



# 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

15 stycznia 2025

## Informacje na dziś

- **PL:** Dziś rozpoczyna się pierwsze w tym roku posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Ekonomści jak i rynki finansowe oczekują utrzymania stóp procentowych NBP na dotychczasowym poziomie. Decyzję Rady poznamy jutro po południu. Natomiast na piątek na godz. 15:00 zaplanowana jest konferencja prezesa NBP A.Głapińskiego. Przypomnijmy, że po posiedzeniu w grudniu zaostrzył on swoją narrację. Powiedział bowiem, że mrożenie cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych odwleka do października (wcześniej wskazywał na marzec) rozpoczęcie dyskusji o wznowieniu obniżek, a same cięcia już na 2026 r. Nie sądzimy, żeby retoryka prezesa uległa zmianie z powodu danych makro. Tym bardziej, że inflacja w 4Q 2024 była zgodna z listopadową projekcją makroekonomiczną oraz powracają obawy inflacyjne na świecie. Naszym zdaniem scenariusz rysowany w grudniu przez A.Głapińskiego jest zbyt ostrożny i spodziewamy się wznowienia cyklu obniżek stóp procentowych w połowie roku.
- **PL:** O godz. 10:00 Główny Urząd Statystyczny opublikuje finalne dane o inflacji CPI w grudniu, wraz z bardziej szczegółowymi informacjami o zmianach cen w koszyku konsumpcyjnym. Według tzw. szybkiego szacunku wskaźnik CPI co prawda wzrósł do 4,8% r/r z 4,7% r/r w listopadzie, ale okazał się niższy od oczekiwań. Szacujemy, że inflacja bazowa wyniesie w grudniu 4,2% r/r wobec 4,3% r/r miesiąc wcześniej. Dziś GUS pokaże także wyliczenie inflacji cen usług w grudniu. Przed miesiącem wyniosła ona 7,2% r/r i była najwyższa od stycznia. Dane o inflacji CPI, a także ich rozbieżność, nie powinny mieć wpływu na komunikację Rady Polityki Pieniężnej.
- **US:** O godz. 14:30 poznamy najważniejsze dane makro tego tygodnia, a więc inflację CPI w Stanach Zjednoczonych w grudniu. Według konsensusu prognoz Reuters indeks CPI wzrosnąć ma do 2,9% r/r z 2,7% r/r w listopadzie. W przypadku inflacji bazowej oczekuje się stabilizacji na 3,3% r/r. Realizacja tych prognoz oznaczałaby utrzymującą się uporczywość inflacji w USA, co wspierałaby bardzo ostrożny bieżący scenariusz rynków co do przyszłych działań Fed. Według niego w tym roku dojdzie tylko do jednej obniżki stóp procentowych o 25 pkt baz. Nie wydaje nam się, aby ewentualna niespodzianka miałyby modyfikować, przynajmniej na razie, ostrożny scenariusz członków Fed, według którego w tym roku jest miejsce na dwie obniżki o 25 pkt baz. Naszym zdaniem ważniejsze dla scenariusza dla gospodarki USA będą pierwsze decyzje nowej administracji D.Trumpa, który oficjalnie zaprzysiężony zostanie w poniedziałek.
- **US:** O godz. 20:00 opublikowana zostanie Beige Book amerykańskiej Rezerwy Federalnej (tzw. Beżowa księga). Jest ona publikowana ok. 2 tygodnie przed każdym z posiedzeń Fed. Dokument ten przedstawia w sposób opisowy sytuację gospodarczą: m.in. inflację, koniunkturę, finanse, rynek pracy w 12 dystryktach, na które podzielony jest Fed. Uwaga inwestorów będzie koncentrowała się na potwierdzeniu wyłaniającego się z opublikowanych już danych obrazu gospodarki USA o mocnym rynku pracy i aktywności w usługach, którym towarzyszy nadal podwyższona inflacja. Niemniej nie wydaje nam się, aby wnioski z dokumentu odwiodły bankierów centralnych USA od pauzy w cyklu obniżek na najbliższym posiedzeniu pod koniec stycznia.

## Wydarzenia i komentarze

- **US:** Inflacja PPI w USA wzrosła w grudniu do 3,3% r/r z 3,0% r/r w listopadzie. Bazowy wskaźnik PPI, który powstaje poprzez wyłączenie cen żywności i energii ustabilizował się na 3,5% r/r. Dane okazały się nieco niższe od oczekiwań.

## Rynki na dziś

Dla rynków globalnych liczyć się dziś będą przede wszystkim dane o inflacji CPI ze Stanów Zjednoczonych. Nie uważamy jednak - o ile nie nastąpią istotnie różne od konsensusu niespodzianki - by publikacja mogła wywołać istotne ruchy dolara, czy obligacji rynków bazowych. Uporczywość inflacji, którą dzisiejszy odczyt prawdopodobnie potwierdzi, jest dobrze rozeznana w szeregach Fed i odpowiada m.in. za grudniową jastrzębią narrację bankierów centralnych. Dla złotego uzupełnieniem wydarzeń będzie finalny odczyt inflacji CPI. Podobnie jak w przypadku wspomnianej analogicznej publikacji z USA i dolarowych aktywów, tak i tu nie oczekujemy większych zmian krajowej waluty.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2683	-0,1%
USD/PLN	4,1563	-0,8%
CHF/PLN	4,5375	-0,5%
EUR/USD	1,0270	0,7%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,82	-2
WIBOR 3M	5,84	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,30	6
5Y	5,80	7
10Y	6,11	4

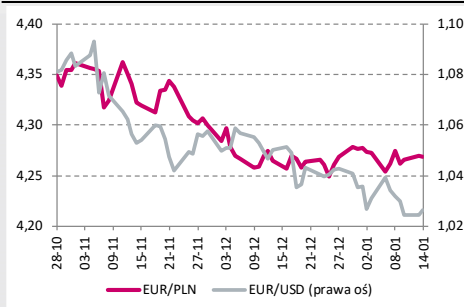
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,29	3
5Y	5,17	4
10Y	5,36	4

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,62	4
US 10Y	4,80	1

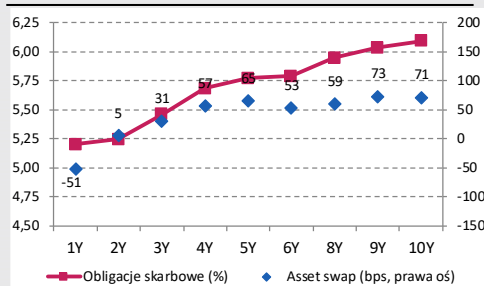
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	81464,2	0,6
S&P 500	5842,9	0,1
Nikkei 225	38987,7	-0,5

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

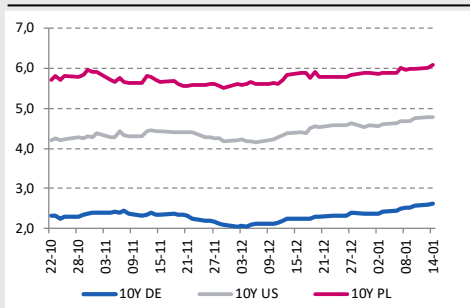
## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



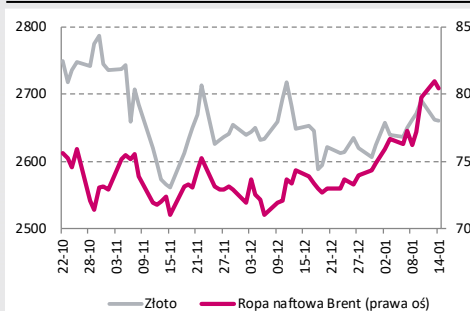
## Krajowy rynek stopy procentowej



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



## Ceny surowców [USD]



## Rynek krajowy

Złotemu niezmiennie brakuje argumentów za zmiennością. Powodów do ruchów kursu EUR/PLN większych niż 1-2 grosze odchylenia od poziomu 4,2650 nie widzimy także na horyzoncie. Publikacja krajowych danych inflacyjnych (dziś), jutrzejsza decyzja Rady Polityki Pieniężnej, czy piątkowa konferencja prasowa prezesa Narodowego Banku Polskiego (choć tu ryzyko jest największe) nie powinny przekładać się na ruchy złotego. Dominuje wyczekiwanie, choć trudno powiedzieć jednoznacznie na co, w sytuacji, gdy polska waluta pozostaje od dwóch miesięcy niewrażliwa także na ruchy rynków bazowych, w tym globalne umocnienie dolara. Emocji nie brakuje zaś na rynku obligacji. Dochodowość 10-latkii polskiej konsekwentnie przesuwa się na coraz to wyższe poziomy. Wczoraj o około 5 pkt. baz. do 6,12%. 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 ciążyą wysokie podaże (charakterystyczne dla początku każdego roku).

## Rynki zagraniczne

Eurodolar oscyluje wokół poziomu 1,025 z zachowaniem niewielkiej zmienności. Mała amplituda wahań nie dziwi w obliczu wczorajszego ubogiego kalendarza istotniejszych danych makroekonomicznych (poznaliśmy jedynie inflację PPI ze Stanów Zjednoczonych) oraz wyczekiwania na dzisiejszą publikację inflacji konsumenckiej z USA. Naszym zdaniem, choć nie oczekujemy tego w tym tygodniu, celem eurodolara pozostaje dotarcie do parytetu. 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%	3.3%	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