



# Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

16 listopada 2023

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista  
+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński

Ekonomista  
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych  
+48 22 598 22 36

## Informacje na dziś

- **PL:** Dziś o godz. 14:00 Narodowy Banki Polski opublikuje wyliczenia inflacji bazowej w październiku. Spośród czterech przedstawianych miar ekonomicznej najczęściej analizują wskaźnik obliczany jako inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności i energii. Szacujemy, że indeks ten obniżył się do 8,0-8,1% r/r z 8,4% r/r we wrześniu. Inflacja bazowa przewyższa indeks CPI i wolniej obniża się w kierunku celu inflacyjnego. Jest to argument za stabilizacją stóp procentowych NBP w najbliższych miesiącach.

## Wydarzenia i komentarze

- **EU:** Według opublikowanych wczoraj prognoz Komisji Europejskiej wzrost gospodarczy w Polsce wyniesie ma w latach 2023-2025 odpowiednio 0,4%, 2,7% oraz 3,2%. Oznacza to oczekiwania, że po słabym 2023 r. polska gospodarka w niezłym tempie będzie odbudowywać aktywność gospodarczą. Średnio prognozy wzrostu w latach 2024-2025 są jednymi z wyższych spośród krajów członkowskich Unii Europejskiej. Negatywnie Polska wyróżnia się natomiast w kwestii prognoz inflacji. Komisja Europejska spodziewa się, że inflacja HICP (inny niż CPI wskaźnik inflacji cen konsumenta) wyniesie w 2023 r. 11,1% r/r, po czym ma obniżyć się do 6,2% r/r w 2024 r. i do 3,8% r/r w 2025 r. Oznacza to, że średnio w latach 2024-2025 inflacja w Polsce ma być najwyższa w UE. Komisja zakłada ponadto deficyt sektora finansów publicznych (jest to szersza kategoria obejmująca nie tylko budżet państwa, ale także m.in. budżety samorządów i ZUS) wyniesie 5,8% PKB w 2023 r., 4,6% PKB w 2024 r. i 3,9% PKB w 2025 r. W wyniku tego dług publiczny wzrosnąć ma na koniec 2025 r. do 56,2% PKB, a więc do najwyższej wartości do pandemii. Niemniej musimy zauważyć, że o ile wartości te są dość wysokie na tle innych krajów UE to w dużej części wynikają z wydatków militarnych, które w obecnej sytuacji są nieuniknione. KE zaznacza określa ponadto ryzyka dla polskiej gospodarki. Dotyczą one utrzymywania się wysokiej inflacji, wolniejszego rozpoczęcia inwestycji w ramach nowej perspektywy budżetu UE oraz KPO. Scenariusz przedstawiony przez KE nie odbiega istotnie od konsensusu oczekiwania dla polskiej gospodarki, która powróci do niezłego wzrostu, choć w warunkach inflacji nadal powyżej celu NBP i deficytu budżetowego. Natomiast w przypadku strefy euro, największego odbiorcy polskiego eksportu, KE spodziewa się wzrostu w latach 2023-2025 odpowiednio o 0,6%, 1,2% i 1,6%. Słabe prognozy i tak zostały zrewidowane w dół względem oczekiwań przedstawianych dwa miesiące temu.

- **PL:** Według finalnych danych inflacja CPI obniżyła się w październiku do 6,6% r/r z 8,2% r/r miesiąc wcześniej. Oznacza to, że wstępny odczyt CPI, który poznaliśmy 2 tygodnie temu, został zrewidowany w górę o 0,1 pkt proc. Do rewizji tej przyczynił się nieco wyższy szacunek inflacji cen żywności, nośników energii, a także cen bazowych. Zauważmy, że po raz pierwszy od kwietnia br. inflacja CPI, ale w ujęciu miesiąc do miesiąca była dodatnia i wyniosła 0,3% m/m. W naszej ocenie dane te, a także perspektywy gospodarcze, przypominają o ryzykach w górę dla inflacji i są zgodne ze zmianą w listopadzie podejścia Rady Polityki Pieniężnej na bardziej ostrożne.

## Rynki na dziś

Kurs EUR/PLN konsekwentnie porusza się poniżej poziomu 4,40, co na gruncie technicznym utrzymuje prozłotowe nastawienie. W naszej ocenie trudno jednak dziś będzie o istotne pogłębienie zniżki notowań w sytuacji, gdy kalendarium danych makroekonomicznych nie zawiera informacji mogących w znaczący sposób wpłynąć na sentyment inwestycyjny. Przełożenia na wycenę polskich aktywów nie będzie miała publikacja krajowych danych o inflacji bazowej. Z kolei globalnie nie uważamy, by odczyt amerykańskiej produkcji przemysłowej mógł doprowadzić do rynkowych przetasowań.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3925	-0,3%
USD/PLN	4,0453	-0,4%
CHF/PLN	4,5637	0,2%
EUR/USD	1,0862	0,2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,82	1
WIBOR 3M	5,81	2

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,37	2
5Y	5,41	3
10Y	5,61	1

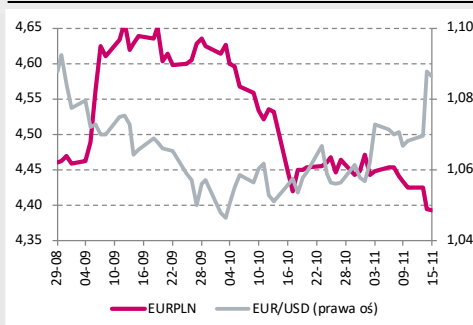
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,12	5
5Y	4,76	2
10Y	4,92	1

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,63	3
US 10Y	4,54	8

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	73688,5	-0,7
S&P 500	4502,9	0,2
Nikkei 225	33519,7	0,7

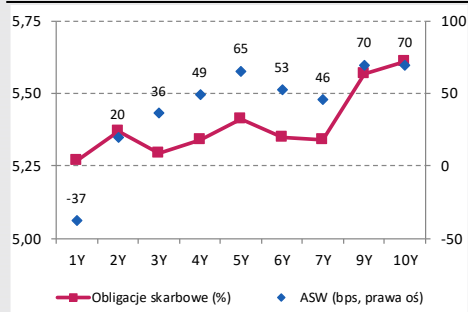
Źródło: Refinitiv  
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



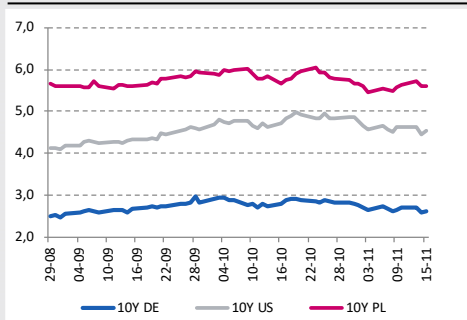
Źródło: Refinitiv

## Krajowy rynek stopy procentowej



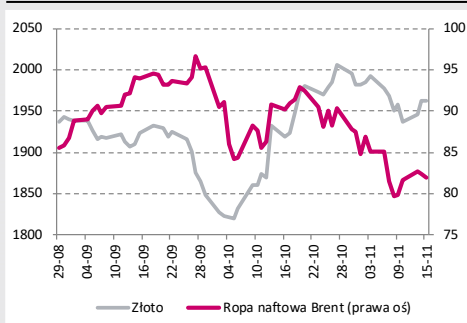
Źródło: Refinitiv

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



Źródło: Refinitiv

## Ceny surowców [USD]



Źródło: Refinitiv

## Rynek krajowy

Początek wczorajszego dnia upłynął pod znakiem prób kontynuacji umocnienia złotego. Kurs EUR/PLN obniżył się do nawet 4,3830, tj. najniższego poziomu od września 2020 roku. Źródłami siły polskiej waluty pozostaje miks czynników krajowych i globalnych. Lokalnie o aprecjacji decyduje weryfikacja rynkowych oczekiwań co do skali cięć stóp procentowych w 2024 r. Pod wpływem ubiegłotygodniowego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej inwestorzy obecnie oczekują mniejszej skali obniżek kosztu pieniądza. Taki scenariusz wspiera wartość złotego. Globalnie natomiast złoty - wraz z innymi walutami tej części Europy - wykorzystuje słabość amerykańskiego dolara. Historycznie taniejący dolar sprzyja bowiem umocnieniu walut tzw. rynków wschodzących. Podobnie jest i w ostatnim tygodniu na rynku złotego, czeskiej korony, czy węgierskiego forinta. Na krajowym rynku długu miniona sesja upłynęła pod znakiem przetargu zamiany polskiego długu. Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje skarbowe serii OK1025, WZ1128, WS0429, DS1033 i WS0437 za 10,0 mld PLN, a odkupiło dług WZ0124, PS0424, WZ0524, OK0724 i PS1024 za 9,9 mld PLN. W rezultacie poziom prefinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych brutto według projektu ustawy budżetowej na 2024 rok wynosi obecnie około 7%. Przypomnijmy, iż potrzeby pożyczkowe na 2024 rok będą rekordowe.

## Rynki zagraniczne

Po wtorkowym największym od około roku wzroście eurodolara (z 1,07 do niemal 1,09) miniona sesja upłynęła pod znakiem stabilizacji na najwyższym od dwóch miesięcy poziomie. Taki scenariusz nie stanowił dla nas zaskoczenia w świetle wczorajszego ubogiego w istotne wydarzenia kalendarium danych makroekonomicznych. Rynek, na który nie napłynęły żadne nowe istotne odczyty stabilizował się po wspomnianym wcześniejszym solidnym ruchu. Uspokojenie nastrojów widoczne było także w przypadku rynku obligacji rozwiniętych. Dochodowość niemieckiego i amerykańskiego długu nieco wyższkowała próbując odreagować wtorkowe dość spektakularne spadki rentowności. Wtedy to amerykański dług skarbowy o 10-letnim terminie zapadalności obniżył się w dochodowości aż o 23 pkt. baz. do 4,46%.

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 10 listopada						
16:00 Decyzja Fitch w sprawie ratingu	Polska	Listopad				
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan wst.	USA	Listopad	63.8	60.4	64.8	
Poniedziałek 13 listopada						
14:00 Saldo rachunku obrotów bieżących EUR	Polska	Wrzesień	-299m	394m	125m	295m
Wtorek 14 listopada						
10:00 PKB r/r wst.	Polska	3Q	-0.6%	-0.4%	0.4%	0.3%
11:00 PKB r/r rew.	EZ	3Q	0.5%	0.1%	0.1%	
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Listopad	-1.1	9.8	5.0	
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Październik	3.7%	3.2%	3.3%	
Środa 15 listopada						
10:00 Przetarg zamiany obligacji	Polska	Listopad				
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Październik	8.2%	6.5%	6.5%	
11:00 Produkcja przemysłowa wda r/r	EZ	Wrzesień	-5.1%	-6.9%	-6.4%	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Październik	0.8%	0.1%	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	1471k		1455k	
Poniedziałek 20 listopada						

Brak istotnych publikacji makroekonomicznych

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