



# Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

8 stycznia 2025

**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

- EZ:** Dziś o godzinie 11:00 poznamy grudniowe indeksy koniunktury gospodarczej dla strefy euro opracowywane przez Komisję Europejską. Według konsensusu prognoz indeks nastrojów w gospodarce wynieść ma 95,6 pkt wobec 95,8 pkt miesiąc wcześniej. Realizacja oczekiwań wskazywałaby na stabilizację nastrojów w strefie euro lekko poniżej poziomów neutralnych, co byłoby spójne z bardziej „twardymi” danymi z gospodarki, sygnalizującymi stagnację tej gospodarki w 4Q 2024.
- US:** O godz. 20:00 opublikowany zostanie natomiast opis dyskusji na ostatnim posiedzeniu amerykańskiej Rezerwy Federalnej, które odbyło się w dniach 17-18 grudnia. Przypomnijmy, że członkowie Fed zdecydowali się na tzw. „hawkish cut”, czyli obniżkę stóp procentowych, której towarzyszyła narracja bardziej jastrzębia od oczekiwań. Prezes J.Powell mówił na konferencji, że sama obniżka nie była przesądzona (close call) oraz że Fed przechodzi w nową ostrożną fazę łagodzenia polityki pieniężnej. Jednocześnie członkowie Fed przedstawili swoje prognozy stóp procentowych wskazujące na mniejszą skalę cięć stóp procentowych niż we wrześniu. Nie wydaje nam się, aby informacje zawarte w tej publikacji mogły istotnie zmieniać i tak już ostrożny scenariusz rynków finansowych co do działań Fed w tym roku.

## Wydarzenia i komentarze

- EZ:** Inflacja HICP w strefie euro wzrosła w grudniu do 2,4% r/r z 2,2% r/r miesiąc wcześniej, co okazało się odczytem zgodnym z oczekiwaniami. Za wzrost wskaźnika odpowiadała inflacja cen żywności i energii. Po ich wyłączeniu z indeksu HICP, tj. wskaźnik bazowy wyniósł 2,7% r/r, a więc tyle samo ile w listopadzie. Przypomnijmy, że w poniedziałek poznaliśmy dane HICP dla największej gospodarki Eurogrupy, czyli dla Niemiec. Inflacja wzrosła tam w grudniu aż do 2,9% r/r z 2,4% r/r, wyraźnie przewyższając oczekiwania. W szczególności inflacja cen usług w wzrosła do 4,1% r/r. Dane za grudzień przypominają inwestorom o europejskich ryzykach inflacyjnych. W konsekwencji tych danych rynki finansowe spodziewają się, że w tym roku stopy procentowe Europejskiego Banku Centralnego spadną łącznie o 100 pkt baz., podczas gdy wcześniej wyceniano cięcia o 125 pkt baz. Nie zmienia to jednak oczekiwań co do zwiększenia dysparytetu między polityką pieniężną w strefie euro i w USA, tym bardziej po wczorajszych mocnych danych za oceanem.
- US:** Indeks ISM dla sektora usług w USA wzrósł w grudniu do 54,1 pkt z 52,1 pkt w listopadzie, przewyższając oczekiwania. Co prawda, wyższą wartość wskaźnika odnotowano w październiku 2024 r., ale dla całości 4Q 2024 (średnia z miesięcy październik-grudzień) była ona najwyższa od ponad dwóch lat. Ostatni kwartał 2024 r. przyniósł przyspieszenie ożywienia aktywności oraz poprawę zamówień w usługach, co dobrze rokuje na początek tego roku. Co więcej, ankietowani menedżerowie wskazują na wzrost zatrudnienia. Łyżką dziegciu w beczce miodu jest subindeks cen. W grudniu wzrósł on do 64,4 pkt z 58,2 pkt w listopadzie, co jest najwyższą wartością od prawie dwóch lat. Wczoraj poznaliśmy też dane o wolnych miejscach pracy w USA, które wzrosły w listopadzie do 8,1 mln z 7,8 mln przed miesiącem. Gospodarka amerykańska kończy rok mocnymi akcentami. W świetle tych danych zmiana narracji przez Fed na bardziej ostrożną okazuje się trafna, gdyż zadanie sprowadzenia inflacji do celu wydaje się obecnie bardziej skomplikowane, nawet jeszcze przed wdrażaniem proinflacyjnych zapowiedzi D.Trumpa. Inwestorzy po tych danych nie widzą obniżki stóp procentowych w USA w najbliższych miesiącach.

## Rynki na dziś

Kurs EUR/PLN pozostaje wierny swojemu pomysłowi oscylowania wokół poziomu 4,26. Nie zmieniają tego nawet ruchy eurodolara (złoty pozostaje z nimi jedynie w luźnej korelacji) zainicjowane po wczorajszych mocnych danych z USA. Środa nie zawiera istotnych informacji ze strony kalendarium danych makroekonomicznych, stąd oczekujemy przedłużenia bieżących trendów na krajowym rynku walutowym. Zdecydowanie ciekawiej prezentując się ruchy polskich obligacji skarbowych. Dochodowość 10-latk przebiła poziom 6,0% i jest najwyższa od maja 2023 roku. Najnowszym źródłem presji na wzrost rentowności są przetasowania w oczekiwaniach dotyczących ścieżki stóp procentowych w strefie euro.

| Kursy walut |        | Δ %   |
|-------------|--------|-------|
| EUR/PLN     | 4,2596 | -0,3% |
| USD/PLN     | 4,1045 | -1,2% |
| CHF/PLN     | 4,5332 | -0,8% |
| EUR/USD     | 1,0380 | 1,0%  |

| Rynek Pieniężny | (%)  | Δ bps |
|-----------------|------|-------|
| WIBOR 1M        | 5,85 | -2    |
| WIBOR 3M        | 5,84 | 0     |

| Obligacje PL | (%)  | Δ bps |
|--------------|------|-------|
| 2Y           | 5,15 | 2     |
| 5Y           | 5,57 | 3     |
| 10Y          | 5,97 | 6     |

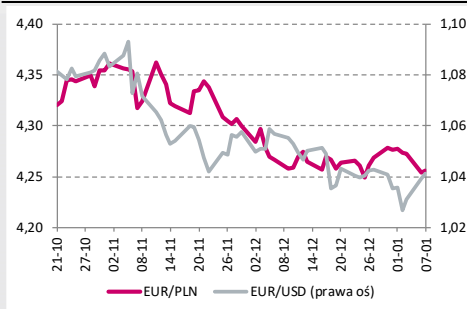
| IRS PLN | (%)  | Δ bps |
|---------|------|-------|
| 2Y      | 5,24 | 1     |
| 5Y      | 5,05 | 1     |
| 10Y     | 5,22 | 2     |

| Obligacje bazowe | (%)  | Δ bps |
|------------------|------|-------|
| DE 10Y           | 2,49 | 8     |
| US 10Y           | 4,67 | 10    |

| Giełdy     | pkt.    | Δ %  |
|------------|---------|------|
| WIG        | 82190,4 | 0,9  |
| S&P 500    | 5909,0  | -1,1 |
| Nikkei 225 | 38987,7 | -0,5 |

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

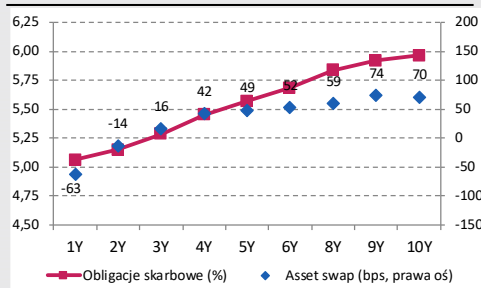
## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



## Rynek krajowy

W nadchodzących dniach nie oczekujemy zmian w dotychczasowym zainicjowanym w połowie grudnia wąskim trendzie bocznym 4,24 - 4,28 PLN za EUR. Fakt, iż notowania poruszają się obecnie tuż nad dolnym ograniczeniem opisywanego kanału horyzontalnego sugeruje niewielką przestrzeń do znaczącego umocnienia polskiej waluty. Uważamy, iż rynkowy dysparytet stóp procentowych pomiędzy polską gospodarką a strefą euro w najbliższych dniach może się nieco zawęzić. Wynikać to będzie z przetasowań ścieżki „eurowej”, po tym jak dane z Niemiec nieoczekiwanie wskazały na silniejsze przyspieszenie dynamiki inflacji w tym kraju. Mimo to, dość odległa perspektywa cięć stóp procentowych w Polsce będzie naszym zdaniem kotwicą chroniącą złotego przed ewentualnym osłabieniem na starcie nowego roku. Jedynie niewielka wrażliwość polskiej waluty na ruchy eurodolara sprawi natomiast, iż piątkowa publikacja raportu z rynku pracy (prawdopodobnie najważniejsza „figura” dla rynków bazowych) dla złotego okaże się mało istotna.

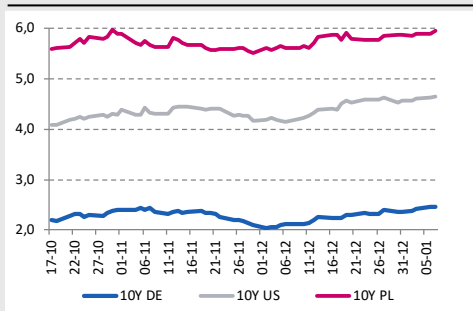
## Krajowy rynek stopy procentowej



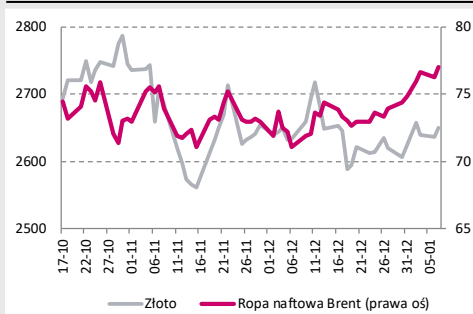
## Rynki zagraniczne

Wymowa danych inflacyjnych ze strefy euro (opublikowane wczoraj) i raportu z rynku pracy (piątek) okazały się decydujące dla kierunku notowań eurodolara na starcie nowego tygodnia. Póki co - za sprawą niespodzianki w postaci wyższej od oczekiwań inflacji z Niemiec - euro umacnia się w relacji do dolara. Kurs EUR/USD, który początek 2012 roku rozpoczął od zniżki w okolice 1,0250 obecnie handlowany jest powyżej poziomu 1,04. Inwestorzy bowiem złagodzili - za sprawą wspomnianych danych z Niemiec - swoje oczekiwania odnośnie do ścieżki stóp procentowych w strefie euro w tym roku. Jak wspomnieliśmy wiele będzie także zależeć od piątkowych danych non-farm payrolls z USA. Jeżeli ich wymowa wskaże na choćby stopniową pogorszenie sytuacji byłby to sygnał do nasilenia ruchu wzrostowego pary EUR/USD.

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



## Ceny surowców [USD]



## Kalendarium

| Wskaźnik/Wydarzenie                                  | Kraj   | Okres    | Poprzednie dane | Aktualne dane | Konsensus rynkowy | Bank Millennium prognoza |
|--|--------|----------|-----------------|---------------|-------------------|--------------------------|
| Piątek 03 stycznia                                   |        |          |                 |               |                   |                          |
| 10:00 Inflacja CPI r/r wst.                          | Polska | Grudzień | 4.7%            | 4.8%          | 5.0%              | 5.0%                     |
| Poniedziałek 06 stycznia                             |        |          |                 |               |                   |                          |
| Święto Trzech Króli - dzień wolny od pracy           | Polska |          |                 |               |                   |                          |
| 09:55 Indeks PMI dla usług fin.                      | Niemcy | Grudzień | 49.3            | 51.2          | 51.0              |                          |
| 10:00 Indeks PMI dla usług fin.                      | EZ     | Grudzień | 49.5            | 51.6          | 51.4              |                          |
| 10:30 Indeks Sentix                                  | EZ     | Grudzień | -17.5           | -17.7         |                   |                          |
| 14:00 Inflacja HICP r/r wst.                         | Niemcy | Grudzień | 2.4%            | 2.9%          | 2.6%              |                          |
| 15:45 Indeks PMI dla usług fin.                      | USA    | Grudzień | 56.1            | 56.8          | 58.5              |                          |
| Wtorek 07 stycznia                                   |        |          |                 |               |                   |                          |
| 11:00 Inflacja HICP r/r wst.                         | EZ     | Grudzień | 2.2%            | 2.4%          | 2.4%              |                          |
| 11:00 Stopa bezrobocia                               | EZ     | Listopad | 6.3%            | 6.3%          | 6.3%              |                          |
| 16:00 Indeks ISM dla usług                           | USA    | Grudzień | 52.1            | 54.1          | 53.3              |                          |
| 16:00 Liczba wakatów wg JOLTS                        | USA    | Listopad | 7.84 mln        | 8.10 mln      | 7.70 mln          |                          |
| Środa 08 stycznia                                    |        |          |                 |               |                   |                          |
| 08:00 Zamówienia w przemyśle s.a. m/m                | Niemcy | Listopad | -1.5%           | -5.4%         | 0.0%              |                          |
| 11:00 Inflacja PPI r/r                               | EZ     | Listopad | -3.2%           |               | -1.4%             |                          |
| 14:15 Raport ADP                                     | USA    | Grudzień | 146 tys.        |               | 145 tys.          |                          |
| 20:00 Opis posiedzenia FOMC                          | USA    | Grudzień |                 |               |                   |                          |
| Czwartek 09 stycznia                                 |        |          |                 |               |                   |                          |
| Dzień wolny od pracy (giełda i instytucje federalne) | USA    |          |                 |               |                   |                          |
| 02:30 Inflacja CPI r/r                               | Chiny  | Grudzień | 0.2%            |               | 0.1%              |                          |
| 08:00 Produkcja przemysłowa s.a. m/m                 | Niemcy | Listopad | -1.0%           |               | 0.5%              |                          |
| 11:00 Sprzedaż detaliczna wda r/r                    | EZ     | Listopad | 1.9%            |               |                   |                          |
| 13:30 Raport Challengeera                            | USA    | Grudzień | 57.73%          |               |                   |                          |
| Piątek 10 stycznia                                   |        |          |                 |               |                   |                          |
| 14:30 Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym   | USA    | Grudzień | 227 tys.        |               | 160 tys.          |                          |
| 16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan wst.              | USA    | Styczeń  | 74.0            |               | 74.4              |                          |
| Poniedziałek 13 stycznia                             |        |          |                 |               |                   |                          |
| 09:00 Inflacja CPI r/r                               | Czechy | Grudzień | 2.8%            |               |                   |                          |
| 14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR)                 | Polska | Listopad | 1064 mln        |               | 8 mln             | -145 mln                 |

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