

# Makro i rynek

komentarz tygodniowy

20 stycznia 2025

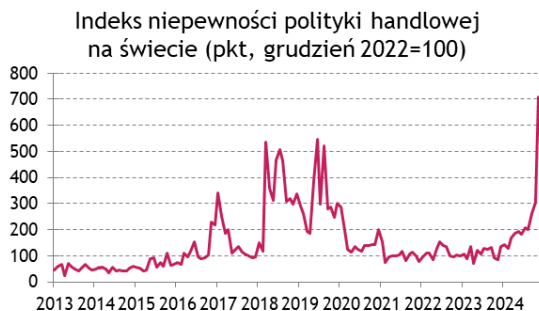
**Biuro Analiz Makroekonomicznych**  
research@bankmillennium.pl

**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: <https://www.matteociocoviello.com/tpu.htm>

W poniedziałek wieczorem na II kadencję jako prezydent USA zostanie zaprzysiężony Donald Trump. W centrum uwagi ekonomistów i inwestorów będą pierwsze decyzje i komentarze dotyczące m.in. przyszłej polityki celnej, podatkowej, migracyjnej. Możliwość przedstawienia swoich priorytetów na najbliższą przyszłość da też wystąpienie na trwającym w tym tygodniu forum w Davos (23 stycznia).

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### D.Trump inauguruje drugą kadencję i przemówi też na forum w Davos

W poniedziałek 20 stycznia wieczorem czasu polskiego Donald Trump zostanie zaprzysiężony na drugą kadencję jako prezydent Stanów Zjednoczonych. Według harmonogramu ma on też tego samego dnia podpisać szereg rozporządzeń. Nie wiemy, czego będą one dotyczyć. W centrum uwagi ekonomistów i inwestorów będą decyzje w zakresie ceł na importowane towary, a także przedłużenie obecnie obowiązujących obniżek podatków oraz możliwego zwiększenia nakładów na inwestycje publiczne. Przypomnijmy, że podczas kampanii postulował on nałożenie ceł w wysokości 60% na towary z Chin i 20% na import z pozostałych gospodarek, a ostatnie 2 miesiące od ostatnich wyborów jasno nie precyzują terminu wprowadzenia nowych ceł oraz ich skali. Co prawda, D.Trump już po wyborach mówił o nowych taryfach na towary z Kanady, Meksyku i Chin już od pierwszego dnia swojej prezydentury, ale nie wydaje nam się to bardzo prawdopodobne. Co więcej, docierają głosy z przyszłej administracji, że skala podwyżek ceł nie będzie tak duża jak zapowiedziano lub będzie dotyczyła konkretnych towarów. Polityka celna, fiskalna i inwestycyjna to nie jedyne działania, które mogą mieć wpływ procesy gospodarcze. Potencjalnie kluczowe znaczenie może mieć polityka migracyjna, której ostateczny kształt pozostaje nieznany. Zmiany te oddziaływałyby stagflacyjnie na globalną gospodarkę, a ich siła zależna od odpowiedzi rządów innych krajów. Wpływ nowej polityki celnej USA na Polskę na ten moment wydaje się dość ograniczony, a potencjalnie największe znaczenie będzie miała wiarygodność nowego prezydenta USA co do zobowiązań w ramach NATO. Gdyby była ona zaburzona, mogłoby to skutkować odpływem kapitału z Polski, zmniejszeniem inwestycji i znaczącym wzrostem premii za ryzyko. Nie wydaje nam się jednak aby zmaterializowanie się tego czynnika ryzyka było realne. Okazję do lepszego przedstawienia planów prezydenta USA w najbliższej przyszłości da wystąpienie na rozpoczynającym się też w poniedziałek Światowego Forum Gospodarczego w Davos, które będzie odbywało się w dniach 20-24 stycznia. Wystąpienie prezydenta USA zaplanowano na czwartek 23 stycznia.

### Polskie z polskiej gospodarki pozwolą ocenić jej kondycję w 4Q 2024 r.

Ten tydzień będzie obfitował w publikację krajowych danych za grudzień. Wyniki produkcji przemysłowej (spodziewamy się wzrostu o 3,1% r/r wobec spadku o 1,5% r/r w listopadzie), produkcji budowlano-montażowej (szacujemy spadek o 11,7% r/r) oraz sprzedaży detalicznej (szacujemy wzrost o 4,6% r/r) pozwolą ocenić kondycję gospodarki w ostatnim kwartale minionego roku i mogą zweryfikować szacunki dynamiki PKB w 4Q 2024. W środę zaś poznamy dane z rynku pracy. Szczególnie ciekawe będą informacje o przeciętnym wynagrodzeniu, które w naszej ocenie wzrosły o 10,6% r/r. Informacje z rynku pracy to ważne informacje z punktu widzenia decyzji Rady Polityki Pieniężnej, niemniej biorąc pod uwagę jasno określoną narrację jej członków, wpływ publikowanych obecnie danych na rynki finansowe może być mniejszy.

### Stagnacja w strefie euro przedłuża się na 2025 r.?

W piątek o godz. 10:00 poznamy wstępne wyliczenia za styczeń indeksów PMI dla strefy euro. Według konsensusu Reuters złożony indeks PMI, obrazujący łącznie nastroje w przemyśle i usługach wyniesie 49,7 pkt wobec 49,6 pkt w grudniu. Realizacja tych oczekiwań oznaczałaby przedłużanie się stagnacji gospodarki strefy euro na początek 2025 r., co będzie wpisywało się w kontynuację obniżek stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego. My, jak i rynki finansowe sądzimy, że 30 stycznia EBC zdecyduje się na cięcie o 25 pkt baz.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2554	-0,4%
USD/PLN	4,1246	-1,3%
CHF/PLN	4,5211	-0,7%
EUR/USD	1,0317	1,0%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,83	-1
WIBOR 3M	5,85	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,23	5
5Y	5,69	-2
10Y	5,89	-7

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,22	0
5Y	4,99	-7
10Y	5,17	-8

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,52	-8
US 10Y	4,62	-16




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	84206,5	4,0
DAX	20911,3	3,9
S&P 500	5996,7	2,9

Źródło: LSEG Data & Analytics




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

**Millennium**  
bank

## Rynek walutowy

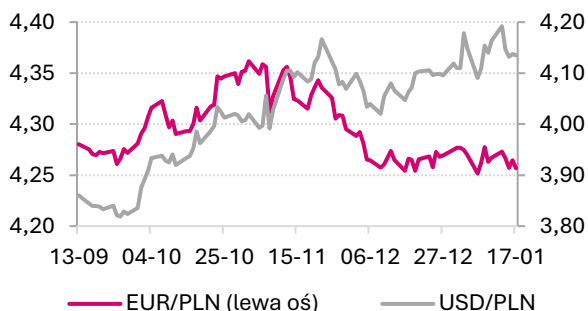
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Mijają kolejne tygodnie w trakcie których złoty do euro wykazuje się stabilnością. Co istotne na horyzoncie nie dostrzegamy obecnie czynników mogących istotnie podbić zmienność kursu EUR/PLN (ryzykiem oczywiście pozostają kwestie polityczne towarzyszące inauguracji prezydenta D.Trumpa). Mimo to, pozostajemy konsekwentni w swoich oczekiwaniach dotyczących stabilizacji notowań złotego do euro. Kurs EUR/PLN pozostawać powinien w przedziale 4,24 - 4,28. 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 (mamy tu na myśli przede wszystkim wypowiedzi prezydenta USA) nie powinny dostarczać istotnej rynkowej zmienności polskiej waluty. Krajowe dane makroekonomiczne, które dość licznie publikowane będą w nadchodzących dniach będą natomiast drugoplanowe. Jesteśmy tuż po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej i konferencji prezesa Narodowego Banku Polskiego, które rozwiły jakiegokolwiek wątpliwości (jeśli takowe były) co do możliwości cięć stóp procentowych w najbliższych miesiącach. Z tego powodu ani dane o sprzedaży detalicznej, produkcji przemysłowej, czy zatrudnieniu nie będą miały obecnie rynkowego znaczenia.
USD/PLN 	Oczekiwana przez nas stabilizacja kursu EUR/PLN sprawia, że decydujące dla kierunku zmian USD/PLN będą ruchy eurodolara. Te natomiast (o czym szerzej opisujemy poniżej w sekcji EUR/USD) uzależnione mogą być przez potencjalne wypowiedzi prezydenta USA. O ile trudno przewidzieć wątki, które D.Trump zdecyduje się poruszyć w pierwszych dniach urzędowania, to intuicyjnie stawiamy, iż będą one miały prodolarowy charakter. W efekcie kurs USD/PLN przesunąć się może w okolice 4,19.
EUR/USD 	Bieżące uspokojenie eurodolara wokół poziomu 1,03 i względny brak reakcji na napływające dane makroekonomiczne może odejść w zapomnienie. Dzisiejsza inauguracja prezydentury D.Trumpa i czwartkowe wypowiedzi online podczas forum ekonomicznym w Davos mają szansę „rozruszać” rynki finansowe. Powszechnie oczekuje się bowiem, iż w tym tygodniu paść może wiele pomysłów gospodarczych nowego prezydenta Stanów Zjednoczonych. Najbardziej interesujące kwestie dotyczyć będą polityki celne, energetycznej, wsparcia fiskalnego gospodarki amerykańskiej, czy geopolityki (kwestia m.in. wojny na Ukrainie). Od strony stricte danych makroekonomicznych kalendarz zawiera przede wszystkim wstępny odczyt indeksów PMI w strefie euro, na który jednak poczekamy aż do piątku. Do tego momentu jak wspomnieliśmy kwestie szeroko pojętej geopolityki będą najistotniejsze dla rynku dolara.

## Rynek obligacji

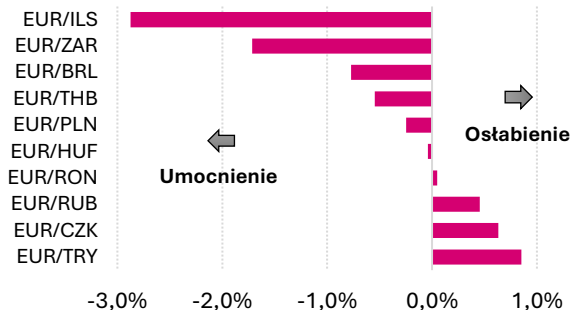
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Dochodowość 10-latki polskiej powróciła poniżej psychologicznej bariery 6,0%. Ten tydzień zdominowany będzie przez kwestie podażowe. Za nami już przetarg bonów skarbowych. Ministerstwo Finansów sprzedało 44-tygodniowe papiery za 5,38 mld PLN, przy mocnym popycie wynoszącym aż 9,93 mld PLN (bid-to-cover 1,74), uzyskano rentowność 5,44%. Przed nami jeszcze przetarg uzupełniający oraz - w czwartek - drugi w tym miesiącu przetarg obligacji skarbowych (z podażą 5-10 mld PLN). Kwestie krajowych publikacji powinny mieć drugoplanowe znaczenia, gdyż - jak pokazało ubiegłotygodniowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej - droga do cięć stóp procentowych pozostaje odległa. Uspokojenia emocji oczekujemy ponadto po stronie rynków bazowych. Nie uważamy, by planowane na ten tydzień wydarzenia miały doprowadzić do przetasowań w rynkowych oczekiwaniach co do ruchów Fed, czy Europejskiego Banku Centralnego.
10Y DE (%) 	Podtrzymujemy naszą ocenę z ubiegłego tygodnia, gdy pisaliśmy, iż argumenty za zwykłą dochodowością niemieckiego długu 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. Testem tych oczekiwań będzie piątkowy wstępny odczyt indeksów PMI w strefie euro.
10Y US (%) 	Od momentu kiedy w ubiegłym tygodniu rentowność 10-latki wzrosła do poziomu 4,67%, a więc była najwyższa od połowy 2024 roku rozpoczął się proces odreagowania trendu zwykłego. Przyznać należy, iż jest on jednak dość skromny (dochodowość obniżyła się do 4,60%) W tym tygodniu liczyć się będą przede wszystkim wypowiedzi prezydenta D.Trumpa. O ile nie powinny one dotyczyć kwestii stricte towarzyszących polityce pieniężnej, o tyle potencjalne nowe pomysły impulsu fiskalnego mogłyby sprzyjać powrotowi dochodowości na wyższe poziomy.

## Wykresy rynkowe

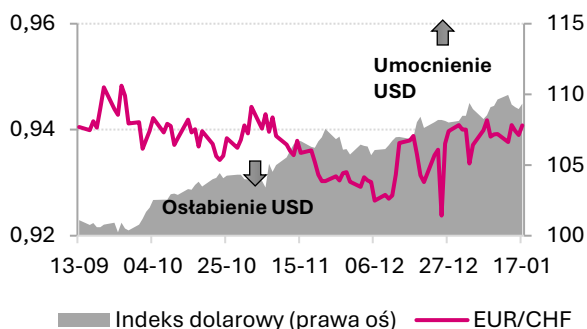
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



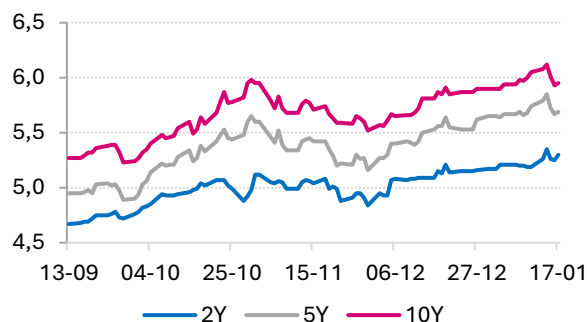
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



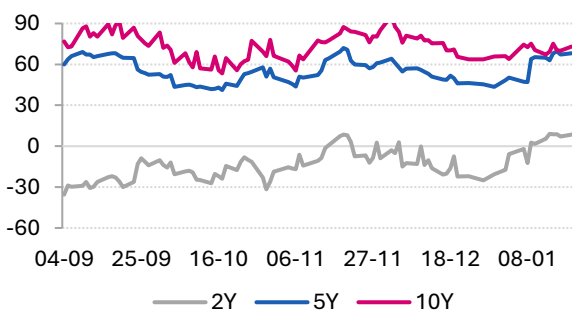
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



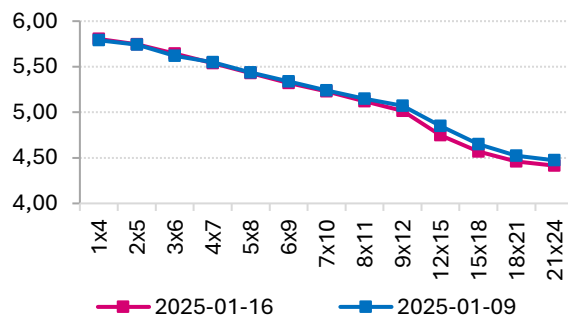
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



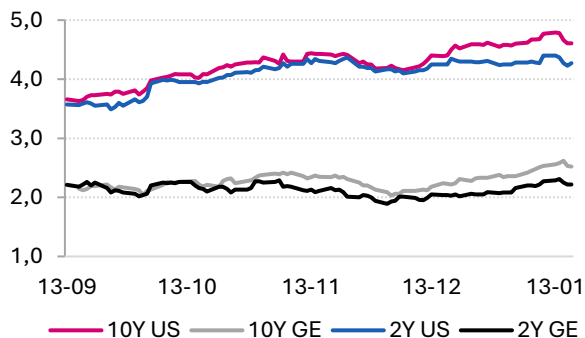
Krajowe stawki asset swap [%]



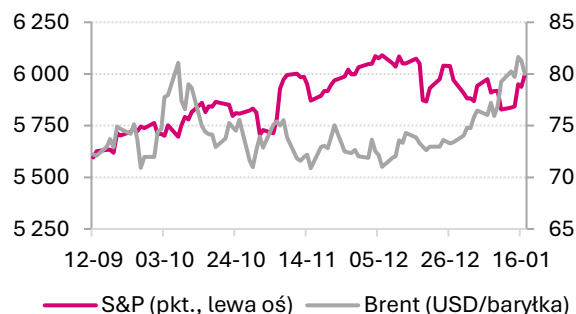
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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
<b>Poniedziałek 13 stycznia</b>					
Dzień wolny	USA	Styczeń			
02:00 Jednoroczna stopa pożyczkowa	Chiny	Styczeń	3.10%	3.10%	
<b>Początek Forum w Davos</b>	<b>Szwajcaria</b>	<b>Styczeń</b>			
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Grudzień			
18:00 Zaprzysiężenie prezydenta	USA	Styczeń			
<b>Wtorek 14 stycznia</b>					
11:00 Indeks instytutu ZEW	Niemcy	Styczeń	15.7	15.1	
<b>Środa 15 stycznia</b>					
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Grudzień	-1.5%	1.8%	3.1%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Grudzień	-3.7%	-2.5%	-2.2%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Grudzień	-0.5%	-0.5%	-0.5%
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Grudzień	10.5%	11.2%	10.6%
10:00 Koniunktura gospodarcza	Polska	Styczeń			
<b>Czwartek 16 stycznia</b>					
10:00 <b>Wystąpienie D.Trumpa w Davos</b>	<b>Szwajcaria</b>	<b>Styczeń</b>			
10:00 Sprzedaż detaliczna w cenach stałych r/r	Polska	Grudzień	3.1%	3.8%	4.6%
10:00 Produkcja bud.-montażowa	Polska	Grudzień	-9.3%	-11.7%	-11.7%
10:00 Koniunktura konsumencka	Polska	Styczeń			
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	18 stycznia	217 tys.	219 tys.	
<b>Piątek 17 stycznia</b>					
10:00 PMI dla przemysłu, wst.	EZ	Styczeń	45.1	45.2	
10:00 PMI dla usług, wst.	EZ	Styczeń	51.6	51.5	
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Grudzień	8.7%	8.7%	8.6%
15:45 PMI dla przemysłu, wst.	USA	Styczeń	49.4		
15:45 PMI dla usług, wst.	USA	Styczeń	56.8		
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan, fin.	USA	Styczeń	73.2	74.0	
<b>Poniedziałek 20 stycznia</b>					
02:30 PMI NBS dla przemysłu	Chiny	Styczeń	50.1		
02:30 PMI NBS dla usług	Chiny	Styczeń	52.2		

## Dane i prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
<b>PKB</b>	% 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
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, k.o.	5.2	5.1	5.0	5.0	5.3	4.9	5.0	5.1	5.3	4.9	4.9	5.0
<b>Inflacja CPI</b>	% 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
<b>Ropa naftowa Brent</b>	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
<b>Stopa referencyjna</b>	%, 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
<b>WIBOR 1M</b>	%, 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
<b>WIBOR 3M</b>	%, 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
<b>WIBOR 6M</b>	%, 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
<b>EUR/PLN</b>	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
<b>USD/PLN</b>	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
<b>EUR/USD</b>	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
<b>EURIBOR 3M</b>	%, 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
<b>SOFR 3M</b>	%, 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.