



# Makro i rynek

komentarz dzienny

**Biuro Analiz Makroekonomicznych**  
research@bankmillennium.pl

27 stycznia 2025

**Grzegorz Maliszewski**

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

**Andrzej Kamiński**

Ekonomista

+48 22 598 20 10

**Mateusz Sutowicz**

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

## Informacje na dziś

- **PL:** Dziś o godz. 10:00 Główny Urząd Statystyczny opublikuje swój comiesięczny Biuletyn, a w nim szereg danych z krajowej gospodarki, m.in. stopę bezrobocia rejestrowanego w grudniu. Według przedstawionego już przez MRPiPS szacunku wyniosła ona 5,1% wobec 5,0% miesiąc wcześniej. W Biuletynie znajdziemy też m.in. bardziej szczegółowe wskaźniki koniunktury w styczniu, a także dane o nowych zamówieniach w przemyśle w grudniu.
- **GE:** O godz. 10:00 poznamy też wyliczenie za styczeń indeksu instytutu Ifo, tj. wskaźnika najszerzej obrazującego koniunkturę w Niemczech. Według konsensusu prognoz wynieść ma on 84,5 pkt wobec 84,7 pkt miesiąc wcześniej. Dane te będą tym bardziej interesujące, że złożony wskaźnik PMI (poznaliśmy go w piątek), uwzględniający łącznie informacje z przemysłu i usług, wzrósł w styczniu do 50,1 pkt z 48,0 pkt w grudniu, co oznacza powrót do ożywienia (co prawda mizernego) po półrocznej przerwie. Dane PMI okazały się pozytywną niespodzianką.

## Wydarzenia i komentarze

- **EZ:** Według wstępnych wyliczeń złożony wskaźnik PMI dla strefy euro, obrazujący łącznie nastroje w przemyśle i usługach, wzrósł w styczniu do 50,2 pkt z 49,6 pkt miesiąc wcześniej, co okazało się pozytywną niespodzianką. Za wzrost wskaźnika odpowiadał sektor przemysłowy, który odbił do 46,1 pkt z 45,1 pkt, tj. najwyższej wartości od maja. Wskaźnik dla usług wyniósł natomiast 51,5 pkt wobec 51,6 pkt miesiąc wcześniej. Powrót indeksu powyżej neutralnego poziomu 50 pkt jest dobrą wiadomością, sam wskaźnik jednak nadal pokazuje tylko niemrawy wzrost napędzany sektorem usługowym, przy nadal trwającej recesji w przemyśle. Lepsze informacje płyną przede wszystkim z Niemiec, gdzie złożony indeks PMI wzrósł do 50,1 pkt, natomiast nastroje we Francji ciągle pozostają pesymistyczne (48,3 pkt). Nadal słaba, choć nie pogarszająca się aktywność na początku roku, będzie przesłanką za obniżką stóp procentowych w strefie euro w tym tygodniu. Według powszechnych oczekiwań, wspartych wypowiedziami europejskich bankierów centralnych w Davos, wskazują na obniżkę stóp procentowych o 25 pkt baz. W centrum uwagi będzie retoryka EBC, w szczególności jego prezesa Ch.Lagarde. Sądzymy, że pomimo obniżki komunikacja pozostanie ostrożna. Tym bardziej, że styczniowe wyniki badania PMI pokazują dla Niemiec najszybszy wzrost kosztów materiałów od dwóch lat, przypominając o ryzykach inflacyjnych w strefie euro.
- **PL:** Podaż pieniądza licząc według miary M3 wzrosła w grudniu o 9,3% r/r, a więc szybciej od oczekiwań. Niespodziance sprzyjał najsilniejszy w danych wzrost depozytów w gospodarce. W grudniu przyrosły one łącznie o 46,2 mld zł m/m, po wzroście o 15,3 mld zł m/m w listopadzie. Na taki silny przyrostłożyły się depozyty gospodarstw domowych, przedsiębiorstw, a także samorządów. Dane te są zgodne z wysoką stopą oszczędności gospodarstw domowych oraz obniżoną aktywnością inwestycyjną w gospodarce. Wysokie oszczędności umożliwiają oddłużenie firm i gospodarstw domowych - w grudniu łączna wartość kredytu w gospodarce obniżyła się względem listopada.

## Rynki na dziś

Rozpoczynający się tydzień na rynkach finansowych będzie zdominowany przez decyzję Europejskiego Banku Centralnego (spodziewamy się cięcia stóp procentowych o 25 pkt. baz.) oraz Fed (stabilizacja kosztu pieniądza). Rozdźwięk w poczynaniach EBC i Fed jest już rynkowo zdyskontowany, stąd nie powinien rodzić istotnej zmienności rynku. Tym bardziej, iż w kontekście narracji nie spodziewamy się znaczących korekt. EBC podtrzyma uzależnienie od napływających danych, Fed wskaże na ostrożność towarzyszącą inflacji. Najbliższe dni obfitować będą w interesujące wydarzenia krajowe. Poznamy bowiem wstępny PKB za 2024 rok (czwartek). W środę natomiast Ministerstwo Finansów zorganizuje ostatni w tym miesiącu przetarg sprzedaży obligacji. W piątek zaś resort poinformuje o planach podaży na luty. Potencjalnie mogą to być wydarzenia kształtujące rentowność polskiego długu. Złoty wciąż naszym zdaniem ma apetyt na test poziomu 4,20. W szczególności, iż eurodolar stopniowo zmierza w kierunku 1,05.

| Kursy walut |        | Δ %   |
|-------------|--------|-------|
| EUR/PLN     | 4,2144 | 0,0%  |
| USD/PLN     | 4,0134 | -1,0% |
| CHF/PLN     | 4,4327 | -0,6% |
| EUR/USD     | 1,0503 | 1,0%  |

| Rynek Pieniężny | (%)  | Δ bps |
|-----------------|------|-------|
| WIBOR 1M        | 5,83 | 1     |
| WIBOR 3M        | 5,88 | 2     |

| Obligacje PL | (%)  | Δ bps |
|--------------|------|-------|
| 2Y           | 5,18 | 0     |
| 5Y           | 5,68 | 3     |
| 10Y          | 5,95 | 2     |

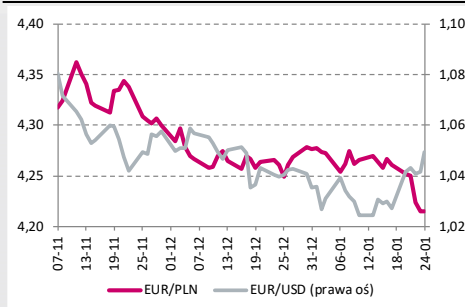
| IRS PLN | (%)  | Δ bps |
|---------|------|-------|
| 2Y      | 5,21 | 4     |
| 5Y      | 4,97 | 5     |
| 10Y     | 5,14 | 5     |

| Obligacje bazowe | (%)  | Δ bps |
|------------------|------|-------|
| DE 10Y           | 2,54 | 2     |
| US 10Y           | 4,63 | -2    |

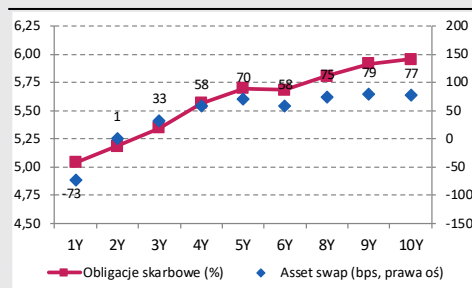
| Giełdy  | pkt.    | Δ %  |
|---------|---------|------|
| WIG     | 85840,8 | 0,7  |
| DAX     | 21394,9 | -0,1 |
| S&P 500 | 6101,2  | -0,3 |

Źródło: LSEG Datastream  
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

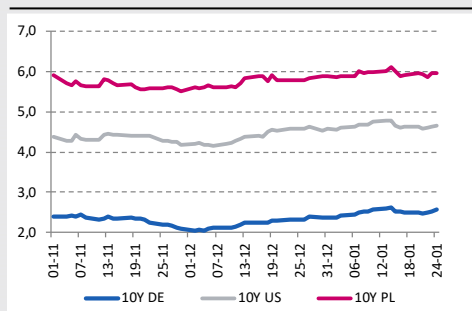
## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



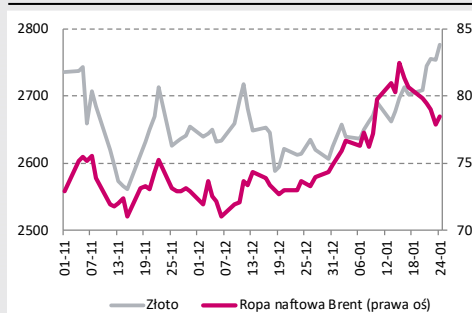
## Krajowy rynek stopy procentowej



## Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



## Ceny surowców [USD]



## Rynek krajowy

W trakcie piątkowej sesji umocnienie złotego zatrzymało się, a kurs EUR/PLN stabilizował się w przedziale 4,2075-4,2150. Zwyżka eurodolara na rynkach międzynarodowych wsparła osłabienie amerykańskiej waluty także względem złotego, w rezultacie kurs USD/PLN spadł w ciągu dnia w okolice psychologicznej granicy 4,00 i na zakończył tydzień na poziomie 4,01. Krajowy rynek długu kontynuował zapoczątkowaną kilka dni temu konsolidację. Podczas piątkowej sesji rentowność polskiej 10 latki wzrosła o niemal 2 pkt. baz. do poziomu 5,97%, tym samym zbliżając się do górnego ograniczenia trendu, które znajduje się w okolicy 6,03%. Niewielkim zmianom podlegały też notowania na krótkim końcu krzywej dochodowości. Rentowność 5-latki zamknęła sesję na poziomie 5,69%, a 2-latki praktycznie się nie zmieniła i znajduje się na poziomie 5,22%.

## Rynki zagraniczne

Rynki bazowe w niewielkim stopniu zareagowały na wstępne odczyty indeksów PMI w Europie i w USA. Dolar osłabiał się wobec spadku obaw dotyczących wymiaru polityki celnej nowej administracji w USA. Kurs EUR/USD wzrósł w ciągu sesji o ok. 0,9 centa, osiągając poziom zbliżony do 1,05. W tym tygodniu inwestorzy będą obserwować posiedzenia banków centralnych i publikacje nowych danych. Na bazowych rynkach długu rentowności obligacji w piątek rosły, częściowo odrabiając straty z trwającej już ponad tydzień korekty. Rentowność amerykańskiej 10-latki wzrosła początkowo o ponad 5 pkt. baz., jednak odbiła się od oporu i zamknęła europejską część sesji na poziomie 4,625%, zbliżonym do poziomu otwarcia. Rentowność 10-letniego bunda wzrosła z kolei o ok. 3 pkt. baz. i znajduje się na poziomie 2,55%.

## Kalendarium

| Wskaźnik/Wydarzenie                                | Kraj   | Okres    | Poprzednie dane | Aktualne Dane | Konsensus rynkowy | Bank Millennium prognoza |
|----------------------------------------------------|--------|----------|-----------------|---------------|-------------------|--------------------------|
| Piątek 24 stycznia                                 |        |          |                 |               |                   |                          |
| 10:00 Indeks PMI dla przemysłu wst.                | EZ     | Styczeń  | 45.1            | 46.1          | 45.2              |                          |
| 15:45 Indeks PMI dla usług wst.                    | USA    | Styczeń  | 56.8            | 52.8          | 56.5              |                          |
| Poniedziałek 27 stycznia                           |        |          |                 |               |                   |                          |
| 02:30 PMI NBS dla przemysłu                        | Chiny  | Styczeń  | 50.1            | 49.1          | 50.1              |                          |
| 02:30 PMI NBS dla usług                            | Chiny  | Styczeń  | 52.2            | 52.0          | 52.2              |                          |
| 10:00 Indeks Instytutu Ifo                         | Niemcy | Styczeń  | 84.7            |               | 84.5              |                          |
| 10:00 Stopa bezrobocia                             | Polska | Grudzień | 5.0%            |               | 5.1%              | 5.1%                     |
| Wtorek 28 stycznia                                 |        |          |                 |               |                   |                          |
| 14:00 Decyzja ws. stóp procentowych                | Węgry  | Styczeń  | 6.50%           |               | 6.50%             |                          |
| 14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m wst. | USA    | Grudzień | -1.2%           |               |                   |                          |
| 16:00 Indeks zaufania konsumentów Conference Board | USA    | Styczeń  | 104.7           |               | 106.2             |                          |
| Środa 29 Stycznia                                  |        |          |                 |               |                   |                          |
| Przetarg sprzedaży obligacji                       | Polska | Styczeń  |                 |               |                   |                          |
| 20:00 Decyzja Fed ws. stóp proc.                   | USA    | Styczeń  | 4.25-4.50%      |               | 4.25-4.50%        | 4.25-4.50%               |
| 20:30 Konferencja prasowa po posiedzeniu Fed       | USA    | Styczeń  |                 |               |                   |                          |
| Czwartek 30 stycznia                               |        |          |                 |               |                   |                          |
| 10:00 PKB n.s.a. r/r wst.                          | Niemcy | 4Q       | 0.1%            |               | -0.1%             |                          |
| 10:00 PKB r/r wst.                                 | Polska | 2024     | 0.1%            |               | 2.8%              | 2.8%                     |
| 11:00 PKB s.a. r/r wst.                            | EZ     | 4Q       | 0.9%            |               | 1.0%              |                          |
| 11:00 Stopa bezrobocia                             | EZ     | Grudzień | 6.3%            |               | 6.3%              |                          |
| 14:15 Decyzja ECB ws. stóp proc.                   | EZ     | Styczeń  | 3.00%           |               | 2.75%             | 2.75%                    |
| 14:30 PKB annualizowane wst.                       | USA    | 4Q       | 3.1%            |               | 2.7%              |                          |
| 14:45 Konferencja prasowa po posiedzeniu ECB       | EZ     | Styczeń  |                 |               |                   |                          |
| Piątek 31 stycznia                                 |        |          |                 |               |                   |                          |
| 08:00 Inflacja HICP r/r wst.                       | Niemcy | Styczeń  | 2.8%            |               | 2.9%              |                          |
| 14:30 Wydatki Amerykanów m/m                       | USA    | Grudzień | 0.4%            |               | 0.4%              |                          |
| 14:30 Dochody Amerykanów m/m                       | USA    | Grudzień | 0.3%            |               | 0.4%              |                          |
| 14:30 Inflacja bazowa PCE r/r                      | USA    | Grudzień | 2.8%            |               |                   |                          |
| Poniedziałek 3 lutego                              |        |          |                 |               |                   |                          |
| 09:00 Indeks PMI dla przemysłu                     | Polska | Styczeń  | 58.2            |               |                   |                          |
| 11:00 Inflacja HICP r/r wst.                       | EZ     | Styczeń  | 2.4%            |               |                   |                          |

Źródło: Bloomberg, Millennium Bank S.A., Parkiet

**Millennium**  
bank