



Makro i rynek

komentarz dzienny

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

4 lutego 2025

Informacje na dziś

- **PL:** Dziś rozpoczyna się dwudniowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Decyzję odnośnie do stóp procentowych NBP poznamy jutro po południu. Oczekujemy utrzymania stóp procentowych i narracji w komunikacie. Naszym zdaniem całe I półrocze 2025 r. to będzie czas stabilnych stóp procentowych w Polsce.
- **US:** Dzisiaj o godzinie 16:00 opublikowana zostanie liczba wakatów wg JOLTS w USA w grudniu. Konsensus prognoz wskazuje na lekki spadek z ok. 8,098 mln do 7,920 mln. Rynek pracy w USA pozostaje bardzo solidny i wspiera ostrożną narrację Fedu i jego postawę wait-and-see.

Wydarzenia i komentarze

- **WORLD:** Weszły w życie wyższe o 10% cła na towary sprowadzane do Stanów Zjednoczonych z Chin. Natomiast prezydent D.Trump zawiesił na 30 dni 25% cła na towary importowane z Meksyku i Kanady. Obaj sąsiedzi poinformowali o zwiększeniu szczelności granic. Władze chińskie opowiedziały wprowadzeniem 15% ceł na amerykański gaz LNG i węgiel oraz 10% na ropę naftową i niektóre maszyny i auta. Zawieszenie ceł dla Meksyku i Kanady jest dobrą wiadomością dla globalnej koniunktury, niemniej nadal niepewność co do polityki handlowej USA po upływie 30 dni utrzymuje się. Zawieszenie ceł dla sąsiadów, naszym zdaniem, nie zwiększa istotnie szans na porozumienie handlowe z Unią Europejską. Na ten moment nie ma szczegółów, ale jakaś forma protekcjonizmu USA względem UE wydaje się przesądzona.
- **PL:** Indeks PMI obrazujący nastroje w krajowym przemyśle wzrósł w styczniu do 48,8 pkt z 48,2 pkt miesiąc wcześniej. O ile indeks nadal kształtuje się poniżej neutralnego poziomu 50 pkt, oddzielającego spowolnienie od ożywienia, to prognozy przyszłej produkcji znacznie poprawiły się. Przyszły obraz polskiej produkcji jest jednak obciążony istotnymi czynnikami ryzyka, m.in. w postaci prawdopodobnego wprowadzenia przez USA ceł na towary z UE.
- **US:** Indeks ISM dla amerykańskiego przemysłu wzrósł w styczniu do 50,9 pkt z 49,2 pkt w grudniu, przewyższając oczekiwania. Taki wynik oznacza, że amerykański przemysł po raz pierwszy od ponad 2 lat znalazł się w ekspansji. Istotne wzrosty odnotowano w komponentach obejmujących zatrudnienie, nowe zamówienia oraz ceny. Perspektywy amerykańskiego przemysłu pozostają jednak obciążone obecnie ryzykiem w postaci polityki celnej administracji prezydenta D. Trumpa i wiążących się z tym ewentualnych zaburzeń dostaw i produkcji. Niemniej dane te wspierają ostrożność Fed z dalszymi obniżkami stóp procentowych.
- **EZ:** Inflacja konsumencka CPI w strefie euro wyniosła w styczniu 2,5 % r/r wobec 2,4% r/r miesiąc wcześniej. To odczyt nieco wyższy niż konsens rynkowy na poziomie 2,4% r/r. Wyższy od oczekiwań okazał się także indeks bazowy inflacji, który wyniósł 2,7% r/r, stabilizując się na poziomie z grudnia. Wzrost inflacji w styczniu to przede wszystkim efekt wyższej cen energii, ale także uporczywej inflacji cen usług. Dane te nie zmieniają oczekiwań co do ścieżki stóp procentowych w strefie euro, szczególnie, że w obliczu eskalacji wojen handlowych ryzyko dla wzrostu gospodarki strefy euro są negatywne. Kolejne cięcia stóp przez EBC o 25 pkt baz. spodziewane jest już w marcu.

Rynki na dziś

Informacje o odłożeniu o 30 dni - po rozmowach D.Trumpa z liderami Meksyku i Kanady - wprowadzenia ceł na towary importowane do USA z tych państw podziała tonująco na nastroje rynkowe. Kurs EUR/USD zdołał zawrócić i ułożyć się powyżej poziomu 1,03. Od 4,23 „odbił się” natomiast kurs EUR/PLN. Inwestorzy mają jednak świadomość niepewności dotyczącej wojen handlowych. Naszym zdaniem będzie ona utrzymywała zainteresowanie dolarem na arenie międzynarodowej, choć nie tak gwałtownie jak podczas początku wczorajszej sesji, gdy obowiązywał scenariusz natychmiastowego wprowadzenia przez USA 25% ceł na towary z Meksyku i Kanady. Kalendarium dzisiejszej sesji nie dostarczy rynkowej zmienności. Stawiamy na względną stabilizację rynków finansowych.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2254	0,3%
USD/PLN	4,1059	1,1%
CHF/PLN	4,5003	0,8%
EUR/USD	1,0302	-0,7%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,24	3
5Y	5,59	0
10Y	5,84	0

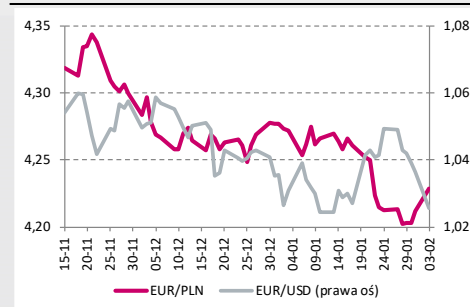
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,17	2
5Y	4,91	2
10Y	5,06	1

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,39	-8
US 10Y	4,51	0

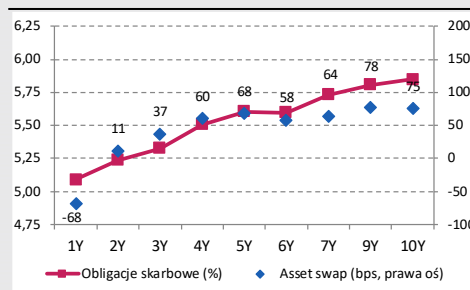
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	85963,7	-1,6
DAX	21428,2	-1,4
S&P 500	5994,6	-0,8

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

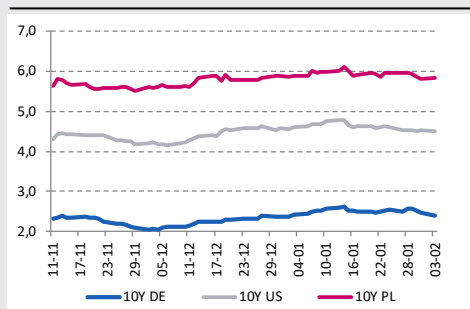
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



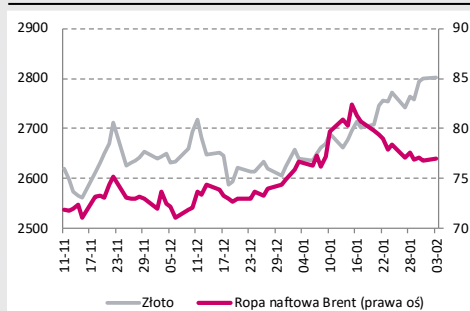
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

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 cel 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.

Rynki zagraniczne

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 cel 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.

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	48.8	48.7	48.2
10:00 Indeks PMI dla przemysłu fin.	EZ	Styczeń	45.1	46.6	46.1	
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Styczeń	2.4%	2.5%	2.6%	
16:00 Indeks ISM dla przemysłu	USA	Styczeń	49.2	50.9	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						
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