

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

9 grudnia 2024

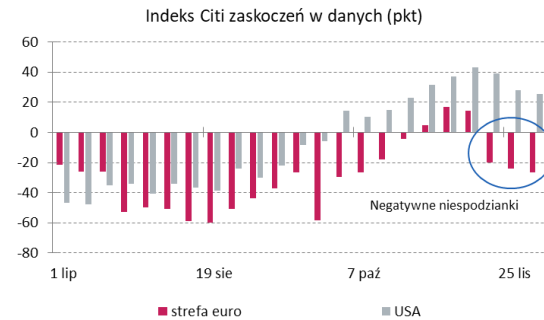
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński
Ekonomista
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz
Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond

W tym tygodniu Europejski Bank Centralny obniży podstawową stopę procentową o 25 pkt baz. do 3,00%. W centrum uwagi będzie komunikacja Banku oraz nowe prognozy makroekonomiczne. Pytaniem pozostaje, czy ich wymowa będzie bardziej łagodna niż poprzednio, m.in. z powodu słabszych od oczekiwań danych oraz wzrostu niepewności co do wewnętrznej sytuacji politycznej (Niemcy, Francja), czy też polityki handlowej nowej amerykańskiej administracji.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

EBC obniży stopy, ale czy zmieni swoją retorykę?

W czwartek 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 - stopa depozytowa - do poziomu 3,00%, tj. najniższej od kwietnia 2023 r. Obecnie większość inwestorów również 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 Stanach Zjednoczonych scenariuszem bazowym dla inwestorów była przez kilka dni obniżka o 50 pkt baz. Cięcie 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 byłibyśmy zaskoczeni, gdyby prezesi złagodzili nieznacznie swoją retorykę, dając jakąś formę forward guidance dla kontynuacji 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%.

Wzrost inflacji CPI w USA nie powinien odwieść Fed od cięcia stóp proc.

W środę o godz. 14:30 poznamy dane o inflacji CPI w USA w listopadzie. Konsensus prognoz wskazuje na wzrost indeksu do 2,7% r/r z 2,6% r/r, przy stabilizacji inflacji bazowej na 3,3% r/r, a więc wartości dość wysokiej. Zrealizowanie się tych oczekiwań, naszym zdaniem, nie odwołoby członków amerykańskiej Rezerwy Fed od obniżki stóp procentowych na posiedzeniu w przyszłym tygodniu. Tym bardziej, że dane, które poznaliśmy w piątek, pokazują, w naszej interpretacji, dalsze, choć powolnie wytracanie temperatury przez tamtejszy rynek pracy. Wydaje nam się, że bardziej niepewne są perspektywy kosztu pieniądza w USA w przyszłym roku, gdy nowy prezydent wraz z sprzymierzoną republikańską większością w Kongresie będzie wdrażał kampanijne zapowiedzi co do polityki handlowej i podatkowej. Ich realizacja potencjalnie jest proinflacyjna, aczkolwiek czas wdrożenia i skala działań nie są jeszcze jasne.

W piątek poznamy szczegóły inflacji w Polsce

W piątek 13 grudnia poznamy finalny odczyt inflacji CPI w Polsce za listopad. Wstępny szacunek GUS pokazał zgodny z oczekiwaniami spadek do 4,6% r/r z 5,0% r/r w październiku. Odczyt finalny nie powinien odbiegać od wstępnego. Ciekawych informacji mogą dostarczyć dane o inflacji z podziałem na sektory. Warto zwrócić uwagę na sektor usług, gdzie inflacja pozostaje uporczywa, choć w ujęciu m/m stopniowo wyhamowuje. Dane nie powinny wpłynąć na narrację RPP, która w najbliższych miesiącach powinna utrzymywać stopy na obecnym poziomie.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2641	-0,8%
USD/PLN	4,0362	-1,4%
CHF/PLN	4,6024	-0,2%
EUR/USD	1,0565	0,6%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,83	1
WIBOR 3M	5,87	2

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,03	21
5Y	5,31	15
10Y	5,57	10

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,05	23
5Y	4,67	18
10Y	4,78	12

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,11	5
US 10Y	4,15	-6




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	83004,3	2,4
S&P 500	6090,3	1,0
Nikkei 225	39160,5	1,7

Źródło: LSEG Data & Analytics




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

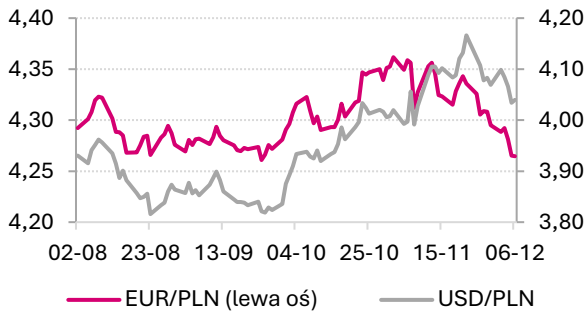
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Ubiegłotygodniowe nieoczekiwane wydarzenia zmieniły nieco postrzeganie polskiej waluty. Zmiana perspektyw polityki pieniężnej przedstawiona w czwartek podczas konferencji prasowej prezesa Narodowego Banku Polskiego (opóźnienie dyskusji o obniżkach stóp procentowych z marca do października 2025 roku) umacnia złotego. Tym bardziej, iż banki centralne państw rozwiniętych, ale i regionu pozostają w trybie cięć stóp procentowych. W naturalny sposób (kanałem różnicy w poziomie stóp procentowych) wzmacnia to atrakcyjność polskiej waluty. Naszym zdaniem efektem może być presja kursu EUR/PLN na ruch w kierunku poziomu 4,24. Jednocześnie zwracamy uwagę, iż wspomniana para koncentruje się w okolicy najniższego poziomu od końca września, a więc momentu, gdy wzrost prawdopodobieństwa wygranej Republikanów w wyborach w USA doprowadził do solidnych przetasowań na rynkach finansowych. Krótkookresowym wsparciem dla polskiej waluty będą także doniesienia o kolejnej transzy środków z Krajowego Planu Odbudowy. Kalendarium tego tygodnia zdominowane jest przez doniesienia z zagranicy. Szczegóły krajowej inflacji - zwłaszcza w obliczu retoryki ubiegłotygodniowego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej - pozostają drugoplanowe. Inwestorzy koncentrować się będą wokół decyzji Europejskiego Banku Centralnego (czwartek). Podkreślanie słabości perspektyw strefy euro powinno utrzymać zainteresowanie złotym na zasadzie słabości euro do większości walut.
USD/PLN 	Stabilizacja notowań eurodolara utrzymuje się a zmiany kursu USD/PLN w coraz większym stopniu „opierają się” na umocnieniu złotego. W najbliższych dniach oczekujemy, iż polska waluta, choć już tylko nieznacznie, będzie się umacniać sprowadzając kurs USD/PLN na niższe poziomy. Nie wykluczamy, choć będzie to uzależnione od zaprezentowanej przez Ch.Lagarde narracji podczas konferencji prasowej podsumowującej posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, prób ataku na psychologiczny poziom 4,00 PLN za USD.
EUR/USD 	Widać coraz wyraźniej, iż ruch umocnienia dolara - zainicjowany jeszcze w październiku - napotkał na kres w ramach bieżącej rundy. Notowania EUR/USD pozostają stabilne wokół poziomu 1,0550 wyczekując nowych impulsów. W naszej ocenie takim może okazać się czwartkowe posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, o ile przyniesie ono zmianę narracji. Jednocześnie jednak ruch eurodolara w takim scenariuszu nie byłby znaczący. Zanim jednak poznamy decyzję EBC w środę opublikowana zostanie inflacja CPI ze Stanów Zjednoczonych. Uporczywość inflacji nie będzie jednak naszym zdaniem zaskoczeniem i również nie musi oznaczać zmian dolara. Podsumowując mimo potencjalnych impulsów nie znajdujemy argumentów za istotnymi zmianami kursu EUR/USD w tym tygodniu. Ryzyko, choć o ograniczonym rynkowo zakresie, tworzy narracja wspomnianego posiedzenia EBC, jak również wydarzenia natury geopolitycznej tj. sytuacja w Syrii, Ukrainie, Francji, czy kolejne informacje płynące od prezydenta elekta Stanów Zjednoczonych.

Rynek obligacji

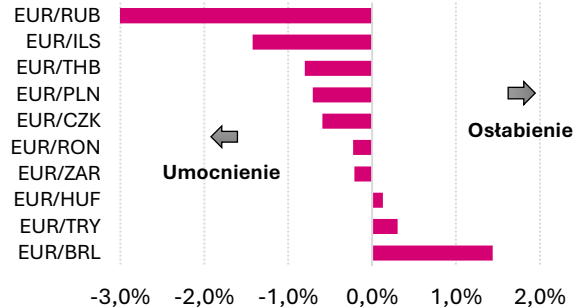
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Mimo, iż nie oczekujemy większych zmian w wycenie polskiego długu w tym tygodniu nie oznacza, to, iż najbliższe dni będą nudne. Przed nami bowiem sporo wydarzeń, choć o znośnym wpływie. Z jednej strony bowiem ubiegłotygodniowe opóźnienie możliwej obniżki stóp procentowych przez A.Głapińskiego (nawet do roku 2026) wraz z wciąż utrzymującym się ryzykiem fiskalnym (przed nami pierwszy z grudniowych przetargów sprzedaży długu) sprzyjać będą wyższe rentowności obligacji. Z drugiej jednak strony otoczenie zewnętrzne, w tym planowane obniżki stóp procentowych w strefie euro i wielu rozwiniętych gospodarkach tworzyć będą środowisko sprzyjające niższe dochodowości (chęć utrzymania spreadu do Bundu). Efektem będzie w naszej ocenie względna stabilizacja wyceny polskiego długu, choć z okresowymi podbiciami zmienności. Sporo zależeć może od narracji szefowej Europejskiego Banku Centralnego. Sporo od wyników wspomnianego przetargu Ministerstwa Finansów (kluczowy będzie poziom popytu na polskie papiery skarbowe).
10Y DE (%) 	W naszej ocenie mimo mnogości impulsów wycena niemieckiego długu ustabilizuje się w tym tygodniu o ile na rynek nie napłyną żadne nowe destabilizujące obecną sytuację informacje, w tym natury politycznej (sytuacja we Francji mogące zwiększać awersję do ryzyka w Europie). Uważamy, iż scenariuszem bazowym dla posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego będzie cięcie stóp procentowych o 25 pkt. baz. z zachowaniem zbliżonej retoryki wypowiedzi prezesa Ch.Lagarde, co nie będzie stanowiło o rynkowej zmienności a zwłaszcza długu długoterminowego.
10Y US (%) 	Dochodowość amerykańskiej 10-latki na poziomie 4,20% istotnie oddaliła się od niedawnych półrocznych maksimów mimo wciąż utrzymujących się argumentów za wyższą rentowności. Mamy tu na myśli powściągliwość Fed co do kwestii cięć stóp procentowych w 2025 roku, jak i impulsu fiskalnego przygotowywanego przez Republikanów. Wydarzeniem tygodnia będzie odczyt inflacji CPI, który - obok m.in. piątkowym niezłych danych z rynku pracy USA - może utrzymać w ocenie rynku przekonanie o niewielkich ruchach stóp procentowych Fed w 2025 roku.

Wykresy rynkowe

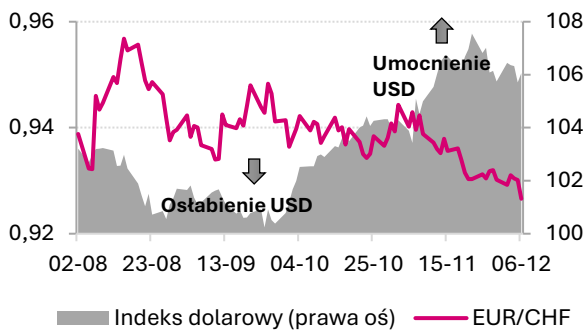
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



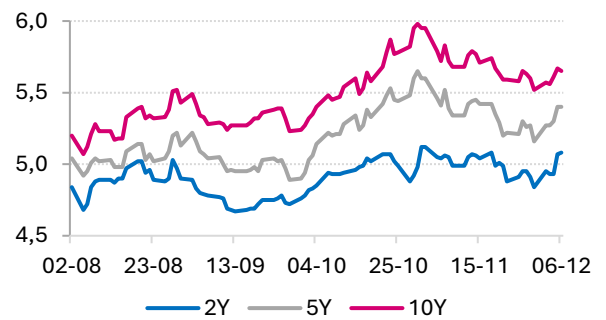
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



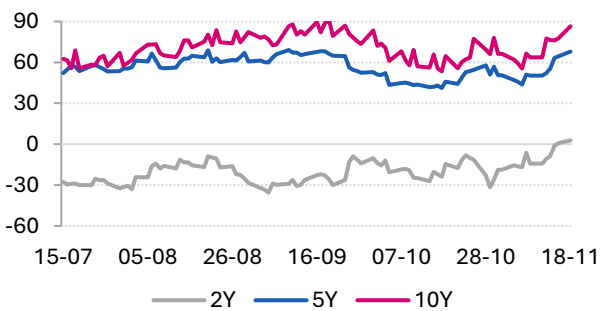
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



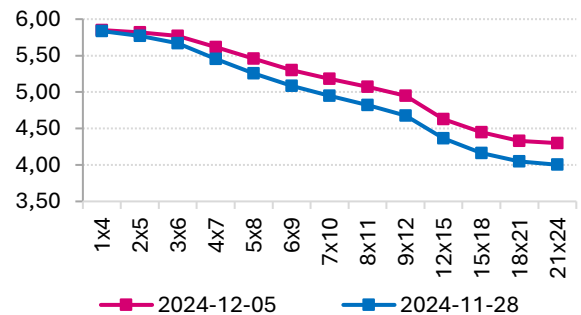
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



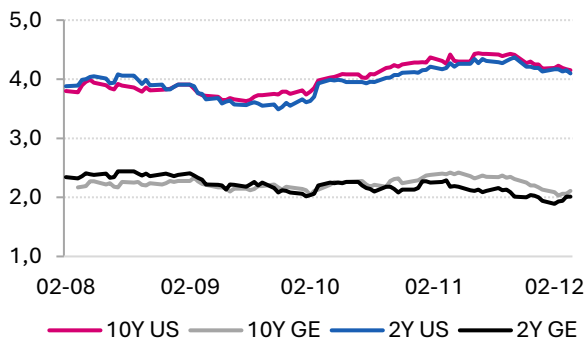
Krajowe stawki asset swap [%]



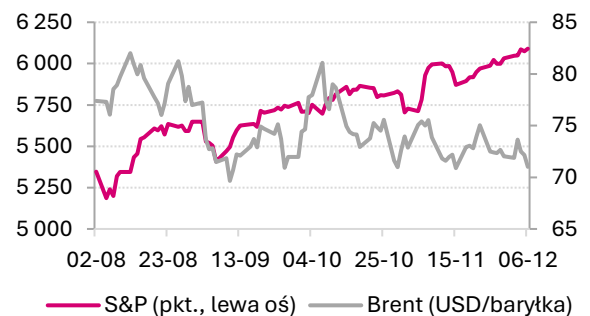
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, LSEG Data & Analytics

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 09 grudnia					
02:30 Inflacja CPI r/r	Chiny	Listopad	0.3%	0.5%	
10:30 Sentix	EZ	Grudzień	-12.8	-13.1	
Wtorek 10 grudnia					
08:00 Inflacja HICP r/r fin.	Niemcy	Listopad	2.4%	2.4%	
08:30 Inflacja CPI r/r	Węgry	Listopad	3.2%	3.8%	
09:00 Inflacja CPI r/r	Czechy	Listopad	2.8%	3.0%	
Środa 11 grudnia					
Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Grudzień			
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Listopad	2.6%	2.7%	
Czwartek 12 grudnia					
09:30 Decyzja SNB ws. stóp procentowych	Szwajcaria	4Q	1.00%	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%	4.3%
15:45 Indeks PMI dla przemysłu wst.	USA	Grudzień	49.7		
15:45 Indeks PMI dla usług wst.	USA	Grudzień	56.1		

Dane i prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
PKB	% r/r	5.3	0.1	2.8	3.9	2.0	3.0	2.7	3.2	4.0	3.6	3.8	3.9
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.2	5.1	5.1	5.1	5.3	4.9	5.0	5.1	5.4	5.0	5.0	5.1
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	14.4	11.4	3.7	4.6	2.8	2.5	4.3	5.0	5.7	5.4	3.8	3.6
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	98.7	82.0	81.0	76.8	81.5	84.8	78.7	79.6	78.2	77.2	76.3	75.4
Stopa referencyjna	%, k.o.	6.75	5.75	5.75	4.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.50	5.25	4.75
WIBOR 1M	%, k.o.	6.93	5.80	5.85	4.81	5.83	5.84	5.82	5.85	5.85	5.55	5.31	4.81
WIBOR 3M	%, k.o.	7.02	5.88	5.83	4.83	5.88	5.85	5.85	5.83	5.82	5.61	5.31	4.83
WIBOR 6M	%, k.o.	7.14	5.82	5.79	4.67	5.86	5.86	5.85	5.79	5.77	5.42	5.22	4.67
EUR/PLN	k.o.	4.69	4.35	4.26	4.29	4.30	4.31	4.28	4.33	4.32	4.30	4.29	4.31
USD/PLN	k.o.	4.40	3.94	3.86	3.80	3.99	4.03	3.82	4.06	4.09	4.02	4.00	4.00
EUR/USD	k.o.	1.07	1.10	1.10	1.13	1.08	1.07	1.12	1.07	1.06	1.07	1.07	1.08
EURIBOR 3M	%, k.o.	2.13	3.91	2.77	1.83	3.89	3.71	3.28	2.77	2.22	1.94	1.88	1.83
SOFR 3M** (następca LIBOR 3M USD od 07.2023)	%, k.o.	4.77	5.59	4.62	3.10	5.56	5.59	4.85	4.62	4.27	3.84	3.55	3.55

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium, śr.o. - średnio w okresie, k.o. - na koniec okresu
Źródło: GUS, NBP, LSEG Datastream, Macrobond, Bank Millennium SA

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.