



# Makro i rynek

komentarz dzienny

**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

22 stycznia 2020

## Informacje na dziś

- **PL:** Dziś o godz. 10:00 poznamy dane o produkcji przemysłowej w grudniu. Zgodnie z naszą prognozą jej wzrost przyspieszył do 7,5% r/r z 1,4% r/r przed miesiącem. Konsensus rynkowy wskazuje na nieco słabszy wzrost, bo o 6,0% r/r. Za wyższą roczną dynamiką produkcji przemysłowej w grudniu przemawia różnica w liczbie dni roboczych, a także niska baza odniesienia z grudnia 2018 r.

## Wydarzenia i komentarz

- **PL:** Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w grudniu o 2,6% r/r, podobnie jak przed miesiącem. W ujęciu rocznym liczba etatów wzrosła o ponad 163 tys., co jest wartością zbliżoną do odnotowanych w ostatnich kilku miesiącach. Dane te potwierdzają utrzymujący się popyt na pracę w przedsiębiorstwach, pomimo słabnącego nieco wzrostu gospodarczego i rosnących kosztów działalności firm, w tym płac. Styczeniowe dane o liczbie pracujących w sektorze przedsiębiorstw będą zaburzone zmianą próby ankietowanych firm, a więc nie w pełni oddadzą obraz rynku pracy. W kolejnych miesiącach jednak dynamika zatrudnienia powróci do obserwowanego od początku 2018 r. trendu spadkowego, gdyż z jednej strony popyt na pracę będzie słabł (głównie w przemyśle i budownictwie) w związku ze spodziewanym dalszym spowolnieniem gospodarczym, a z drugiej brakiem możliwości pozyskania pracowników w niektórych branżach, głównie w usługach.
- **PL:** Wzrost przeciętnego miesięcznego zatrudnienia przyspieszył natomiast do 6,2% r/r z 5,3% r/r w listopadzie. Odczyt potwierdza nieco wolniejsze wzrosty wynagrodzeń w II połowie 2019 r. Spodziewamy się, że na początku 2020 r. dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw nieco przyspieszy wspierana podniesieniem płacy minimalnej. Nie sądzimy jednak, aby w 2020 r. doszło do wzajemnego napędzania się inflacji i płac, gdyż w warunkach słabnącego popytu na pracę i obniżania stopnia wykorzystania zdolności wytwórczych wydaje się to mało prawdopodobne. Oczekujemy zatem stopniowego, aczkolwiek niezbyt silnego hamowania wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw w przeciągu 2020 r.
- **PL:** Negatywną niespodzianką okazał się natomiast wzrost produkcji budowlano-montażowej, która spadła w grudniu o 3,3% r/r. Dane te wpisują się w obraz odreagowania w 4Q br. inwestycji infrastrukturalnych (głównie sektora publicznego) współfinansowanych przez kurczącą się pulę środków z perspektywy unijnej 2014-2020 r. Szacunki te dobitnie potwierdzają słabnącą dynamikę całości inwestycji w gospodarce w 4Q, co będzie kontynuowane także w 2020 r. Grudniowe dane dopełniają obrazu 4Q ub.r. i wskazują, że wzrost realnego funduszu płac był w tym okresie najwolniejszy od 4 lat. Niemniej ze względu na luzowanie fiskalne i nadal dobrą koniunkturę konsumencką spodziewamy się nieznacznego przyspieszenia konsumpcji gospodarstw domowych - do 4,1% r/r z 3,9% r/r w 3Q.

## Rynki na dziś

Jak dotąd rozprzestrzeniająca się epidemia koronawirusa i rosnący bilans ofiar nie mają większego przełożenia na sentyment inwestycyjny. Dziś bowiem do niewielkich wzrostów powróciły azjatyckie giełdy. Rynek neutralnie przyjmuje ponadto informacje dotyczące rozpoczęcia na poziomie Senatu procedurę usunięcia z urzędu prezydenta D.Trumpa, który oskarżany jest między innymi o nadużycia władzy. Jest wysoce prawdopodobne, iż kontrolowany przez Republikanów Senat nie poprze wniosku o impeachment. W Davos natomiast dojdzie dziś do amerykańsko-francuskich rozmów na temat podatku cyfrowego, co jest punktem zapalnym w relacjach handlowych USA - Unia Europejska. Mimo, iż prezydent USA ocenił jako „bardzo dobre” wtorkowe rozmowy w tej kwestii z prezydentem Francji, to stwierdził, iż w przypadku braku porozumienia rozważy wprowadzenie ceł na samochody produkowane w Europie. Na krajowym podwórku złoty powrócił do umocnienia. W naszej ocenie dzisiejsze krajowe dane o produkcji przemysłowej i jutrzejsze o sprzedaży detalicznej powinny okazać się pozytywną niespodzianką, co obok wskazań technicznych może spychać kurs EUR/PLN w kierunku bariery 4,20.

| Kursy walut |        | Δ %   |
|-------------|--------|-------|
| EUR/PLN     | 4,2325 | -0,2% |
| USD/PLN     | 3,8123 | -0,3% |
| CHF/PLN     | 3,9381 | -0,2% |
| EUR/USD     | 1,1101 | 0,2%  |

| Rynek Pieniężny | (%)  | Δ bps |
|-----------------|------|-------|
| WIBOR 1M        | 1,63 | 0     |
| WIBOR 3M        | 1,71 | 0     |

| Obligacje PL | (%)  | Δ bps |
|--------------|------|-------|
| 2Y           | 1,57 | -1    |
| 5Y           | 1,98 | -4    |
| 10Y          | 2,32 | -4    |

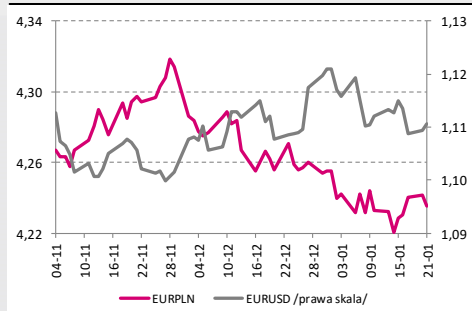
| IRS PLN | (%)  | Δ bps |
|---------|------|-------|
| 2Y      | 1,89 | -3    |
| 5Y      | 2,02 | -6    |
| 10Y     | 2,10 | -5    |

| Obligacje bazowe | (%)   | Δ bps |
|------------------|-------|-------|
| DE 10Y           | -0,23 | -1    |
| US 10Y           | 1,79  | -4    |

| Giełdy     | pkt.    | Δ %  |
|------------|---------|------|
| WIG        | 58828,6 | -0,8 |
| S&P 500    | 3329,6  | -0,3 |
| Nikkei 225 | 23864,6 | -0,9 |

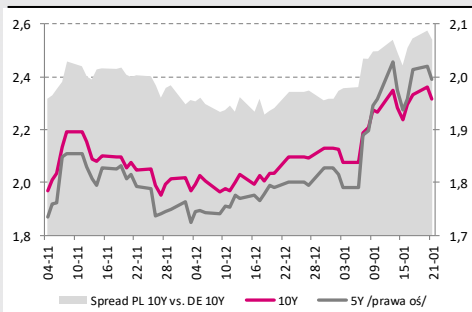
Źródło: Thomson Reuters  
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



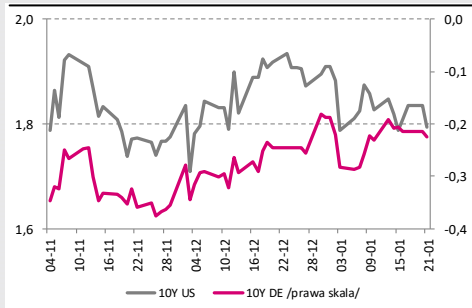
Źródło: Thomson Reuters

## Rentowności polskich obligacji [%]



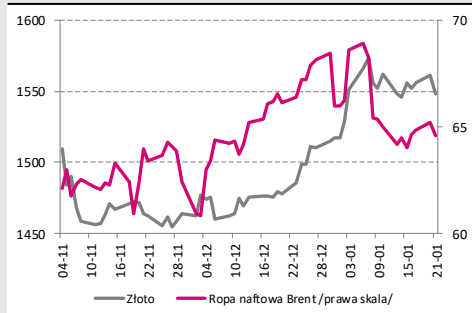
Źródło: Thomson Reuters

## Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Thomson Reuters

## Ceny surowców [USD]



Źródło: Thomson Reuters

## Rynek krajowy

Złoty umocnił się w relacji do euro podczas wczorajszej sesji i to dość wyraźnie, bo o ponad grosz w stosunku do otwarcia na poziomie 4,2430 i ponad 1,5-grosza licząc od dziennego maksimum, które wyniosło 4,2483. Wsparciem dla polskiej waluty jest niezmiennie sytuacja techniczna na wykresie EUR/PLN. Mimo, iż złoty odstawał w swoim umocnieniu od sytuacji w regionie to nie uważamy, by lokalne czynniki fundamentalne w postaci wczorajszych krajowych - w większości zgodnych z oczekiwaniami - danych miały przełożenie na wycenę złotego. Podobnie jak publikacja indeksu ZEW z niemieckiej gospodarki, która akurat okazała się pozytywną niespodzianką. Wtorkowe umocnienie złotego traktujemy jako korekta po czterech dniach przeceny, w których to pozostałe waluty regionu radziły sobie lepiej. Tak jak wskazywaliśmy w naszym wczorajszym wpisie wzrostem cen zakończyła się sesja na krajowym rynku długu. Dochodowość długiego końca krzywej zniżkowała o 4 bps do 2,32%, podczas gdy rentowność 2-latkę stabilizowała się na poziomie 1,57%.

## Rynki zagraniczne

Eurodolar zakończył wczorajszą sesję poniżej poziomu jej rozpoczęcia. Zamknięcie na 1,1080 oznacza ustanowienie niemal 7-tygodniowego minimum. Co ciekawe wczoraj wycenie euro sprzyjała publikacja lepszego od konsensusu indeksu ZEW z niemieckiej gospodarki. Związana z odczytem zwyżka eurodolara okazała się jednak nietrwała. Wczoraj wraz z dolarem na wartości w relacji do wspólnej waluty - choć symbolicznie - zyskiwał także szwajcarski frank oraz brytyjski funt, czy japoński jen. Na bazowych rynkach długu spokojny przebieg miały notowania niemieckich obligacji. Wczorajsza zmiana dochodowości Bunda wyniosła zaledwie 1 bps, a rentowność zakończyła dzień na poziomie -0,23% wobec -0,22% o poranku. Niewielka przecena na amerykańskiej giełdzie skutkowałą spadkiem dochodowości amerykańskiej 10-latkę, która z poziomu 1,83% obniżyła się w dochodowości o 4 bps.

## Kalendarium

| Wskaźnik/Wydarzenie                       | Kraj   | Okres    | Poprzednie dane | Aktualne dane | Konsensus rynkowy | Bank Millennium prognoza |
|-------------------------------------------|--------|----------|-----------------|---------------|-------------------|--------------------------|
| Piątek 17 stycznia                        |        |          |                 |               |                   |                          |
| 11:00 Inflacja HICP r/r                   | EZ     | Grudzień | 1.0%            | 1.3%          | 1.3%              |                          |
| 14:30 Pozwolenia na budowę                | USA    | Grudzień | 1474k           | 1465k         | 1467k             |                          |
| 14:30 Liczba nowych budów domów           | USA    | Grudzień | 1375k           | 1378k         | 1380k             |                          |
| 15:15 Produkcja przemysłowa m/m           | USA    | Grudzień | 1.1%            | -0.3%         | 0.0%              |                          |
| 16:00 Indeksu uniwersytetu Michigan       | USA    | Styczeń  | 99.3            | 99.3          | 99.2              |                          |
| Poniedziałek 20 stycznia                  |        |          |                 |               |                   |                          |
| 08:00 Inflacja PPI r/r                    | Niemcy | Grudzień | -0.7%           | -0.2%         |                   |                          |
| Wtorek 21 stycznia                        |        |          |                 |               |                   |                          |
| 10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r   | Polska | Grudzień | -4.7%           | -3.3%         | 0.6%              | 1.5%                     |
| 10:00 Płace r/r                           | Polska | Grudzień | 5.3%            | 6.2%          | 6.1%              | 6.1%                     |
| 10:00 Zatrudnienie r/r                    | Polska | Grudzień | 2.6%            | 2.6%          | 2.6%              | 2.6%                     |
| 11:00 ZEW                                 | Niemcy | Grudzień | 10.7            | 26.7          | 15.0              |                          |
| Środa 22 stycznia                         |        |          |                 |               |                   |                          |
| 10:00 Produkcja przemysłowa r/r           | Polska | Grudzień | 1.4%            |               | 6.0%              | 7.5%                     |
| 10:00 PPI r/r                             | Polska | Grudzień | -0.1%           |               | 0.9%              | 1.0%                     |
| 16:00 Sprzedaż domów na rynku wtórnym m/m | USA    | Grudzień | 5.35m           |               | 5.43m             |                          |
| Czwartek 23 stycznia                      |        |          |                 |               |                   |                          |
| 10:00 Sprzedaż detaliczna r/r             | Polska | Grudzień | 5.2%            |               | 5.8%              | 7.1%                     |
| 13:45 Decyzja w sprawie stóp procentowych | EZ     | Styczeń  | 0.00%           |               | 0.00%             |                          |
| 14:00 Opis posiedzenia banku centralnego  | Polska | Styczeń  |                 |               |                   |                          |
| Piątek 24 stycznia                        |        |          |                 |               |                   |                          |
| 09:30 Wstępny PMI w przemyśle             | Niemcy | Styczeń  | 43.7            |               | 44.5              |                          |
| 09:30 Wstępny PMI w usługach              | Niemcy | Styczeń  | 52.9            |               | 53.0              |                          |
| 10:00 Wstępny PMI w przemyśle             | EZ     | Styczeń  | 46.3            |               | 46.8              |                          |
| 10:00 Wstępny PMI w usługach              | EZ     | Styczeń  | 52.8            |               | 52.8              |                          |
| 14:00 Podaż pieniądza M3 r/r              | Polska | Grudzień | 9.4%            |               | 9.1%              | 9.1%                     |
| 15:45 Wstępny PMI w przemyśle             | USA    | Styczeń  | 52.4            |               | 52.6              |                          |
| 15:45 Wstępny PMI w usługach              | USA    | Styczeń  | 52.8            |               | 52.5              |                          |
| Poniedziałek 27 stycznia                  |        |          |                 |               |                   |                          |
| 10:00 IFO                                 | Niemcy | Styczeń  | 96.3            |               |                   |                          |

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