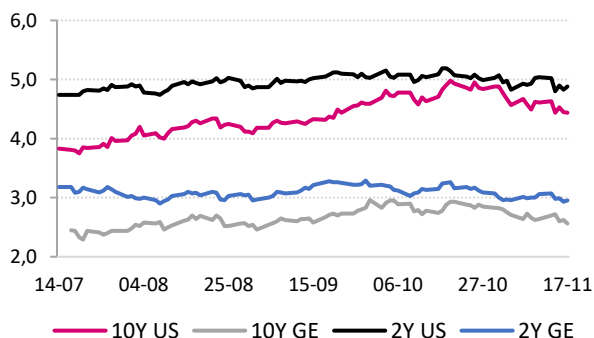
Krajowe stawki ASW [%]



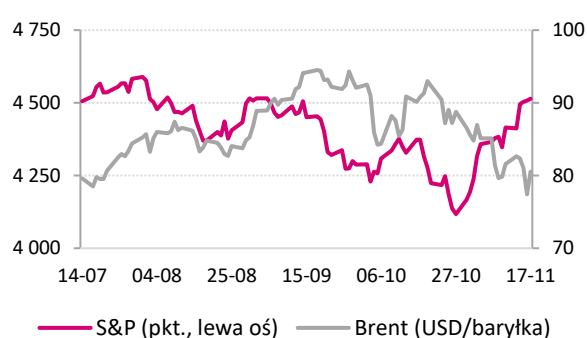
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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	
<b>Poniedziałek 20 listopada</b>						
Brak istotnych publikacji makroekonomicznych						
<b>Wtorek 21 listopada</b>						
10:00	Inflacja PPI r/r	Polska	Październik	-2.8%	-3.5%	-3.6%
10:00	Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Październik	-3.1%	1.6%	3.0%
10:00	Zatrudnienie r/r	Polska	Październik	0.0%	0.0%	0.0%
10:00	Wynagrodzenia r/r	Polska	Październik	10.3%	11.7%	11.4%
14:00	Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Listopad	12.25%	11.50%	
17:00	Wystąpienie prezeski EBC	EZ	Listopad			
<b>Środa 22 listopada</b>						
10:00	Produkcja bud-montaż. r/r	Polska	Październik	11.5%	10.5%	10.1%
10:00	Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Październik	-0.3%	1.4%	1.1%
14:30	Zamówienia na dobra trwałego użytku wst. m/m	USA	Październik	4.6%		
16:00	Indeks uniwersytetu Michigan fin.	USA	Listopad	63.8	60.4	
20:00	Protokół z posiedzenia FOMC	USA	Listopad			
<b>Czwartek 23 listopada</b>						
	Święto Dziękczynienia	USA	Listopad			
09:30	Indeks PMI dla przemysłu wst.	Niemcy	Listopad	40.8	41.0	
09:30	Indeks PMI dla usług wst.	Niemcy	Listopad	48.2	48.5	
10:00	Indeks PMI dla przemysłu wst.	EZ	Listopad	43.1	43.5	
10:00	Indeks PMI dla usług wst.	EZ	Listopad	47.8	48.1	
13:30	Protokół z posiedzenia EBC	EZ	Październik			
14:00	Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Październik	8.3%	8.6%	9.6%
<b>Piątek 24 listopada</b>						
10:00	Indeks Ifo	Niemcy	Listopad	86.9	87.5	
10:00	Stopa bezrobocia	Polska	Październik	5.0%	5.0%	5.0%
15:45	Indeks PMI dla przemysłu wst.	USA	Listopad	50.0		
15:45	Indeks PMI dla usług wst.	USA	Listopad	50.6		
<b>Poniedziałek 27 listopada</b>						
16:00	Sprzedaż nowych domów	USA	Październik	759k		

## Dane i prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
<b>PKB</b>	% 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
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, 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
<b>Inflacja CPI</b>	% 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
<b>Ropa naftowa Brent</b>	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
<b>Stopa referencyjna</b>	%, 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
<b>WIBOR 1M</b>	%, 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
<b>WIBOR 3M</b>	%, 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
<b>WIBOR 6M</b>	%, 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
<b>EUR/PLN</b>	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
<b>USD/PLN</b>	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
<b>EUR/USD</b>	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
<b>EURIBOR 3M</b>	%, 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
<b>SOFR 3M</b> (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.