



Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

3 lutego 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

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2113	0,2%
USD/PLN	4,0594	0,8%
CHF/PLN	4,4630	0,4%
EUR/USD	1,0376	-0,5%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,21	5
5Y	5,59	-2
10Y	5,84	-2

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,15	-1
5Y	4,89	-2
10Y	5,05	-2

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,46	-4
US 10Y	4,52	0

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	87367,6	-0,3
DAX	21732,1	0,0
S&P 500	6040,5	-0,5

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

Informacje na dziś

- **PL:** O godz. 09:00 poznamy wyliczenie indeksu PMI dla krajowego przemysłu w styczniu. Nasza prognoza wskazuje na stabilizację wskaźnika na poziomie 48,2 pkt odnotowanym w grudniu. Zaznaczamy, że jeśli chodzi o sektor przemysłowy to mamy niejednoznaczne sygnały. Z jednej strony wzrost w styczniu przemysłowy indeks PMI u najważniejszego odbiorcy polskiego eksportu - w Niemczech. Z drugiej zaś ankietowane przez Główny Urząd Statystyczny firmy wskazują na spadek zamówień oraz pogorszenie sytuacji finansowej. Nie wydaje nam się, aby wprowadzenie ceł przez USA na Kanadę i Meksyk oraz podwyższenie taryf dla Chin wpływało na kondycję polskiego przemysłu. Zapewne odczują one wpływ amerykańskich ceł na towary z Unii Europejskiej. Nie zostały one jeszcze nałożone, jednak wydaje się, że to kwestia czasu.
- **EZ:** O godz. 11:00 poznamy wstępne dane o inflacji HICP w strefie euro w styczniu. Według konsensusu prognoz wyniesie ona 2,4% r/r podobnie jak w grudniu. W przypadku bazowego wskaźnika HICP oczekuje się niewielkiego spadku - do 2,6% r/r z 2,7% r/r miesiąc wcześniej. Europejski Bank Centralny jest coraz bardziej przekonana o zejściu inflacji do celu (2,0% r/r) w nadchodzących kwartałach. Stąd w ubiegłym tygodniu obniżono stopy procentowe w strefie euro i dalsze cięcia wydają się prawdopodobne. Czynnikiem niepewności pozostaje m.in. polityka handlowa USA wobec UE.

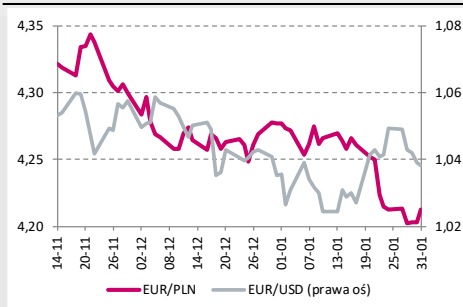
Wydarzenia i komentarze

- **WORLD:** Prezydent USA D.Trump poinformował w sobotę o wprowadzeniu 25-procentowych ceł na towary importowane do Stanów Zjednoczonych z Kanady i Meksyku oraz 10% 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. Cła mają wejść w życie w poniedziałku na wtorek. Można sądzić zatem, że cła rzeczywiście zaczną obowiązywać, gdyż jest zbyt mało czasu na ewentualne negocjacje. 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. Jest to też pewnego rodzaju zmiana paradygmatu w polityce handlowej w Ameryce Północnej, gdyż USA, Kanada i Meksyk były przez wiele lat objęte porozumieniami o wolnym handlu. 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 stagflacyjnie, tj. wzrosną ceny przy jednoczesnym spadku produkcji (z powodu popytu i zaburzeń łańcuchów dostaw). Skala tego wpływu będzie zróżnicowana pomiędzy gospodarkami. Meksyk u Kanadę mogą zanotować w tym roku recesję, zaś w USA wpływ na PKB będzie znacznie mniejszy. Sądzimy, że cła na import z Unii Europejskiej to kwestia czasu. Stany Zjednoczone są dla Polski relatywnie mniejszym partnerem handlowym (udział USA w eksporcie to ok. 3,3% całości eksportu), aczkolwiek poprzez powiązania w europejskich łańcuchach dostaw eksport pośredni jest większy. Musimy poczekać na dane i informacje, aby określić wpływ polityki celnej USA na nasz scenariusz makroekonomiczny dla Polski. Wzrost niepewności co do perspektyw wzrostu globalnego już teraz może jednak niekorzystnie wpływać na skłonność firm do inwestycji. Perspektywa wzrostu inflacji w USA natomiast stanowi czynnik zwiększający ostrożność Fed w dalszym luzowaniu polityki monetarnej.

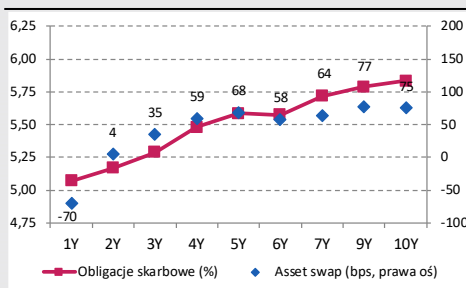
Rynki na dziś

Escalacja wojen handlowych wywołała wzrost awersji do ryzyka na rynkach finansowych i umocnienie dolara względem głównych walut, szczególnie, że perspektywa wzrostu inflacji w USA ogranicza pole do dalszych cięć stóp procentowych przez Fed. W takich warunkach złoty prawdopodobnie kontynuować będzie zainicjowane jeszcze w piątek osłabienie oddalając się od poziomu 4,20. Dla eurodolara rozpoczyna się dziś walka o utrzymanie powyżej poziomu 1,0230. Jego przełamanie otworzyłoby przestrzeń do ruchu w kierunku 1,0150. Szerszą analizę wpływu decyzji prezydenta D.Trumpa na krajowy rynek walutowy oraz wycenę polskich obligacji przedstawimy w raporcie tygodniowym, który opublikujemy dziś po południu.

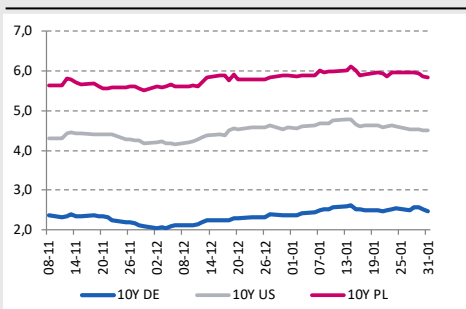
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



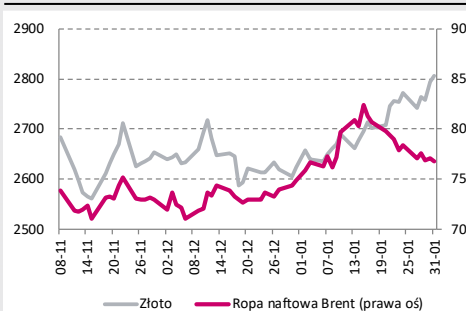
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Mimo, iż piątkowe kalendarium obfitowało w interesujące publikacje (wstępny odczyt inflacji z Niemiec i dane PCE z USA), to z rynkowego punktu widzenia nie miały one większego przełożenia. Fakt, iż jesteśmy tuż po posiedzeniach Fed i EBC skutecznie ograniczał zmienność wynikającą z publikacji makro. Sesję zdominowało zaś wyczekiwanie na szczegóły sobotniej decyzji D.Trumpa, który zapowiedział wprowadzenie 25% ceł na produkty z Meksyku i Kanady. Słusznie zakładaliśmy, iż kurs EUR/PLN, który od kilku dni lewituje nad poziomem 4,20 napotka trudności w potencjalnej niższe z uwagi na niewielkie zwiększenie awersji do ryzyka w związku z czynnikami geopolitycznymi. Przejściowo notowania EUR/PLN wzrosły do nawet 4,22. Na krajowym długu wydarzeniem dnia było przedstawienie planu podaży obligacji przez Ministerstwo Finansów na luty. Zgodnie z nim resort planuje trzy przetargi sprzedaży (bez zaskoczeń) z łączną podażą na poziomie 15-30 mld PLN, żadnego przetargu zamiany oraz dwa przetargi sprzedaży bonów skarbowych. Interesujące z naszego punktu widzenia były natomiast informacje o stopniu finansowania potrzeb pożyczkowych po styczniu (38%), a także o 180 mld PLN pozostających na rachunkach budżetowych Ministerstwa Finansów. Rynek pozytywnie zareagował na te informacje. Rentowność 10-latk obniżyła się o 6 pkt. baz. do 5,84% a więc miesięcznego minimum. Spadek był tym bardziej zauważalny, iż towarzyszył mu analogiczny ruch ze strony niemieckich obligacji.

Rynki zagraniczne

Eurodolar kontynuował w piątek spadek zainicjowany jeszcze na koniec czwartkowej sesji. Kurs EUR/USD obniżył się do 1,0370 i naszym zdaniem w świetle ryzyk geopolitycznych może rozpoczynać marsz w dół. Potencjał do zniżki oceniamy jako umiarkowany (1-2 centowy) i zależny m.in. od decyzji D.Trumpa w kontekście m.in. protekcjonizmu. Na amerykańskim rynku długu koniec tygodnia przyniósł ustabilizowanie się wyceny 10-latk na poziomie 4,51%. Tym bardziej, iż dane dotyczące inflacji PCE z USA okazały się być zgodne z oczekiwaniami. Zgoła odmienny przebieg miała natomiast piątkowa sesja w wykonaniu niemieckiej krzywej, która gwałtownie obniżyła się na koniec miesiąca, w czym „pomocne” być mogły wyraźnie niższe od konsensusu dane o inflacji CPI. Należy jednak zaznaczyć, iż publikowane równoległe z CPI wstępne dane o inflacji HICP były zbieżne z konsensem.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne Dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 31 stycznia						
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Grudzień	2.4%	2.6%	2.6%	
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			
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						
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			

Źródło: Bloomberg, Millennium Bank S.A., Parkiet