

Dobry początek sezonu świątecznego

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Niższe od oczekiwań dane o deflatorze PCE z USA przywróciły pod koniec ubiegłego tygodnia nadzieje na większą niż wskazywały projekcje FOMC skalę obniżek stóp Fed w 2025. Dolar osłabił się nieco wobec euro, a rentowności *Treasuries* spadły. W ślad za rynkami bazowymi obniżyły się rentowności 10-letnich krajowych obligacji. Zmienność kursu złotego nie była duża, EURPLN zakończył tydzień w okolicy 4,26, a USDPLN ok. 4,10.
- Rozpoczyna się świąteczny tydzień, w którym główną rolę odegra odpoczynek w gronie bliskich. Jutro opublikujemy ostatni Dziennik Ekonomiczny w tym roku, a do publikacji powrócimy 2 stycznia, gdy uwaga skupi się na wynikach grudniowej koniunktury w światowym przemyśle (czw.) oraz wstępnym odczycie krajowej inflacji CPI (pt.).
- Przed rozpoczęciem świątowania skupimy się na ostatnich danych z kraju. Dziś opublikowane zostaną listopadowe dane o bezrobociu. Według szacunków MRiPS i naszej prognozy stopa bezrobocia rejestrowanego wzrośnie do 5,0% z 4,9% w październiku. W ostatnim czasie zmiany stopy bezrobocia generuje przede wszystkim liczba aktywnych zawodowo – nie wykluczamy więc, że jeśli ta nie obniży się istotnie, to stopa bezrobocia pozostanie bez zmian. Ponadto NBP opublikuje dane o podaży pieniądza M3 w listopadzie, które mogą okazać przyspieszenie w ujęciu r/r do 8,3% r/r z 7,8% r/r w październiku.
- Po Nowym Roku (czw.) opublikowane zostaną wyniki PMI w przetwórstwie, które odegrają ważną rolę w ocenie grudniowej kondycji przemysłu. W Chinach przewiduje się nieznaczny wzrost wskaźnika, do 51,8 pkt. z 51,5 pkt., co sugeruje stopniową odbudowę sektora po niedawnych trudnościach. W Polsce wartość indeksu pozostaje poniżej neutralnego poziomu 50 pkt. (ostatni wynik: 48,9 pkt.), ale stopniowo się do niego zbliża, co daje nadzieję na poprawę wyników przetwórstwa w 2025. Z kolei w strefie euro prognozy pozostają pesymistyczne, z konsensusem na poziomie 45,2 pkt., co podkreśla trudne warunki panujące w europejskim przemyśle. W USA, opierając się na wstępnych danych, oczekuje się dalszego spadku PMI, do 48,3 pkt. z poprzednich 49,7 pkt., co oznaczałoby osłabienie aktywności

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

@PKO_Research

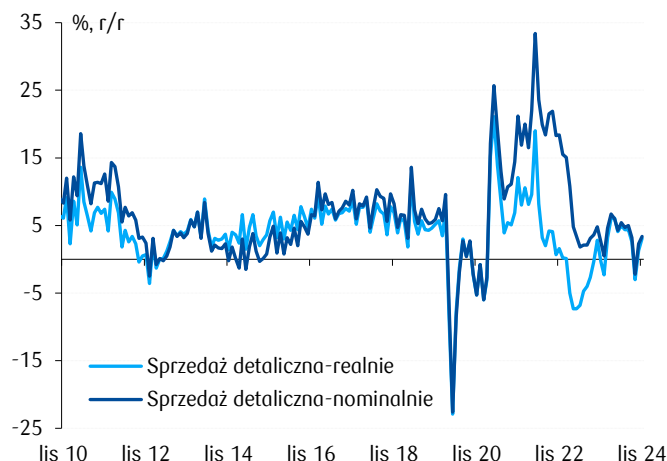
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2024-12-20	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2658	0,3
USDPLN	4,1023	0,1
CHFPLN	4,5859	0,4
GBPPLN	5,1373	0,0
EURUSD	1,0399	0,2
Obligacje:		
PL2Y	5,06	-22
PL5Y	5,45	-11
PL10Y	5,84	-8
DE10Y	2,29	-2
US10Y	4,53	-4
Indeksy akcyjne:		
WIG	79 474,2	-0,9
DAX	19 884,8	-0,4
S&P500	5 930,9	1,1
Nikkei**	39 190,4	1,3
Shanghai Comp.**	3 369,8	0,1
Surowce:		
Złoto	2627,53	1,5
Ropa Brent	72,94	0,1

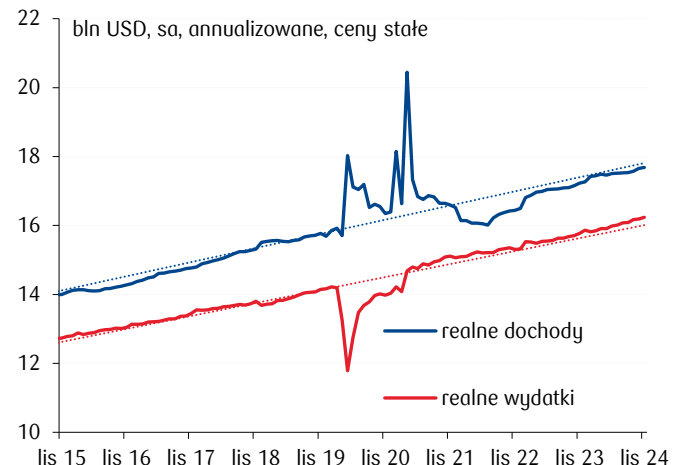
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Dynamika sprzedaży detalicznej vs płace



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Realne dochody i wydatki Amerykanów



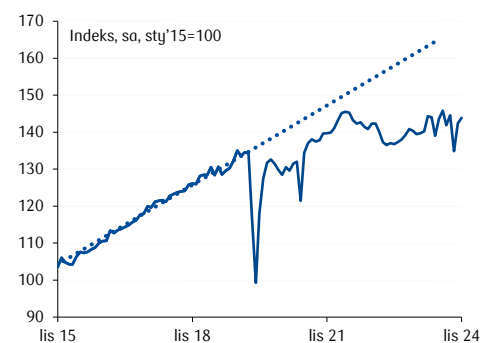
przemysłowej także za oceanem. Potwierdzenia spadku aktywności przemysłu w USA będziemy szukać w danych ISM (pt.).

- **W piątek 3 stycznia poznamy wstępny odczyt inflacji CPI za grudzień. Prognozujemy wzrost inflacji do poziomu ok. 5,0% r/r z 4,7% r/r w listopadzie.** Wzrost ten będzie wynikał przede wszystkim z efektów bazy, głównie ubiegłorocznych wahań cen paliw. Dodatkowym czynnikiem podbijającym inflację są dynamicznie rosnące ceny żywności.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

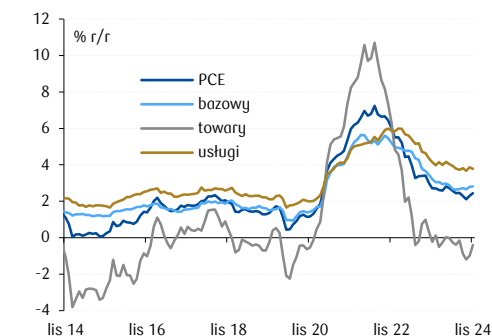
- **POL: Sprzedaż detaliczna w listopadzie wzrosła o 3,1% r/r** (wobec 1,3% r/r w październiku), silniej od oczekiwań. Wzrost napędzała sprzedaż samochodów (+28,1% r/r), farmaceutyków (+7,2% r/r) i paliw (+4,1% r/r). Nominalnie sprzedaż wzrosła o 3,4% r/r, a spadek deflatora (0,3% r/r) wspierały niższe ceny paliw. Dane sugerują dobry początek sezonu świątecznego i lepszą kondycję konsumentów niż wskazywały rachunki narodowe za 3q24. Więcej w Makro Flash: [Nowym samochodem na świąteczne zakupy](#).
- **USA: Deflator PCE, preferowany przez Fed wskaźnik inflacji, w listopadzie wzrósł do 2,4% r/r z 2,3% w październiku. Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) utrzymała się na poziomie 2,8% r/r, zgodnym z poprzednim odczytem, choć niższym od prognoz. Miesięczne tempo wzrostu cen, zarówno ogółem jak i w kategoriach bazowych, wyniosło 0,1% (sa) i spowolniło w stosunku do poprzedniego miesiąca.** Stabilizacja impetu inflacji na niskim poziomie zwiększa przestrzeń do obniżek stóp procentowych przez Fed. Jednak głównym ryzykiem dla inflacji pozostają plany polityki gospodarczej prezydenta elekta D.Trumpa, co znalazło odzwierciedlenie w wyższych prognozach FOMC opublikowanych po ostatnim posiedzeniu. W rezultacie dostrzegamy ryzyko, że skala luzowania w 2025 może być mniejsza niż dotychczas zakładane przez nas 100pb.
- **USA: Wydatki konsumentów w listopadzie wzrosły o 0,4% m/m (sa) po skorygowanym wzroście o 0,3% w październiku. Dochody wzrosły o 0,3% m/m, po wzroście o 0,7% m/m w październiku.** Dane wskazują, że aktywność konsumentów pozostaje silna, co napędza gospodarkę (konsumpcja odpowiada za 2/3 aktywności gospodarczej USA). Wzrost konsumpcji napędzany jest głównie przez silny rynek pracy - niską stopę zwolnień oraz wzrost płac. Brak spowolnienia aktywności gospodarczej, pomimo restrykcyjnej polityki pieniężnej, skłania Fed do ostrożniejszego podejścia do dalszych obniżek. Jak wskazał ostatnio J.Powell, gospodarka pozostaje "wyjątkowa".
- **USA: B.Hammack (Cleveland Fed) uzasadniła swój sprzeciw wobec obniżki stóp na grudniowym posiedzeniu Fed niewystarczającym postępem w schładzaniu inflacji.** Oceniała, że stopy procentowe są bliskie poziomowi neutralnego i na takim poziomie powinny pozostać przez jakiś czas. **J.Williams (NY Fed) ocenił, że polityka pieniężna jest wciąż restrykcyjna i powinna stawać się bardziej neutralna.** Pozytywnie ocenił spadek presji cenowej mierzonej miesięczną dynamiką deflatora PCE.
- **EUR: Wskaźnik ufności konsumenckiej w grudniu obniżył się o 0,7 pkt. do -14,5 pkt.,** nieco silniej niż oczekiwano. Był to drugi z rzędu miesiąc pogorszenia nastrojów, które coraz bardziej odbiegają od średniej długoterminowej.
- **USA-UE: D.Trump zagroził UE wprowadzeniem ceł, jeśli UE nie zmniejszy deficytu handlowego USA** poprzez większe zakupy amerykańskiej ropy i gazu. Do UE już teraz trafia większość amerykańskiego eksportu surowców energetycznych, a dalsze zwiększenie dostaw wymagałoby wzrostu produkcji

Sprzedaż detaliczna w Polsce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Inflacja PCE w USA



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

lub przekierowania surowców z Azji. D.Trump podkreślił, że brak współpracy oznaczać będzie „cła na całej linii”. USA, największy producent ropy, eksportuje do Europy ponad połowę swojego surowca. W przypadku LNG, Europa odpowiadała w 2023 za 66% amerykańskiego eksportu. Wcześniej taki sposób rozwiązania konfliktu między USA i UE proponowała Ch.Lagarde (prezeska EBC).

- **GER:** Niemiecki związek zawodowy IG Metall i zarząd koncernu Volkswagen osiągnęły w piątek porozumienie, które zakłada m.in. utrzymanie wszystkich zakładów VW i gwarancję zatrudnienia do 2030. Jednocześnie koncern planuje likwidację ponad 35 tys. miejsc pracy, która ma być przeprowadzona w sposób „odpowiedzialny społecznie”.
- **USA:** Kongres USA przegłosował w prowizorium budżetowe, przedłużając obecny budżet do marca przyszłego roku. Wbrew żądaniom i groźbom prezydenta elekta D.Trumpa w ustawie zabrakło zniesienia lub zawieszenia limitu długu. Promowany przez prezydenta-elekta projekt został zdecydowanie odrzucony m.in. głosami niemal 40 Republikanów, przeciwnych zwiększaniu długu.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 20 grudnia						
POL: Sprzedaż detaliczna (lis.)	10:00	% r/r	1,3	1,2	2,1	3,1
USA: Dochody Amerykanów (lis.)	14:30	% m/m	0,7	0,4	--	0,3
USA: Wydatki Amerykanów (lis.)	14:30	% m/m	0,3	0,5	--	0,4
USA: Deflator PCE (lis.)	14:30	% r/r	2,3	2,5	--	2,4
USA: Inflacja bazowa PCE (lis.)	14:30	% r/r	2,8	2,9	--	2,8
Poniedziałek, 23 grudnia						
POL: Stopa bezrobocia (lis.)	10:00	%	4,9	5,0	5,0	--
POL: Podaż pieniądza M3 (lis.)	14:00	% r/r	7,8	8,3	8,3	--
USA: Pozwolenia na budowę (lis., rew.)	14:00	tys.	1,505	--	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (lis., wst.)	14:30	% m/m	0,3	-0,3	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (gru.)	16:00	pkt.	111,7	113,0	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (lis.)	16:00	tys.	610	670	--	--
Czwartek, 26 grudnia						
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (gru.)	14:30	tys.	220	221	--	--
Piątek, 27 grudnia						
USA: Bilans handlowy (lis.)	14:30	mld USD	-99,1	-101,1	--	--
Wtorek, 31 grudnia						
USA: Ceny nieruchomości (paź.)	15:00	% r/r	4,57	--	--	--
Czwartek, 2 stycznia						
CHN: PMI w przetwórstwie (gru.)	2:45	pkt.	51,5	51,7	--	--
POL: PMI w przetwórstwie (gru.)	9:00	pkt.	48,9	48,8	48,3	--
GER: PMI w przetwórstwie (gru., rew.)	9:55	pkt.	43,0	42,5	--	--
EUR: Podaż pieniądza M3 (lis.)	10:00	% r/r	3,4	3,4	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (gru., rew.)	10:00	pkt.	45,2	45,2	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (gru.)	14:30	tys.	--	--	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (gru., rew.)	15:45	pkt.	49,7	48,3	--	--
Piątek, 3 stycznia						
CZE: Wzrost PKB (3q)	9:00	% r/r	0,6	1,3	--	--
GER: Stopa bezrobocia (gru.)	9:55	%	6,1	6,2	--	--
POL: Inflacja CPI (gru., wst.)	10:00	% r/r	4,7	4,9	5,0	--
USA: ISM w przetwórstwie (gru.)	16:00	pkt.	48,4	48,5	--	--

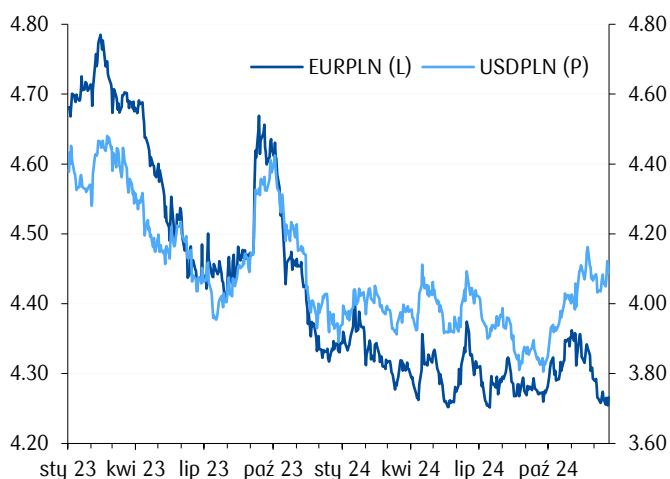
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

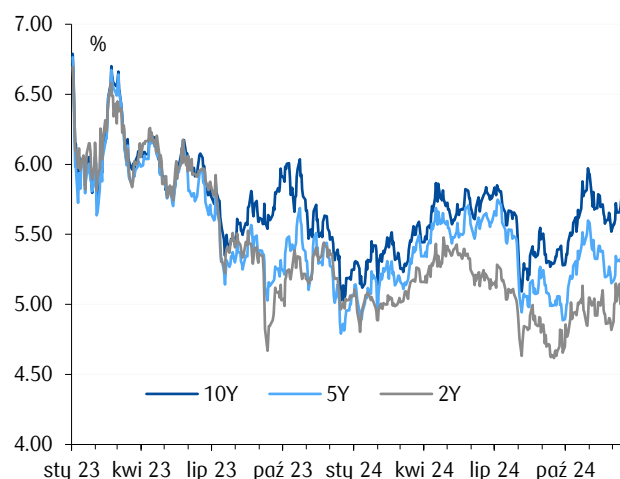
		Wartość 2024-12-20	Δ 1D	Δ 1W	Δ (%; pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2658	0,3	0,0	-1,6	-1,8	-7,9
	USDPLN	4,1023	0,1	0,9	-1,5	4,0	-0,2
	CHFPLN	4,5859	0,4	0,8	-1,6	-0,5	2,9
	GBPPLN	5,1373	0,0	0,3	-1,5	2,8	-5,8
	EURUSD	1,0399	0,2	-0,9	-0,1	-5,6	-7,8
	EURCHF	0,9302	-0,2	-0,8	0,0	-1,3	-10,5
	GBPUSD	1,2541	-0,1	-0,6	0,1	-1,4	-5,5
	USDJPY	156,51	-0,8	1,8	1,0	9,9	37,7
	EURCZK	25,14	0,0	0,5	-0,9	2,3	-0,3
	EURHUF	413,59	-0,4	1,1	0,5	8,3	12,7
Obligacje	PL2Y	5,06	-22	-1	20	3	219
	PL5Y	5,45	-11	1	26	49	213
	PL10Y	5,84	-8	3	23	65	266
	DE2Y	2,04	-2	-2	3	-38	275
	DE5Y	2,09	-3	1	2	19	270
	DE10Y	2,29	-2	4	3	32	266
	US2Y	4,32	1	8	-6	-1	368
	US5Y	4,38	-4	13	7	50	320
	US10Y	4,53	-4	13	11	63	313
Akcje	WIG	79 474,2	-0,9	-2,6	0,0	1,0	18,3
	WIG20	2 200,4	-1,1	-3,2	0,3	-6,2	0,3
	S&P500	5 930,9	1,1	-2,0	-0,6	24,7	28,4
	NASDAQ100	21 289,2	0,8	-2,3	2,5	26,9	34,7
	Shanghai Composite**	3 369,8	0,1	-0,7	3,1	15,6	-7,2
	Nikkei**	39 190,4	1,3	-0,7	2,4	18,2	37,3
	DAX	19 884,8	-0,4	-2,6	2,9	19,0	28,0
	VIX	18,26	-15,9	12,2	13,7	21,4	-22,5
Surowce	Ropa Brent	72,9	0,1	-2,1	-3,0	-7,8	-0,8
	Ropa WTI	69,7	-0,6	-2,6	-2,7	-5,6	-1,6
	Złoto	2627,5	1,5	-1,3	-2,9	27,5	45,7

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, **zamknięcie dnia bieżącego.

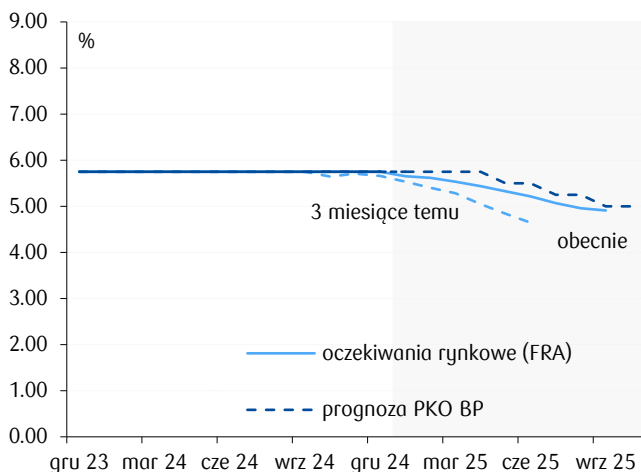
Notowania złotego wobec głównych walut



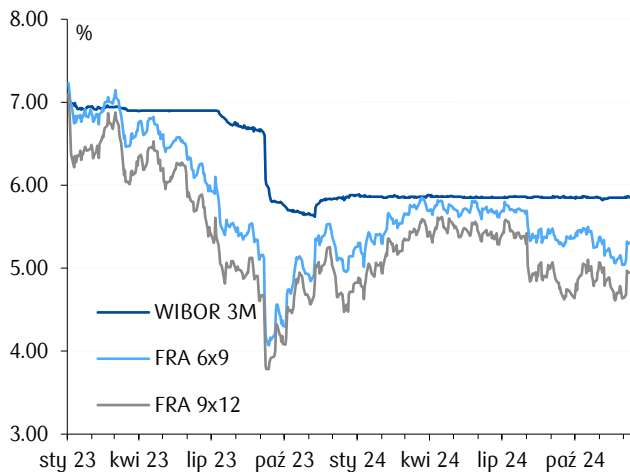
Rentowności polskich obligacji skarbowych



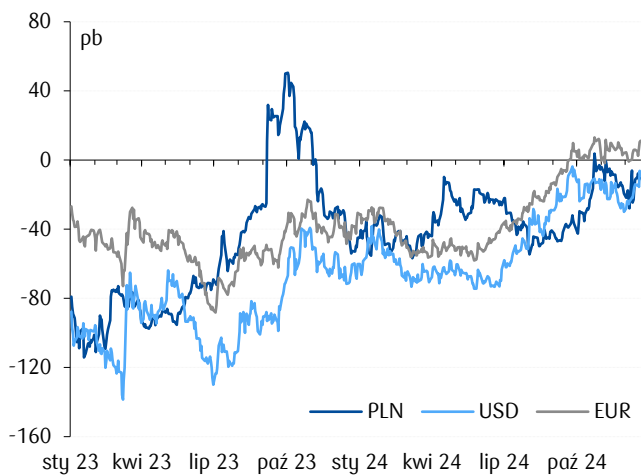
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs, oczekiwania rynkowe



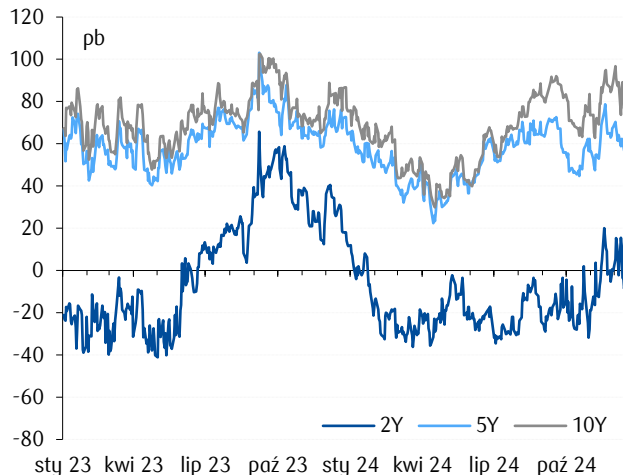
Krótkoterminowe stopy procentowe



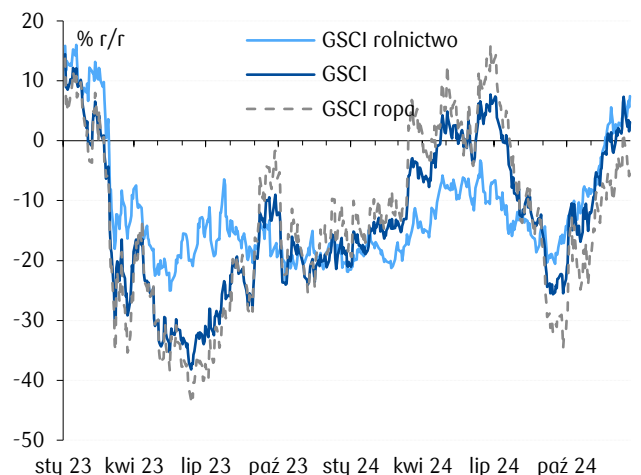
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



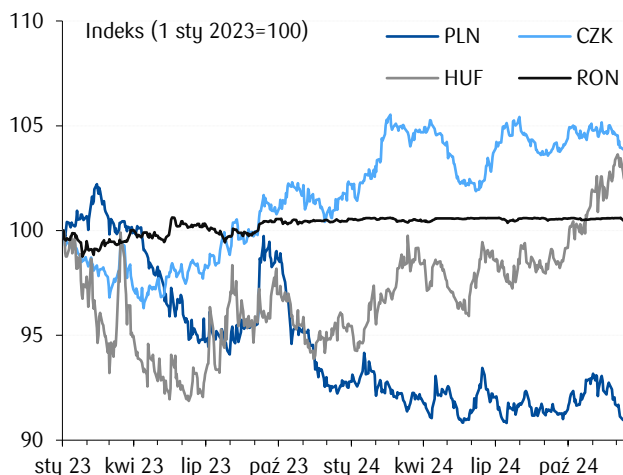
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel: 22 521 80 84
email: analizy.makro@pkobp.pl

Główny Ekonomista. Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak piotr.bujak@pkobp.pl 22 521 80 84

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl 22 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:
analizy.makro@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na X/Twitterze oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.