

Pierwszy dzień D.Trumpa

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Nastroje amerykańskich inwestorów pod koniec ubiegłego tygodnia były wspierane przez lepsze od oczekiwań dane o produkcji przemysłowej i doniesienia nt. rozmowy D.Trumpa i X.Jinpinga. Rentowności Treasuries minimalnie spadały na fali powrotu wiary w obniżki stóp Fed po wspierających taki kierunek polityki pieniężnej danych o inflacji bazowej. W oczekiwaniu na dzisiejszą inaugurację prezydentury D.Trumpa dolar marginalnie umocnił się względem euro, a EURUSD był notowany w okolicy 1,03. W kraju konferencja Prezesa A.Głapińskiego umocniła złotego – kurs EURPLN obniżał się w kierunku 4,25, a USDPLN w kierunku 4,13. Na krajowym rynku długu rentowności obligacji minimalnie wzrosły.
- W tym tygodniu głównym wydarzeniem jest dzisiejsze zaprzysiężenie D.Trumpa na prezydenta USA i jego pierwsze decyzje. W zakresie danych makroekonomicznych najczęściej uwagi przyciągną wstępne wskaźniki PMI z głównych gospodarek (pt.). Warto uwagi będą też doniesienia ze Światowego Forum Ekonomicznego w Davos. W Polsce poznamy paczkę danych o aktywności gospodarczej w grudniu (śr., czw., pt.). W zakresie polityki pieniężnej decyzje będą podejmować Norges Bank (czw.) i Bank Japonii (pt.)
- Już dziś D.Trump zostanie zaprzysiężony na 47. prezydenta USA. Po złożeniu oficjalnej przysięgi wygłosi przemówienie, w którym nakreśli kształt swojej prezydentury i to ten punkt może dostarczyć nowych informacji na temat zmian w zakresie polityki gospodarczej. Według doniesień medialnych jego pierwsze decyzje (podjęte nawet jeszcze dziś) mogą dotyczyć migracji (deportacje), ułaskawienia osób skazanych za szturm na Kapitol w 2021, czy wycofania części regulacji dotyczących energii i klimatu. D.Trump zapowiedział także przedłużenie okresu przejściowego na osiągnięcie porozumienia z TikTokiem, zachęcając do przywrócenia dostępności aplikacji w USA. Inauguracja przypada na Dzień Martina Luthera Kinga, który stanowi święto federalne i dzień wolny w USA.
- Najistotniejsze dane makro z zagranicy (wstępne indeksy PMI za styczeń) poznamy dopiero pod koniec tygodnia. Początek roku nie powinien przynieść jeszcze zwrotu w koniunkturze przemysłowej i usługowej, ani w USA, ani

Biurowo Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

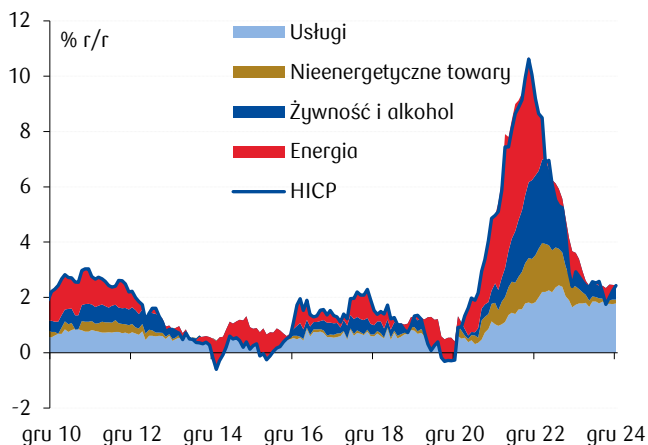
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

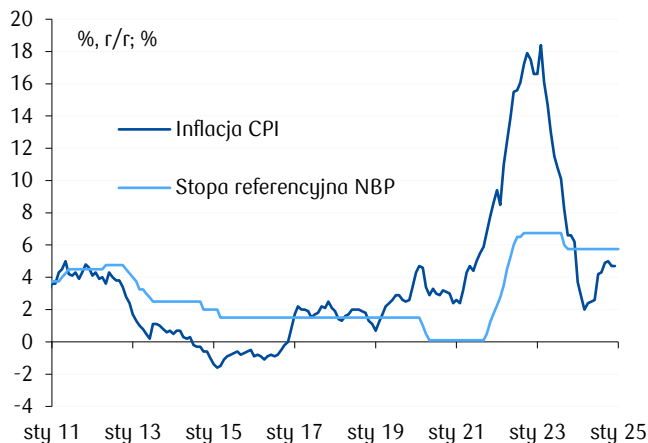
	Wartość 2025-01-17	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2568	-0,2
USDPLN	4,1324	-0,2
CHFPLN	4,5225	-0,4
GBPPLN	5,0485	-0,4
EURUSD	1,0301	0,0
Obligacje:		
PL2Y	5,30	8
PL5Y	5,75	6
PL10Y	5,94	0
DE10Y	2,51	-2
US10Y	4,61	0
Indeksy akcyjne:		
WIG	83 676,4	1,2
DAX	20 903,4	1,2
S&P500	5 996,7	1,0
Nikkej**	38 946,3	1,3
Shanghai Comp.**	3 251,9	0,3
Surowce:		
Złoto	2716,66	-0,1
Ropa Brent	80,79	-0,6

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.

Dekompozycja inflacji HICP w strefie euro



Inflacja i stopa referencyjna NBP



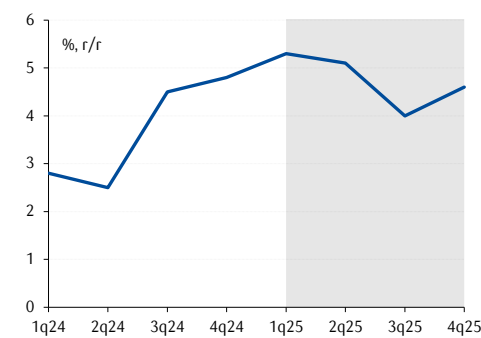
w strefie euro i Niemczech, a według konsensusu odczyty za styczeń będą bardzo zbliżone do tych z grudnia, tj. pokażą kontynuację dekonunktury w przemyśle i lekkie ożywienie w usługach. Prześmak tego jak na początku roku zmieniły się oceny kondycji niemieckiej gospodarki da indeks ZEW, który poznamy jutro – konsensus spodziewa się niewielkiego spadku.

- **Od poniedziałku do piątku w Davos odbywać się będzie Światowe Forum Ekonomiczne**, w ramach którego zaplanowane są wystąpienia m.in. Prezes EBC, Ch.Lagarde (śr., pt.).
- **Środek tygodnia przyniesie pierwszą paczkę danych krajowych – poznamy wyniki z rynku pracy oraz z przemysłu. Spodziewamy się, że dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw mogła w grudniu wzrosnąć do 10,8% r/r (kons: 11,0% r/r) z 10,5% r/r, podwyższana wypłatami premii w górnictwie. Według nas towarzyszyć temu będzie dalszy spadek zatrudnienia o 0,5% r/r (PKOe i kons.).** Z kolei stabilizacja nowych zamówień pod koniec roku, przy całkiem dobrym układzie kalendarza, mogła skutkować solidnym plusem w produkcji przemysłowej (PKOe: 2,0% r/r, kons.: 1,2% r/r). **W czwartek grudniowy obraz gospodarki zostanie uzupełniony o produkcję budowlaną (PKOe: -13,7% r/r, kons.: -11,7% r/r) i sprzedaż detaliczną (PKOe: 2,7% r/r, kons.: 3,8% r/r), która wg nas była wspierana dobrym wynikiem sprzedaży samochodów, przed wejściem w życie bardziej restrykcyjnych norm emisyjnych. Początek roku według nas przyniesie też poprawę koniunktury konsumenckiej w Polsce.**
- **Lekkiej poprawy nastrojów konsumenckich w styczniu oczekuje się również w przypadku strefy euro (czw.) oraz USA.** W tym drugim przypadku opublikowany zostanie zrewidowany szacunek indeksu Uniwersytetu Michigan (pt.) – ten wstępny pokazał jednak pogorszenie oczekiwań, w tym w szczególności wzrost oczekiwań inflacyjnych.
- **Koniec tygodnia przyniesie posiedzenia Norges Banku (czw.) i BoJ (pt.). Podobnie jak konsensus spodziewamy się, że stopy procentowe w Norwegii zostaną na niezmiennym poziomie.** Norges Bank pozostaje dość przejrzysty w swoim *forward guidance*, wskazując, że stopy procentowe zostaną obniżone dopiero w marcu, o ile procesy gospodarcze będą przebiegać zgodnie z przewidywaniami banku. **W przypadku BoJ nie wykluczamy, że dojdzie do podwyżki stóp o 25pb, do poziomu 0,50%.** W ostatnim czasie konsensus przechylił się w stronę takiego scenariusza, który uprawdopodobniając doniesienia agencji Bloomberg, że władze BoJ widzą duże szanse podwyżki, o ile początek prezydentury D.Trumpa nie przyniesie zbyt wielu niespodzianek, które mogłyby zachwiać rynkami finansowymi.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

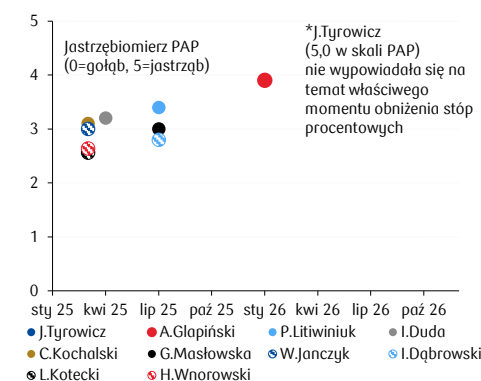
- **POL:** Na konferencji po posiedzeniu RPP Prezes NBP A.Głapiński powiedział, że warunkiem obniżania stóp procentowych jest osiągnięcie przez inflację CPI szczytu w połączeniu z prognozami wskazującymi na monotoniczny spadek inflacji do celu w kolejnych kwartałach. Dodał, że obecnie żaden z tych warunków nie jest spełniony, a powrót do dyskusji o obniżkach jest możliwy dopiero jesienią, może w październiku. Prezes NBP powiedział również, że wszystkie prognozy wskazują na inflację w 2025 istotnie przewyższającą cel inflacyjny NBP, a moment powrotu do celu odsuwa się na 2026. Zgodnie z prognozami NBP inflacja CPI osiągnie szczyt w 1q25 na poziomie około 5,3% r/r, a następnie będzie się obniżać aż do 4,0% r/r w 3q25, jednak w 4q25 ponownie wzrośnie do 4,6% r/r (a zatem blisko poziomu obserwowanego na koniec 2024). A.Głapiński wskazał również na podwyższoną inflację bazową, określając ją jako najważniejszą przesłankę dla RPP – wg prognoz NBP inflacja bazowa w całym 2025 pozostanie blisko poziomu 4,0% r/r. Wśród czynników ryzyka Prezes wymienił m.in. wysokie oczekiwania inflacyjne oraz wysoką dynamikę wynagrodzeń. **Mimo**

Inflacja CPI wg prognozy NBP



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Deklarowany przez członków RPP pierwszy możliwy moment dokonania obniżki stóp procentowych

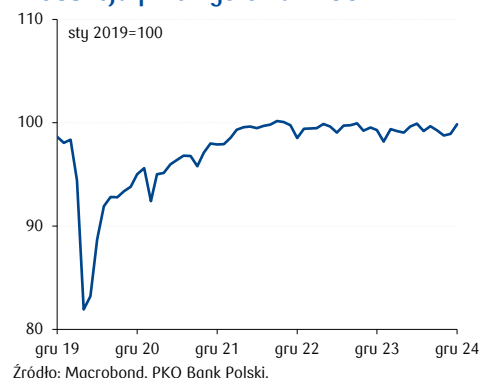


Źródło: PKO Bank Polski.

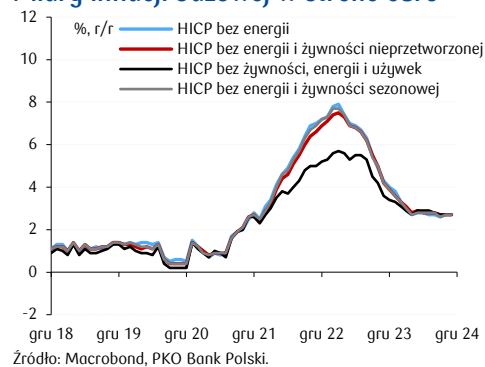
zdecydowanie jastrzębiej wymowy konferencji prasowej A.Głapińskiego uważamy, że RPP może dokonać pierwszej obniżki stóp procentowych w maju 2025, a dotychczasowe wypowiedzi pozostałych członków Rady wskazywały, że większość członków RPP widzi możliwość pierwszej obniżki wcześniej niż Prezes NBP (por. wykres na marginesie).

- ŚWIAT:** Międzynarodowy Fundusz Walutowy podniósł prognozę wzrostu światowego PKB na 2025 do 3,3% r/r (z 3,2% r/r zakładanego w październiku), oczekując w 2026 utrzymania tego tempa. Powodem rewizji w górę jest szybszy niż oczekiwano w edycji październikowej wzrost gospodarczy w USA (2,7% r/r, +0,5pp względem października). Jednocześnie wzrost PKB w strefie euro przyspieszy słabiej niż prognozowano w październiku (1,4% r/r, o 0,2pp poniżej poprzedniej edycji prognozy). Światowy wzrost w najbliższych latach ukształtuje się poniżej historycznej średniej z lat 2000–2019 wynoszącej 3,7%, a bilans średnioterminowych czynników ryzyka dla scenariusza bazowego jest przechylony w kierunku tych negatywnych. **MFW oczekuje, że globalna inflacja bazowa w 2025 spadnie do 4,2% r/r i do 3,5% r/r w 2026**, powracając do celu wcześniej w gospodarkach rozwiniętych niż w gospodarkach rynków wschodzących. Dla Polski Międzynarodowy Fundusz Walutowy **podtrzymał prognozę wzrostu PKB w 2025 na poziomie 3,5% r/r, a na 2026 marginalnie ją obniżył, do 3,3% r/r.**
- USA:** Produkcja przemysłowa w grudniu wzrosła o 0,9% m/m, wyraźnie przewyższając prognozy. W górę zrewidowano dane za listopad, kiedy finalnie produkcja zwiększyła się o 0,2% m/m. Produkcja w przemyśle przetwórczym wzrosła w grudniu o 0,6% m/m (po wyłączeniu pojazdów o 0,7% m/m), najsilniej od sierpnia, do czego przyczyniło się m.in. zakończenie strajków w fabrykach Boeinga. Produkcja przemysłowa borykała się w zeszłym roku z problemami wywołanymi wysokimi kosztami finansowania zewnętrznego oraz słabym popytem i w całym roku spadła o 0,5%. Silne odbicie pod koniec 2024 daje nadzieję na poprawę w bieżącym roku. Sprzyjać jej powinny ogólnie dobre perspektywy wzrostu amerykańskiej gospodarki i powoli odbudowujące się nastroje firm.
- EUR:** Finalne dane o grudniowej inflacji potwierdziły wstępny szacunek HICP na poziomie 2,4% r/r i, tym samym, wzrost względem listopada, kiedy inflacja wynosiła 2,2% r/r. Niezmiennie **głównym źródłem inflacji jest wzrost cen usług, który dodał 1,8 pp do wskaźnika HICP.** Inflację podbijają również rosnące ceny żywności i napojów bezalkoholowych, które w grudniu dodały 0,5pp. Wkład tych dwóch kategorii od niemal roku jest relatywnie stały, a **głównym źródłem wahań są zmiany ceny energii, które w grudniu przestały obniżać inflację.** Inflacja bazowa (bez żywności, energii, alkoholu i tytoniu) pozostała na listopadowym poziomie 2,7% r/r.
- USA:** Liczba rozpoczętych budów domów w grudniu wzrosła silniej niż oczekiwano i wyniosła 1,499 mln. Szczególnie silny wzrost obserwowany był w budownictwie wielorodzinnym. Mimo mocnego grudnia, 2024 był pod względem budowy nowych domów najsłabszym rokiem od 2019. Oprocentowanie kredytów hipotecznych przez cały rok przekraczało 6%, a na przełomie 2024/2025 – nawet 7%, ograniczając dodatkowo przystępność kosztową inwestycji w nieruchomości przy rekordowo wysokich cenach. **W grudniu pozytywnie zaskoczyła również liczba wydawanych pozwoleń na budowę, która utrzymała się na poziomie zbliżonym do listopadowego (przy rewizji w górę danych za poprzedni miesiąc).**
- CHN:** Chiński bank centralny poinformował, że stopy referencyjne dla kredytów pozostały bez zmian. 5-letnia stopa, która jest punktem odniesienia dla kredytów hipotecznych wynosi nadal 3,60%, a roczna stopa kredytów dla firm została utrzymana na poziomie 3,10%.

Produkcja przemysłowa w USA



Miary inflacji bazowej w strefie euro



Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 17 stycznia						
CHN: Wzrost PKB (4q)	3:00	% r/r	4,6	5,0	--	5,4
EUR: Inflacja HICP (gru., rew.)	11:00	% r/r	2,2	2,4	--	2,4
EUR: Inflacja bazowa (gru., rew.)	11:00	% r/r	2,7	2,7	--	2,7
USA: Rozpoczęcie budowy domów (gru.)	14:30	mln	1,294	1,315	--	1,499
USA: Produkcja przemysłowa (gru.)	15:15	% m/m	0,2	0,3	--	0,9
Poniedziałek, 20 stycznia						
GER: Inflacja PPI (gru.)	8:00	% r/r	0,1	1,1	--	--
Wtorek, 21 stycznia						
GER: Indeks instytutu ZEW (sty.)	11:00	pkt.	15,7	15,2	--	--
Środa, 22 stycznia						
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (gru.)	10:00	% r/r	10,5	11,0	10,8	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (gru.)	10:00	% r/r	-0,5	-0,5	-0,5	--
POL: Produkcja przemysłowa (gru.)	10:00	% r/r	-1,5	1,2	2,0	--
POL: Inflacja PPI (gru.)	10:00	% r/r	-3,7	-2,4	-2,5	--
Czwartek, 23 stycznia						
POL: Koniunktura konsumencka (sty.)	10:00	pkt.	-16,7	-16,5	-15,9	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (gru.)	10:00	% r/r	-9,3	-11,7	-13,7	--
POL: Sprzedaż detaliczna (gru.)	10:00	% r/r	3,1	3,8	2,7	--
NOR: Posiedzenie Norges Banku (sty.)	10:00	%	4,50	4,50	4,50	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (sty.)	14:30	tys.	217	220	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (sty., wst.)	16:00	pkt.	-14,5	-14,2	--	--
Piątek, 24 stycznia						
HUN: Stopa bezrobocia (gru.)	8:30	%	4,5	4,6	--	--
GER: PMI w przetwórstwie (sty., wst.)	9:30	pkt.	42,5	42,8	--	--
GER: PMI w usługach (sty., wst.)	9:30	pkt.	51,2	51,0	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (sty., wst.)	10:00	pkt.	45,1	45,5	--	--
EUR: PMI w usługach (sty., wst.)	10:00	pkt.	51,6	51,5	--	--
POL: Podaż pieniądza M3 (gru.)	14:00	% r/r	8,7	8,5	8,8	--
USA: PMI w przetwórstwie (sty., wst.)	15:45	pkt.	49,4	49,9	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sty., rew.)	16:00	pkt.	74,0	73,2	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (gru.)	16:00	mln	4,15	4,20	--	--
JPN: Posiedzenie BOJ (sty.)	--	%	0,25	0,50	0,50	--

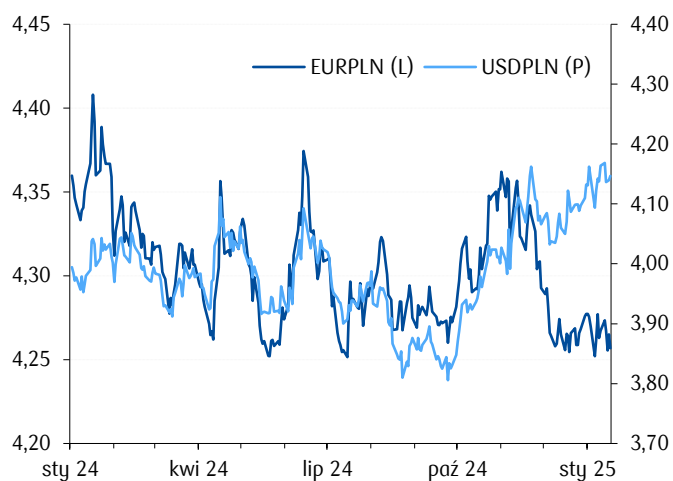
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

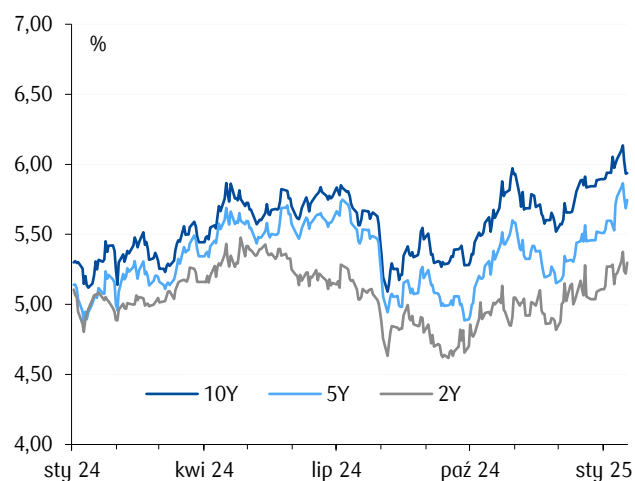
		Wartość 2025-01-17	Δ 1D	Δ 1W	Δ (%; pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2568	-0,2	-0,2	-0,2	-2,4	-6,1
	USDPLN	4,1324	-0,2	-0,7	0,7	3,1	4,2
	CHFPLN	4,5225	-0,4	-0,5	-1,4	-1,9	4,0
	GBPPLN	5,0485	-0,4	-0,7	-1,7	-0,6	-7,1
	EURUSD	1,0301	0,0	0,5	-0,9	-5,3	-9,9
	EURCHF	0,9413	0,2	0,2	1,2	-0,5	-9,7
	GBPUSD	1,2200	-0,3	-0,2	-2,7	-3,8	-10,8
	USDJPY	156,13	0,4	-0,9	-0,2	5,4	37,2
	EURCZK	25,24	-0,1	0,6	0,4	1,8	3,1
	EURHUF	412,90	0,0	-0,1	-0,2	8,1	16,0
Obligacje	PL2Y	5,30	8	7	24	21	216
	PL5Y	5,75	6	-2	29	63	185
	PL10Y	5,94	0	-10	10	62	188
	DE2Y	2,23	0	-5	19	-50	282
	DE5Y	2,31	-1	-7	22	3	268
	DE10Y	2,51	-2	-6	22	20	255
	US2Y	4,27	3	-10	-4	-12	331
	US5Y	4,42	2	-16	4	36	287
	US10Y	4,61	0	-16	8	47	284
Akcje	WIG	83 676,4	1,2	1,8	5,3	11,9	15,3
	WIG20	2 307,3	1,3	2,2	4,9	4,8	-3,2
	S&P500	5 996,7	1,0	2,9	1,1	23,9	28,6
	NASDAQ100	21 441,2	1,7	2,8	0,7	23,8	37,3
	Shanghai Composite**	3 251,9	0,3	2,6	-3,4	14,8	-7,6
	Nikkei**	38 946,3	1,3	-0,6	0,6	8,3	38,5
	DAX	20 903,4	1,2	3,4	5,1	26,3	31,6
	VIX	17,24	0,8	-10,7	-5,6	18,0	-20,7
Surowce	Ropa Brent	80,8	-0,6	1,3	10,8	2,8	-6,1
	Ropa WTI	78,6	-1,0	1,7	12,7	6,7	-6,3
	Złoto	2716,7	-0,1	0,9	3,4	34,0	49,2

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

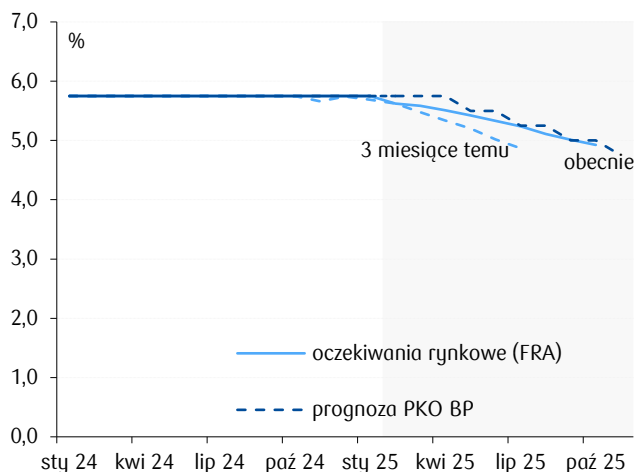
Notowania złotego wobec głównych walut



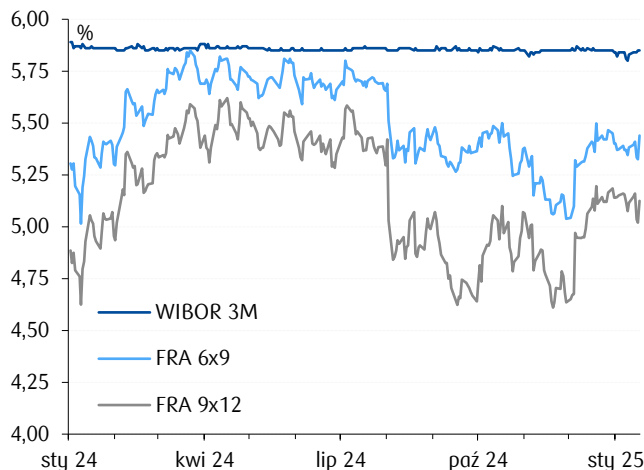
Rentowności polskich obligacji skarbowych



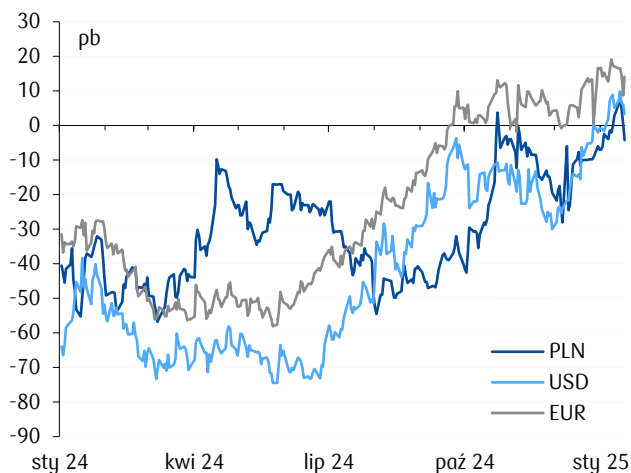
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs, oczekiwania rynkowe



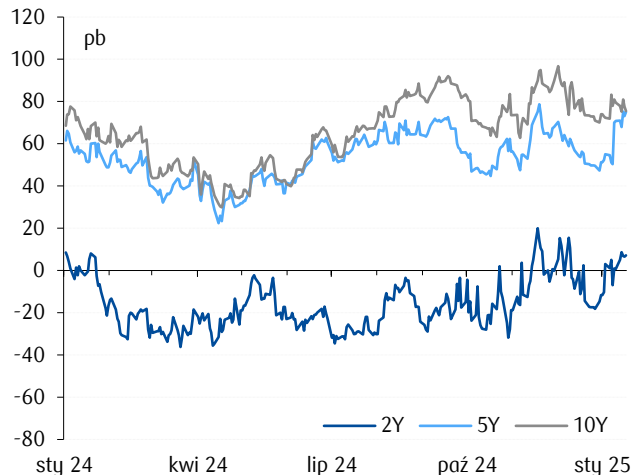
Krótkoterminowe stopy procentowe



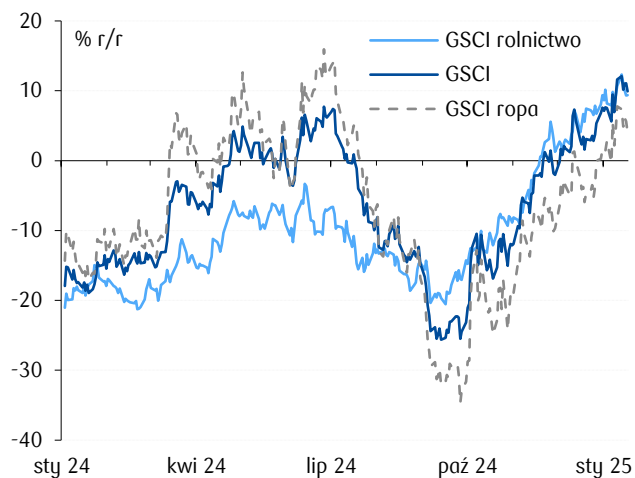
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



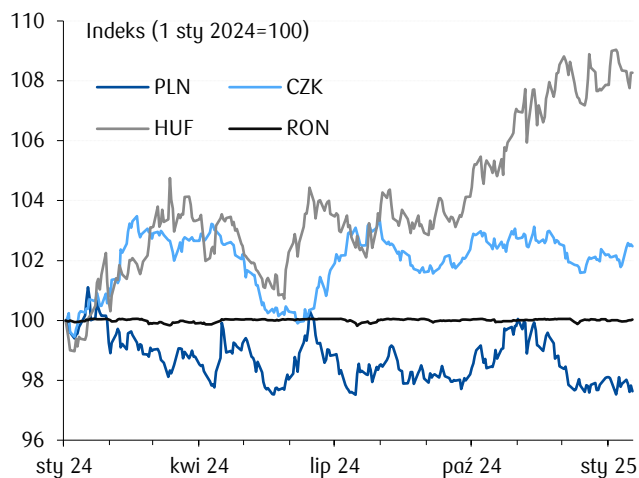
Spread asset swap dla PLN



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.