



# Makro i rynek

komentarz dzienny

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

30 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 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.
- **EZ:** O godz. 10:00 poznamy wyliczenie PKB Niemczech w 4Q 2024, a o godz. 11:00 dla całości strefy euro. Według konsensusu prognoz PKB w naszego zachodniego sąsiada skurczył się o 0,1% kw/kw, a w unii walutowej wzrósł o 0,1% kw/kw. Wielkości te wskazują na stagnację gospodarki strefy euro w 4Q 2024, a dostępne dane dla stycznia nie napawają optymizmem co do 1Q 2025. Słaba koniunktura w najważniejszego partnera handlowego Polski oddziałują negatywnie na sprzedaż krajowych eksporterów.
- **EZ:** O godz. 14:15 poznamy decyzję Europejskiego Banku Centralnego. 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%. Takie są też 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%.

## Wydarzenia i komentarze

- **US:** Po trzech z rzędu obniżkach stóp procentowych w II poł. 2024 r. o łącznie 100 pkt baz. amerykańska Rezerwa Federalna utrzymała na pierwszym posiedzeniu w tym roku przedział dla głównej stopy procentowej wynoszący 4,25-4,50% i przeszła w tryb wait-and-see. Decyzja ta była jednogłówna i zgodna z powszechnymi oczekiwaniami ekonomistów i inwestorów. Również komunikacja bankierów centralnych nie stanowiła zaskoczenia. Tym samym styczniowe posiedzenie Fed nie jest przełomem i nie wnosi wiele nowego dla sprecyzowania terminu i skali dalszych obniżek stóp procentowych, zwłaszcza, że utrzymuje się niepewność dotycząca polityki gospodarczej nowej administracji USA. Przypomnijmy, że jeszcze na posiedzeniu w grudniu Fed poinformował o przejściu w nową, ostrożną fazę polityki Fed. Zmiany w komunikacie oraz konferencja przewodniczącego J.Powella utrzymane były w tym duchu. Fed będzie dalej obserwował dane i analizował plany amerykańskiej administracji. Rynki finansowe wyceniają kolejną obniżkę stóp proc. o 25 pkt baz. dopiero w połowie roku, a łącznie do grudnia koszt pieniądza ma być obniżony łącznie o 50 pkt baz. Naszym zdaniem te rynkowe oczekiwania dobrze wpisują się w prognozy mocnej gospodarki, solidnego rynku pracy oraz proinflacyjne skutki potencjalnych nowych ceł w handlu międzynarodowym USA, polityce podatkowej i migracyjnej.

## Rynki na dziś

Wynik posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej był zgodny z powszechnymi oczekiwaniami. Bankierzy centralni utrzymali stopy procentowe na niezmienionym poziomie wskazując na solidną aktywność gospodarczą w USA, mocny rynek pracy i uporczywą inflację jako czynniki przemawiające za pauzą, ale i dość jastrzębią narracją. Dolar zareagował jedynie nieznacznie i wyłącznie przejściowo. Kurs EUR/USD, jak zakładaliśmy we wczorajszym wpisie, koncentrował się wokół poziomu 1,0430. Dzisiejsza sesja to z kolei decyzja Europejskiego Banku Centralnego. Tu oczekujemy cięcia o 25 pkt. baz. i uzależnienia kolejnych decyzji od napływających danych. Taki scenariusz również - jak w przypadku Fed - powinien być neutralny rynkowo. Na krajowym rynku finansowym kurs EUR/PLN zgodnie z naszymi krótkoterminowymi „zanurkował” wczoraj poniżej poziomu 4,20. Dziś i jutro powinniśmy być jednak świadkami kolejnych prób złamania wspomnianej bariery. Na rynku obligacji dług oferować dziś będzie Bank Gospodarstwa Krajowego (minimalna podaż na poziomie 0,25 mld PLN).

| Kursy walut |        | Δ %   |
|-------------|--------|-------|
| EUR/PLN     | 4,2155 | 0,3%  |
| USD/PLN     | 4,0508 | 0,6%  |
| CHF/PLN     | 4,4672 | 0,4%  |
| EUR/USD     | 1,0407 | -0,3% |

| Rynek Pieniężny | (%)  | Δ bps |
|-----------------|------|-------|
| WIBOR 1M        | 5,83 | 2     |
| WIBOR 3M        | 5,86 | 0     |

| Obligacje PL | (%)  | Δ bps |
|--------------|------|-------|
| 2Y           | 5,17 | -3    |
| 5Y           | 5,65 | -2    |
| 10Y          | 5,91 | -2    |

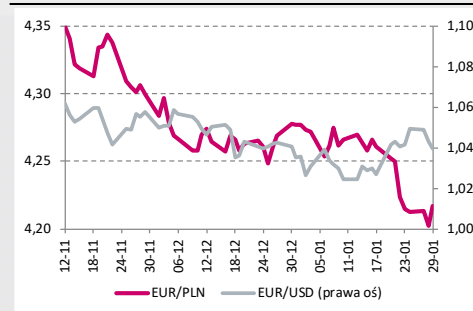
| IRS PLN | (%)  | Δ bps |
|---------|------|-------|
| 2Y      | 5,19 | -1    |
| 5Y      | 4,95 | -1    |
| 10Y     | 5,12 | -2    |

| Obligacje bazowe | (%)  | Δ bps |
|------------------|------|-------|
| DE 10Y           | 2,57 | 1     |
| US 10Y           | 4,53 | -4    |

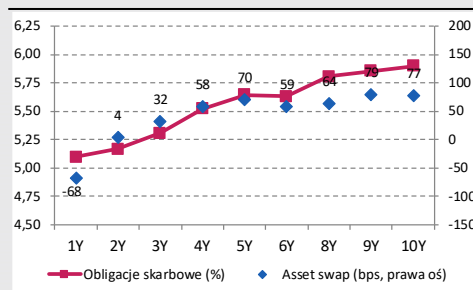
| Giełdy  | pkt.    | Δ %  |
|---------|---------|------|
| WIG     | 86203,2 | 0,0  |
| DAX     | 21637,5 | 1,0  |
| S&P 500 | 6039,3  | -0,5 |

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

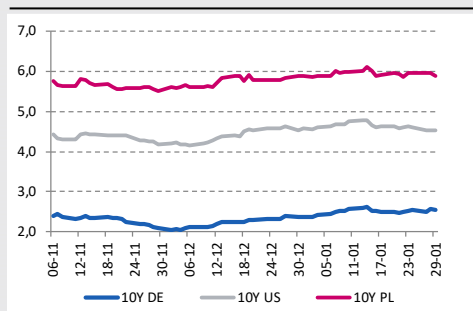
## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



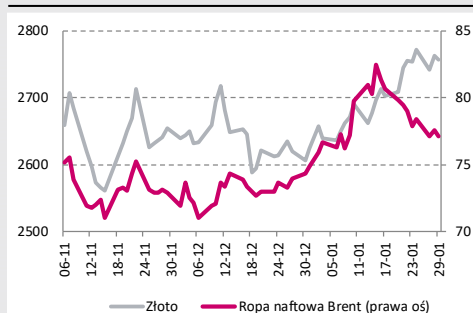
## Krajowy rynek stopy procentowej



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



## Ceny surowców [USD]



## Rynek krajowy

Przed otwarciem śródowej sesji kurs EUR/PLN zgodnie z naszymi oczekiwaniami przejściowo spadł poniżej psychologicznego poziomu wsparcia 4,20, osiągając poziom 4,1963. Tym samym złoty był najmocniejszy względem euro od kwietnia 2018 roku. W dalszej części notowań kurs EUR/PLN odbił się od wsparcia, zamykając dzień na poziomie 4,2155. W stosunku do wtorkowego zamknięcia oznaczało to wzrost o niespełna 1 grosz. Ruchy złotego w stosunku do dolara były bardzo podobne. Kurs USD/PLN wzrósł o 0,6 grosza w stosunku do wtorkowego zamknięcia i zakończył sesję w okolicach 4,0508. Na rynku papierów skarbowych uwaga inwestorów koncentrowała się na przetargu obligacji skarbowych, na której resort finansów sprzedał całą ofertę papierów za 8 mld PLN, przy popycie wynoszącym 11 mld PLN. Popyt na krajowy dług pozostaje na zadowalającym poziomie i w najbliższej przyszłości nie powinny pojawiać się problemy z zaspokajaniem potrzeb pożyczkowych państwa. Przetarg nie wpłynął znacząco na wtórny rynek długu. Rentowności polskich obligacji pozostają w trendzie bocznym, podobnie jak rynki bazowe. Dochodowość 10-latki obniżyła się w czasie sesji o 7 pkt. baz., odbiła się jednak od poziomu 5,90% i zamknęła sesję osiągając 5,91% (spadek o 2 pkt. baz. w stosunku do wtorkowego zamknięcia). W przypadku papierów o krótszym terminie zapadalności kierunek zmian był taki sam, a ich zakres - mniejszy.

## Rynki zagraniczne

Rynki bazowe wyczekiwały na decyzję Fed odnośnie do stóp procentowych (ogłoszenie decyzji o 20:00 czasu polskiego). Europejska część sesji była dość spokojna, gdyż oczekiwania na brak zmian kosztu pieniądza były bardzo mocno ugruntowane. Eurodolar kontynuował wtorkowe spadki, chwilowo osiągając 1,0381. Pod koniec sesji na rynkach europejskich kurs EUR/USD odbił się nieznacznie i zamknął sesję na poziomie 1,0407 (spadek o 0,3 centa w stosunku do zamknięcia dzień wcześniej). Bazowe rynki długu pozostają w trendzie bocznym. Dochodowość amerykańskiej 10-latki spadła o 4 pkt. baz. zamykając sesję na poziomie 4,53%. W przypadku 10-letniego Bunda rentowność spadła w godzinach porannych o 4 pkt. baz., jednak później odrobiła straty zamykając sesję w godzinach europejskich na tym samym poziomie co we wtorek, czyli 2,56%.

## 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            | 85.1          | 84.5              |                          |
| 10:00 Stopa bezrobocia                             | Polska | Grudzień | 5.0%            | 5.1%          | 5.1%              | 5.1%                     |
| Wtorek 28 stycznia                                 |        |          |                 |               |                   |                          |
| 14:00 Decyzja ws. stóp procentowych                | Węgry  | Styczeń  | 6.50%           | 6.50%         | 6.50%             |                          |
| 14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m wst. | USA    | Grudzień | -1.2%           | -2.2%         | 0.6%              |                          |
| 16:00 Indeks zaufania konsumentów Conference Board | USA    | Styczeń  | 109.5           | 104.1         | 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%        | 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