



# Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

12 grudnia 2024

**Grzegorz Maliszewski**

Główny Ekonomista  
+48 22 598 22 38

**Andrzej Kamiński**

Ekonomista  
+48 22 598 20 10

**Mateusz Sutowicz**

Analitik rynku finansowych  
+48 22 598 22 36

## Informacje na dziś

- **EZ:** Dziś o godz. 14:15 poznamy decyzję Europejskiego Banku Centralnego co do stóp procentowych. Spodziewamy się cięcia o 25 pkt baz., co oznaczałoby spadek podstawowej stopy procentowej EBC (stopy depozytowej) do poziomu 3,00%, tj. najniżej od kwietnia 2023 r. Obecnie większość inwestorów też spodziewa się obniżki o 25 pkt baz., choć po publikacji sprzed dwóch tygodni słabych danych PMI za listopad i wobec coraz wyraźniej rysującej się dywergencji między koniunkturą w strefie euro i USA scenariuszem bazowym dla inwestorów była przez kilka dni obniżka o 50 pkt baz. Cięcia o 25 pkt baz wydaje się przesądzone, a w centrum uwagi będzie retoryka komunikatu i konferencji Ch.Lagarde oraz nowa projekcja ekonomistów EBC. Do tej pory w trwającym cyklu obniżek Rada Prezesów EBC uzależniała swoje decyzje od napływających danych. Te akurat, zwłaszcza odczyty wskaźników PMI, nie budzą optymizmu, co zapewne znajdzie odzwierciedlenie w nieco niższych niż we wrześniu prognozach wzrostu gospodarczego. Dodatkowo, znacząco nasiliła się niepewność co do kondycji dwóch największych gospodarek Eurogrupy - Niemiec i Francji, gdzie w ostatnim okresie upadły rządy. Nie byłoby zaskoczeni, gdyby prezesi złagodzili nieznacznie swoją retorykę, dając jakąś formę forward guidance dla obniżek stóp procentowych w przyszłości. Tym bardziej, że rosną szanse na realizację celu inflacyjnego już w 2025 r., a horyzont projekcji zostanie wydłużony do 2027 r. Niemniej, prezesi mogą też zdecydować się na utrzymanie dotychczasowej komunikacji, z powodu szybkiego wzrostu płac i nadal wysokiej inflacji bazowej (w listopadzie 2,7% r/r). Tak czy inaczej, zmiany komunikacji nie powinny być na tyle łagodne, aby zmieniać oczekiwania co do stóp procentowych w dłuższym okresie. Obecnie rynki finansowe wyceniają, że docelowy poziom stóp procentowych w cyklu kształtuje się w przedziale 1,50-1,75%.

## Wydarzenia i komentarze

- **US:** Inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych wzrosła w listopadzie do 2,7% r/r z 2,6% r/r w październiku. Bazowa inflacja CPI ustabilizowała się natomiast na 3,3% r/r. Dane te okazały się zgodne z oczekiwaniami. Pokazują one, że dezinflacja w Stanach Zjednoczonych wyhamowała, co stanowi rozczarowanie względem oczekiwań jeszcze sprzed kilku miesięcy. Pomimo tego amerykańska Rezerwa Federalna będzie kontynuowała cykl obniżek stóp procentowych. Spodziewamy się, że w przyszłym tygodniu przedział dla podstawowej stopy procentowej zostanie obniżony o 25 pkt baz do 4,25-4,50%. Tym bardziej, że dane, które poznaliśmy w piątek, pokazują, dalsze, choć powolnie, wytracanie temperatury przez tamtejszy rynek pracy. Cięcia stóp procentowych w przyszłym roku powinny być kontynuowane, ale ich timing i skala są niepewne, m.in. z powodu kampanijnych zapowiedzi D.Trumpa co do polityki handlowej i podatkowej. Ich realizacja potencjalnie jest proinflacyjna, aczkolwiek czas wdrożenia i skala działań nie są jeszcze jasne.

## Rynki na dziś

Dzisiejszy dzień na rynkach finansowych należy do Europy. Decyzję w sprawie stóp procentowych podejmie bank centralny Szwajcarii (09:30) oraz Europejski Bank Centralny (14:15). W obu przypadkach oczekujemy obniżek (o 25 pkt. baz.), a najbardziej interesująca będzie narracja przedstawicieli obu banków, której towarzyszyć będą najnowsze prognozy makroekonomiczne. Będzie ona kształtować kierunki zmian euro, czy szwajcarskiego franka, choć naszym zdaniem trudno będzie o istotną niespodziankę, która doprowadziłaby do przetasowań w oczekiwaniach co do kolejnych ruchów EBC, czy SNB. Dziś ponadto prezydent Francji prawdopodobnie przedstawi nowego premiera, co może, choć nie musi, uspokoić nieco kryzys polityczny nad Sekwaną.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2675	0,2%
USD/PLN	4,0664	0,2%
CHF/PLN	4,5997	0,1%
EUR/USD	1,0498	-0,1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,83	-2
WIBOR 3M	5,85	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,99	-3
5Y	5,30	0
10Y	5,65	1

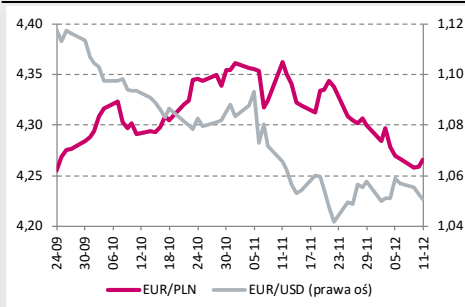
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,04	0
5Y	4,70	2
10Y	4,81	2

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,13	1
US 10Y	4,24	1

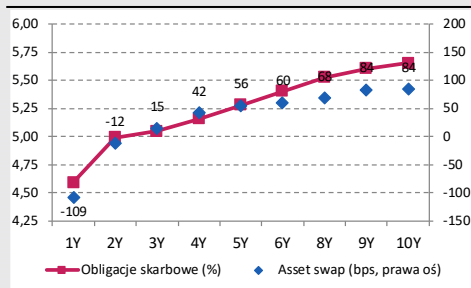
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	82356,6	-0,7
S&P 500	6084,2	0,8
Nikkei 225	38987,7	-0,5

Źródło: LSEG Datastream  
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

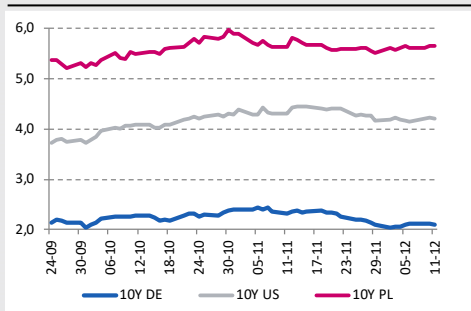
## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



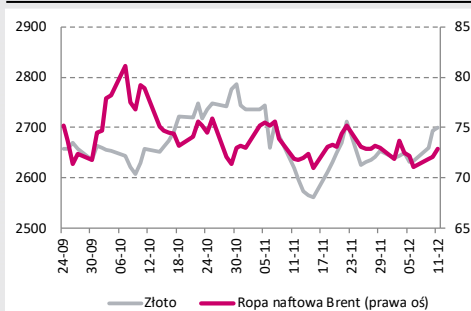
## Krajowy rynek stopy procentowej



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



## Ceny surowców [USD]



## Rynek krajowy

Za nami kolejna sesja bez większych emocji. Jak na początku tygodnia, tak i wczoraj kurs EUR/PLN stabilizował się wokół poziomu 4,26 pozostając mało zmienny w obliczu braku nowych impulsów. Niewiele działo się także w notowaniach pozostałych par złotych. Publikacja inflacji CPI ze Stanów Zjednoczonych będąca najważniejszym punktem wczorajszego kalendarium okazała się być zbieżna z prognozami, stąd nie wywołała reakcji rynku. Zdecydowanie ciekawiej było na krajowym rynku długu a to za sprawą przetargu. Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje serii OK0127, WS0429, PS0130, WZ0330, DS1034, IZ0836 za łącznie 7,0 mld PLN (a więc maksymalnej, lecz obniżonej w stosunku do 10 mld PLN zakładanych w miesięcznym planie podaży, puli), przy popycie na poziomie 11,7 mld PLN. Tak jak zakładaliśmy resort - w obliczu solidnego zainteresowania - zdecydował o zorganizowaniu przetargu dodatkowego, na którym uzupełnił sprzedaną pulę papierów o ponad 0,8 mld PLN.

## Rynki zagraniczne

Zgodna z oczekiwaniami inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych sprawiła, że jedyny wczorajszy możliwy impuls do zmiany notowań eurodolara okazał się niewypałem. Kurs EUR/USD co prawda obniżył się - i to czwartą z rzędu sesję - lecz zmiany były znikome. Dość powiedzieć, iż w cztery ostatnie dni kurs EUR/USD zniżył się o ledwie centa. W obliczu braku zaskoczenia we wspomnianej inflacji dominowało oczekiwanie na dzisiejsze posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, co do którego panuje pełne przekonanie o obniżce stóp procentowych o 25 pkt. baz., lecz niepewność dotyczy narracji prezesa Ch.Lagarde. Środa na rynku obligacji bazowych była dniem niewielkiej aktywności, choć przyznać należy, iż zmiany np. niemieckiej krzywej stopniowo nabierają coraz bardziej spadkowego charakteru. Dzisiejsze posiedzenie EBC będzie weryfikatorem tych tendencji.

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 06 grudnia						
14:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym	USA	Listopad	36k	227k	200k	
16:00 Indeks Uniwersytet Michigan wst.	USA	Grudzień	71.8	74.0	72.9	
Poniedziałek 09 grudnia						
02:30 Inflacja CPI r/r	Chiny	Listopad	0.3%	0.2%	0.5%	
10:30 Sentix	EZ	Grudzień	-12.8	-17.5	-13.1	
Wtorek 10 grudnia						
04:00 Eksport r/r	Chiny	Listopad	12.7%	6.7%	8.5%	
04:00 Import r/r	Chiny	Listopad	-2.3%	-3.9%	0.3%	
08:00 Inflacja HICP r/r fin.	Niemcy	Listopad	2.4%	2.4%	2.4%	
08:30 Inflacja CPI r/r	Węgry	Listopad	3.2%	3.7%	3.8%	
09:00 Inflacja CPI r/r	Czechy	Listopad	2.8%	2.8%	3.0%	
Środa 11 grudnia						
Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Grudzień				
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Listopad	2.6%	2.7%	2.7%	
Czwartek 12 grudnia						
09:30 Decyzja SNB ws. stóp procentowych	Szwajcaria	4Q	1.00%		0.75%	0.75%
14:15 Decyzja ws. stóp procentowych (stopa depo.)	EZ	Grudzień	3.25%		3.00%	3.00%
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Listopad	2.4%		2.5%	
14:30 Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych	USA	06 grudnia	224k		221k	
Piątek 13 grudnia						
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Listopad	5.0%		4.6%	4.6%
11:00 Produkcja przemysłowa s.a. m/m	EZ	Październik	-2.0%		-0.1%	
14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR)	Polska	Październik	-1434m		-300m	190m
Poniedziałek 16 grudnia						
03:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Listopad	5.3%			
03:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Listopad	4.8%			
09:30 Indeks PMI dla przemysłu wst.	Niemcy	Grudzień	43.0			
09:30 Indeks PMI dla usług wst.	Niemcy	Grudzień	49.3			
10:00 Indeks PMI dla przemysłu wst.	EZ	Grudzień	45.2			
10:00 Indeks PMI dla usług wst.	EZ	Grudzień	49.5			
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Listopad	4.1%		4.3%	

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