



Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

17 grudnia 2024

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

- **GE:** Dziś godz. 10:00 poznamy wyliczenie za grudzień głównego wskaźnika koniunktury dla Niemiec - indeksu instytutu Ifo (konsensus na poziomie 85,6 pkt wobec 85,7 pkt w listopadzie) a o godz. 11:00 opublikowane zostaną dane o indeksie instytutu ZEW, który obrazuje oczekiwania inwestorów i analityków dotyczące sytuacji w niemieckiej gospodarce. Konsensus w tym przypadku wynosi 6,3 pkt wobec 7,4 pkt miesiąc wcześniej. Wczorajsze dane PMI pokazały na nieco płytszą recesję niż w listopadzie.
- **US:** Dziś poznamy także dane z USA za listopad: o sprzedaży detalicznej (godz. 14:30) i produkcji przemysłowej (godz. 15:15). W przypadku sprzedaży oczekuje się wzrostu o 0,5% m/m po wzroście o 0,4% m/m w październiku. Dla produkcji prognozy pokazują wzrost o 0,3% m/m po spadku o 0,3% m/m miesiąc wcześniej, gdy aktywność była zaburzona m.in. huraganami. Realizacja tych prognoz byłaby potwierdzeniem solidnej aktywności gospodarczej w USA również w 4Q 2024, co wspiera nasze oczekiwania, że retoryka J.Powella po decyzji o stopach procentowych w tym tygodniu będzie ostrożna.

Wydarzenia i komentarze

- **EZ:** Złożony indeks PMI dla strefy euro obrazujący łącznie nastroje w przemyśle i usługach wzrósł w grudniu do 49,5 pkt z 48,3 pkt w listopadzie. Dane te przewyższyły oczekiwania, aczkolwiek, nadal będąc poniżej neutralnego poziomu 50 pkt, wskazują na kurczenie się aktywności. Odpowiada za to sektor przemysłowy, który niezmiennie znajduje się w głębokiej recesji, przy czym wskaźnik dla usług powrócił ponad poziom 50 pkt. Dane te wskazują, że gospodarka strefy euro kończy rok w stagnacji, choć odbicie nastrojów w usługach łagodzi nieco obawy o najbliższą przyszłość. Sytuacja strefy mocno kontrastuje ze Stanami Zjednoczonymi. Złożony wskaźnik PMI dla tej gospodarki wzrósł w grudniu 56,6 pkt z 54,9 pkt. Za optymizm odpowiada sektor usług, dla którego indeks wzrósł aż do 58,5 pkt z 56,1 pkt, wartości najwyższej od otwarcia gospodarki w 2021 r. po okresie obostrzeń. Jednocześnie wyniki PMI wskazują, że „do najwyższego poziomu od 2,5 roku wzrosło zaufanie co do perspektyw w horyzoncie 12 miesięcy, co sugeruje, że poprawa koniunktury utrzyma się także w nowym roku”.
- **PL:** Deficyt budżetu państwa po listopadzie wyniósł 141,8 mld PLN wobec deficytu 42,6 mld PLN w analogicznym okresie roku ubiegłego. W samym listopadzie natomiast niedobór w kasie państwa nieco wzrósł o 12,0 mld PLN. Budżet państwa jest pod presją wysokich wydatków, których dynamika przyspieszyła do 31,3% r/r, przy wzroście dochodów o 19,1% r/r. Planowany przez rząd deficyt na cały ten rok wynosi 240,3 mld PLN. Oznacza to, iż w grudniu deficyt może sięgnąć 100 mld PLN. To bardzo wysoki jego poziom, jednak możliwy do zrealizowania. Ostateczny poziom, będzie w dużej mierze efektem dyskrecjonalnych decyzji np. co do wysokości wydatków niewygasających, czy też poziomu zwrotów podatku VAT. Niezależnie od wyniku budżetu państwa w całym roku, sytuację w sektorze finansów publicznych ocenić należy jako trudną. Na koniec 2024 r. deficyt całości sektora *general government* sięgnie, według nas, 5,8% PKB.
- **PL:** Najczęściej śledzony wskaźnik inflacji bazowej - CPI po wyłączeniu cen żywności i energii - wzrósł w listopadzie do 4,3% r/r z 4,1% r/r. napędzany wzrostem cen usług. Należy jednak zaznaczyć, że wzrost cen koncentrował się usługach telekomunikacyjnych i miał powszechnego charakteru. O ile zatem nadal inflacja cen usług jest wysoka, to rosną szanse, że przesunie się ona w trwały trend spadkowy w 2025 r., dając przestrzeń do wznowienia cyklu obniżek stóp procentowych NBP.

Rynki na dziś

W naszej ocenie dzisiejsza sesja - wzorem wczorajszej - nie powinna przynieść istotnych zmian w notowaniach złotego, czy eurodolara. Dominuje wyczekiwanie na wynik posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej (środa). Nieco ciekawszy przebieg mają notowania obligacji krajowych, które pozostają w trendzie przeceny (a więc wzrostu rentowności). Jest to efekt złożenia kilku czynników (wpływ rynków bazowych, zmiany oczekiwań co do terminu obniżki stóp procentowych w Polsce), lecz najnowszym są dane o budżecie, które „przypomniały” uczestnikom rynku o ryzyku fiskalnym. Wczorajsza decyzja Ministerstwa Finansów o zorganizowaniu w dniu jutrzejszym przetargu zamiany a nie sprzedaży okazała się być jedynie chwilową ulgą dla papierów wartościowych.

| Kursy walut | | Δ % |
|-------------|--------|-------|
| EUR/PLN | 4,2583 | -0,2% |
| USD/PLN | 4,0568 | -0,3% |
| CHF/PLN | 4,5361 | -0,3% |
| EUR/USD | 1,0496 | 0,1% |

| Rynek Pieniężny | (%) | Δ bps |
|-----------------|------|-------|
| WIBOR 1M | 5,84 | 2 |
| WIBOR 3M | 5,85 | -1 |

| Obligacje PL | (%) | Δ bps |
|--------------|------|-------|
| 2Y | 5,03 | -1 |
| 5Y | 5,45 | 2 |
| 10Y | 5,72 | -8 |

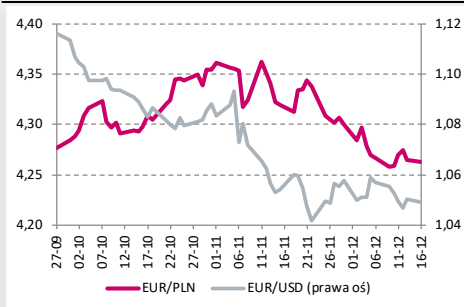
| IRS PLN | (%) | Δ bps |
|---------|------|-------|
| 2Y | 5,18 | 3 |
| 5Y | 4,92 | 7 |
| 10Y | 5,08 | 7 |

| Obligacje bazowe | (%) | Δ bps |
|------------------|------|-------|
| DE 10Y | 2,24 | 0 |
| US 10Y | 4,39 | 2 |

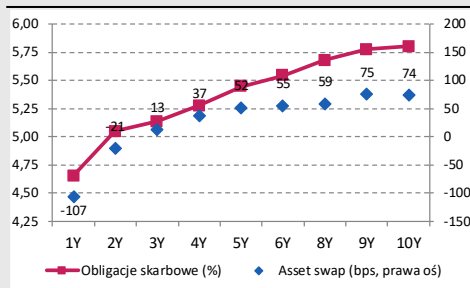
| Giełdy | pkt. | Δ % |
|------------|---------|------|
| WIG | 81663,6 | 0,0 |
| S&P 500 | 6074,1 | 0,4 |
| Nikkei 225 | 38987,7 | -0,5 |

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

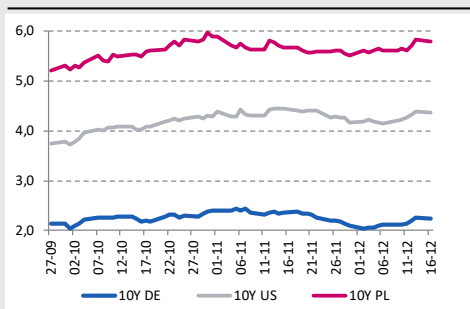
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



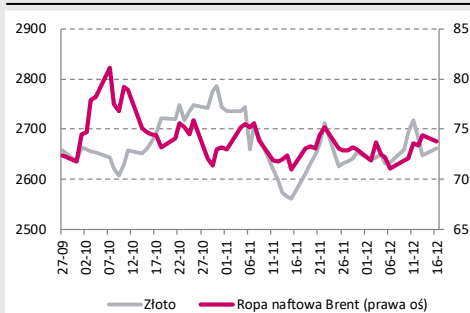
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Mimo rozbudowanego kalendarza danych makroekonomicznych w przedświątecznym tygodniu nie spodziewamy się, by zaplanowane wydarzenia miały przełożyć się na istotne ruchy złotego do euro. W naszej ocenie kurs EUR/PLN pozostanie wierny okolicom 4,26. Ryzykiem pozostaje oczywiście możliwość wystąpienia zagrożeń natury geopolitycznej, w szczególności, gdyby natrafiały one na mniej płynny z powodu zbliżających się świąt rynek. Posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej, które uznajemy za najważniejszy moment tego tygodnia nie powinno jednak przynosić rynkowej zmienności, gdyż nie uważamy, by jego wyniki miał być zaskoczeniem dla inwestorów. Stawiamy na cięcie stóp procentowych o 25 pkt. baz. z jednoczesną ostrożną narracją co do kolejnych ruchów. Liczne dane krajowe tego tygodnia (produkcja przemysłowa, wynagrodzenia, sprzedaż detaliczna) nie będą w stanie odmienić losów złotego. Przede wszystkim w kontekście niedawnego zwrotu części członków Rady Polityki Pieniężnej, w tym prezesa Narodowego Banku Polskiego, dotyczącego terminu możliwej obniżki stóp procentowych (przesunięcie bardziej w przyszłość). Podsumowując mimo mnogości potencjalnych impulsów uważamy, iż kurs EUR/PLN zakończy tydzień w okolicy jego rozpoczęcia, tj. poziomu 4,26. Ryzykiem pozostają niezmiennie kwestie geopolityczne, jak również nieoczekiwane zmiany m.in. w narracji Fed.

Rynki zagraniczne

Przedświąteczny tydzień przynosi kiepskie nastroje i przypomnienie o bolączkach, które utrzymywać się będą także w 2025 roku. Mimo, iż rynek ze względny spokojem odebrał dane z Chin, to w przypadku sprzedaży detalicznej okazały się być one rozczarowaniem. Wciąż żywe pozostają ponadto problemy polityczne w „starej” Europie. O tym czym grozi niestabilność polityczna przekonana się w weekend Francja, gdzie agencja Moody's obniżyła ocenę ratingową dla tego kraju. Jak wspomnieliśmy jednak poniedziałek rozpoczął się dość ospale, a kurs EUR/USD koncentrował się wokół poziomu 1,05. Naszym zdaniem - jeżeli posiedzenie Fed (środa) nie przyniesie zaskoczeń - eurodolar zakończy tydzień (a być może i grudzień) w tych okolicach. Przed nami także odczyty inflacji PCE (piątek), czy PKB (czwartek) w Stanach Zjednoczonych. Trudno jednak oczekiwać, by wspomniane dane miały istotnie zmieniać rynkowe perspektywy stóp procentowych w sytuacji, gdy publikowane będzie tuż po posiedzeniu Rezerwy Federalnej USA, na której poznamy najnowszy zestaw prognoz makroekonomicznych, w tym wykres dot-plot punktowo wskazujący docelowy poziom stóp procentowych w ocenie członków Fed.

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 | 45.2 | 45.0 | |
| 10:00 Indeks PMI dla usług wst. | EZ | Grudzień | 49.5 | 51.4 | 49.4 | |
| 14:00 Inflacja bazowa r/r | Polska | Listopad | 4.1% | 4.3% | 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% | | 2.5% | |
| 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