

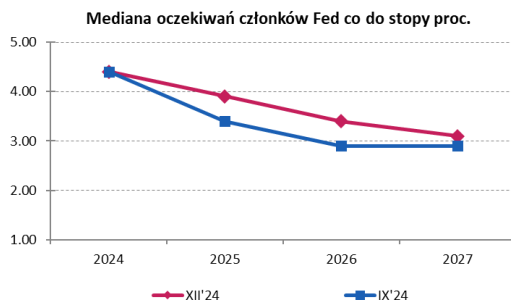
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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

Wykres tygodnia



Źródło: Fed

Rezerwa Federalna w USA zgodnie z oczekiwaniami obniżyła przedział dla podstawowej stopy procentowej o 25 pkt baz. do 4,25-4,50%. Zaskoczeniem okazało się jastrzębie nastawienie Fed widoczne w retoryce o przejściu w fazę bardziej ostrożnej polityki pieniężnej. Wpisują się w to nowe oczekiwania członków Fed wskazujące tylko na dwie obniżki o 25 pkt baz. w 2025 r., podczas gdy we wrześniu oczekiwano czterech.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Spodziewamy się wzrostu inflacji CPI w ostatnim miesiącu 2024 r.

W piątek 3 stycznia Główny Urząd Statystyczny opublikuje szybki szacunek inflacji za grudzień. Według naszych szacunków wskaźnik CPI wzrósł w grudniu 2024 r. do 5,0% r/r z 4,7% r/r w listopadzie. Oznaczałoby to, iż średnio w 2024 roku inflacja cen konsumenta wyniosła 3,7% r/r wobec 11,4% r/r w 2023 r. Głównym źródłem wzrostu inflacji w grudniu były w naszej ocenie czynniki podażowe, czyli zwyżka cen żywności oraz paliw. Inflacja bazowa, mierzona jako inflacja netto, według naszych szacunków nieznacznie obniżyła się w stosunku do listopada. W 1Q 2025 r. inflacja CPI będzie dalej rosła i osiągnie szczyt w marcu 2025 r. na poziomie ok. 5,4% r/r. W kolejnych miesiącach inflacja zacznie spadać, a w październiku 2025 r. możliwa jest ponowna zwyżka, ze względu na prawdopodobne odmrożenie cen energii elektrycznej. To właśnie ceny nośników energii są głównym źródłem niepewności dla ścieżki inflacji w 2025 r. W warunkach wzrostu inflacji RPP będzie utrzymywała stopy procentowe w I poł. przyszłego roku.

Nowy rok z polskimi danymi rozpoczyna indeksem PMI

Nowy Rok w krajowych danych makro rozpoczniemy już 2 stycznia 2025 r., gdy poznamy wyliczenie za grudzień indeksu PMI obrazującego nastroje w przemyśle. Spodziewamy się, że wskaźnik obniży się do 48,5 pkt z 48,9 pkt w listopadzie, za czym przemawiają indeksy koniunktury GUS dla tego sektora. Według nich w grudniu pogorszyła się bieżąca produkcja oraz, w mniejszym stopniu, bieżące zamówienia. Indeks PMI przez cały 2024 zapewne kształtował się poniżej poziomu 50 pkt, wskazując na kurczenie się aktywności. Rzeczywistość okazuje się jednak nieznacznie lepsza - zamiast recesji polski przemysł w 2024 r. był w stagnacji, co i tak pozytywnie wyróżniało Polskę na tle innych gospodarek UE. Najciekawsze dla nas informacje będą dotyczyły subindeksu PMI co do nowych zamówień, które zasygnalizują kondycję sektora już na początku 2025 r. Nie spodziewamy się jednak tutaj istotnej poprawy.

Koniec roku z chińskimi danymi PMI

31 grudnia nad ranem opublikowane zostaną tzw. oficjalne dane PMI dla przemysłu i usług w Chinach w grudniu. W listopadzie wskaźnik dla przemysłu wyniósł 50,3 pkt a dla usług 50,0 pkt. Spodziewamy się, że indeks dla przemysłu utrzyma się powyżej neutralnego poziomu 50 pkt. Kondycja tego sektora w Chinach najpewniej w 4Q 2024 jest nieco lepsza niż w 3Q 2024, do czego może przyczyniać się poprawa produkcji eksport m.in. do USA, aby zdążyć jeszcze przed niemal pewnym zwiększeniem ceł ze strony Amerykanów. W przypadku usług dane zapewne potwierdzą relatywnie słabą kondycję, co nie będzie zaskoczeniem, biorąc pod uwagę widoczną w tym roku ostrożność chińskich konsumentów. W tym roku PKB w Chinach wzrośnie o ok. 5,0%, ale utrzymanie tego tempa w 2025 r. może być trudne. Szanse dla stabilizacji wzrostu niosą rządowe plany luzowania polityki pieniężnej i fiskalnej.

Najważniejsze dane z gospodarki USA i Europy już po Nowym Roku

W przypadku danych z USA w tym tygodniu opublikowane zostaną m.in. indeks nastrojów konsumenckich wg Conference Board w grudniu (poniedziałek), dane o nowych zamówieniach na dobra trwałe użytku w listopadzie (wtorek) czy liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych (czwartek). Na najważniejsze dane dla amerykańskiej gospodarki musimy poczekać jednak już do nowego roku. Wtedy poznamy indeks ISM dla przemysłu (styczeń), ISM dla usług (7 stycznia) oraz raport z rynku pracy w grudniu, obejmujący m.in. liczbę etatów poza rolnictwem (non-farm payrolls). Natomiast w przypadku gospodarek europejskich strefy euro kolejne ważne dane to szacunek inflacji HICP w grudniu, który Eurostat opublikuje 7 stycznia.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2563	-0,1%
USD/PLN	4,0875	0,8%
CHF/PLN	4,5685	0,5%
EUR/USD	1,0413	-0,9%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,85	3
WIBOR 3M	5,85	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,04	-8
5Y	5,47	4
10Y	5,85	6

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,20	5
5Y	4,95	8
10Y	5,10	6




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,32	8
US 10Y	4,53	16

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	79935,3	-2,1
S&P 500	5930,9	-2,0
Nikkei 225	39161,3	-0,8




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

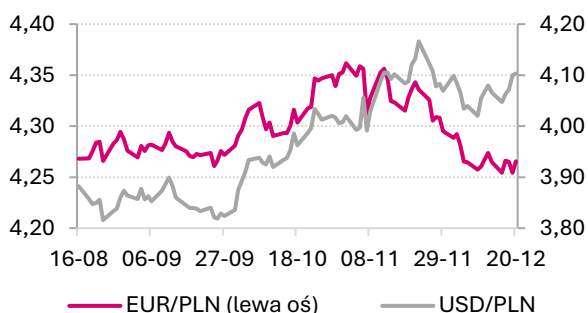
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Kurs EUR/PLN już od ponad dwóch tygodni wpisuje się w specyfikę okresu świąteczno-noworocznego. Notowania złotego do euro pozostają bowiem niezwykle stabilne oscylując wokół poziomu 4,26. Koniec roku naszym zdaniem nie powinien przynieść istotnych zmian w tym zakresie. Ryzykiem pozostają co prawda możliwe epizody wzrostu ryzyka geopolitycznego (potencjalne komentarze D.Trumpa), które w warunkach obniżonej płynności rynków finansowych mogą podbijać zmienność. Nie jest to jednak nasz scenariusz bazowy. Jednocześnie pragniemy zwrócić uwagę, iż zachowanie złotego w grudniu (stabilizacja z próbami mocniejszego rozegrania złotego) wymyka się zachowaniu pozostałych walut tej części Europy. Polska waluta jest najlepiej radzącą sobie walutą z koszyka Europy Środkowo-Wschodniej i jedną z najlepiej radzących sobie na świecie spośród rynków wschodzących. W naszej ocenie sugeruje to oczywiście czynnik krajowy jako przewagę w zachowaniu w stosunku do węgierskiego forinta, czy czeskiej korony. Niewykluczone, iż tym czynnikiem jest częściowa wymiana środków z Krajowego Planu Odbudowy bezpośrednio na rynku. Sugeruje to zarówno niedawna informacja o napływie pieniędzy z kolejnych transz KPO, jak również skokowy charakter ruchów EUR/PLN w ubiegłym tygodniu.
USD/PLN 	W naszej ocenie kurs USD/PLN pozostanie względnie stabilny pod koniec 2024 roku. Nie oczekujemy zarówno większych zmian wyceny złotego, jak również eurodolara. Zdecyduje o tym między innymi ubogie kalendarium danych makroekonomicznych tego okresu. Zdecydowanie więcej emocji przynieść może natomiast początek 2025 roku. W dalszym ciągu uważamy, iż presja w kierunku mocniejszego dolara ma może się utrzymywać w pierwszych tygodniach 2025 roku, choć nie powinna być ona znacząca.
EUR/USD 	Za nami niezwykle istotne posiedzenia głównych banków centralnych (Fed, EBC, SNB, BoE itd.), które „utożyły” rynkowe oczekiwania co do kolejnych ruchów stóp procentowych w rozwiniętych gospodarkach. Kalendarium najbliższych dni nie zawiera istotnych impulsów, stąd - naszym zdaniem - koniec roku w wykonaniu eurodolara powinien być dość senny. Amplituda wahań zwiększyć się może wraz z początkiem 2025 roku. Z jednej strony powrócą interesujące dane makro, z drugiej rynek „wypatrywać” będzie już zmiany władzy w Stanach Zjednoczonych (w styczniu urząd prezydenta obejmie D.Trump). W naszej ocenie będzie to wciąż czas relatywnie mocnego dolara, zwłaszcza na tle borykającej się z przeciągającym się spowolnieniem gospodarczym strefy euro.

Rynek obligacji

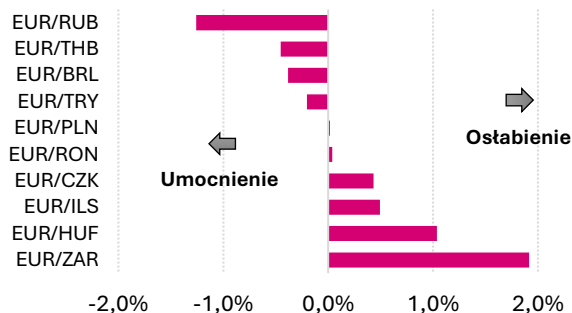
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	W naszej ocenie najbliższe dni mają szansę przynieść zmianę kierunku notowań polskiego długu o 10-letnim terminie zapadalności. Przypomnijmy, iż ostatnie dni przyniosły znaczące wzrosty dochodowości w tym segmencie krzywej. O ile rozumiemy, iż zmiana narracji prezesa Narodowego Banku Polskiego odnośnie do terminu pierwszego cięcia stóp procentowych w Polsce sprzyja - kanałem stawek IRS - wyższe dochodowości, o tyle nie spodziewamy się utrzymania tych tendencji w najbliższych tygodniach. Podobnie nie zakładamy, iż stawki asset swap (proxy ryzyka fiskalnego) miały rosnąć w sytuacji, gdy ostatnie przetargi spotkały się ze sporym zainteresowaniem. Ryzykiem pozostaje oczywiście wielkość planu podaży (opublikowana zostanie z końcem roku) na pierwszy kwartał, lecz inwestorzy - na podstawie planów budżetu - mają świadomość, iż będzie ona znacząca. Jako trzeci argument, który przemawia w naszej ocenie za niewielkim spadkiem dochodowości 10-latkki przyjmujemy zachowanie rynków bazowych. Inwestorzy w przypadku Rezerwy Federalnej zdyskontowali już ostrożność w dozowaniu kolejnych cięć stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, stąd trudno obecnie o wyższe poziomy rentowności Treasuries a pośrednio i polskich z tego tytułu. Zakładamy zatem, iż presja na wzrost rentowności krajowego długu nieco zelżeje, choć w pierwszych miesiącach 2025 roku pozostanie wysoka.
10Y DE (%) 	Wejście w okres świąteczno-noworoczny powinno w naturalny sposób ostudzić nieco emocje i nastroje doprowadzając do ustabilizowania się wyceny Bunda wokół bieżących poziomów (2,30%). Nowy rok natomiast przyniesie naszym zdaniem intensyfikację tematu impulsu fiskalnego w słabnącej niemieckiej gospodarce, co może nadać nieco zmienności obligacjom niemieckim. Publikacje danych makroekonomicznych również będą obiektem wrażliwości Bunda w nowym roku.
10Y US (%) 	Bez wątplenia posiedzenie Fed a konkretniej narracja i prognozy dot-plot były najciekawszym momentem drugiej połowy grudnia z punktu widzenia wyceny Treasuries. Ostrożność Fed w dozowaniu kolejnych cięć kosztu pieniądza podtrzyma dochodowość długu USA na bieżących - stosunkowo wysokich poziomach - jednak nie będzie argumentem za kontynuacją ruchu wzrostowego (zdyskontowanie tych oczekiwań przez rynek). Źródłem zmian, choć prawdopodobnie w 2025 roku będą wysokie podażę długu (częściowo uwzględnione przez inwestorów), jak również zmiana władzy w Stanach Zjednoczonych i towarzyszące jej możliwe implikacje natury geopolitycznej. Będą one kształtować rynkowy poziom apetytu na ryzyko a przez to przekładać się także na wycenę tzw. bezpiecznych aktywów do których zaliczamy papiery skarbowe Stanów Zjednoczonych.

Wykresy rynkowe

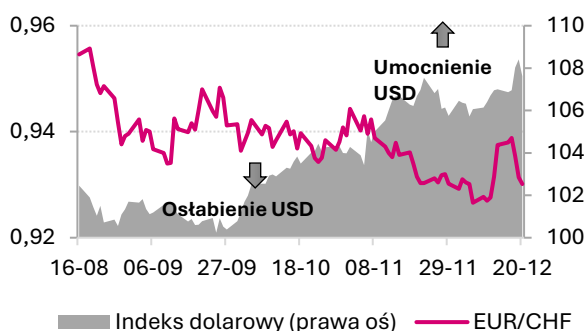
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



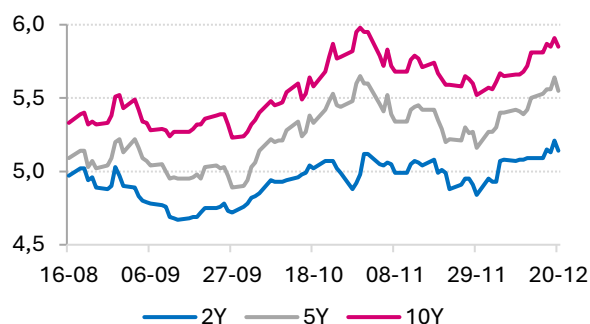
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



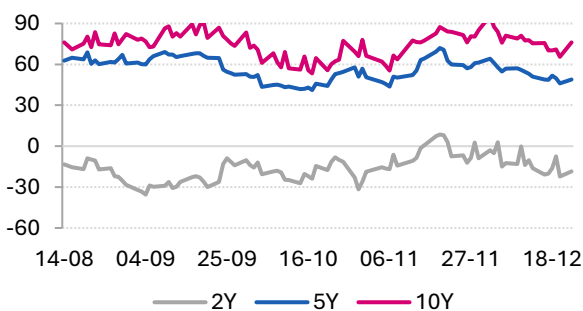
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



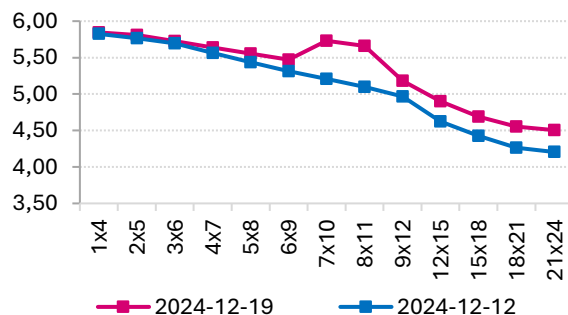
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



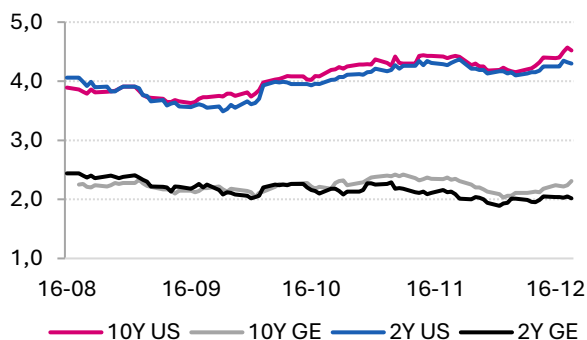
Krajowe stawki asset swap [%]



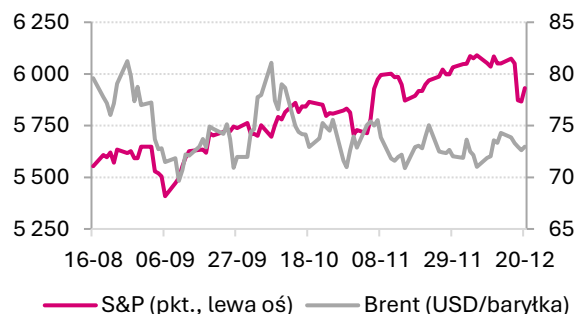
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, LSEG Data & Analytics

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza	
Poniedziałek 23 grudnia						
10:00	Stopa bezrobocia	Polska	Listopad	4.9%	5.0%	4.9%
14:00	Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Listopad	7.8%	8.3%	7.9%
16:00	Indeks zaufania konsumentów - Conference Board	USA	Grudzień	111.7	112.5	
Wtorek 24 grudnia						
Wigilia Bożego Narodzenia						
14:30	Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m wst.	USA	Listopad	0.3%	-0.3%	
16:00	Sprzedaż nowych domów	USA	Listopad	610 tys.	650 tys.	
Środa 25 grudnia						
Boże Narodzenie - dzień wolny od pracy						
Czwartek 26 grudnia						
Boże Narodzenie - dzień wolny od pracy						
Piątek 27 grudnia						
14:30	Saldo obrotów towarowych (USD)	USA	Listopad	-99.08		
Poniedziałek 30 grudnia						
14:00	Saldo rachunku bieżącego (EUR)	Polska	3Q	668 mln		
Wtorek 31 grudnia						
02:30	Indeks NBS PMI dla przemysłu	Chiny	Grudzień	50.3		
03:30	Indeks NBS PMI dla usług	Chiny	Grudzień	50.0		
Sylwester - dzień wolny od pracy/sesja skrócona						
Środa 01 stycznia						
Nowy Rok - dzień wolny od pracy						
Czwartek 02 stycznia						
02:45	Indeks Caixin PMI dla przemysłu	Chiny	Grudzień	51.5	51.6	
09:00	Indeks PMI przemysłu	Polska	Grudzień	48.9	48.7	48.5
09:55	Indeks PMI przemysłu fin.	Niemcy	Grudzień	43.0	42.5	
10:00	Indeks PMI przemysłu fin.	EZ	Grudzień	45.2	45.2	
15:45	Indeks PMI przemysłu fin.	USA	Grudzień	49.7	48.3	
Piątek 03 stycznia						
10:00	Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Grudzień	4.7%		5.0%
16:00	Indeks ISM dla przemysłu	USA	Grudzień	48.4	48.5	
Poniedziałek 06 stycznia						
Święto Trzech Króli - dzień wolny od pracy						
10:00	Indeks PMI dla usług fin.	EZ	Grudzień	49.5	51.4	
10:30	Indeks Sentix	EZ	Grudzień	-17.5		
14:00	Inflacja HICP r/r wst.	Niemcy	Grudzień	2.4%		
15:45	Indeks PMI dla usług fin.	USA	Grudzień	56.1	58.5	

Dane i prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
PKB	% r/r	5.3	0.1	2.8	3.7	2.1	3.2	2.7	3.2	3.5	3.3	3.9	3.6
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.2	5.1	5.0	5.0	5.3	4.9	5.0	5.0	5.3	4.9	4.9	5.0
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	14.4	11.4	3.7	4.7	2.8	2.5	4.5	4.9	5.3	4.9	4.2	4.4
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	98.7	82.0	79.8	73.6	81.5	84.8	78.7	74.0	72.9	73.3	73.9	74.2
Stopa referencyjna	%, k.o.	6.75	5.75	5.75	4.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.25	4.75
WIBOR 1M	%, k.o.	6.93	5.80	5.85	4.82	5.83	5.84	5.82	5.85	5.85	5.73	5.31	4.82
WIBOR 3M	%, k.o.	7.02	5.88	5.86	4.83	5.88	5.85	5.85	5.86	5.85	5.76	5.26	4.83
WIBOR 6M	%, k.o.	7.14	5.82	5.79	4.69	5.86	5.86	5.85	5.79	5.77	5.42	5.22	4.69
EUR/PLN	k.o.	4.69	4.35	4.26	4.30	4.30	4.31	4.28	4.26	4.28	4.30	4.31	4.30
USD/PLN	k.o.	4.40	3.94	4.06	4.00	3.99	4.03	3.82	4.06	4.09	4.04	4.02	4.00
EUR/USD	k.o.	1.07	1.10	1.05	1.08	1.08	1.07	1.12	1.05	1.05	1.06	1.07	1.08
EURIBOR 3M	%, k.o.	2.13	3.91	2.77	1.83	3.89	3.71	3.28	2.77	2.22	1.94	1.88	1.83
SOFR 3M** (następca LIBOR 3M USD od 07.2023)	%, k.o.	4.77	5.59	4.62	3.84	5.56	5.59	4.85	4.62	4.27	4.03	3.84	3.84

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium, śr.o. - średnio w okresie, k.o. - na koniec okresu
Źródło: GUS, NBP, LSEG Datastream, Macrobond, Bank Millennium SA

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.