



Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

14 stycznia 2025

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

- **HU:** Dziś o godz. 09:00 opublikowane zostaną dane o inflacji CPI w grudniu na Węgrzech. Według konsensusu prognoz wzrosła ona do 4,4% r/r z 3,7% r/r miesiąc wcześniej. Narodowy Bank Węgier w 2024 r. obniżył podstawową stopę procentową o 4,25 pkt proc. do 6,50% na koniec roku. Według oczekiwań rynkowych do cięcia o 0,25 pkt proc. dojdzie dopiero pod koniec tego roku.
- **US:** O godz. 14:30 poznamy natomiast dane o inflacji PPI w grudniu w Stanach Zjednoczonych. Według konsensusu prognoz wyniesie ona 3,4% r/r wobec 3,0% r/r miesiąc wcześniej. Realizacja tych prognoz wpisywałaby się w rosnące obawy o utrudniony spadek inflacji konsumenckiej w USA w średnim okresie wspierając oczekiwania stabilizacji stóp procentowych Fed na posiedzeniu pod koniec stycznia.

Wydarzenia i komentarze

- **PL:** Saldo rachunku bieżącego wyniosło w listopadzie -521 mln EUR wobec nadwyżki 1220 mln EUR w październiku. Pogorszenie salda było spodziewane (nasza prognoza wynosiła -145 mln EUR), m.in. z powodu mniejszej liczby dni roboczych, aczkolwiek skala zmiany negatywnie zaskoczyła. Przede wszystkim źródłem niespodzianki były słabsze od oczekiwań dane o eksporcie towarów. Spadł on w listopadzie o 4,7% r/r po wzroście o 2,1% r/r w październiku. Raport Narodowego Banku Polskiego wskazuje, że do spadku najmocniej przyczynił się sektor motoryzacyjny. Import również obniżył się r/r - o 0,5% r/r po wzroście o 6,6% r/r miesiąc wcześniej. W efekcie tych zmian deficyt w saldzie obrotów towarowych pogłębił się do 1646 mld EUR z deficytu 571 mld EUR miesiąc wcześniej. Dodatkowo, łączne saldo rachunku obrotów bieżących pogorszył w listopadzie głębszy deficyt dochodów pierwotnych związany z wygaśnięciem w listopadzie napływu środków europejskich w ramach Wspólnej Polityki Rolnej. Różnica w licznie dni roboczych utrudnia interpretację danych. Niemniej, na ten moment wydaje się, że listopad przyniósł wyhamowanie i tak powolnej i niewielkiej poprawy polskiego eksportu. Sprzedaż towarów i usług za granicę w II poł. ub. roku okazała się rozczarowaniem, co wynikało przede wszystkim z recesji niemieckiej gospodarki. Przetom 2024 i 2025 roku nadal nie przynosi optymizmu co do kondycji Niemiec i strefy euro, stąd słabość polskiego eksportu przedłuży się zapewne na część tego roku. A może i na dłużej, jeśli wpływ amerykańskiej polityki celnej okazałby się bardziej dotkliwy niż wydaje się obecnie. Szacujemy, że saldo całości rachunku obrotów bieżących licząc jako suma 12 miesięczna w odniesieniu do rocznego PKB obniżyło się do 0,2% PKB z 0,4% w październiku. Nie generuje to jednak presji na złotego, który powinien nadal być mocny i stabilny.

Rynki na dziś

Dzisiejsza sesja nie powinna wiele zmienić w rynkowych notowaniach. Kalendarium danych makroekonomicznych można uznać za mało interesujące, gdyż spośród istotniejszych publikacji poznamy jedynie inflację PPI ze Stanów Zjednoczonych. Dominuje oczekiwanie na jutrzejsze dane o inflacji konsumenckiej z USA oraz piątkowy rozbudowany zestaw odczytów z Chin, obejmujący m.in. PKB tego kraju. Lokalnie natomiast inwestorzy koncentrują się na śródocowych danych o szczegółach CPI, czwartkowej decyzji Rady Polityki Pieniężnej (naszym zdaniem brak zmian stóp procentowych) oraz piątkowej konferencji prezesa Narodowego Banku Polskiego. Jednocześnie jednak nie uważamy, by te trzy wydarzenia miały wiele wniesić do notowań złotego, czy obligacji. Tradycyjnie największe ryzyko niespodzianki towarzyszy wypowiedziom prezesa NBP.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2731	0,2%
USD/PLN	4,1891	0,8%
CHF/PLN	4,5587	0,4%
EUR/USD	1,0201	-0,6%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,84	6
WIBOR 3M	5,84	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,24	6
5Y	5,73	2
10Y	6,06	3

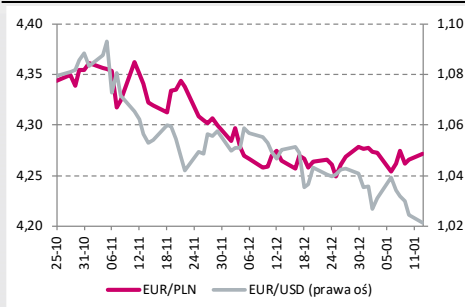
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,26	4
5Y	5,13	7
10Y	5,32	7

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,59	4
US 10Y	4,79	6

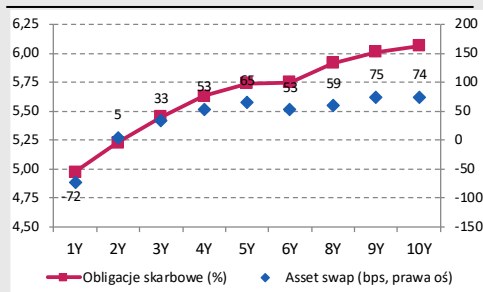
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	80971,8	-1,5
S&P 500	5836,2	0,2
Nikkei 225	38987,7	-0,5

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

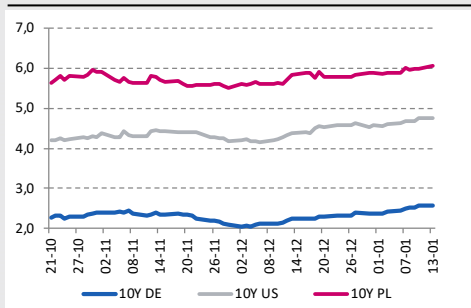
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



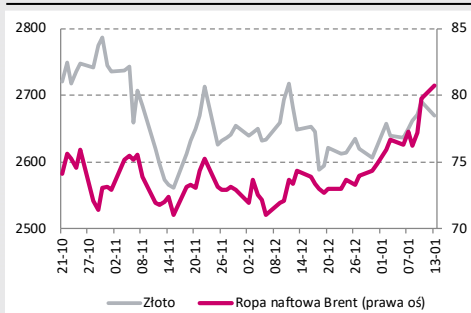
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Pozostajemy konsekwentni w swoich oczekiwaniach dotyczących stabilizacji notowań złotego do euro. Kurs EUR/PLN pozostawać powinien w przedziale 4,24 - 4,28 wyczekując na nowe impulsy. Jak dotąd umocnienie dolara na rynkach globalnych - historycznie negatywnie odbijające się na wycenie walut rynków wschodzących - nie robi większego „wrażenia” na złotym. Z tego tytułu wydarzenia globalne tego tygodnia nie powinny dostarczać rynkowej zmienności polskiej waluty. Podobnie jak główne pozycje krajowego kalendarium tj. inflacja CPI, decyzja Rady Polityki Pieniężnej (czwartek) oraz konferencja prasowa prezesa Narodowego Banku Polskiego (piątek). Nie uważamy bowiem, by narracja bankierów centralnych uległa istotnym modyfikacjom w stosunku do grudniowego posiedzenia. Przypomnijmy, iż na koniec 2024 roku prezes A. Głapiński wydłużył oczekiwany horyzont stabilnych stóp procentowych co najmniej do października 2025 roku. Dochodowość 10-latkii polskiej zwyżkowała powyżej poziomu 6,0% (6,06% obecnie). Najnowszym źródłem wzrostu pozostaje chęć kopiowania ruchów rynków bazowych. Przypomnijmy, iż piątkowy odczyt danych z rynku pracy USA zaskoczył inwestorów swoją pozytywną wymową i doprowadził do znaczącego wzrostu dochodowości amerykańskiego długu. W ślad za nim podążyły także - choć w ograniczonym zakresie - polskie obligacje. Tym bardziej, iż na wycenie krajowego długu wciąż ciąży wysokie podaż (charakterystyczne dla początku każdego roku). Tylko w ostatnim tygodniu Ministerstwo Finansów wyemitowało dług na ok. 23 mld PLN (obligacje denominowane w złotym, ale i euro) a wczoraj pozyskało ok. 5,6 mld PLN ze sprzedaży 45-tygodniowych bonów skarbowych (pierwsza emisja bonów od niemal 5 lat). W dalszej części tygodnia poznamy krajowe dane inflacyjne, jak również decyzję Rady Polityki Pieniężnej (stabilizacja stóp procentowych) oraz jej podsumowanie w postaci konferencji prezesa NBP (spodziewany brak zmian w retoryce). W naszej ocenie żadne z tych wydarzeń nie będzie przekładać na istotne zmiany wyceny polskich obligacji. Scenariuszem pozostaje zatrzymanie się wzrostów dochodowości ze względu na wyczerpanie dotychczasowych argumentów oraz przejście w trend boczny.

Rynki zagraniczne

Ruch korekcyjny eurodolara powyżej poziomu 1,04 okazał się być krótkotrwały a notowania z „nową mocą” powróciły do spadków. Wsparciem były przede wszystkim kolejne solidne i wyższe od oczekiwań dane dotyczące zmiany zatrudnienia poza sektorem rolniczym USA jakie poznaliśmy w piątek. Rynkową konsekwencją było między innymi opóźnienie kolejnej obniżki stóp procentowych Fed na drugą połowę roku. W efekcie kurs EUR/USD obniżył się poniżej poziomu 1,02, a więc minimum z listopada 2022 roku. Naszym zdaniem, choć nie oczekujemy tego w tym tygodniu, celem eurodolara pozostaje dotarcie do paritetu. Dla dolara wsparciem niezmiennie pozostaje rozdźwięk w kondycji gospodarki USA i strefy euro, podobnie jak możliwy wzrost awersji do ryzyka towarzyszący zmianie władzy w USA (20 stycznia urząd prezydenta obejmie D.Trump).

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne Dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 10 stycznia						
14:30 Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym	USA	Grudzień	212 tys.	256 tys.	160 tys.	
Poniedziałek 13 stycznia						
Eksport r/r	Chiny	Grudzień	6.7%	10.7%	7.3%	
Import r/r	Chiny	Grudzień	-3.9%	1.0%	-1.5%	
14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR)	Polska	Listopad	1220 mln	-1646 mln	8 mln	-145 mln
Wtorek 14 stycznia						
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Grudzień	3.0%		3.0%	
Środa 15 Stycznia						
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Grudzień	4.7%		4.8%	
10:00 PKB r/r	Niemcy	2024	-0.3%			
11:00 Produkcja przemysłowa s.a. m/m	EZ	Listopad	0.0%		0.4%	
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Grudzień	2.7%		2.8%	
14:30 Inflacja bazowa r/r	USA	Grudzień	3.3%		3.3%	
20:00 Beżowa Księga	USA	Styczeń				
Czwartek 16 stycznia						
Decyzja RPP ws. stóp procentowych	Polska	Styczeń	5.75%		5.75%	5.75%
13:30 Protokół z posiedzenia EBC	EZ	Grudzień				
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Grudzień	4.3%		4.3%	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Grudzień	0.7%		0.5%	
16:00 Komunikat po posiedzeniu RPP	Polska	Styczeń				
Piątek 17 stycznia						
03:00 PKB r/r	Chiny	4Q 2024	4.6%		5.1%	
03:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Grudzień	5.4%		5.5%	
03:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Grudzień	3.0%		3.5%	
11:00 Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Grudzień	2.2%		2.4%	
15:00 Konferencja prezesa NBP	Polska	Styczeń				
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Grudzień	-0.1%		0.2%	
Poniedziałek 20 stycznia						
Dzień wolny od pracy	USA	Styczeń				
02:00 Stopa pożyczkowa - jednoroczna	Chiny	Styczeń	3.10%			
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Grudzień				

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