



# 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

16 stycznia 2025

## Informacje na dziś

- **PL:** Dziś po południu poznamy decyzję Rady Polityki Pieniężnej odnośnie do stóp procentowych. Ekonomiści oczekują ich utrzymania na dotychczasowym poziomie. O godz. 16:00 Narodowy Bank Polski opublikuje komunikat po decyzji, który, naszym zdaniem, nie będzie istotnie różnił się od poprzedniego. Rada zapewne ponownie zapisze, że czynnikami niepewności pozostają ceny energii i ich wpływ na oczekiwania inflacyjne. 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. Naszym zdaniem scenariusz rysowany przez prezesa NBP jest zbyt ostrożny i spodziewamy się wznowienia cyklu cięć stóp proc. w połowie roku.
- **US:** O godz. 14:30 poznamy natomiast dane o sprzedaży detalicznej w Stanach Zjednoczonych w grudniu. Według konsensusu prognoz wzrosła ona o mocne 0,5% m/m po wzroście o 0,7% m/m w listopadzie. Ostatni kwartał 2024 r. był czasem zakupów przez konsumentów. Według szacunków oddziału Fed w Atlancie konsumpcja Amerykanów wzrosła w 4Q 2024 o 2,2% kw/kw po mocnym wzroście o 2,5% kw/kw w 3Q 2024. Dobra koniunktura w USA jest, obok zahamowania spadku inflacji i nadal niezłego popytu na pracę, argumentem za przerwą w cyklu tagodzenia polityki pieniężnej Fed.

## Wydarzenia i komentarze

- **PL:** Główny Urząd Statystyczny zrewidował w dół do 4,7% r/r z 4,8% r/r wstępny szacunek inflacji CPI w grudniu. Oznacza to, że inflacja CPI nie wzrosła w ostatnim miesiącu ub. roku, tylko stabilizowała się (w listopadzie też odnotowano 4,7% r/r). Źródłem rewizji w dół był tzw. komponent bazowy. Opublikowane dane wskazują, że inflacja bazowa wyniosła w grudniu ok. 4,0 r/r zamiast wstępnie szacowanych 4,2% r/r. Co więcej, według naszych obliczeń inflacja bazowa w ujęciu m/m była ujemna, choć nieznacznie (-0,1% m/m). Chociaż przyczynił się do tego zaskakujący spadek cen obuwia (-4,5% m/m), sprzętu RTV (-3,7% m/m) oraz alkoholu (-0,9% m/m), to inflacja cen usług wyniosła 0,1% m/m i jeśli chodzi o grudzień to była najniższa od 2020 r. W naszej ocenie dane te potwierdzają, że presja inflacyjna w Polsce stopniowo wytraca siłę. Niemniej spodziewany wzrost inflacji od stycznia oraz ryzyka w górę odnośnie do cen nośników energii oznaczają, że RPP będzie kontynuowała stabilizację stóp procentowych.
- **US:** Inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych wzrosła w grudniu do 2,9% r/r z 2,7% r/r zgodnie z oczekiwaniami. W dół zaskoczyła natomiast inflacja bazowa (CPI bez żywności i energii). Wyniosła ona 3,2% r/r, podczas gdy oczekiwano stabilizacji na 3,3% r/r. Co prawda niespodzianka nie jest duża, ale wchodząc w szczegóły danych widać, że w większości komponentów odnotowano osłabienie wzrostu. Znaczenie tych danych to przede wszystkim zmniejszenie obaw o nasilenie presji inflacyjnej, które pojawiły się po publikacji ostatnich danych makro. W całym roku 2024 średnioroczna inflacja CPI wyniosła 3,0% r/r. Według MFW obniży się ona w tym roku do 2,0% r/r, ale oczekiwania te są niepewne i w istotnym stopniu będą zależeć od polityki gospodarczej nowego prezydenta USA. Niemniej powinno znaleźć się miejsce na pewną niewielką korektę w dół stóp procentowych Fed, ale nie w najbliższych miesiącach.
- **GE:** PKB w Niemczech spadł w 2024 r. o 0,2% po spadku o 0,3% rok wcześniej. Gospodarka ta znajduje się w stagnacji, z powodu czynników zarówno cyklicznych, jak i strukturalnych, stąd oczekiwania na ten rok także są pesymistyczne. Według Komisji Europejskiej PKB Niemiec wzrosnąć ma w 2025 r. tylko o 0,7%.

## Rynki na dziś

Oscylowanie wokół poziomu 4,26 PLN za EUR trwa w najlepsze. Dziś w komunikacie Rady Polityki Pieniężnej nie znajdziemy zmian mogących wpływać na ruchy złotego, czy obligacji. Ryzykiem pozostają jutrzejsze wypowiedzi prezesa NBP. Eurodolar koncentruje się wokół poziomu 1,03 i dane o sprzedaży detalicznej USA nie powinny tego zmienić.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2571	-0,3%
USD/PLN	4,1246	-0,8%
CHF/PLN	4,5270	-0,2%
EUR/USD	1,0327	0,6%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,80	-2
WIBOR 3M	5,84	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,20	-10
5Y	5,69	-12
10Y	5,99	-12

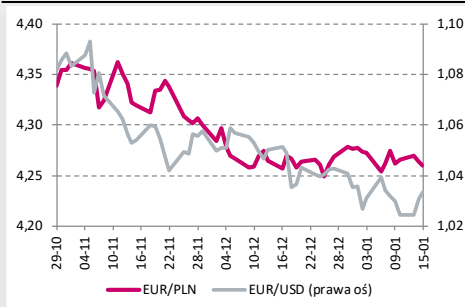
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,16	-14
5Y	5,01	-16
10Y	5,20	-16

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,53	-9
US 10Y	4,64	-16

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	82883,7	1,7
S&P 500	5949,9	1,8
Nikkei 225	38987,7	-0,5

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

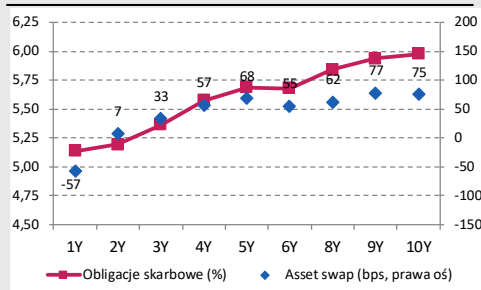
## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



## Rynek krajowy

Złoty po raz kolejny demonstruje swoją stabilność i odporność na dane z rynków bazowych. Kurs EUR/PLN spadł na przeciągu sesji zaledwie o 0,5 grosza do poziomu ok. 4,26, praktycznie w ogóle nie reagując ani na finalny odczyt krajowej inflacji w grudniu (nastąpiła niewielka rewizja w dół, pogłębiająca niespodziankę z szybkiego szacunku), ani na dane dotyczące inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych. Ciężko znaleźć argumenty sugerujące możliwość wybicia się kursu EUR/PLN z trendu bocznego 4,24-4,28. W kalendarium na ten tydzień pozostało jeszcze posiedzenie RPP (dziś poznamy decyzję) oraz konferencja prasowa prezesa NBP (piątek), jednak w obu przypadkach nie spodziewamy się większych zaskoczeń. Reakcję na amerykańską inflację można zauważyć w kursie USD/PLN, który spadł o ok. 2 grosze, do poziomu ok. 4,12.. Mniejszą stabilnością na śródowej sesji charakteryzowała się rentowność 10-letniej polskiej obligacji. Spadła ona o ok. 10 pkt. baz. do poziomu 5,98%, co stanowiło odzwierciedlenie podobnych ruchów na rynkach bazowych.

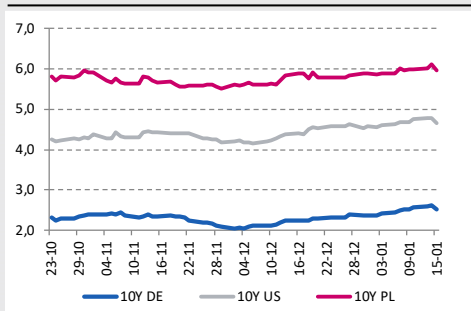
## Krajowy rynek stopy procentowej



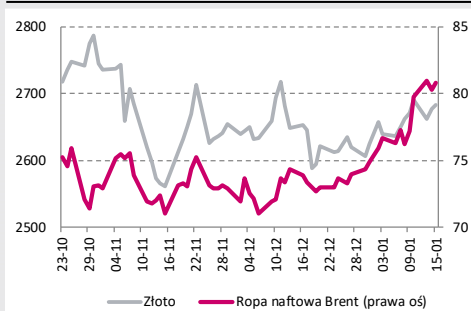
## Rynki zagraniczne

Większy zakres zmian notował kurs EUR/USD. Europejskie godziny śródowej sesji pozostawały spokojne, większej zmienności dostarczył dopiero odczyt amerykańskiej inflacji o 14:30. Inflacja bazowa okazała się niższa o zaledwie 0,1 p.p. od konsensusu prognoz. Rynek wyczekuje impulsów, które umożliwiłyby powstanie nowego scenariusza bazowego odnośnie ścieżki stóp procentowych w USA, więc zagregował nawet na takie małe odchylenie od prognoz. Eurodolar wzrósł o ok. pół centa, jednak później kurs wrócił do poziomu 1,03, czyli takiego samego jak na otwarciu sesji. Bardziej trwałe zmiany miały miejsce na bazowych rynkach długu. Rentowność 10-letniej obligacji amerykańskiej spadła o ok. 12 pkt. baz. do poziomu 4,66%, niemiecka dziesięciolatka spadła zaś o ok. 9 pkt. baz. do poziomu 2,52%. Na kolejne dni nie zaplanowano publikacji istotnych danych, więc gwałtowne zmiany zarówno eurodolara jak i rentowności nie powinny mieć już w tym tygodniu miejsca.

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



## Ceny surowców [USD]



## 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	-521 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%	4.7%	4.8%	
10:00 PKB r/r	Niemcy	2024	-0.3%	-0.2%		
11:00 Produkcja przemysłowa s.a. m/m	EZ	Listopad	0.2%	0.2%	0.4%	
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Grudzień	2.7%	2.9%	2.9%	
14:30 Inflacja bazowa r/r	USA	Grudzień	3.3%	3.2%	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