

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

10 lutego 2025

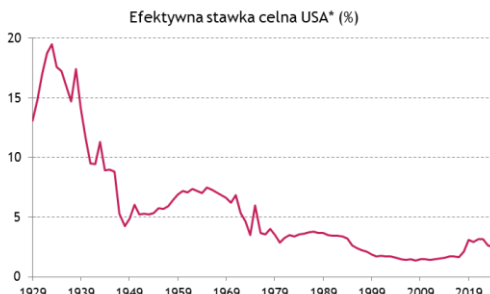
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński
Ekonomista
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz
Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond, Bank Millennium
*Definiowana jako wpływ podatkowy z cel importowych w stosunku do wartości importu.

Ub. tydzień na globalnych rynkach finansowych został zdominowany przez informacje o podwyżkach cel na import do USA towarów od najważniejszych partnerów handlowych. Początek tego tygodnia przynosi zapowiedzi dalszej eskalacji protekcjonizmu USA. Czynnikiem ten będzie utrzymywał niepewność na rynkach. Pomimo tego, złoty epatuje siłą i nie sądzimy, aby to w najbliższych dniach zmieniło się.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Dane krajowe bez istotnego wpływu na rynki finansowe i oczekiwania co do decyzji RPP

Publikowane w tym tygodniu dane makroekonomiczne z krajowej gospodarki nie powinny istotnie wpłynąć na tendencje rynkowe. W czwartek Główny Urząd Statystyczny opublikuje dane o dynamice PKB w 4Q 2024 r. Biorąc pod uwagę podane już dane o wzroście PKB w całym minionym roku (2,9%), a także wyniki polskiej gospodarki w pierwszych trzech kwartałach, dynamikę PKB w ostatnim kwartale 2024 r. oszacować można z dużym przybliżeniem. Według naszych szacunków w ostatnim kwartale ub. roku wzrost gospodarczy przyspieszył do ok. 3,3% r/r z 2,7% r/r kwartał wcześniej. W tym tygodniu nie poznamy struktury wzrostu gospodarczego, niemniej w naszej ocenie głównym motorem gospodarki był popyt konsumpcyjny. W piątek natomiast GUS opublikuje dane o inflacji CPI w styczniu, która według naszych szacunków wzrosła do 4,9% r/r z 4,7% r/r w grudniu 2024 r. Konsensus rynkowy kształtuje się na poziomie 5,1% r/r. Publikowane dane będą oparte na starym koszyku inflacyjnym i za miesiąc mogą być zrewidowane. Z tego też powodu nie poznamy zmian całego koszyka inflacyjnego, tylko dynamikę cen w głównych kategoriach. Ciekawe będą też dane o wynagrodzeniu w gospodarce narodowej w 4Q 2024 r., które GUS opublikuje we wtorek. W naszej ocenie dynamika wynagrodzeń w 4Q ub. roku pozostała mocna i wyniosła 13,5% r/r. Dane te nie powinny w naszej ocenie zmienić oceny perspektyw polskiej gospodarki oraz polityki pieniężnej.

Tydzień istotnych doniesień ze Stanów Zjednoczonych

Początek ub. tygodnia był czasem to czas niepewności co do polityki handlowej Stanów Zjednoczonych. Przypomnijmy, że na początku lutego prezydent USA D.Trump poinformował o wprowadzeniu 25% cel na importowane towary z Meksyku i Kanady oraz 10% na import z Chin. Gospodarki te to największy partnerzy handlowi Stanów Zjednoczonych. Po rozmowach z Kanadą i Meksykiem wdrożenie tych zmian zostało zawieszona na 30 dni. Ten tydzień dla globalnych rynków także będzie pod wpływem doniesień z USA. W ten weekend D.Trump zapowiedział ogłoszenie cel w wysokości 25% na import stali i aluminium do Stanów Zjednoczonych. Co prawda, amerykańskie taryfy na te metale już obowiązują, ale wprowadzono liczne wyjątki, np. dla Kanady, Unii Europejskiej czy Japonii. Co więcej, Stany Zjednoczone mają natomiast podwyższyć cła na import z wielu krajów do takiej wysokości, aby odzwajemnić obowiązujące stawki. Np. obecnie amerykańskie cła na auta z UE to 2,5%, a europejska taryfa na auta z USA wynosi 10%. W tym tygodniu istotne będą nie tylko informacje co do polityki celnej. Na wtorek na godz. 16:00 zaplanowane jest półroczne sprawozdanie z polityki pieniężnej przewodniczącego Fed J.Powella w amerykańskim Senacie. W centrum uwagi będą jego komentarze co do wpływu wyższych cel na inflację i perspektywy działań Fed, w szczególności możliwości powrotu do podwyżek stóp procentowych. Niemniej taka komunikacja J.Powella byłaby dla nas zaskoczeniem. Nie spodziewamy się, aby retoryka znacząco odbiegała od tej z ostatniego posiedzenia decyzyjnego Rezerwy Federalnej, gdy wskazywał na ostrożność i zależność decyzji o kolejnych cięciach od nowych danych i informacji. Nie powinno to oddziaływać na rynkowe oczekiwania co do stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, według których do kolejnej obniżki dojdzie na posiedzeniu w czerwcu br. Takiej prognozy nie powinny zmienić też dane o inflacji CPI w USA w styczniu (publikacja w środę o 14:30). Według konsensusu prognoz ma wynieść 2,9% r/r, podobnie jak miesiąc wcześniej. Komfort członkom Fed do stabilizowania stóp daje ciągle mocny rynek pracy, co potwierdził raport non-farm payrolls w ub. piątek.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,1921	-0,7%
USD/PLN	4,0643	-1,5%
CHF/PLN	4,4626	-0,7%
EUR/USD	1,0314	0,9%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,82	-1
WIBOR 3M	5,86	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,19	-2
5Y	5,54	-4
10Y	5,81	-3

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,13	-1
5Y	4,85	-3
10Y	5,00	-4

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,38	-4
US 10Y	4,49	-6




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	89245,8	3,8
DAX	21852,2	2,0
S&P 500	6026,0	-0,2

Źródło: LSEG Data & Analytics




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

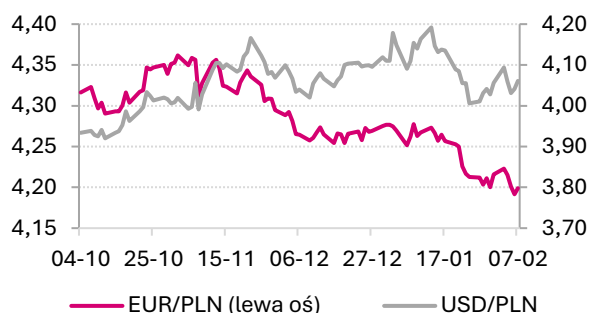
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Na gruncie analizy technicznej kurs EUR/PLN łamie kolejne poziomy oporu utrzymując prozłotowe nastawienie. Jest to dość zaskakujące w świetle 1) braku nowych informacji mogących wspierać polską walutę, 2) umocnienia dolara na międzynarodowych rynkach finansowych, co historycznie niekorzystnie przekładało się na aktywa tej części regionu, 3) pozytywnego zachowania złotego na tle czeskiej korony, czy węgierskiego forinta. Przypomnijmy, iż mimo powyższych czynników kurs EUR/PLN oscyluje wokół najniższego poziomu od kwietnia 2018 roku. Naszym zdaniem złoty ma szanse na niewielkie wzrosty wartości wynikające - w obliczu uboższego kalendarium danych makroekonomicznych - przede wszystkim z trendu polskiej waluty. Za kluczowe obecnie poziomy techniczne uznajemy 4,1830 i kolejne 4,1620 oraz (wątpliwe by nastąpił w krótkim terminie) 4,1356. Przedstawione dziś przez premiera D.Tuska i ministra finansów A.Domańskiego pomysły gospodarcze - zgodnie z przypuszczeniami - okazały się neutralne rynkowo.
USD/PLN 	Oczekujemy niewielkich zmian kursu USD/PLN w tym tygodniu. Spodziewane łagodne umocnienie złotego (1-2 grosze) „zderzy się” z prawdopodobną w najbliższych dniach aprecjacją dolara. Efektem - naszym zdaniem - będzie powrót do zwyżek notowań. Przy czym pokonanie poziomu 4,0830 może okazać się nieskuteczne w obliczu braku nowych argumentów.
EUR/USD 	Polityka D.Trumpa pozostają głównymi argumentami za zmiennością eurodolara na początku 2025 roku. Najnowszym argumentem są weekendowe wypowiedzi prezydenta USA dotyczące nałożenia 25% ceł na stal i aluminium. Mimo, że D.Trump nie sprecyzował od kiedy mają one wejść w życie, to dla rynku jest to kolejny w ostatnim czasie sygnał zwiększonej niepewności towarzyszącej nagłym decyzjom prezydenta Stanów Zjednoczonych. Efektem jest umocnienie - choć niewielkie - dolara. Kurs EUR/USD testuje na początku tygodnia poziom 1,03. Przed nami interesujący tydzień. Za kluczowe wydarzenie uznajemy dwudniowe wystąpienie prezesa Rezerwy Federalnej w Kongresie USA. Spodziewamy się utrzymania dotychczasowej mimo wszystko dość jastrzębiej narracji, co może wspierać utrzymanie wzrostów wartości dolara. Tym bardziej, gdyby środowa publikacja amerykańskiej inflacji CPI zaskoczyła choćby nieznacznie w górę. Podtrzymujemy zatem nasz scenariusz utrzymującej się siły amerykańskiej waluty w najbliższych tygodniach. Pierwszym testem siły dolara będą próby złamania przez kurs EUR/USD poziomu 1,03. Następnie testowane być mogą poziomy 1,0230 i 1,0150. W scenariuszu nasilających się wojen handlowych, czy dysproporcji w uwarunkowaniach makroekonomicznych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a strefą euro nie można zaś wykluczyć ruchu w kierunku parytetu.

Rynek obligacji

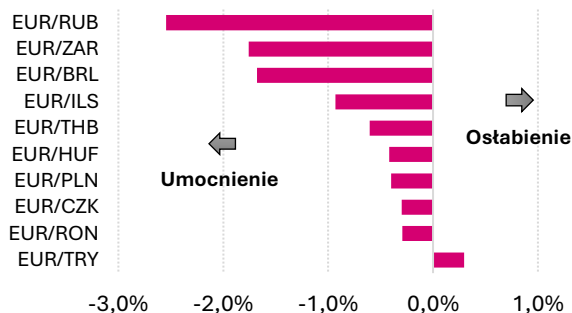
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Podtrzymujemy nasze oczekiwania zakładające, iż dochodowość 10-latkii polskiej pozostanie w najbliższych dniach nieco poniżej psychologicznego poziomu 6,0%. Jednocześnie jednak mamy świadomość ryzyk „wiszących” nad rynkiem. Są one asymetryczne tzn. większe prawdopodobieństwo przypisujemy możliwości wzrostu rentowności aniżeli jej spadku. Wynika to przede wszystkim z przetarasowań co do ścieżki stóp procentowych w USA, o czym być może usłyszymy już jutro podczas pierwszego z dwóch wystąpień J.Powella w amerykańskim Kongresie. Nie bez znaczenia dla kierunku zmian obligacji będą również przetargi (tradycyjnie podnoszące nieco dochodowość długu przed sprzedażą). Tylko w tym tygodniu (środa) odbędzie się przetarg obligacji skarbowych, a dzień później przetarg obligacji zorganizuje Bank Gospodarstwa Krajowego. W miesięcznym planie MinFin planował podaż na poziomie 5-10 mld PLN, a BGK tradycyjnie podaje, że minimalna oferta papierów wynosi 0,25 mld PLN.
10Y DE (%) 	Na rynku niemieckiego długu weszliśmy w okres stabilizacji. Naszym zdaniem będzie ona rozciągnięta na kolejne dni, co wynikać będzie z 1) uboższego kalendarium danych makroekonomicznych po stronie strefy euro, 2) faktu, iż jesteśmy świeżo po posiedzeniu Europejskiego Banku Centralnego i potencjalne wypowiedzi bankierów centralnych pozostaną neutralne na rynku, 3) wyczekiwania na wyniki wyborów parlamentarnych w Niemczech. W efekcie rentowność 10-latkii niemieckiej konsoliduje się wokół poziomu 2,38%.
10Y US (%) 	Zgodnie z naszymi przypuszczeniami z ubiegłego tygodnia trend spadku 10-letniego długu USA uległ zakończeniu. Obecnie dochodowość wspomnianego papieru wzrosła o niemal 10 pkt. baz. licząc od minimum tego roku a więc poziomowi 4,40%. W naszej ocenie cła USA na towary z wybranych państw naszym zdaniem znajdują odzwierciedlenie w nieco wyższych poziomach rentowności amerykańskiego długu. Sporo zależy będzie od narracji najbliższych wystąpień prezesa Fed. Prawdopodobnie jutro i pojutrze usłyszymy o ostrożności w poczynaniach Fed. Jakikolwiek wzmianki o możliwej dłuższej pauzie w cyklu łagodzenia polityki monetarnej niż 1 półrocze 2025 odebrane zostaną jako argument za zwyżką rentowności.

Wykresy rynkowe

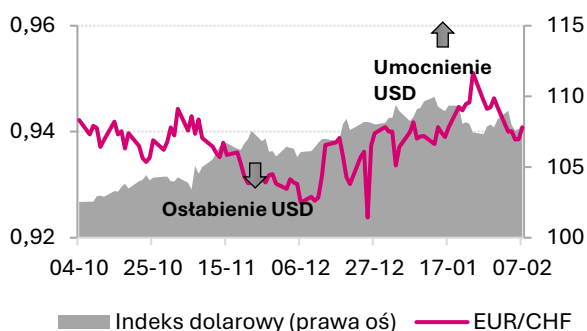
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



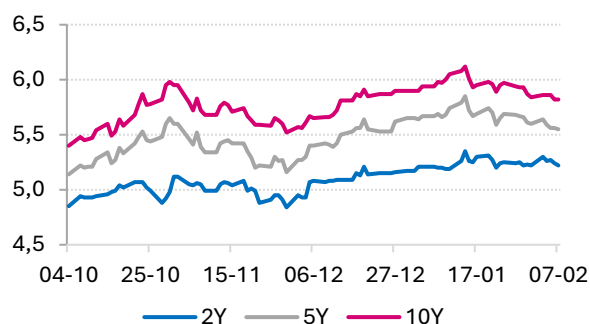
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



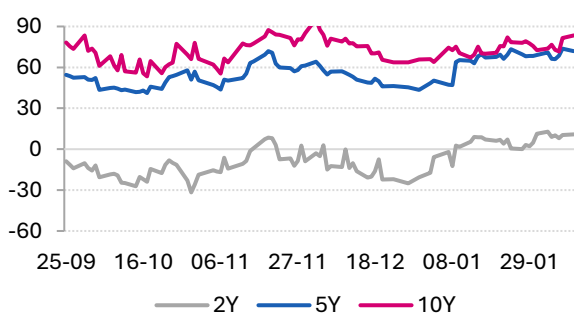
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



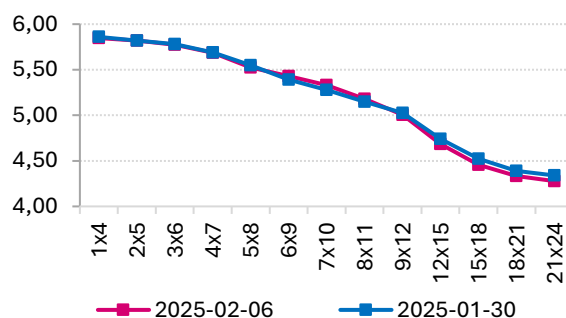
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



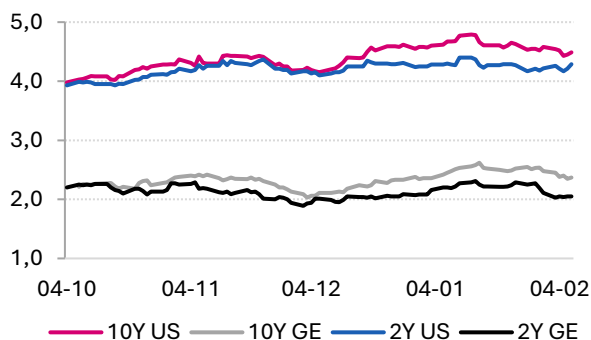
Krajowe stawki asset swap [%]



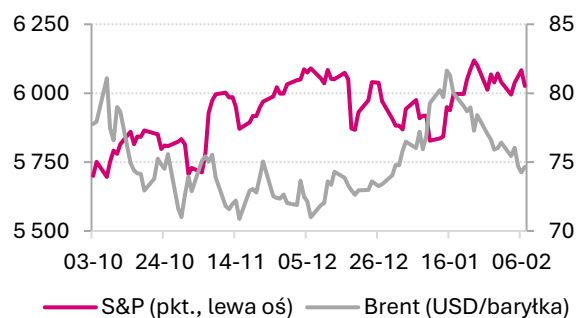
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 10 lutego					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Luty	-17.7	-17.0	
Wtorek 11 lutego					
10:00 Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce narodowej	Polska	4Q	13.4%		13.5%
16:00 Wystąpienie prezesa Fed J. Powella w Senacie USA	USA	Luty			
Środa 12 lutego					
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Styczeń	2.9%	2.9%	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Styczeń	0.4%	0.0%	
16:00 Wystąpienie prezesa Fed w Izbie Reprezentantów	USA	Luty			
Czwartek 13 lutego					
08:00 Inflacja HICP r/r fin.	Niemcy	Styczeń	2.8%	2.8%	
10:00 PKB n.s.a. wst. r/r	Polska	4Q	2.7%	3.2%	3.3%
11:00 Produkcja przemysłowa s.a. m/m	EZ	Grudzień	0.2%	-0.6%	
14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR)	Polska	Styczeń	-521 mln	-1330 mln	-1610 mln
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Styczeń	3.3%	3.2%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	8 lutego	219 tys.	215 tys.	
Piątek 14 lutego					
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Styczeń	4.7%	5.1%	4.9%
11:00 PKB s.a. r/r rew.	EZ	4Q	0.9%	0.9%	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Styczeń	0.9%	0.3%	
Poniedziałek 17 lutego					
Dzień wolny od pracy	USA	Luty			

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.