



# Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

19 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

- **PL:** Dziś o godz. 10:00 poznamy dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw w listopadzie, gdzie oczekujemy stabilnej sytuacji. Nasze prognozy pokazują na utrzymanie dynamiki zatrudnienia na -0,6% r/r i wzrostu płac na 10,2% r/r.
- **PL:** O godz. 10:00 poznamy także dane z przemysłu i budownictwa w listopadzie. Spodziewamy się, że dynamika produkcji przemysłowej wyniesie 0,0% r/r po wzroście o 4,7% r/r w październiku. W przypadku produkcji budowlano-montażowej oczekujemy pogłębienia spadku do -12,1% r/r z -9,6% r/r. Za spore wahania tempa wzrostu r/r odpowiada efekt kalendarzowy. Pomimo słabszych danych o produkcji w listopadzie oczekujemy, że wzrost PKB w 4Q24 przyspieszy do 3,2% r/r z 2,7% r/r w 3Q24.
- **UK:** O godz. 13:00 mamy z kolei poznać decyzję Banku Anglii dotyczącą stóp proc. Konsensus prognoz wskazuje na utrzymanie podstawowej stopy procentowej na poziomie 4,75%. Jeśli ta prognoza zmaterializuje się to Bank Anglii zakończy rok z podstawową stopą tylko o 50 pkt niższą niż szczyt z lat 2023-2024 (5,25%).
- **CZ:** Godz. 14:00 to z kolei czas decyzji Narodowego Banku Czeskiego co do stóp procentowych. Podobnie jak w przypadku wtorkowej decyzji banku centralnego Węgier oczekuje się utrzymania głównej stopy procentowej (w Czechach na poziomie 4,00%).

## Wydarzenia i komentarze

- **US:** Na koniec roku Fed dostarczył tzw. „hawkish cut” i przechodzi w fazę bardziej ostrożnej polityki pieniężnej. Amerykańscy bankierzy centralni zgodnie z oczekiwaniami obniżyli przedział dla głównej stopy procentowej o 25 pkt baz. do 4,25-4,50%, choć przewodniczący J.Powell na konferencji powiedział, że decyzja o cięciu nie była tak łatwa (close call) jak poprzednio w listopadzie. Zrewidowano też w górę oczekiwania co do stóp procentowych i inflacji w przeszłości. Nowy zestaw prognoz wskazuje na łączne cięcia tylko o 50 pkt baz. w 2025 r., kolejne 50 pkt w 2026 r., i następne 25 pkt w 2027 r. prowadząc do poziomu ocenianego jako równowaga długookresowa. We wrześniu natomiast członkowie Fed oczekiwali łącznej obniżki w 2025 r. o 100 pkt baz. i 50 pkt baz. w 2026 r. W kierunku korekty prognoz stóp proc. dobrze wpisuje się rewizja prognoz inflacji, która oceniana jest na bardziej uporczywą. Podniesiono także ścieżkę prognozy inflacji bazowej, przy czym stopa bezrobocia ma być w latach 2024-2025 niższa niż zakładano we wrześniu. Podczas konferencji J.Powell powiedział, że od grudniowego posiedzenia Fed wchodzi w nową fazę polityki pieniężnej, w której będzie bardziej ostrożny w kolejnych decyzjach. Nadal mają być one uzależnione do napływających danych o inflacji i rynku pracy. J.Powell wypowiedział się optymistycznie o amerykańskiej gospodarce w najbliższej przyszłości, aczkolwiek ocenił, że rynek pracy jest już bardziej zrównoważony niż przed pandemią i dalej wytraca temperaturę. Poinformował też, że Fed prowadzi analizy co do wpływu zmian w polityce celnej USA, ale ostatecznych odpowiedzi nie będzie jeszcze przez jakiś czas. Grudniowa decyzja i kierunek rewizji oczekiwań co do stóp procentowych nie zaskakują, niemniej ogólna wymowa grudniowego posiedzenia może być uznana za pewną jastrzębią niespodziankę. Rynki i ekonomiści czekają zatem na napływające dane. Jeśli pokażą one stabilny rynek pracy i inflację to naszym zdaniem Fed na posiedzeniu otwierającym 2025 r. (29 stycznia) nie zmieni stóp procentowych. Taki też jest obecny scenariusz rynków. Co ciekawe, po decyzji inwestorzy są podzieleni, co do tego czy w 2025 r. Fed zdecyduje się na dwie, czy może tylko na jedną obniżkę stóp proc. Oczekiwania dla gospodarki USA i polityki pieniężnej Fed kontrastują coraz mocniej z prognozami dla Europejskiego Banku Centralnego. Rosnący dysparytet stóp procentowych między USA a Eurogrupą będzie jednym z wiodących tematów gospodarczych przyszłego roku.

## Rynki na dziś

Wyraźnie jastrzębi przekaz Fed zdecydował o około 1,5-centowym spadku eurodolara do 1,0350 i solidnym wzroście dochodowości Treasuries. Początek dzisiejszej sesji przynosi jednak pewną realizację zysków w notowaniach EUR/USD. Złoty raz jeszcze udowadnia swą odporność na ruchy globalne koncentrując się wokół 4,26. Liczne dane krajowe dzisiejszej sesji pozostaną drugoplanowe.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2641	0,0%
USD/PLN	4,0665	0,2%
CHF/PLN	4,5525	0,4%
EUR/USD	1,0489	-0,2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,87	2
WIBOR 3M	5,85	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,07	-2
5Y	5,45	-5
10Y	5,81	-5

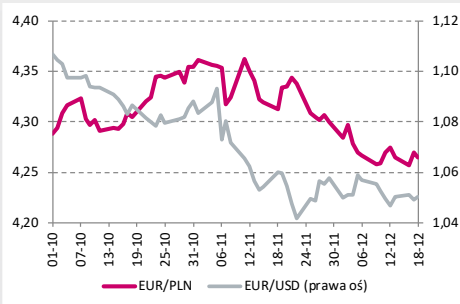
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,16	-6
5Y	4,88	-9
10Y	5,04	-10

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,24	2
US 10Y	4,41	2

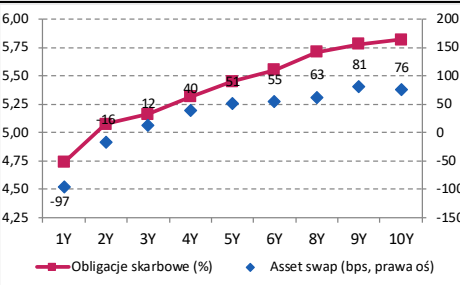
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	80225,6	0,5
S&P 500	5872,2	-2,9
Nikkei 225	38987,7	-0,5

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

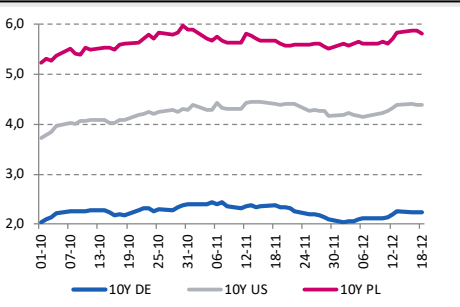
## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



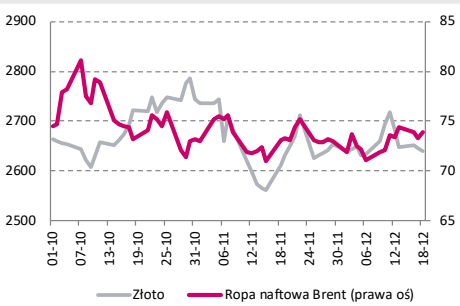
## Krajowy rynek stopy procentowej



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



## Ceny surowców [USD]



## Rynek krajowy

Złotego nic nie było wczoraj w stanie wyprowadzić w letargu. Oczekiwanie na wynik posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej dodatkowo uspiło wycenę złotego. Kurs EUR/PLN - jak oczekiwaliśmy - koncentrował się wokół poziomu 4,26. Niewielka aktywność widoczna była ponadto na pozostałych parach złotych. Wydarzeniem dnia na rynku długu był przetarg zamiany. Ministerstwo Finansów sprzedało pięć serii obligacji (OK0127, WS0429, PS0130, WZ0330 i DS1034) za 7,1 mld PLN, a odkupiło cztery serie (PS0425, WZ0525, DS0725 i OK1025) za 7,0 mld PLN, czym prefinansowało (ze względu na wykup serii zapadających w 2025 roku) potrzeby pożyczkowe.

## Rynki zagraniczne

Wyczekiwanie na posiedzenie Fed zdominowało wczorajszą sesję na rynku eurodolara. Kurs EUR/USD w dobrze znanym z poprzednich dni stylu koncentrował się wokół poziomu 1,05 pozostając mało zmienny. Sytuacja zmieniła się dopiero wraz z opublikowaniem wyników posiedzenia Rezerwy Federalnej. Zmiana nastawienia amerykańskich bankierów centralnych, co do kolejnych ruchów w 2025 roku (wyższa docelowa stopa procentowa) w połączeniu z jastrzębią narracją prezesa Fed zadecydowały o solidnym umocnieniu dolara. W szybkim tempie para EUR/USD przesunęła się do 1,035, a więc o niemal półtora centa w stosunku do wczorajszego otwarcia. Z kolei amerykańska krzywa pod wpływem posiedzenia zwyżkowała. Dochodowość 10-latki USA sięgnęła poziomu 4,52% i była najwyższa od pół roku.

## 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%	2.2%	2.3%	
20:00 Decyzja ws. stóp proc.	USA	Grudzień	4.50-4.75%	4.25-4.50%	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