



Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

18 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

- **PL:** Dziś o godz. 10:00 GUS opublikuje wyniki badania koniunktury konsumenckiej w grudniu. Nie są to dane, które mogą mieć wpływ na rynki. Niemniej, sądzimy, że warto na nie zwrócić uwagę, gdyż październik i listopad przyniósł spadki bieżącego i wyprzedającego wskaźnika koniunktury. Co więcej, w listopadzie wskaźnik spodziewanego przez gospodarstwa domowe bezrobocia kontynuował trwający do roku trend wzrostowy. Zobaczmy, czy te tendencje pogłębiają się na koniec roku.
- **EZ:** O godz. 11:00 Eurostat opublikuje finalne dane o inflacji HICP w listopadzie w strefie euro. Według wstępnego szacunku wzrosła ona do 2,3% r/r z 2,0% r/r.
- **US:** O godz. 20:00 poznamy decyzję Fed co do polityki pieniężnej, a więc najważniejsze wydarzenie dla rynków w tym tygodniu. Fed najpewniej obniży przedział dla głównej stopy procentowej o 25 pkt baz. do 4,25-4,50%. O ile w świetle nowych danych inflacyjnych i z gospodarki realnej (np. wczorajszy wzrost sprzedaży detalicznej o 0,7% m/m) jest mniej niż wcześniej argumentów za obniżką, to naszym zdaniem Fed nie będzie chciał zaskoczyć rynków i obniży stopy. Co więcej, uwaga inwestorów i ekonomistów koncentrować będzie się na zestawie nowych prognoz, w tym na oczekiwaniach członków Fed co do stóp procentowych, tj. tzw. wykresie dot-plot. Warto zauważyć, że obniżką o 25 pkt baz. Fed zrealizuje przedstawione we wrześniu oczekiwania dla 2024 r. Dla 2025 r. amerykańscy bankierzy centralni spodziewali się natomiast łącznie niższych stóp jeszcze o 100 pkt baz. oraz o kolejne 50 pkt baz. w 2026 r. Sądzimy, że prognozy te zostaną zrewidowane w górę, w kierunku bieżącej rynkowej wyceny ścieżki stóp procentowych. Według niej, w 2025 r. stopy spadną tylko o 50 pkt baz., po czym mają się ustabilizować. Bardzo istotna będzie także konferencja prezesa Fed J.Powella, który będzie miał skomplikowane zadanie pogodzenia słabnącego rynku pracy z uporczywą inflacją oraz potencjalnie proinflacyjnymi planami prezydenta-elekta D.Trumpa. Sądzimy, że J.Powell nadal będzie podkreślał zależność tempa dalszych obniżek od danych, a także potrzebę ostrożności w warunkach wzrostu niepewności. Rok 2025 to będzie zapewne czas pogłębienia różnicy w tempie obniżek stóp procentowych pomiędzy USA i Europą, która nadal będzie borykać się z relatywnie wolnym wzrostem gospodarczym.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2643	0,1%
USD/PLN	4,0594	0,1%
CHF/PLN	4,5365	0,0%
EUR/USD	1,0505	0,1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,85	1
WIBOR 3M	5,86	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,09	5
5Y	5,50	5
10Y	5,86	14

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,22	4
5Y	4,97	6
10Y	5,14	6

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,23	0
US 10Y	4,38	-1

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	79790,9	-2,3
S&P 500	6050,6	-0,4
Nikkei 225	38987,7	-0,5

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

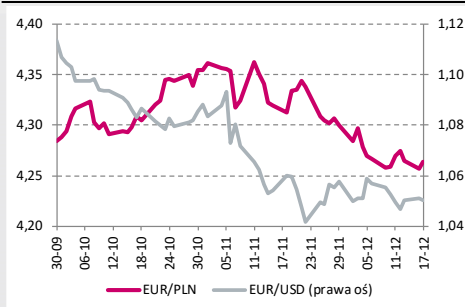
Wydarzenia i komentarze

- **GE:** Indeks instytutu Ifo, tj. najważniejszy wskaźnik koniunktury dla Niemiec spadł w grudniu do 84,7 pkt z 85,6 pkt miesiąc wcześniej, co okazało się negatywną niespodzianką. Jest to najniższa wartość indeksu od wiosny 2020 r., gdy wybuchła pandemia COVID-19, a jeszcze wcześniej niższe wartości notowano podczas globalnego kryzysu finansowego w 2009 r. W szczególności w trudnej sytuacji jest niemiecki przemysł cierpiący z powodu spadku zamówień, rosnących kosztów i zagranicznej konkurencji. Inny wskaźnik dla gospodarki Niemiec, indeks instytutu ZEW, wzrósł w grudniu do 15,7 pkt z 7,4 pkt. Niemniej wnioski nie ulegają zmianie, że 4Q 2024 przynosi co najwyżej stagnację niemieckiej gospodarki, która w nowy rok wejdzie zapewne w niezmiennie pesymistycznych nastrojach.
- **HU:** Narodowy Bank Węgier utrzymał podstawową stopę procentową na poziomie 6,50%. 6,50%. Według oczekiwań rynkowych w 2025 r. obniżki będą kontynuowane, aczkolwiek już w niewielkiej skali (o 75 pkt baz.).

Rynki na dziś

To bez wątpienia będzie dzień skupiony wokół wyniku posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej. O ile konsensus zgodnie zakłada cięcie stóp procentowych o 25 pkt. baz., o tyle - z rynkowego punktu widzenia - liczyć się będzie to ile kolejnych obniżek Fed wskaże w swoich prognozach w 2025 roku i kolejnych latach (wykres dot-plot). Od tego jak bardzo (jeśli w ogóle) wskazania członków Fed będą odmienne niż 50 pkt. baz. wyceniane obecnie przez rynki finansowe na 2025 rok zależać będzie reakcja dolara, obligacji USA, ale i wielu innych aktywów. Złoty pozostaje konsekwentny w swoim uspieniu wokół poziomu 4,26 za EUR. Nie wykluczamy jednak, iż w przypadku sporego zaskoczenia w narracji Fed także i krajowe aktywa mogą podbić zmienność.

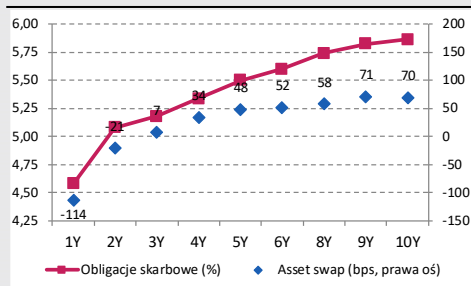
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



Rynek krajowy

Mimo kilku ciekawych pozycji we wczorajszym kalendarium danych makroekonomicznych zmiany kursu EUR/PLN były ledwie zauważalne. Notowania złotego do euro uporczywie tkwią w okolicy 4,26, w czym sprzyja marazm rynku eurodolara. Pytaniem otwartym pozostaje, czy zostanie on przełamany podczas dzisiejszej sesji w obliczu decyzji a właściwie bardziej narracji zaprezentowanej przez Rezerwę Federalną USA. Emocje, których nie dostarcza złoty zapewniają natomiast notowania obligacji. Wczoraj rentowność 10-latkii polskiej zwyżkowała przejściowo do poziomu 5,91%, a więc najwyższego od końca października. O ile rozumiemy, iż zmiana narracji prezesa Narodowego Banku Polskiego odnośnie do terminu wznowienia cięć stóp procentowych w Polsce sprzyja - kanałem stawek IRS - zwyżce dochodowości, o tyle nie spodziewamy się utrzymania tych tendencji w najbliższych dniach. Podobnie nie zakładamy, iż stawki asset swap (proxy ryzyka fiskalnego) miały rosnąć w sytuacji, gdy ostatnie przetargi spotkały się ze sporym zainteresowaniem, a resort finansów dziś zorganizuje przetarg zamiany a nie sprzedaży (co było niejasne aż do poniedziałku).

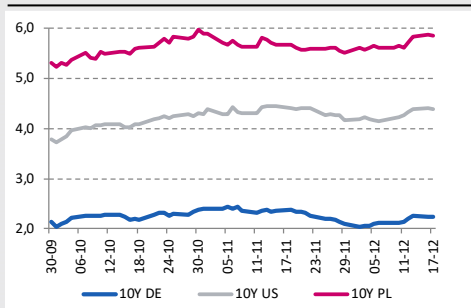
Krajowy rynek stopy procentowej



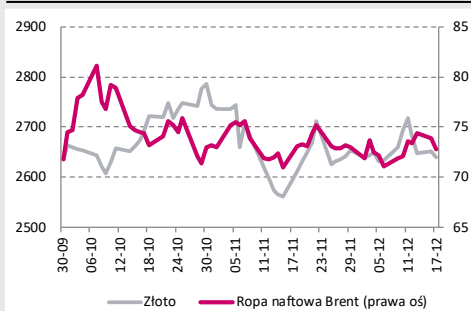
Rynki zagraniczne

Początek tygodnia na rynku eurodolara rozpoczął się dość ospale, a kurs EUR/USD koncentrował się wokół poziomu 1,05. Naszym zdaniem - jeżeli posiedzenie Fed (dziś) 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.

Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



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	85.6	84.7	85.6	
11:00 Indeks instytutu ZEW	Niemcy	Grudzień	7.4	15.7	6.0	
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Węgry	Grudzień	6.50%	6.50%	6.50%	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Listopad	0.5%	0.7%	0.5%	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Listopad	-0.4%	-0.1%	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