

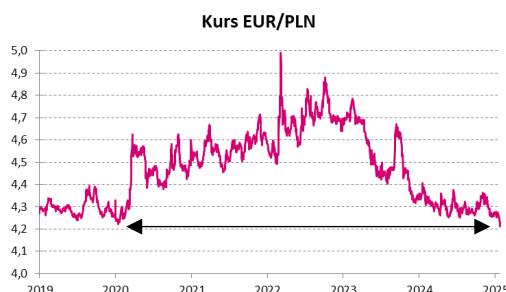
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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

Kurs EUR/PLN obniżył się w ubiegłym tygodniu do najniższego od pięciu lat poziomu 4,2070. Jednocześnie w naszej ocenie przestrzeń do dalszego umocnienia złotego utrzymuje się, choć jest dość ograniczona. Pozytywnie na wartość polskiej waluty oddziałują perspektywy krajowej gospodarki, postawa Rady Polityki Pieniężnej kontrastująca z zachowaniem np. EBC, dyskontowanie zakończenia wojny w Ukrainie, czy ruch wzrostowy eurodolara.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Po obniżkach łącznie o 100 pkt baz. w 2024 r. Fed zrobi przerwę. Na jak długo?

W środę o godz. 20:00 poznamy decyzję amerykańskiej Rezerwy Federalnej co do stóp procentowych w USA. Oczekiwania ekonomistów i inwestorów wskazują na stabilizację (przedział dla głównej stopy wynoszący 4,25-4,50%), po trzech z rzędu obniżkach o łącznie 100 pkt baz. Przypomnijmy, że w grudniu amerykańscy bankierzy centralni zgodnie z oczekiwaniami obniżyli stopy proc. o 25 pkt baz. Zaskoczyli jednak jastrzębią retoryką. Szef Fed J.Powell powiedział m.in., że od grudniowego posiedzenia Fed wchodzi w nową fazę polityki pieniężnej, w której będzie bardziej ostrożny w kolejnych decyzjach. Ponadto członkowie Fed zrewidowali w górę swoje oczekiwania co do stóp procentowych, które wskazywały na spadek w tym roku łącznie już tylko o 50 pkt. Jednym z argumentów za stabilizacją jest nadal dość wysoka inflacja bazowa, która w grudniu wyniosła 3,2% r/r, solidny rynek pracy oraz dobra koniunktura. Wysoką aktywność w końcówce roku powinny potwierdzić dane o PKB, które poznamy w czwartek. Według szacunków oddziału Fed w Atlancie PKB wzrósł w ostatnim kwartale ub. roku o 3,0% kw/kw (SAAR, po annualizacji i odsezonowaniu), po wzroście o 3,1% kw/kw w 3Q 2024. Głównym pytaniem po posiedzeniu będzie: jak odległa jest kolejna obniżka stóp procentowych Fed? Ekonomisci i inwestorzy nie otrzymają zapewne jasnej odpowiedzi, a Fed uzależnił kolejne decyzje od napływających danych i działań w zakresie polityki gospodarczej nowej administracji USA (cta, polityka podatkowa). Co więcej, nie powinno być bardziej konkretnego forward-guidance, gdyż wśród członków Fed są różne oceny sytuacji gospodarczej. Pełna obniżka stóp o 25 pkt baz. wyceniona jest przez rynki dopiero w czerwcu. Do końca roku rynki widzą dodatkowo jeszcze jedną obniżkę o 25 pkt baz.

Kolejna obniżka stóp procentowych przez Europejski Bank Centralny

W czwartek decyzję odnośnie do parametrów polityki pieniężnej podejmie Europejski Bank Centralny. W naszej ocenie będzie on kontynuował zapoczątkowany w czerwcu ub. roku cykl luzowania i po raz piąty w cyklu obniży stopy procentowe o 25 pkt. W rezultacie stopa depozytowa spadnie do 2,75%. Taki też jest konsensus rynkowy oraz oczekiwania rynków finansowych, stąd czwartkowa decyzja nie powinna wpłynąć na nastroje rynkowe. Niezmiennie uwaga inwestorów i analityków koncentrować się będzie na komunikacie oraz konferencji prasowej prezesa Ch. Lagarde. W naszej ocenie EBC utrzyma narrację podtrzymującą oczekiwania na dalsze obniżki stóp procentowych, a także uzależnienie terminu i skali kolejnych cięć od napływających danych makroekonomicznych. Rynki finansowe wyceniają, że do końca tego roku stopa depozytowa spadnie do poziomu 2,0%. W tym tygodniu publikowane też będą liczne dane z gospodarek strefy euro, w tym odczyty PKB w 4Q 2024 r. w Niemczech i strefie euro, czy też wstępne dane o inflacji w Niemczech. Powinno wpisać się one w scenariusz dalszych cięć stóp proc., choć ich wpływ na rynek w naszej ocenie nie powinien być znaczny.

GUS poda dane o PKB w 2024 r., który w naszej wzrósł o 2,8%

W czwartek GUS opublikuje szacunek wzrostu gospodarczego w Polsce w całym 2024 r. Biorąc pod uwagę dane za pierwsze 3 kwartały, a także dane wysokiej częstotliwości publikowane w 4Q 2024 r. szacujemy, że w minionym roku dynamika PKB przyspieszyła do 2,8% z 0,1% w 2023 r. Miniony rok był okresem poprawy koniunktury, choć w skali nieco mniejszej niż oczekiwania sprzed roku, m.in. ze względu na słabsze odbicie konsumpcji. Opublikowane w tym tygodniu dane makroekonomiczne nie powinny wpłynąć na oczekiwania co do ścieżki stóp procentowych w Polsce.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2200	-0,8%
USD/PLN	4,0354	-2,2%
CHF/PLN	4,4515	-1,5%
EUR/USD	1,0457	1,4%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,83	0
WIBOR 3M	5,86	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,18	-6
5Y	5,67	-2
10Y	5,92	3

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,17	-5
5Y	4,93	-6
10Y	5,14	-4




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,48	-2
US 10Y	4,56	-6

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	84718,9	0,6
DAX	21144,7	0,7
S&P 500	6101,2	2,8




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

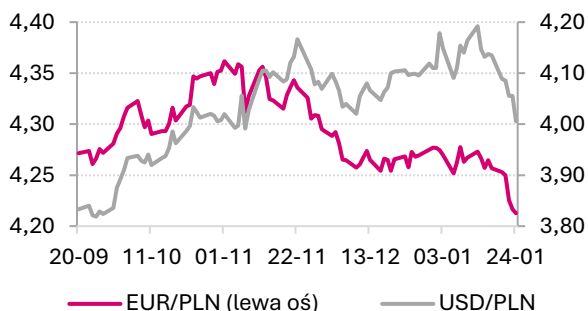
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Ubiegły tydzień przyniósł wybicie z wąskiego pasma wahań kursu EUR/PLN tj. 4,24 - 4,28. O ile trudno znaleźć jednoznaczny i przekonujący argument za takim ruchem (złoty początkowo nie brał udziału w zwwyżce eurodolara), to bazując na zachowaniu polskiej waluty w ostatnim tygodniu czynnika aprecjacji doszukiwać należy się w aspektach lokalnych. Z jednej strony inwestorzy stopniowo przesuwają swoje oczekiwania co do cięć stóp procentowych w Polsce. Z drugiej jednak niewykluczone, iż argumentem sprzyjającym złotemu jest dyskutowanie zakończenia wojny na Ukrainie. Nie należy również zapominać, iż na gruncie fundamentalnym złoty wciąż pozytywnie wyróżnia się na europejskim tle a niedawne prognozy wzrostu gospodarczego opracowane przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy tylko to potwierdzają. Złamanie bariery 4,24 PLN za EUR napędziło ponadto uruchamianie zleceń stop-loss, co spotęgowało ruch aprecjacji złotego. W najbliższych dniach oczekujemy dalszej, choć już niewielkiej presji na umocnienie polskiej waluty opartej m.in. na aspektach technicznych tj. chęci dotarcia do bariery 4,20. W naszej ocenie główne wydarzenia areny międzynarodowej tego tygodnia (posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego i Fed) nie przyniosą istotnych korekt odnośnie do oczekiwanej ścieżki stóp procentowych w 2025 roku w USA i strefie euro. Z tego powodu nie dostarczą zmienności złotego.
USD/PLN 	Nasze oczekiwania na najbliższy tydzień zakładają ruch pary USD/PLN w kierunku poziomu 3,9855 tj. oporu z początku listopada, ale i wykazywanego w ostatnich miesiącach kilkakrotnie istotnej technicznej bariery. Mimo, iż ostatnie dni to intensywny spadek kursu USD/PLN, to w naszej ocenie ma szansę się on jeszcze pogłębić. Zakres ruchu powinien być już jednak niewielki, co sugerują także inne wskazania techniczne tj. wskaźnik relatywnej siły rynku (RSI), czy wstęgi Bollingera.
EUR/USD 	O ile potwierdziły się nasze przypuszczenia mówiące o tym, że inauguracja prezydentury D.Trumpa „rozrusza” notowania eurodolara i rynki finansowe, o tyle kierunek tych zmian okazał się dla nas niespodzianką. Dość nieoczekiwanie bowiem prezydent USA nie potwierdził swoich wcześniejszych komentarzy nawołujących do agresywnego startu wojen handlowych, czy szybkiego zakończenia wojny w Ukrainie (co prawdopodobnie wiązać by się musiało z ustępstwami po stronie Kijowa a nie Moskwy). W efekcie kurs EUR/USD wzrósł dość wyraźnie - sięgając poziomu 1,0450 - tym bardziej, iż towarzyszyły temu pozytywne niespodzianki w danych PMI z niemieckiej gospodarki. W efekcie widzimy, iż przestrzeń do kontynuacji wzrostów eurodolara utrzymuje się. Celem pozostaje wyjście notowań powyżej 1,05. W naszej ocenie posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego oraz amerykańskiej Rezerwy Federalnej nie powinny zaskakiwać, stąd ich przełożenie na rynek nie powinno być znaczące. Dominować będzie zatem bieżący trend krótkookresowy a ten sprzyja umocnieniu euro kosztem dolara.

Rynek obligacji

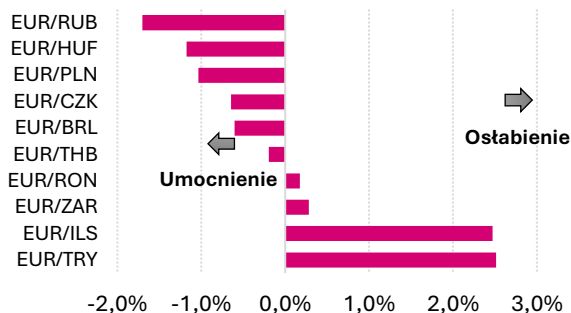
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Dochodowość 10-latki polskiej powróciła poniżej psychologicznej bariery 6,0% i naszym zdaniem pozostanie w tych okolicach do końca stycznia. Uważamy bowiem, iż szanse na niższe poziomy rentowności przekreśli w tym tygodniu zarówno przetarg sprzedaży długu (zwyczajowo podnoszący o kilka pkt. baz. rentowność przed przetargiem), jak również zaplanowany na piątek plan podaży długu na luty. W naszej ocenie Ministerstwo Finansów przedstawi zbliżony do stycznia a więc wysoki plan sprzedaży obligacji na kolejny miesiąc, czym będzie chciał przyspieszyć finansowanie potrzeb pożyczkowych. „Ciężar” długu będzie natomiast argumentem za utrzymywaniem się dochodowości na podwyższonych poziomach. Ryzykiem dla naszego scenariusza pozostaje wymowa posiedzeń EBC i Fed, jednak naszym scenariuszem bazowym pozostaje utrzymanie dotychczasowej narracji największych banków centralnych świata. Komentarze części członków Rady Polityki Pieniężnej przechodzą bez echa, gdyż rynek ma świadomość, iż większość bankierów centralnych dąży do utrzymywania stóp procentowych co najmniej przez pierwszą połowę tego roku.
10Y DE (%) 	Podtrzymujemy naszą ocenę z ubiegłego tygodnia, gdy pisaliśmy, iż argumenty za zwykłą dochodowości niemieckiego długu wyczerpują się. Tym bardziej, iż nie spodziewamy się, aby posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego miało zaskoczyć swoją decyzją (oczekiwane cięcie stóp procentowych o 25 pkt. baz.), czy narracją (uzależnienie kolejnych decyzji od napływających danych). Scenariuszem pozostaje stabilizacja niemieckiej 10-latki na bieżącym poziomie (2,46%).
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. Nabiera on rozpędu z każdym tygodniem. W nowym tygodniu 10-letni Treasuries wchodzi na poziomie 4,50%. Dominuje wyczekiwanie na wynik posiedzenia Fed, które jednak wpisywać się powinno w grudniową a więc jastrzębią narrację Rezerwy Federalnej. Naszym zdaniem może to stopować trend zniżki rentowności Treasuries.

Wykresy rynkowe

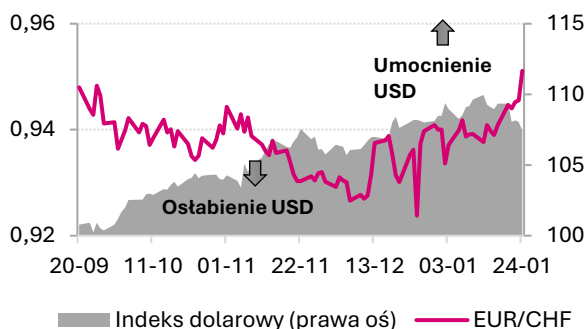
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



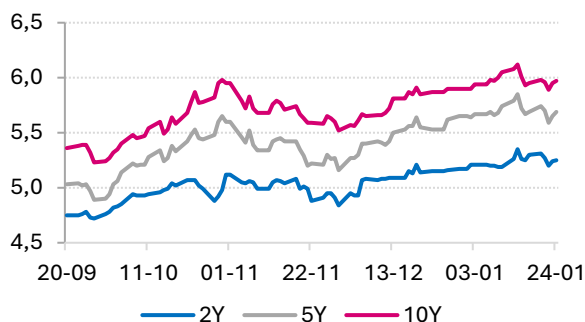
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



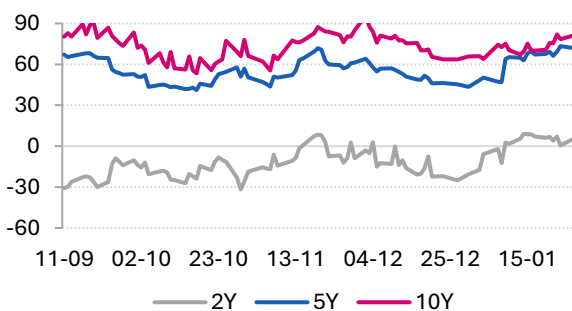
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



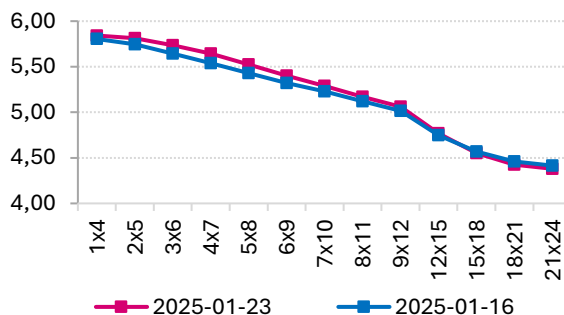
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



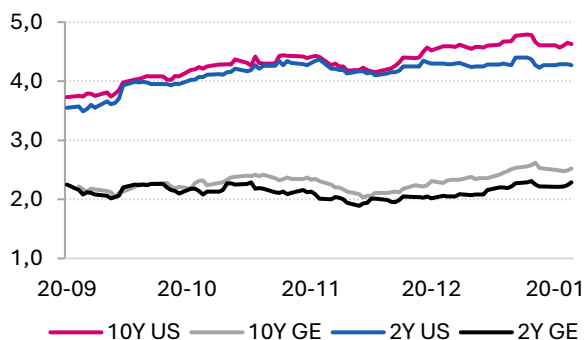
Krajowe stawki asset swap [%]



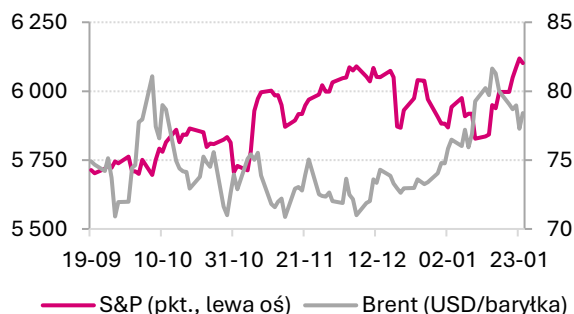
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 27 stycznia					
02:30 PMI NBS dla przemysłu	Chiny	Styczeń	50.1	50.1	
02:30 PMI NBS dla usług	Chiny	Styczeń	52.2	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 03 lutego					
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Styczeń	58.2		
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Styczeń	2.4%		

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	5.1	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.