

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

3 lutego 2025

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

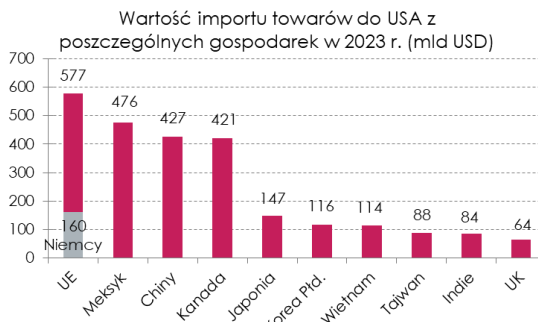
Andrzej Kamiński

Ekonomista
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Wykres tygodnia



Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy

Prezydent D.Trump nałożył 25-procentowe cła na towary sprowadzane do USA z Meksyku i Kanady oraz dodatkowe 10% stawki dla Chin. Skala ta jest bardzo duża i dotyczy 3 najważniejszych partnerów handlowych USA. Rozpoczynające się wojny handlowe D.Trumpa nie ominą także Unii Europejskiej. W przypadku długiego czasu obowiązywania ceł staglacyjny wpływ na globalną gospodarkę najpewniej będzie istotny.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Dane z rynku pracy USA w cieniu polityki celnej USA

Nowy tydzień rozpoczynamy decyzją z weekendu D.Trumpa o nałożeniu 25-procentowych ceł na towary importowane do Stanów Zjednoczonych z Kanady i Meksyku oraz 10% dodatkowych ceł na towary importowane z Chin. Te trzy kraje to najważniejsi partnerzy handlowi USA. Decyzja nie jest zaskoczeniem, gdyż D.Trump informował o tych planach po objęciu stanowiska prezydenta. Skala oraz bardzo szybkie wprowadzenie cła są jednak niespodzianką. Kanada odpowiedziała wprowadzeniem 25% ceł na importowane z USA towary o wartości 155 mld dolarów amerykańskich, Chiny zapowiedziały natomiast skargę w Światowej Organizacji Handlu (WTO). Meksyk nie sprecyzował jeszcze swoich planów. D.Trump rozpoczyna kolejną odsłonę wojen handlowych na dużo większą skalę niż podczas I kadencji. Na ten moment nie wiadomo jak długo te cła te mają obowiązywać. Można wskazać, że z punktu widzenia gospodarki światowej polityka handlowa USA będzie oddziaływać staglacyjnie, tj. wzrosną ceny przy jednoczesnym spadku produkcji (z powodu popytu i zaburzeń łańcuchów dostaw). Skala tego wpływu będzie zróżnicowana pomiędzy gospodarkami. Meksyk u Kanada mogą zanotować w tym roku recesję, zaś w USA wpływ na PKB będzie znacznie mniejszy. Perspektywa wzrostu inflacji w USA natomiast stanowi czynnik zwiększający ostrożność Fed w dalszym luzowaniu polityki monetarnej. Możliwość realizacji tego podejścia daje rynek pracy, co powinny potwierdzić dane z amerykańskiego rynku pracy. Poznamy bowiem dane o liczbie wakatów wg JOLTS (wtorek) w grudniu, komponenty zatrudnienia indeksów ISM w styczniu (poniedziałek, środa), a przede wszystkim piątkowy raport obejmujący m.in. zatrudnienie poza rolnictwem (non-farm payrolls). Według konsensusu prognoz wzrosło ono o 170 tys. m/m po wzroście w grudniu o 256 tys. m/m. W przypadku stopy bezrobocia oczekuje się stabilizacji na 4,1%. Brak zmian spodziewany jest także dla dynamiki płacy godzinowej (0,3% m/m). Realizacja powyższych prognoz potwierdziłaby solidną kondycję rynku pracy USA i przez to nie powinna wpływać na rynkową wycenę stóp procentowych Fed. Rynek pracy pozostaje mocną stroną amerykańskiej gospodarki, ale nowe taryfy celne niosą dla niego negatywne ryzyko, przynajmniej w krótkim horyzoncie.

RPP nie zaskoczy i utrzyma stopy na niezmiennym poziomie

W tym tygodniu poznamy decyzję Rady Polityki Pieniężnej co do stóp procentowych NBP. Biorąc pod uwagę, że od ostatniego posiedzenia minęły zaledwie 3 tygodnie, nie spodziewamy się zmian ani w parametrach polityki pieniężnej, ani w narracji bankierów centralnych. Szczególnie, że opublikowane od tego czasu dane makroekonomiczne z krajowej gospodarki nie zmieniły oczekiwań co do wzrostu gospodarczego i inflacji. Decyzja odnośnie stóp procentowych opublikowana zostanie w środę w godzinach popołudniowych i oczekujemy utrzymania ich na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna 5,75%). Braku istotnych zmian oczekujemy też w narracji Prezesa A. Głapińskiego na konferencji, która zaplanowana jest na czwartek. Prezes Głapiński wyraźnie sygnalizuje brak chęci do szybkiego luzowania polityki pieniężnej, wskazując na ryzyka związane z czynnikami regulacyjnymi (ceny energii), wysoką dynamiką płac i podwyższone oczekiwania inflacyjne. Dodatkowym czynnikiem niepewności są też skutki intensyfikacji wojen handlowych zainicjowanych wprowadzeniem ceł na import do USA towarów z Kanady, Meksyku i Chin. Wysoce prawdopodobne rozszerzenie ich na Unię Europejską spowoduje zaburzenia w produkcji, ale także inflacji. Z tych też powodów termin pierwszej podwyżki pozostaje niepewny. W naszej ocenie przestrzeń do cięć stóp pojawi się w II poł. roku, a zakres cięć w całym roku nie przekroczy w naszej ocenie 100 pkt. baz.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2213	0,0%
USD/PLN	4,1281	2,3%
CHF/PLN	4,4942	1,0%
EUR/USD	1,0225	-2,2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,83	0
WIBOR 3M	5,85	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,21	3
5Y	5,58	-9
10Y	5,83	-8

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,14	-4
5Y	4,88	-6
10Y	5,05	-9

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,40	-10
US 10Y	4,55	-1




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	85928,6	0,4
DAX	21366,4	0,4
S&P 500	6040,5	-1,0

Źródło: LSEG Data & Analytics




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

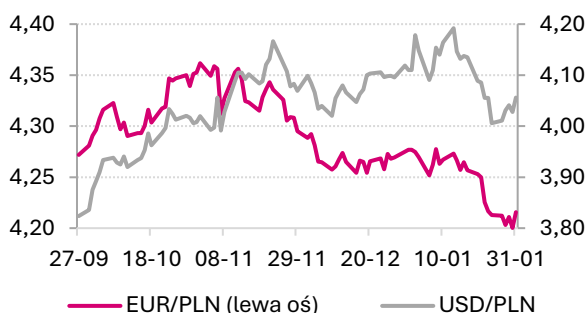
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Po tym jak kurs EUR/PLN zrealizował nasze ubiegłotygodniowe wskazania tj. dotarł do poziomu 4,20 rozpoczęła się zmiana kierunku notowań. Złoty osłabił się od tego momentu o około 2,5-grosza. Nastroje rynkowe zainicjowane weekendową decyzją o wprowadzeniu ceł na produkty z Meksyku, Kanady (25%) i Chin (10%) zwiększają awersję do ryzyka, na czym naszym zdaniem złoty - wraz z pozostałymi walutami regionu - będzie tracił. Skalę przeceny oceniamy jednak na dość ograniczoną. Scenariuszem podstawowym pozostaje ruch do 4,24 PLN za EUR. W przypadku jego przełamania oporem pozostanie 4,2510. Sentyment zewnętrzny będzie dominował na wycenie złotego na początku lutego. Mimo, iż w tym tygodniu zaplanowane jest posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, to nie uważamy, by w jakikolwiek sposób mogłoby ono wpłynąć na polską walutę (zakładamy scenariusz braku zmian stóp procentowych, jak również narracji banku centralnego). Ryzykiem pozostaje oczywiście wystąpienie prezesa Narodowego Banku Polskiego na konferencji podsumowującej spotkanie RPP (czwartek), jednak fakt, iż jesteśmy ledwie 3-tygodnie po ostatnim posiedzeniu Rady a przed nami marcowe posiedzenie tj. uzupełnione o najnowsze prognozy makroekonomiczne NBP sprawia, że pole do ewentualnych korekt jest marginalne. Z tego tytułu jak wspomnieliśmy sentyment zewnętrzny zadecyduje w najbliższych dniach o przecenie złotego, lecz będzie ona naszym zdaniem niewielka. Wciąż bowiem na gruncie fundamentalnym złoty pozytywnie wyróżnia się na europejskim tle. Warto w tym miejscu przypomnieć choćby niedawne prognozy wzrostu gospodarczego opracowane przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy.
USD/PLN 	Globalne umocnienie dolara i oczekiwane osłabienie złotego to doskonały przepis na wyżkę kursu USD/PLN w najbliższym tygodniu. Na gruncie fundamentalnym argumentem będzie oczywiście zwrot (w stosunku do komentarzy z dnia inauguracji prezydentury D.Trumpa, ale już nie z przedwyborczych zapowiedzi) w kwestiach polityki celnej USA. Na tle technicznym natomiast - aspekty na które już tydzień temu wskazywaliśmy - tj. kres możliwości znizki pary USD/PLN wynikający m.in. ze wskaźnika relatywnej siły rynku (RSI), czy wstęg Bollingera. Zakres ruchu USD/PLN może w najbliższych dniach sięgnąć (przy wsparciu po stronie potencjalnie lepszych danych z USA lub gorszych ze strefy euro) nawet 4,1950.
EUR/USD 	Wypowiedzi i decyzje D.Trumpa pozostają głównymi argumentami za zmiennością eurodolara na początku 2025 roku. O ile w połowie ubiegłego miesiąca - przy okazji inauguracji prezydentury - były one czynnikiem generującym wzrost EUR/USD (powściągliwa narracja w kwestiach polityki celnej), o tyle luty przynosi presję na umocnienie dolara w ślad za nałożeniem ceł na Kanadę, Meksyk i Chiny. W naszej ocenie oznacza to przywrócenie obaw rynkowych z okresu kampanii prezydenckiej w USA dotyczący światowego handlu. W efekcie premiuje dolara kanałem awersji do ryzyka, ale i prawdopodobnie wyższych stóp procentowych Fed jako odpowiedź Rezerwy Federalnej na ryzyka w górę dla inflacji. Podsumowując pierwszym testem siły dolara będą próby złamania przez kurs EUR/USD poziomu 1,0230 następnie 1,0150 a w scenariuszu nasilających się wojen handlowych, czy dysproporcji w uwarunkowaniach makroekonomicznych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a strefą euro ruch w kierunku parytetu.

Rynek obligacji

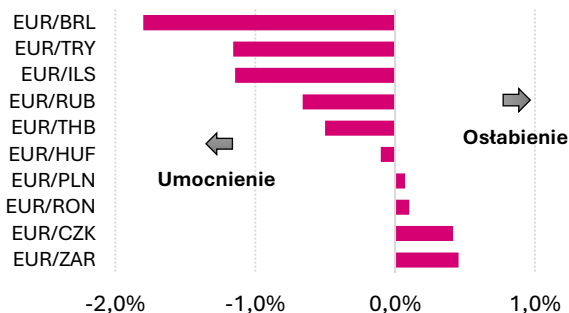
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Podtrzymujemy nasze oczekiwania zakładające, iż dochodowość 10-latkii polskiej pozostanie w najbliższych dniach nieco poniżej psychologicznego poziomu 6,0%. Jednocześnie jednak mamy świadomość ryzyk „wiszących” nad rynkiem. Są one asymetryczne tzn. większe prawdopodobieństwo przypisujemy możliwości wzrostu rentowności aniżeli jej spadku. Wynika to przede wszystkim z przetasowania co do ścieżki stóp procentowych w USA, po decyzjach odnośnie do cel administracji D.Trumpa (możliwe wycenianie wyższych docelowych stóp procentowych Fed). Argumentem za utrzymywaniem rentowności będzie ponadto „ciężar” długu. Zgodnie z planem na luty Ministerstwo Finansów planuje trzy przetargi sprzedaży (bez zaskoczeń) z łączną podażą na poziomie 15-30 mld PLN, żadnego przetargu zamiany oraz dwa przetargi sprzedaży bonów skarbowych (jeden odbył się już dziś). Przypomnijmy, iż po styczniu stopień finansowania tegorocznych (rekordowych) potrzeb pożyczkowych wyniósł 38%. Co więcej na pozostających na rachunkach budżetowych Ministerstwa Finansów pozostaje kwota około 180 mld PLN. Emocji nie spodziewamy się natomiast po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej ani konferencji prasowej prezesa NBP. Liczymy bowiem na utrzymanie zarówno stóp procentowych, jak i dotychczasowej narracji tj. odległego terminu cięcia kosztu pieniądza.
10Y DE (%) 	W miniony piątek doszło do znaczącego spadku dochodowości niemieckiej krzywej obligacji. Z jednej strony była to reakcja na niższe dane inflacyjne z Niemiec, z drugiej rynek pozycjonował się częściowo pod zapowiedź wprowadzenia nowych tarif celnych przez USA. Kwestią czasu - naszym zdaniem - pozostanie kiedy dotkną one Europy. Rynek ma tego świadomość i przygotowuje się pod kolejne cięcia stóp procentowych przez Europejski Bank Centralny.
10Y US (%) 	Cła USA na towary z wybranych państw naszym zdaniem znajdą odzwierciedlenie w nieco wyższych poziomach rentowności amerykańskiego długu. Będzie to efekt rynkowego dyskontowania scenariusza jeszcze większej ostrożności Fed w implementowaniu obniżek stóp procentowych w 2025 roku.

Wykresy rynkowe

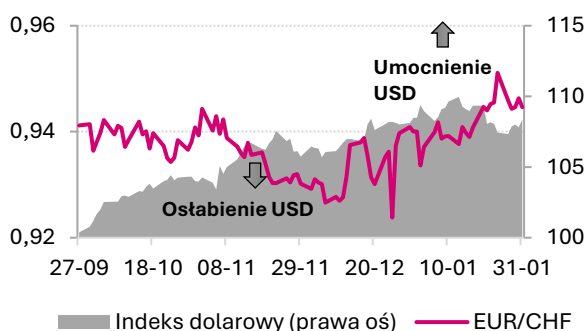
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



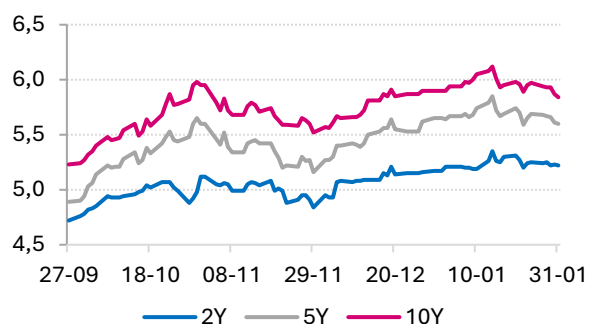
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



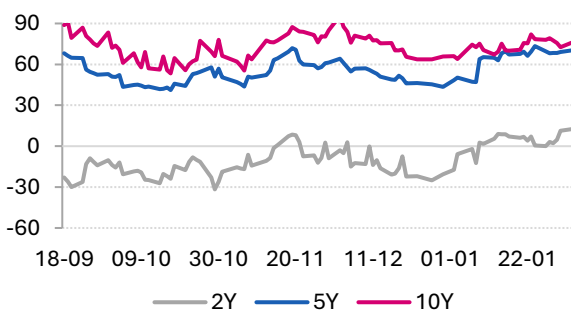
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



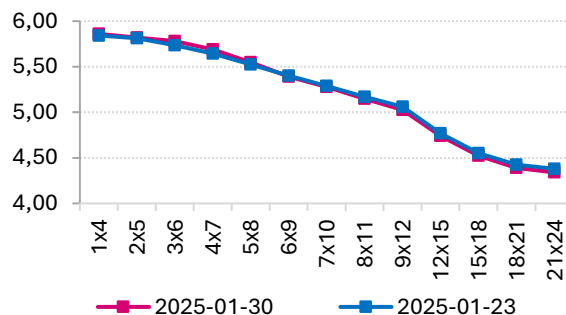
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



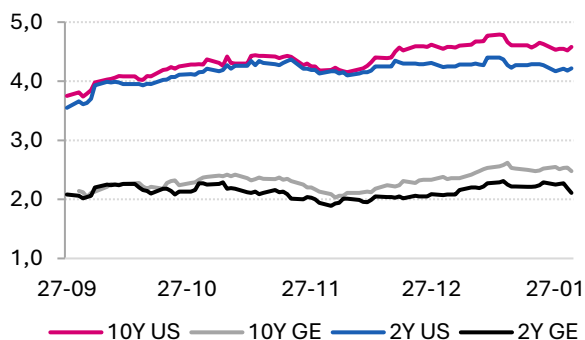
Krajowe stawki asset swap [%]



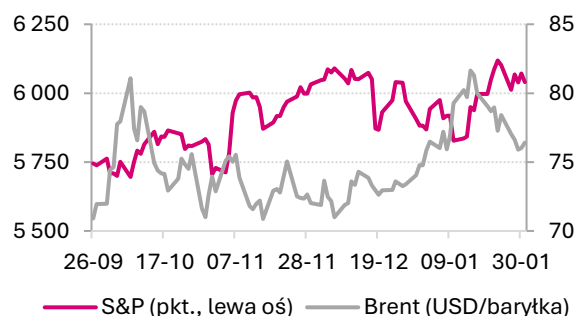
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 03 lutego					
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Styczeń	48.2	48.7	48.2
10:00 Indeks PMI dla przemysłu fin.	EZ	Styczeń	45.1	46.1	
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Styczeń	2.4%	2.6%	
16:00 Indeks ISM dla przemysłu	USA	Styczeń	49.2	49.8	
Wtorek 04 lutego					
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Grudzień	8.09m	7.92m	
16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m fin.	USA	Grudzień	-2.0%	-2.2%	
Środa 05 lutego					
Decyzja RPP ws. stóp proc.	Polska	Luty	5.75%	5.75%	5.75%
10:00 Indeks PMI dla usług fin.	EZ	Styczeń	51.6	51.4	
14:15 Raport ADP	USA	Styczeń	122 tys.	150 tys.	
16:00 Indeks ISM dla usług	USA	Styczeń	54.0	54.2	
16:00 Komunikat po posiedzeniu RPP	Polska	Luty	207k	215k	
Czwartek 06 lutego					
Konferencja prezesa NBP	Polska	Luty			
Decyzja ws. stóp proc.	Czechy	Luty	4.00%	3.75%	
08:00 Zamówienia w przemyśle s.a. m/m	Niemcy	Grudzień	-5.4%	2.5%	
13:00 Decyzja BoE ws. stóp proc.	UK	Luty	4.75%	4.50%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	1 lutego	207k	215k	
Piątek 07 lutego stycznia					
08:00 Produkcja przemysłowa s.a. m/m	Niemcy	Grudzień	1.5%	-0.5%	
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Styczeń			
14:30 Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym	USA	Styczeń	256 tys.	170 tys.	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Styczeń	4.1%	4.1%	
14:30 Płaca godzinowa m/m	USA	Styczeń	0.3%	0.3%	
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan wst.	USA	Luty	71.1	71.0	
Poniedziałek 10 lutego					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Luty	-17.7		

Dane i prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
PKB	% r/r	5.3	0.1	2.9	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	5.1	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.