



# Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

16 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 poznamy wstępne dane PMI za grudzień dla części głównych gospodarek rozwiniętych. W przypadku strefy euro konsensus wskazuje na spadek wskaźnika dla przemysłu do 45,0 pkt z 45,2 pkt w listopadzie, a dla usług do 49,4 pkt z 49,5 pkt. Realizacja tych prognoz oznaczałaby, że Eurogrupa nieznacznie pogłębiłaby kurczenie się gospodarki, widoczne już w danych za listopad, które, przypomnijmy, okazały się dużą negatywną niespodzianką. W 4Q 2024 gospodarka strefy euro zapewne ponownie znalazła się w stagnacji po nieco lepszym od oczekiwań 3Q 2024, gdy PKB urosło o 0,3% kw/kw. Również początek nowego roku może nie przynieść ożywienia. Gospodarce strefy euro ciąży nadal restrykcyjna polityka pieniężna EBC, a także wzrost niepewności związanych z sytuacją polityczną.
- PL:** Natomiast o godz. 14:00 Narodowy Bank Polski opublikuje wyliczenia miar inflacji bazowej w listopadzie. Szacujemy, że najważniejsza spośród czterech obliczanych miar - CPI po wyłączeniu cen żywności i energii - wzrosła do 4,3-4,4% r/r z 4,1% r/r w listopadzie napędzana m.in. przez ceny usług. Inflacja bazowa znacząco przekracza cel inflacyjny Narodowego Banku Polskiego, natomiast w 2025 r. powinna się powoli obniżać dając przestrzeń do wznowienia obniżek stóp procentowych.

## Wydarzenia i komentarze

- CN:** Sprzedaż detaliczna w Chinach wzrosła w listopadzie o 3,0% r/r po wzroście o 4,8% r/r w październiku, co okazało się sporą negatywną niespodzianką (konsensus prognoz wynosił 4,6% r/r). Z kolei wzrost produkcji przemysłowej wyniósł 5,4% r/r, po wzroście o 5,3% r/r miesiąc wcześniej. Dane te są bliskie oczekiwaniom. Słabsze dane z handlu detalicznego wpisują się w dążenia władz chińskich do wsparcia popytu wewnętrznego. W ub. tygodniu takie plany ogłosiły chińskie władze. Niemniej obecna sytuacja w Chinach wydaje się stabilna. Istotnym ryzykiem są zapowiedzi nowej amerykańskiej administracji co do wyższych stawek cel na chińskie towary.
- PL:** Rachunek obrotów bieżących odnotował w październiku nadwyżkę w wysokości 1 mld EUR wobec deficytu -1,4 mld EUR miesiąc wcześniej. Za tą poprawą stało zwiększenie nadwyżki w rachunku usług oraz mniejszy deficyt na rachunku pierwotnym, wynikający przede wszystkim z napływu netto środków z Unii Europejskiej w ramach, jak przypuszczamy, Wspólnej Polityki Rolnej. Saldo obrotów towarowych z zagranicą odnotowało natomiast głębszy deficyt niż przed miesiącem: -740 mln EUR wobec -690 mln EUR we wrześniu. Dane te są efektem słabego wzrostu eksportu (o 1,5% r/r) i mocniejszego wzrostu importu (o 6,6% r/r). Jak wskazuje raport NBP do danych: „dane o obrotach towarowych wskazują na stopniową poprawę w handlu zagranicznym”, ale „nadal (...) pozostają pod wpływem niskiej aktywności w polskiej gospodarce, jak i w krajach będących najważniejszymi partnerami handlowymi”. Jeśli chodzi o bilans handlu towarami to nie spodziewamy się, aby najbliższe przyniosły poprawę.
- PL:** W finalnym wyliczeniu GUS zrewidował w górę o 0,1 pkt proc. do 4,7% r/r szacunek inflacji CPI w listopadzie. Nadal to jednak oznacza spadek względem października, gdy wskaźnik CPI wyniósł 5,0% r/r. W ujęciu m/m inflacja natomiast przyspieszyła do 0,5% m/m z 0,3% m/m. Poznaliśmy także bardziej szczegółowe dane o zmianach cen w koszyku konsumpcyjnym, które, naszym zdaniem, pokazują presję inflacyjną w cenach usług. Według naszego scenariusza, że Rada Polityki Pieniężnej wznowi cykl obniżek stóp procentowych w połowie 2025 r.

## Rynki na dziś

Przedświąteczny tydzień przynosi kiepskie nastroje i przypomnienie o bolączkach, które utrzymywać się będą także w 2025 roku. Mimo, iż rynek ze względem spokojem odebrał dane z Chin, to w przypadku sprzedaży detalicznej okazały się być one rozczarowaniem. Wciąż żywe pozostają ponadto problemy polityczne w „starej” Europie. Dziś odbędzie się głosowanie nad wotum zaufania dla niemieckiego rządu, którego efektem będą przedterminowe wybory parlamentarne. O tym czym grozi niestabilność polityczna przekonała się w weekend Francja, gdzie agencja Moody's obniżyła ocenę ratingową dla tego kraju. Jak wspomnieliśmy jednak poniedziałek rozpoczyna się dość ospale. Kurs EUR/PLN konsekwentnie porusza się wokół 4,26, a EUR/USD przy 1,05.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2667	-0,1%
USD/PLN	4,0684	-0,1%
CHF/PLN	4,5507	-0,7%
EUR/USD	1,0488	0,0%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,82	-2
WIBOR 3M	5,86	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,05	4
5Y	5,43	10
10Y	5,80	13

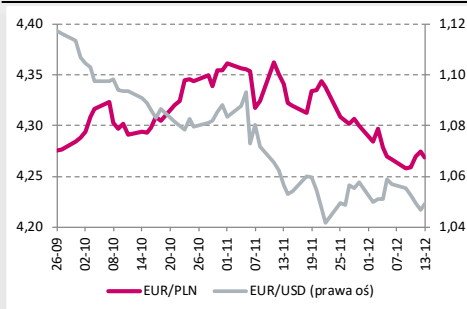
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,15	7
5Y	4,85	9
10Y	5,01	12

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,25	8
US 10Y	4,37	7

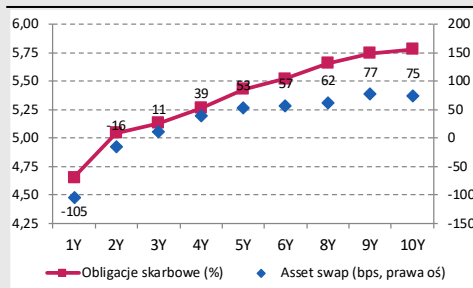
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	81632,7	-0,1
S&P 500	6051,1	0,0
Nikkei 225	38987,7	-0,5

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

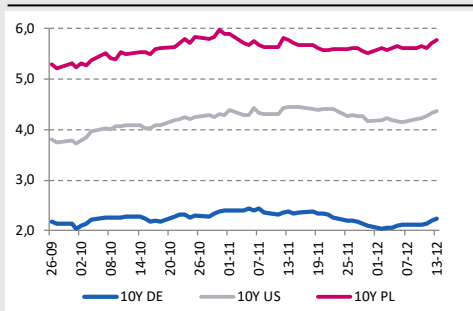
## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



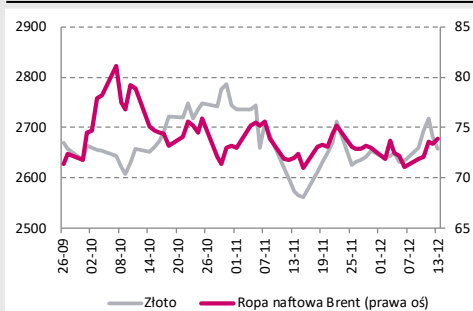
## Krajowy rynek stopy procentowej



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



## Ceny surowców [USD]



## Rynek krajowy

Nie zawiedliśmy się, gdy pisaliśmy, iż ubiegłotygodniowe zmiany kursu EUR/PLN nie będą porywające. Kurs EUR/PLN poruszał się anemicznie i z niewielką zmiennością pozostając mało wrażliwy na napływające sygnały. Poziom 4,26 przyciągał jak magnes w ubiegłym tygodniu i co najciekawsze w kolejnych dniach niewiele może się zmienić. Najważniejszym wydarzeniem pozostanie posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej, choć - wzorem grudniowego wyniku spotkania Europejskiego Banku Centralnego - powinno przynieść obniżkę stóp procentowych i brak zaskoczeń w komunikacji. W piątek emocjonujące okazały się natomiast notowania obligacji krajowych o długim terminie zapadalności (segment krzywej od 5 - 10 lat). Był to splot kilku okoliczności 1) pościgu za rentownością Bunda 2) piętrzącym się ryzykiem fiskalnym odzwierciedlanym przez rosnące asset swapy 3) zmianą narracji prezesa Narodowego Banku Polskiego, który odsunął w czasie oczekiwany moment rozpoczęcia dyskusji o obniżkach stóp procentowych w Polsce. W rezultacie rentowność polskiej 10-latki wzrosła do 5,81% na koniec piątkowej sesji, tj. o 15 pkt. baz.

## Rynki zagraniczne

Za nami kolejna z sesji „do zapomnienia” na rynku eurodolara. Zmiany kursu EUR/USD co prawda stopniowo ukladają się w coraz niższą trajektorię głównej pary walutowej świata (poniżej 1,05), jednak odbywa się to bardzo powoli. Dominuje oczekiwanie na wynik posiedzenia Rezerwy Federalnej USA, które - w naszej ocenie - może jednak nie przynieść paliwa do dalszym zmian rynkowych. Na rynku obligacji bazowych trwała wyżka dochodowości niemieckiej 10-latki (wzrost w całym tygodniu o 11 pkt. baz. do 2,24% tj. 3-tygodniowego maksimum).

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 13 grudnia						
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Listopad	5.0%	4.7%	4.6%	4.6%
Poniedziałek 16 grudnia						
03:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Listopad	5.3%	5.4%	5.3%	
03:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Listopad	4.8%	3.0%	4.6%	
10:00 Indeks PMI dla przemysłu wst.	EZ	Grudzień	45.2		45.0	
10:00 Indeks PMI dla usług wst.	EZ	Grudzień	49.5		49.4	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Listopad	4.1%		4.3%	4.3%
Wtorek 17 grudnia						
10:00 Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Grudzień	85.7		85.6	
11:00 Indeks instytutu ZEW	Niemcy	Grudzień	7.4		6.0	
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Węgry	Grudzień	6.50%		6.50%	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Listopad	0.4%		0.5%	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Listopad	-0.3%		0.1%	
Środa 18 grudnia						
11:00 Inflacja HICP r/r fin	EZ	Listopad	2.0%		2.3%	
20:00 Decyzja ws. stóp proc.	USA	Grudzień	4.50-4.75%		4.25-4.50%	4.25-4.50%
Czwartek 19 grudnia						
Decyzja ws. stóp procentowych	Japonia	Grudzień	0.25%		0.50%	
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Listopad	4.7%		0.0%	0.0%
10:00 Produkcja bud-mont. r/r	Polska	Listopad	-9.6%		-10.5%	-12.1%
10:00 Wynagrodzenie r/r	Polska	Listopad	10.2%		10.0%	10.2%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Listopad	-0.5%		-0.6%	-0.6%
13:00 Decyzja ws. stóp procentowych	UK	Grudzień	4.75%		4.75%	
14:30 Decyzja ws. stóp procentowych	Czechy	Grudzień	4.00%		4.00%	
14:30 PKB annualizowany fin.	USA	3Q	3.0%		2.8%	
Piątek 20 grudnia						
10:00 Sprzedaż detaliczna w cenach stałych r/r	Polska	Listopad	1.3%		1.2%	0.8%
14:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Listopad	0.4%		0.4%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Listopad	2.3%			
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Listopad	0.6%		0.3%	
Poniedziałek 23 grudnia						
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Listopad	4.9%		5.0%	4.9%

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

**Millennium**  
bank