

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

Rentowność polskiej 10-latki wzrosła powyżej poziomu 6,0% (1,5-roczny szczyt). Zdecydował o tym spłot czynników globalnych (przetasowania w rynkowych oczekiwaniach dotyczących zmian stóp procentowych w USA i strefie euro) oraz krajowych (wysokie podażę długu oraz zmiana narracji prezesa NBP co do możliwego terminu pierwszej obniżki stóp procentowych w Polsce). Uważamy, iż trudno będzie jednak o argumentu mogące istotnie nasilić trend wzrostu rentowności.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Nie widzimy argumentów za zmianą retoryki RPP na początku roku

W tym tygodniu odbędzie się pierwsze w tym roku posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Nasze oczekiwania, a także konsensus prognoz wskazują na utrzymanie stóp procentowych Narodowego Banku Polskiego na dotychczasowym poziomie. Przypomnijmy, że w grudniu komunikacja Rady, a zwłaszcza prezesa NBP zaskoczyła. Rada podkreślała znaczenie niepewności co do cel energii elektrycznej dla gospodarstw domowych po ich odmorzeniu oraz wpływ tego czynnika na oczekiwania inflacyjne konsumentów. Jeszcze większą niespodzianką były słowa prezesa NBP. Dokonał on jastrzębiego zwrotu odwołując się do października (wcześniej wskazywał na marzec) rozpoczęcie dyskusji o wznowieniu obniżek, a same cięcia już na 2026 r. Naszym zdaniem dane oraz informacje, które napłynęły od ostatniego posiedzenia w grudniu zapewne nie będą modyfikować bardzo ostrożnej retoryki prezesa NBP A.Głapińskiego, jak i reszty członków RPP. 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 (czerwiec, lipiec). Za oczekiwaniami tymi przemawia 1) zakończenie wyborów prezydenckich najpóźniej 1 czerwca, 2) inflacja będzie już niższa niż w lokalnym szczycie w marcu, 3) mają rozstrzygnąć się decyzje co do regulacji cen energii dla gospodarstw domowych. Niemniej przestrzeń do obniżek stóp zapewne nie będzie duża, biorąc pod uwagę oczekiwania niezłego wzrostu gospodarczego, luźnej polityki fiskalnej oraz nadal szybkiego wzrostu płac. Decyzję co do stóp poznamy w czwartek. Konferencja prezesa NBP A.Głapińskiego odbędzie zapewne w piątek o 15:00.

Dane o inflacji i z handlu detalicznego wesprą scenariusz paazy w obniżkach stóp Fed

Jednym z głównych motywów dla rynków finansowych na przełomie roku były perspektywy coraz większej dywergencji między polityką pieniężną USA i strefy euro. Dane, które napłynęły na początku roku tylko utwierdzają ten obraz. Indeks ISM dla usług wzrósł w grudniu do 54,1 pkt z 52,1 pkt. miesiąc wcześniej przewyższając oczekiwania. Ponadto, subindeks cen płaconych usługowego ISM wzrósł do 64,4 pkt, tj. był najwyższy od dwóch lat. Uporczywa bieżąca inflacja, nawet jeszcze przed wdrażaniem proinflacyjnych zapowiedzi D.Trumpa, budzi obawy o realizację celu inflacyjnego, stąd amerykańscy bankierzy centralni najpewniej zdecydowali pod koniec stycznia o pauzie w cyklu obniżek stóp procentowych. Przestrzeń do takiej decyzji umożliwi lepszy od oczekiwań rynek pracy. Zatrudnienie poza rolnictwem (non-farm payrolls) wzrosło w grudniu aż o 256 tys. m/m a liczba wakatów wg. JOLTS była w listopadzie najwyższa od maja. Po publikacji danych payrolls rynki finansowe wyceniają już tylko jedną obniżkę stóp proc. o 25 pkt baz. do końca 2025 r. Prognozy te będą teraz weryfikowane przez napływające dane. W tym tygodniu poznamy inflację CPI (środa) i sprzedaż detaliczną (czwartek) w grudniu. Według konsensusu inflacja wzrosnąć ma do 2,8% r/r z 2,7% r/r, a w przypadku wskaźnika bazowego oczekuje się stabilizacji na 3,3% r/r. W przypadku sprzedaży detalicznej konsensus wskazuje na wzrost o nadal mocne 0,5% m/m po wzroście o 0,7% m/m w listopadzie. Realizacja tych prognoz wspierałaby bardzo ostrożny bieżący scenariusz rynków co do przyszłych działań Fed. Tym bardziej, że w piątek raport Uniwersytetu Michigan pokazał spore nasilenie na początku 2025 r. oczekiwań inflacyjnych Amerykanów. Najbliższe impulsy mogące modyfikować perspektywy gospodarki USA dotyczą objęcia stanowiska przez D.Trumpa 20 stycznia.

Kursy walut

		Δ %
EUR/PLN	4,2704	-0,1%
USD/PLN	4,1805	0,5%
CHF/PLN	4,5546	-0,2%
EUR/USD	1,0216	-0,6%

Rynek Pieniężny

	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,78	-4
WIBOR 3M	5,83	1

Obligacje PL

	(%)	Δ bps
2Y	5,18	8
5Y	5,71	18
10Y	5,96	9

IRS PLN

	(%)	Δ bps
2Y	5,22	-1
5Y	5,06	5
10Y	5,25	8

Obligacje bazowe

	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,61	25
US 10Y	4,79	25




Giełdy

	pkt.	Δ %
WIG	81341,0	-0,1
S&P 500	5827,0	-0,7
Nikkei 225	39190,4	-1,8




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

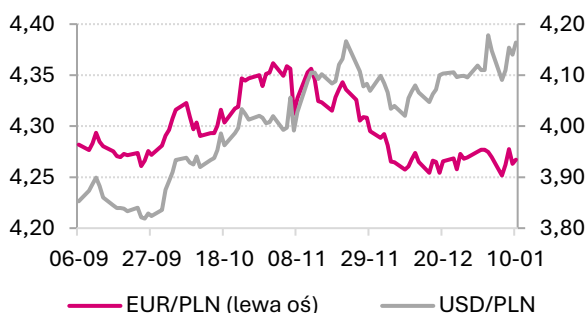
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Pozostajemy konsekwentni w swoich oczekiwaniach dotyczących stabilizacji notowań złotego do euro. Kurs EUR/PLN pozostawać powinien w przedziale 4,24 - 4,28 wyczekując na nowe impulsy. Jak dotąd umocnienie dolara na rynkach globalnych - 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 istotnych 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.
USD/PLN 	Ruch spadkowy kursu USD/PLN zainicjowany danymi inflacyjnymi z Niemiec okazał się jedynie przejściowy. Nowa runda mocnych danych z USA (w tym z rynku pracy) spowodowała bowiem powrót dolara na aprecjacyjną ścieżkę. W efekcie para USD/PLN wzrosła do 4,19 i w naszej ocenie otworzyła sobie drogę do ruchu nawet w okolice 4,25 (szczyty z końca października ubiegłego roku).
EUR/USD 	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 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).

Rynek obligacji

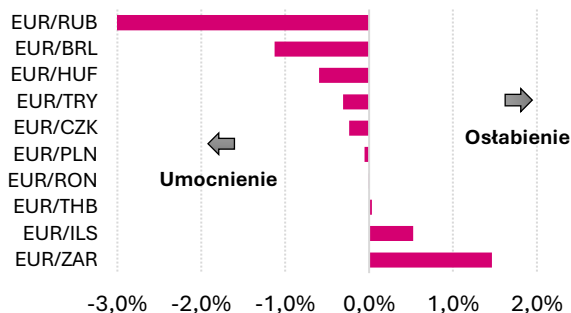
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Dochodowość 10-latk polskiej zwyżkowała powyżej poziomu 6,0% (6,06% obecnie). Najnowszym źródłem wzrostu pozostaje chęć kopiowania ruchów rynków bazowych. Przypomnijmy, iż piątkowy odczyt danych z rynku pracy USA zaskoczył inwestorów 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 ciążyą 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 dziś pozyskało 4,9 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.
10Y DE (%) 	Zgodnie z naszymi oczekiwaniami ubiegłotygodniowe zmiany rentowności Bunda miały wzrostowy charakter. Z jednej strony było to echo niedawnego odczytu wyższej inflacji w Niemczech (wykasowanie jednej obniżki stóp procentowych w strefie euro w 2025 roku), z drugiej strony pokłosie rosnących dochodowości w USA za którymi podążał niemiecki dług. Uważamy, iż czynniki przemawiające za zwyżką rentowności Bunda wyczerpują się. Tym bardziej, iż spodziewamy się, że dane ze strefy euro wciąż pozostaną kiepskie i nie dostarczą argumentów za wyższym docelowym poziomem stopy procentowej Europejskiego Banku Centralnego.
10Y US (%) 	W trendzie wzrostu dochodowości pozostają także notowania amerykańskiego długu. Rentowność 10-latk wzrosła do poziomu 4,67%, a więc jest najwyższa od połowy 2024 roku. Jest to efekt złożenia kilku 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 (w piątek Departament Skarbu przedstawi najnowsze szacunki dotyczące zbliżających się emisji Treasuries). Koszty realizacji pomystów wyborczych tej partii są bowiem wyższe. Najnowszym argument były dane z rynku pracy USA, które okazały się być „lepsze” niż rynkowe oczekiwania.

Wykresy rynkowe

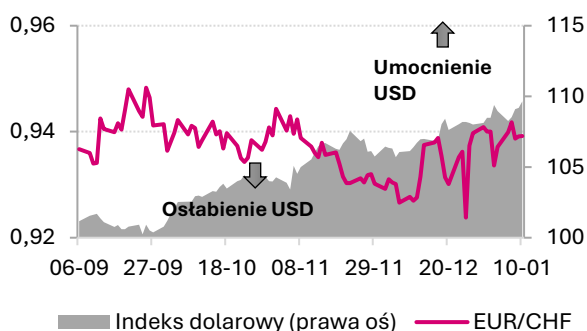
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



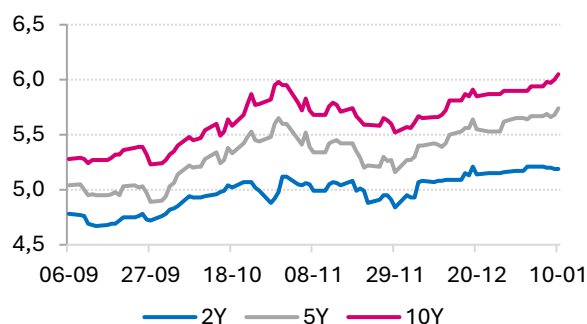
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



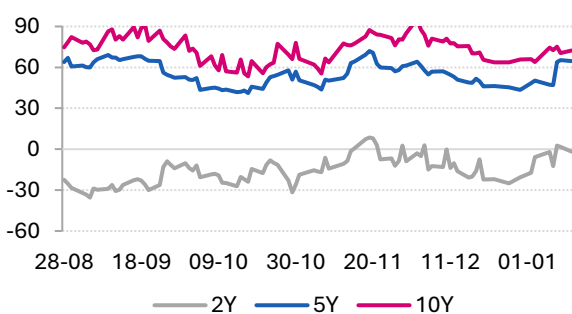
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



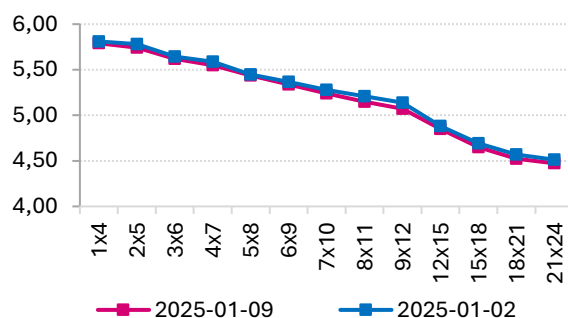
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



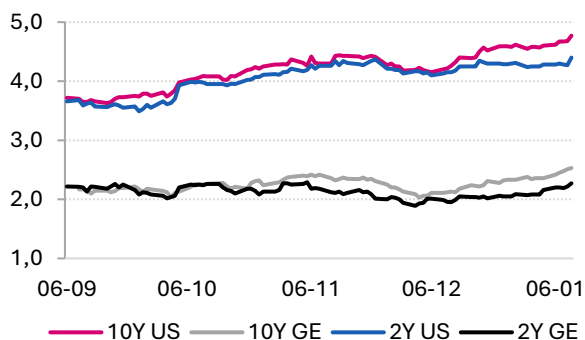
Krajowe stawki asset swap [%]



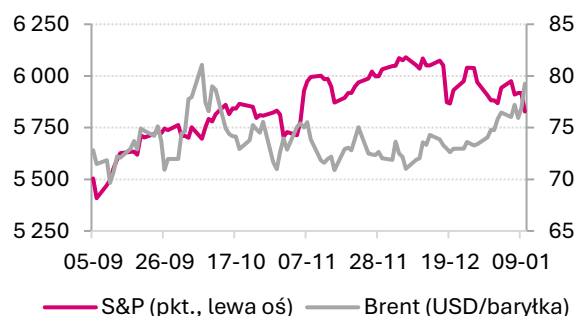
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 13 stycznia					
Eksport r/r	Chiny	Grudzień	6.7%	7.3%	
Import r/r	Chiny	Grudzień	-3.9%	-1.5%	
14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR)	Polska	Listopad	1064 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%		
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Grudzień	2.7%		
14:30 Inflacja bazowa r/r	USA	Grudzień	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			

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.