

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

7 stycznia 2025

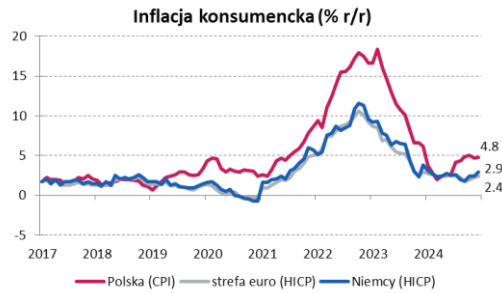
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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: Macrobond

Inflacja w Polsce wzrosła w grudniu do 4,8% r/r z 4,7% r/r miesiąc wcześniej, co okazało się niespodzianką w dół. W górę zaskoczyła inflacja w Niemczech. W konsekwencji rynki wykasowały ze swoich prognoz jedną obniżkę o 25 pkt baz. stóp procentowych w 2025 r. W przypadku USA oczekiwania co do Fed będą piątkowe dane non-farm payrolls, które jednak nie zapowiadają się jako game-changer.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Niespodzianki inflacyjne na początek roku

Nowy rok rozpoczęliśmy m.in. z danymi inflacyjnymi. W piątek Główny Urząd Statystyczny podał, że inflacja CPI wyniosła w grudniu 4,8% r/r wobec 4,7% r/r miesiąc wcześniej, co okazało się niespodzianką w dół, za sprawą wolniejszego niż oczekiwano wzrostu cen żywności. Szacujemy, że inflacja bazowa wyniosła 4,2% r/r wobec 4,3% r/r miesiąc wcześniej, zgodnie z oczekiwaniami. Nie sądzimy więc, że niespodzianka miała wpływ na perspektywy polityki pieniężnej w Polsce. W górę zaskoczyły natomiast dane inflacyjne z za naszej zachodniej granicy. Niemiecka inflacja HICP odbiła w grudniu aż do 2,9% r/r z 2,4% r/r miesiąc wcześniej, przy konsensusie wynoszącym 2,6% r/r. Wpłynęło to także na wzrost inflacji HICP dla całości strefy euro do 2,4% r/r z 2,2% r/r w listopadzie, zgodnie z oczekiwaniami. Dane z Niemiec wypłynęły na wycenę rynkową stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego. Obecnie oczekuje się zejścia w tym roku stóp o 100 pkt baz zamiast o 125 pkt baz. zakładanego przed publikacjami danych. Nie zmienia to zasadniczo oczekiwań się różnic między polityką pieniężną w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych. W podobnym duchu najpewniej wybrzmiały dane z przemysłu i handlu euro grupy, które poznamy w tym tygodniu.

W centrum uwagi piątkowe dane non-farm payrolls

Oczekiwania zwiększenia dysparytetu stóp procentowych między strefą euro a Stanami Zjednoczonymi są jednym z czynników utrzymującej się siły dolara. Różnice te nasiliły się zwłaszcza po ostatnim posiedzeniu amerykańskiej Rezerwy Federalnej, który odbyło się 18 grudnia. Co prawda, stopy procentowe zostały obniżone o 25 pkt baz. do przedziału do 4,25-4,50%, aczkolwiek retoryka przewodniczącego J.Powella okazała się bardziej jastrzębia niż zakładano. Mówił on bowiem m.in. o nowej, ostrożnej fazie łagodzenia polityki pieniężnej i optymizmie co do amerykańskiej gospodarki w przyszłości. Jednocześnie członkowie Fed przedstawili oczekiwania mniejszej skali cięć (dwa) stóp procentowych niż wcześniej (cztery). Obecnie rynki finansowe oczekują tylko 1-2 obniżek o 25 pkt baz. w tym roku. W dalszej części tygodnia dane z rynku pracy będą weryfikowały te oczekiwania. W szczególności w piątek poznamy, tj. raport obejmujący m.in. zatrudnienie poza rolnictwem (non-farm payrolls). Według konsensusu prognoz ma ono wzrosnąć w grudniu o 160 tys. m/m, po wzroście o 227 tys. m/m miesiąc wcześniej. W przypadku stopy bezrobocia oczekuje się stabilizacji na 4,2% r/r a dla wzrostu płac spowolnienia do 0,3% m/m z 0,4% r/r. Realizacja tych prognoz oznaczałaby, że amerykański rynek pracy zbliża się do stanu równowagi, co nie budzi już obaw o jego wpływ na nasilenie inflacji w średnim okresie. Taką ocenę przedstawił na ostatnim posiedzeniu przewodniczący Fed J.Powell. Wydaje nam się, że tylko silna niespodzianka w dół w danych mogłaby mieć wpływ na oczekiwania co do dalszych kroków Fed, który według rynków nie zmienia stóp procentowych na posiedzeniu w styczniu. Napływające do tej pory dane (m.in. indeks ISM dla przemysłu, liczba nowych wniosków dla bezrobotnych) nie wskazują, aby znaczące zaskoczenie w dół było wysoce prawdopodobne.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2486	-0,4%
USD/PLN	4,0802	-0,3%
CHF/PLN	4,5240	-1,0%
EUR/USD	1,0415	-0,1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,87	6
WIBOR 3M	5,84	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,15	0
5Y	5,56	9
10Y	5,97	10

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,24	2
5Y	5,05	8
10Y	5,22	9

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,46	11
US 10Y	4,62	2




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	82468,2	3,6
S&P 500	5975,4	0,1
Nikkei 225	40083,3	2,4

Źródło: LSEG Data & Analytics




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

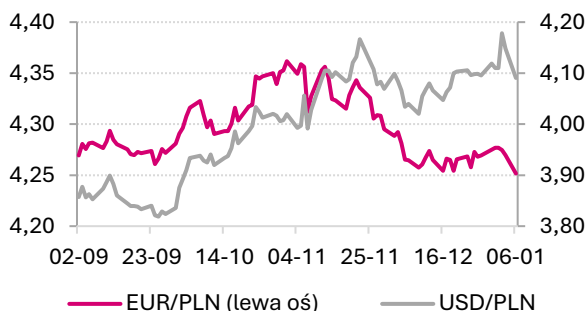
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	W nadchodzących dniach nie oczekujemy zmian w dotychczasowym zainicjowanym w połowie grudnia wąskim trendzie bocznym 4,24 - 4,28 PLN za EUR. Fakt, iż notowania poruszają się obecnie tuż nad dolnym ograniczeniem opisywanego kanału 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. Jedyne 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.
USD/PLN 	Początek 2025 roku przynosi niewielkie odreagowanie trwającego od października silnego trendu umocnienia dolara. W efekcie kurs USD/PLN obniża się. Tym bardziej, iż wsparcie w spadku stanowi także nieznaczne umocnienie polskiej waluty względem euro. W kolejnych dniach oczekujemy dalszego, choć już ograniczonego spadku pary USD/PLN. W naszej ocenie złoty ma szansę zyskać w tym tygodniu około 3 grosze w relacji do amerykańskiej waluty a o trwałości tego ruchu zadecydują piątkowe dane z rynku pracy USA.
EUR/USD 	Wymowa danych inflacyjnych ze strefy euro (opublikowane dziś) i raportu z rynku pracy (piątek) okażą 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 2025 rok rozpoczął od niżki w okolicy 1,0250 obecnie handlowany jest powyżej poziomu 1,04. Inwestorzy bowiem złagodzą - 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.

Rynek obligacji

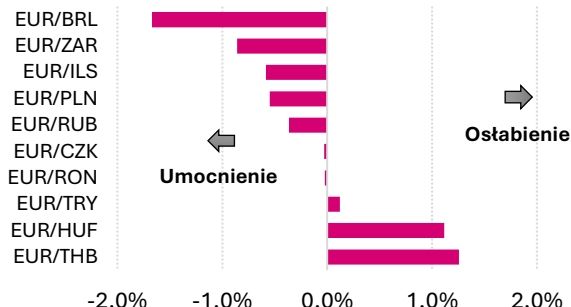
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Sytuacja polskich 10-latek pozostaje ściśle powiązana z aspektami fiskalnymi. Informacja o prefinansowaniu 25% potrzeb pożyczkowych na ten rok pozwoliła na nieco oddechu i skutkowało nieznacznym spadkiem dochodowości. Nie trwał on jednak długo. Ciężar podaży obligacji na I kwartał 2025 pozostaje bowiem znaczący. Przypomnijmy bowiem, iż potrzeby pożyczkowe na ten rok są rekordowe. Już w czwartek natomiast odbędzie się pierwszy z przetargów w 2025 roku. Zgodnie z pierwotnym planem (który zostanie potwierdzony w tym tygodniu) resort finansów zaoferuje 09 stycznia do sprzedaży papiery serii OK0127, PS0130, WZ0330, DS1034, IZ0831 z podażą 6-11 mld PLN. W pierwszych trzech miesiącach tego roku Ministerstwo Finansów zaplanowało sprzedaż długu o wartości 55-75 mld PLN. Nakładając na to sytuację rynków bazowych, gdzie pod wpływem wyższej inflacji w Niemczech rentowność Bunda dostała nowy argument do wzrostów, otrzymujemy przepis na ruch polskiej 10-latki do poziomu 6,0%. Jego przekroczenie jest naszym scenariuszem bazowym w obecnych uwarunkowaniach, choć traktujemy je jedynie przejściowo. Uważamy, iż w pierwszym kwartale rentowność polskiego długu wzduż całej krzywej osiągnie swoje tegoroczne maksima.
10Y DE (%) 	Zaskoczenie w odczycie niemieckiej inflacji (wyższa od oczekiwań) skutecznie nasiliło presję na wzrost dochodowości długu Niemiec o 10-letnim terminie zapadalności. Rentowność, która równo miesiąc temu wynosiła 2,04% obecnie zbliża się do bariery 2,50%. Częściowo jest to ruch związany z realizacją zysków, po tym jak oczekiwania co do przyszłych decyzji Europejskiego Banku Centralnego przybierały coraz to bardziej agresywne rozmiary. Ponadto, jest to też wynik oczekiwań odnośnie do pakietu wsparcia niemieckiej gospodarki po wyborach parlamentarnych. W kolejnych dniach liczymy, że trend wzrostu dochodowości Bunda wyraźnie wyhamuje w obliczu braku nowych impulsów.
10Y US (%) 	W trendzie wzrostu dochodowości pozostają także notowania amerykańskiego długu. Rentowność 10-latki wzrosła do poziomu 4,62%, a więc jest najwyższa od połowy 2024 roku. Jest to efekt złożenia dwóch czynników. Po pierwszej mniej agresywnej postawy Fed co do skali kolejnych cięć stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Po drugie z nasilenia się ryzyka fiskalnego jako reakcji na dojście do władzy republikanów. Koszty realizacji pomysłów wyborczych tej partii są bowiem wyższe. Efektem będzie wzrost emisji długu, co już widoczne jest w planach Departamentu Skarbu na pierwszy kwartał tego roku.

Wykresy rynkowe

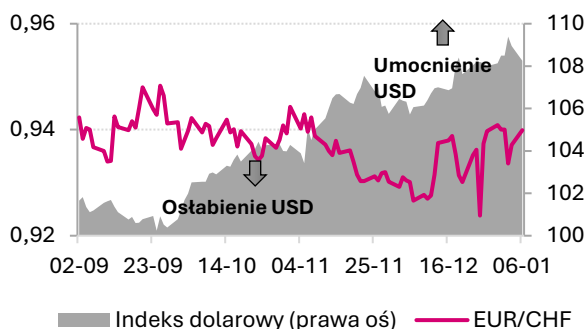
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



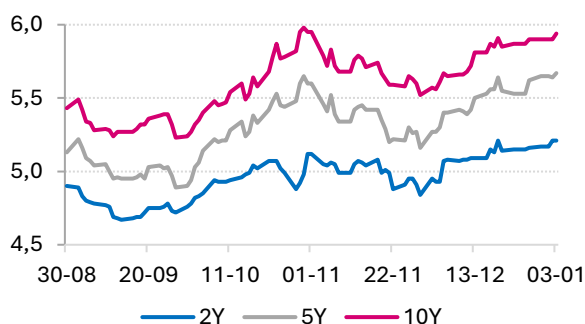
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



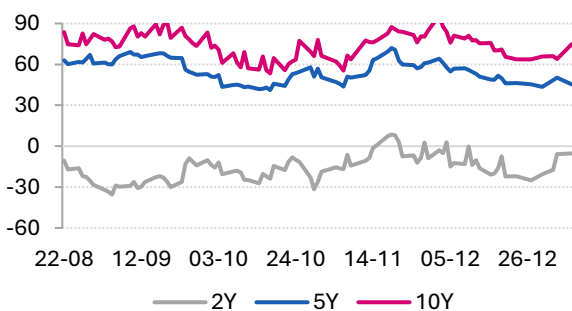
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



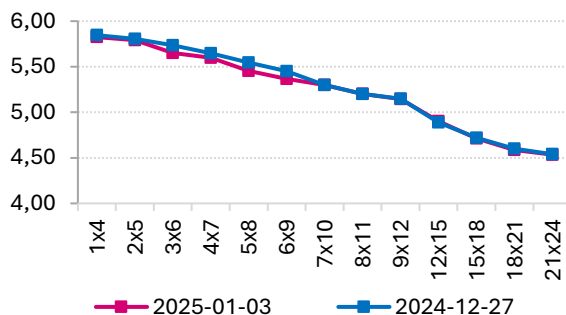
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



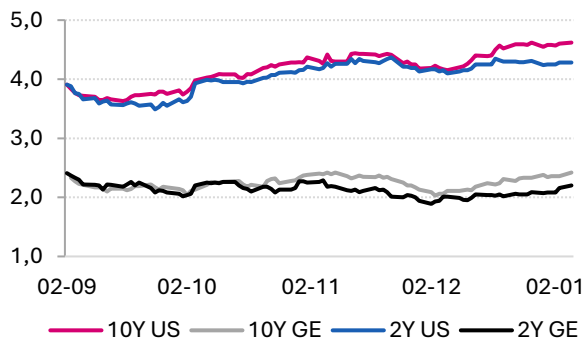
Krajowe stawki asset swap [%]



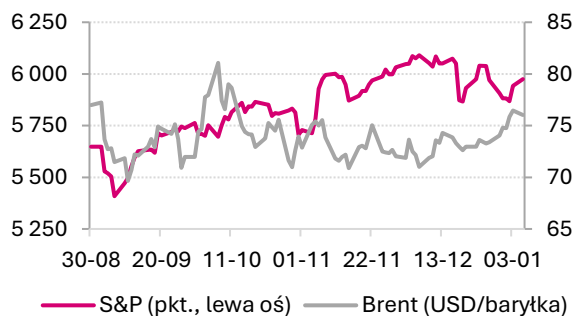
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 06 stycznia					
Święto Trzech Króli - dzień wolny od pracy	Polska				
09:55 Indeks PMI dla usług fin.	Niemcy	Grudzień	49.3	51.0	
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%	2.6%	
15:45 Indeks PMI dla usług fin.	USA	Grudzień	56.1	58.5	
Wtorek 07 stycznia					
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Grudzień	2.2%	2.4%	
11:00 Stopa bezrobocia	EZ	Listopad	6.3%	6.3%	
16:00 Indeks ISM dla usług	USA	Grudzień	52.1	53.3	
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Listopad	7.74 mln	7.70 mln	
Środa 08 stycznia					
08:00 Zamówienia w przemyśle s.a. m/m	Niemcy	Listopad	-1.5%	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

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	4.8	5.3	4.9	4.2	4.4
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	98.7	82.0	79,7	73.6	81.5	84.8	78.7	73.9	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	5.82	4.82	5.83	5.84	5.82	5.82	5.85	5.73	5.31	4.82
WIBOR 3M	%, k.o.	7.02	5.88	5.84	4.83	5.88	5.85	5.85	5.84	5.85	5.76	5.26	4.83
WIBOR 6M	%, k.o.	7.14	5.82	5.80	4.69	5.86	5.86	5.85	5.80	5.77	5.42	5.22	4.69
EUR/PLN	k.o.	4.69	4.35	4.27	4.30	4.30	4.31	4.28	4.27	4.28	4.30	4.31	4.30
USD/PLN	k.o.	4.40	3.94	4.10	4.00	3.99	4.03	3.82	4.10	4.09	4.04	4.02	4.00
EUR/USD	k.o.	1.07	1.10	1.04	1.08	1.08	1.07	1.12	1.04	1.05	1.06	1.07	1.08
EURIBOR 3M	%, k.o.	2.13	3.91	2.71	1.83	3.89	3.71	3.28	2.71	2.22	1.94	1.88	1.83
SOFR 3M	%, k.o.	3.62	5.36	4.69	3.84	5.35	5.35	5.31	4.69	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.