



# Makro i rynek

komentarz dzienny

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

9 listopada 2023

## Informacje na dziś

- **PL:** Na dziś na godz. 15:00 zaplanowana jest konferencja prezesa Narodowego Banku Polskiego A.Głapińskiego po zakończonym w środę listopadowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej. RPP podjęła decyzję o stabilizacji stóp procentowych. W centrum uwagi podczas konferencji będą ewentualne komentarze prezesa dotyczące przyszłych decyzji w zależności od ostatecznego kształtu polityki fiskalnej w 2024 r., współpracy z nowym ministrem finansów oraz warunków do kolejnych obniżek stóp procentowych. Obecnie zakładamy stabilizację stóp procentowych w nadchodzących miesiącach.

## Wydarzenia i komentarze

- **PL:** Rada Polityki Pieniężnej na posiedzeniu w listopadzie utrzymała stopy procentowe Narodowego Banku Polskiego na niezmiennym poziomie, po obniżkach, które miały miejsce we wrześniu i w październiku br. Decyzja ta oznacza szybszą względem naszych oczekiwań reakcję Rady na niepewność po wyborach parlamentarnych dotyczącą polityki fiskalnej oraz regulacyjnej. Działania te obejmują obecne mrożenie cen energii elektrycznej i gazu ziemnego dla gospodarstw domowych. Dodatkowo, nie wiemy, czy zostanie przywrócona 5% stawka podatku VAT na podstawową żywność. Komunikat po decyzji uwzględnia 50%-procentowe przedziały prawdopodobieństwa dla ścieżek inflacji i PKB w projekcji listopadowej, z którą zapoznała się RPP. Zakładając symetrię rozkładów prawdopodobieństw średnioroczna inflacja CPI wyniesie ma w latach 2023-2025 odpowiednio: 11,4% r/r, 4,7% r/r i 3,8% r/r. Oznacza to niższe niż w lipcu prognozy dla 2023-2024 r., przy korekcie w górę oczekiwań na 2025 r. Sugeruje to, że zapewne dopiero pod koniec horyzontu prognoz wskaźnik CPI obniży się do przedziału dopuszczalnych odchyleń od celu inflacyjnego. W przypadku PKB ścieżka projekcyjna wskazuje na wzrost w 2023 r. o 0,3%, w 2024 r. o 2,9% i w 2025 r. o 3,6%. Oznacza to oczekiwania szybszego wzrostu gospodarczego w 2024 i 2025 r. niż w lipcu. Naszym zdaniem w świetle niepewności oraz prognoz makroekonomicznych stabilizacja stóp procentowych przez RPP jest dobrą decyzją. Czynniki niepewności dotyczącej polityki fiskalnej zapewne nie zmienią się w najbliższych miesiącach. Co więcej, nie można wykluczyć, że polityka fiskalna realizowana przez nowo powołany rząd będzie bardziej ekspansywna niż zapisy ustawy budżetowej na 2024 r. Jednocześnie, naszym zdaniem, aktywność gospodarcza w Polsce będzie się poprawiać, a po wygaśnięciu pozytywnych tendencji w cenach surowców spadki wskaźnika CPI wyhamują. W takich warunkach zakładamy, że najbliższe miesiące przyniosą stabilizację stóp procentowych, co najmniej do nowej projekcji makroekonomicznej w marcu 2024 r. Nasz scenariusz wskazuje na kolejne obniżki stóp procentowych w 2024 r. do 4,50% na koniec roku, aczkolwiek wczorajsza decyzja stanowi pewne ryzyko w górę dla tej prognozy.

## Rynki na dziś

Po wczorajszej decyzji Rady Polityki Pieniężnej o utrzymaniu stóp procentowych dziś złoty szukać będzie argumentów za umocnieniem podczas wystąpienia prezesa Narodowego Banku Polskiego. Uważamy, iż A.Głapiński może zaprezentować dziś mniej gołębią retorykę w stosunku do ostatnich konferencji podkreślając m.in. niepewność perspektyw fiskalnych. Byłby to także czynnik sprzyjający wyptaszczeniu krzywej (silniejszy wzrost rentowności 2-latków niż 10-latków). Tym bardziej, iż długi koniec polskiej krzywej pozostaje pod wpływem rynków rozwiniętych, gdzie w ostatnich dniach obserwujemy zniżkę dochodowości Treasuries, czy Bunda.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,4319	-0,5%
USD/PLN	4,1517	-0,5%
CHF/PLN	4,6120	-0,4%
EUR/USD	1,0675	0,0%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,73	-1
WIBOR 3M	5,62	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,24	7
5Y	5,27	7
10Y	5,53	1

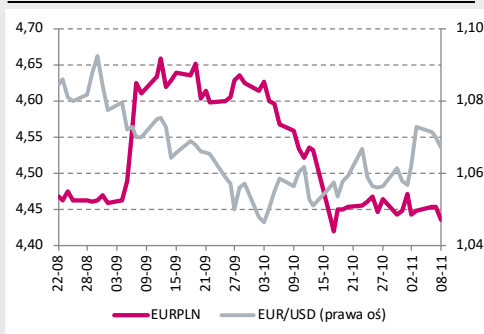
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,99	15
5Y	4,65	8
10Y	4,87	4

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,63	-5
US 10Y	4,56	-4

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	71542,2	-1,0
S&P 500	4382,8	0,1
Nikkei 225	32166,5	0,7

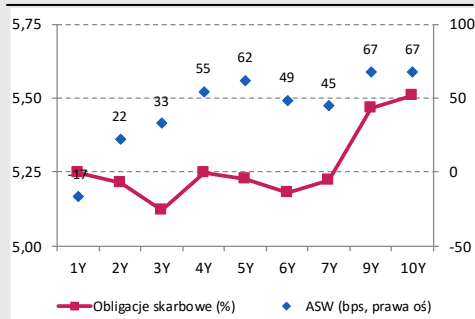
Źródło: Refinitiv  
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



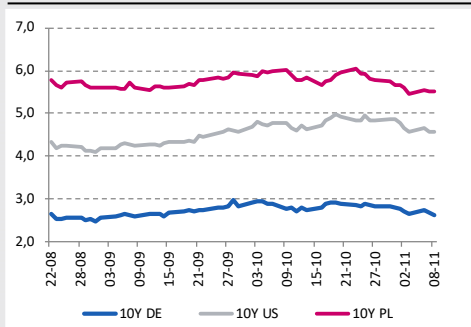
Źródło: Refinitiv

## Krajowy rynek stopy procentowej



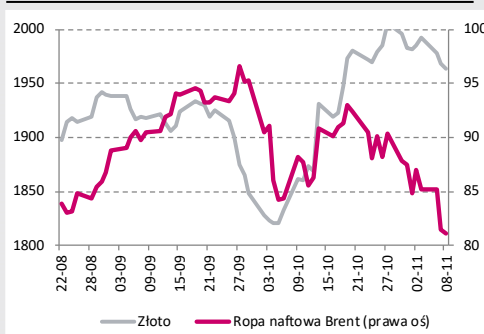
Źródło: Refinitiv

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



Źródło: Refinitiv

## Ceny surowców [USD]



Źródło: Refinitiv

## Rynek krajowy

Zgodnie z oczekiwaniami decyzja Rady Polityki Pieniężnej była najważniejszym momentem wczorajszej sesji na rynku złotego. Nie będące rynkowym konsensusem utrzymanie stóp procentowych skutkowało natychmiastowym umocnieniem złotego. Jak sugerowaliśmy bowiem we wczorajszym, ale i poprzednich wpisach zmaterializowanie się ryzyka bardziej jastrzębiego podejścia Rady będzie oddziaływało w kierunku spadku kursu EUR/PLN, ale i wzrostu dochodowości polskich obligacji, zwłaszcza krótkoterminowych. Notowania złotego do euro, które jeszcze przed południem wynosiły 4,46 po decyzji RPP obniżyły się do 4,43. W efekcie złoty był najlepiej radzącą sobie walutą regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Ostabienie - choć niewielkie - w relacji do euro zanotowała czeska korona i węgierski forint. Reakcją polskiego rynku długu - jak wspomnieliśmy - był wzrost dochodowości. Z uwagi na fakt, iż największa zmiana obserwowana była na krótkim jej końcu obserwowaliśmy wyłuszczenie krzywej. Rentowność 2-latkki zwiększyła bowiem o 7 pkt. baz. do 5,24%. W tym czasie dochodowość 10-latkki wzrosła o symboliczny 1 pkt. baz. do 5,53%. Warto zauważyć, iż z uwagi na czynnik krajowy wczorajsze zmiany notowań skarbowych papierów wartościowych wymykały się trendom globalnym, gdzie dochodowość długu USA, czy Niemiec zmniejszała.

## Rynki zagraniczne

W środę - podobnie jak we wtorek - w obliczu braku nowych informacji (kalendarium wczorajszej sesji nie zawierało najważniejszych publikacji makroekonomicznych) kurs EUR/USD realizował scenariusz techniczny. Niezmiennie polega on na anemicznej zniżce eurodolara w kierunku dolnego ograniczenia wzrostowego kanału tj. do 1,0584. O tym, iż jest ona niezwykle mało dynamiczna świadczy fakt, iż od początku tygodnia eurodolar obniżył się o ledwo centa. Spokój towarzyszy jednak także pozostałym głównym parom walutowym świata. Ruch spadku dochodowości kontynuują zaś obligacje rynków rozwiniętych. Ma to związek z m.in. mniej jastrzębią od oczekiwań narracją podczas zakończonego przed ponad tygodniem posiedzeniem amerykańskiej Rezerwy Federalnej oraz - w przypadku niemieckiego długu - oczekiwania szybszych obniżek stóp procentowych w strefie euro. Jest to wynik miksu obniżającej się inflacji i wciąż kiepskich danych dotyczących aktywności gospodarczej w strefie euro.

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 03 listopada						
13:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym	USA	Październik	297k	150k	170k	
13:30 Stopa bezrobocia	USA	Październik	3.8%	3.9%	3.8%	
14:45 Indeks PMI w usługach	USA	Październik	50.1	50.6	50.9	
15:00 Indeks ISM w usługach	USA	Październik	53.6	51.8	53.0	
Poniedziałek 06 listopada						
09:55 Indeks PMI w usługach fin.	Niemcy	Październik	50.3	48.2	48.0	
10:00 Indeks PMI w usługach fin.	EZ	Październik	48.7	47.8	47.8	
10:30 Indeks Sentix	EZ	Listopad	-21.9	-18.6	-22.0	
Wtorek 07 listopada						
11:00 Inflacja PPI r/r	EZ	Wrzesień	-11.5%	-12.4%	-12.5%	
Środa 08 listopada						
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Polska	Listopad	5.75%	5.75%	5.50%	5.50%
15:15 Wystąpienie prezesa Fed	USA	Listopad				
Czwartek 09 listopada						
14:30 Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych	USA	03 listopada	217k		215k	
15:00 Wystąpienie prezesa NBP	Polska	Listopad				
18:30 Wystąpienie prezesa EBC	EZ	Listopad				
Piątek 10 listopada						
Decyzja Fitch w sprawie ratingu	Polska	Listopad				
10:00 Wynagrodzenia w gospodarce narodowej r/r	Polska	3Q	13.8			12.9
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Październik				
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan wst.	USA	Listopad	63.8		64.8	
Poniedziałek 13 listopada						
14:00 Saldo rachunku obrotów bieżących EUR	Polska	Wrzesień	-202m		125m	295m

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