

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

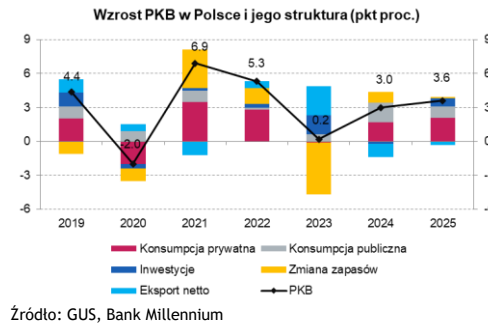
Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

Wykres tygodnia



PKB Polski wzrósł w 2025 r. o 3,6%, wobec 3,0% w 2024 r. Z danych wynika, że w samym 4Q dynamika PKB wzrosła do ok. 4,0% r/r z 3,8% r/r w 3Q, przede wszystkim dzięki silnemu wzrostowi konsumpcji gospodarstw domowych. Utrzymujący się solidny wzrost gospodarczy oraz perspektywa kontynuacji tego trendu przemawiają za ostrożnym podejściem do polityki pieniężnej. Z tego względu oczekujemy stabilizacji stóp procentowych NBP posiedzeniu RPP w tym tygodniu.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Decyzja RPP w centrum uwagi inwestorów

W tym tygodniu odbędzie się drugie w tym roku posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Decyzja zostanie opublikowana w środę w godzinach popołudniowych. W naszej ocenie stopy proc. utrzymane zostaną na niezmiennym poziomie. Konsensus ekonomistów co do lutowej decyzji RPP jest jednak silnie podzielony. W ankiecie gazety Parkiet 9 ośrodków analitycznych oczekuje stabilizacji stóp, podobna liczba zakłada ich obniżkę o 25 pkt. baz. Zauważmy, że od poprzedniego posiedzenia RPP minęły zaledwie 3 tygodnie i od tego czasu ocena perspektyw polskiej gospodarki nie uległa istotnej zmianie. Z tego też powodu w naszej ocenie RPP może chcieć poczekać na marcową projekcję makroekonomiczną. Szczególnie, że opublikowane dane o wzroście PKB potwierdziły mocną końcówkę minionego roku. Kluczowa dla oceny perspektyw polityki pieniężnej, szczególnie jeśli RPP obniży stopy procentowe, będzie konferencja prezesa A. Glapińskiego zaplanowana na czwartek. Pozwoli ona ocenić, czy zmienia się docelowy poziom stopy referencyjnej w aktualnym cyklu luzowania. Trwały spadek inflacji do celu NBP daje w naszej ocenie przestrzeń do obniżek stóp proc. w tym roku, jednak luźna polityka fiskalna i wzrost PKB przekraczający potencjał skłaniają do ostrożności w luzowaniu monetarnym.

Czy dane payrolls potwierdzą aktualność strategii „wait-and-see” Fed?

W tym tygodniu poznamy szereg danych z amerykańskiego rynku pracy. We wtorek opublikowana zostanie liczba wakatów wg. JOLTS, w środę raport ADP, a w czwartek raport Challenger. Najważniejszy będzie jednak publikowany w piątek styczniowy raport z rynku pracy, z kluczową figurą, czyli zmianą zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (non-farm payrolls). Konsensus prognoz wskazuje na wzrost o 60 tys. po wzroście o 50 tys. w grudniu. Jest wynik wciąż gorszy niż średnia wieloletnia, jednak w połączeniu ze stabilną stopą bezrobocia (wg oczekiwań wyniesie 4,4%, tyle co w grudniu) będzie to świadczyć na rzecz rynku pracy typu „low-hire low-fire”, czyli wolnego wzrostu zatrudnienia przy małej liczbie zwolnień. Na konferencji po zesłotygodniowym posiedzeniu prezes Fed J.Powell wskazywał na względną stabilizację rynku pracy jako argument za przerwą w cyklu cięć. Obecnie rynki finansowe wyceniają dwie obniżki po 25 pkt baz. do końca tego roku. Ewentualna niespodzianka w danych będzie weryfikowała ten scenariusz. Niemniej wydaje nam się, że potrzeba więcej zaskoczeń, aby istotnie zmieniły się rynkowe oczekiwania. Na ten moment nie sądzimy, aby nominacja K.Warsha na nowego szefa Fed istotnie oddziaływała na perspektywy polityki pieniężnej w USA.

EBC niezmiennie w dobrym miejscu

W tym tygodniu odbędzie się pierwsze w tym roku posiedzenie Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego. Powszechnie oczekuje się, że parametry polityki pieniężnej pozostaną bez zmian. Stopa depozytowa pozostanie na poziomie 2,00%. Nie spodziewamy się istotnych zmian w komunikacji Rady ani w przekazie prezesa EBC podczas konferencji prasowej. Prezes C.Lagarde powinna ponownie podkreślić, że Rada znajduje się w „dobrym miejscu”, co oznacza perspektywę inflacji w pobliżu celu inflacyjnego (2,0% r/r) oraz wynikający z tego brak potrzeby zmian stóp proc. Narrację tę wspierają dane, które napłynęły od ostatniego posiedzenia w grudniu 2025 r. Choć inflacja HICP w 4Q 2025 okazała się nieznacznie niższa od prognoz, to wzrost gospodarczy pozytywnie zaskoczył. Oprócz aktualności prognoz makroekonomicznych w centrum uwagi znajdzie się także ocena ryzyk geopolitycznych, które nasiliły się na początku bieżącego roku (m.in. sytuacja w Wenezueli, na Grenlandii i w Iranie), kwestia silnego euro oraz spadki cen metali. Naszym zdaniem lutowe posiedzenie EBC nie przyniesie zaskoczeń i będzie wzmacniać oczekiwania stabilizacji stóp proc. w strefie euro co najmniej do końca 2026 r.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2116	0,1%
USD/PLN	3,5531	-0,1%
CHF/PLN	4,5244	0,0%
EUR/USD	1,1854	0,1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	4,02	-2
WIBOR 3M	3,90	-2

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	3,57	-4
5Y	4,38	-6
10Y	5,08	-4

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	3,56	0
5Y	3,80	-1
10Y	4,24	-1




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,85	-4
US 10Y	4,22	1

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	124778,5	0,5
DAX	24742,9	-0,8
S&P 500	6939,0	0,3




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

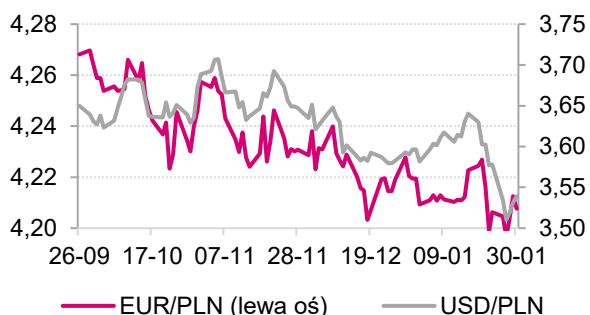
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	W minionym tygodniu złoty zanotował niewielkie osłabienie. Początek tygodnia przyniósł spadek Kursu EURPLN poniżej 4,20 w okolice 4,196, wspierane wzrostem kursu EURUSD i poprawą globalnych nastrojów. W kolejnych dniach presja na złotego nieco wzrosła, a notowania EURPLN przesunęły się w okolice 4,21. Ogólnie złoty od grudnia pozostaje w trendzie bocznym w przedziale ok. 4,2-4,23. Wobec tego, że nie zakładamy zmian stóp NBP w lutym widzimy szansę na dalsze lekkie umocnienie złotego i ponowne testowanie poziomu 4,20. Przeciwwagą byłoby potencjalnie dalsze odreagowanie dolara na światowych rynkach, które zwykle niekorzystanie wpływa na waluty gospodarek wchodzących. W perspektywie kolejnych miesięcy negatywnie na złotego będą oddziaływać obniżki stóp (zakładamy ruch RPP w marcu) i pogorszenie salda obrotów bieżących. W przypadku obniżki stóp w środę złoty mógłby się nieznacznie osłabić.
USD/PLN 	Przy spodziewanej stabilizacji kursu złotego do euro i zakładanym niewielkim zmianom kursu EURUSD spodziewamy się niewielkie zmiany kursu USDPLN w kierunku 3,625.
EUR/USD 	Na rynku głównej pary walutowej w ciągu tygodnia dominował trend wzrostowy, przerwany pod koniec tygodnia fazą odreagowania dolara. Kurs EURUSD wzrósł z okolic 1,187 na początku tygodnia do niemal 1,21 w środę, m. in. po komentarzach administracji USA o sprzyjających słabszej walucie (D. Trump sugerował, że słaby dolar nie jest problematyczny) oraz obawach przed możliwą interwencją Banku Japonii przy możliwym zaangażowaniu banków Rezerwy Federalnej. Dolar tracił też po spadku indeksu zaufania konsumentów Conference Board w USA za styczeń. W drugiej połowie tygodnia dolar częściowo odrabiał straty w reakcji na komentarze S. Bessenta, o tym że zawsze jest zwolennikiem polityki mocnego dolara, a USA nie chcą interweniować na rynku FX w celu wsparcia japońskiego jena względem dolara. Dolar odreagował też w reakcji na wyższy odczyt PPI z USA, rosnące rentowności, wyższe ceny ropy i rosnący dysparytet stóp, a także po nominacji na przyszłego szefa Fed dla K. Warsha, który spośród potencjalnych kandydatów był odbierany jako stosunkowo mało gotębi. Kluczową publikacją tygodnia z punktu widzenia kursu EURUSD będzie posiedzenie EBC i dane z rynku pracy w USA. Dane z USA mogą być stosunkowo słabe i mogą przywrócić presję na dolara, ale zasadniczo zakładamy, że zmiany w tym tygodniu będą ograniczone. Do czasu zakończenia cyklu obniżek stóp w USA widzimy szansę na dalszy wzrost kursu EURUSD.

Rynek obligacji

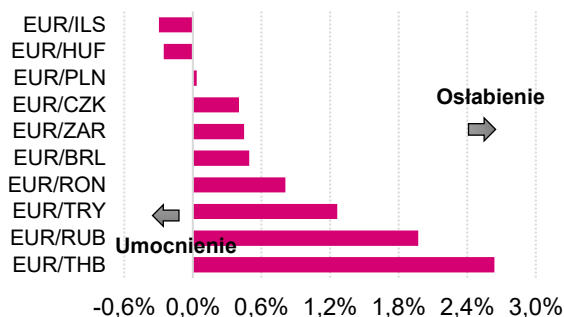
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Na krajowym rynku stopy procentowej zmiany były stosunkowo ograniczone. Stawki FRA i IRS nie zmieniły się istotnie, a rentowności obligacji obniżyły się o kilka punktów bazowych od 5 pb do 10 pb w środkowej części krzywej. Rentowności 10-latek zakończyły tydzień w pobliżu 5,08-5,11%. Wydarzeniem tygodnia na krajowym rynku była aukcja Ministerstwa Finansów, na której sprzedano obligacje za 12 mld zł przy wysokim popycie, a nowa seria NZ0331 stanowiła 40% sprzedaży. Rynek dobrze absorbuje dużą podaż na początku roku, gdyż też często początek roku to okres zakupów i zwiększonego popytu na rynkach emisji. Stabilność rentowności wspiera niska zmienność globalna. Obligacjom nie zaszkodziły solidne dane o sprzedaży detalicznej ani dobre dane o PKB. Rynek zupełnie nie wycenia ruchu RPP na posiedzeniu w tym tygodniu, co jest zresztą zgodne z naszym bazowym scenariuszem. Zakładamy stabilizację stawek IRS w tym tygodniu przy zakładanych niewielkich zmianach na rynku niemieckim i utrzymaniu wysokiego popytu na dług na początku roku przy aukcji długu i nowej podaży dopiero przyszłym tygodniu.
10Y DE (%) 	Stawki FRA dla euro i rentowności niemieckich obligacji obniżyły się w minionym tygodniu do ok. 5 pb. Spadek rentowności był stopniowy, a na koniec tygodnia 10-letnie rentowności były na poziomie 2,85%. Umocnieniu niemieckiego długu sprzyjały słabsze od oczekiwań dane o niemieckim Ifo i spadek cen ropy pod koniec tygodnia. W centrum uwagi pozostawały wydarzenia geopolityczne związane z USA. Odreagowanie dolara zmniejszyło ryzyko ewentualnej dostosowawczej obniżki stóp w strefie euro, co przy rentownościach na wznoszącej linii wsparcia przy dobrych danych PMI dla przemysłu dawałoby szansę na lekkie odreagowanie. Z drugiej strony publikowane w tym tygodniu dane np. zamówienia w przemyśle niemieckim czy indeks PMI dla europejskiego sektora usług mogą być słabe. Kluczowa dla rynku długu może być jednak komunikacja EBC.
10Y US (%) 	Dolarowe stawki FRA obniżyły się w ciągu tygodnia o ok. 1-7 pb. Rentowności amerykańskich obligacji obniżyły się o kilka punktów bazowych na krótszym końcu i nawet marginalnie wzrosły na długim końcu krzywej. Rentowność 10-latek wyniosła na koniec tygodnia ok. 4,25%. Krzywa dochodowości uległa lekkiemu wystromieniu, co było wspierane przez wzrost cen ropy oraz odreagowanie dolara. Rynki spokojnie przyjęły informację o planowanej nominacji K. Warsha na prezesa Fed. W związku z tym, że nie jest postrzegany jako zwolennik bardzo gotębiej polityki rentowności długoterminowe lekko spadły w dzień jego nominacji. Krótkoterminowe 10-letnie rentowności są na linii wsparcia ok. 4,21%. Dobry odczyt ISM dla przemysłu może stabilizować rentowności powyżej tego poziomu, ale słabe dane z rynku pracy i słabszy ISM dla usług mogą sprzyjać pokonaniu istotnych poziomów i spadkowi rentowności.

Wykresy rynkowe

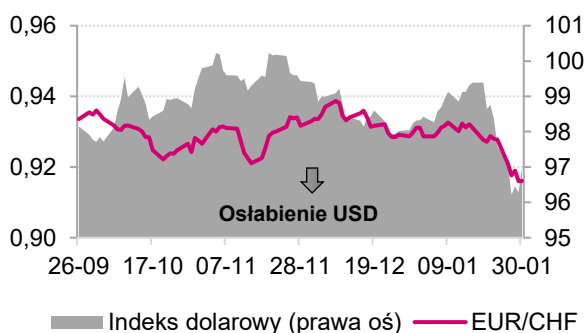
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



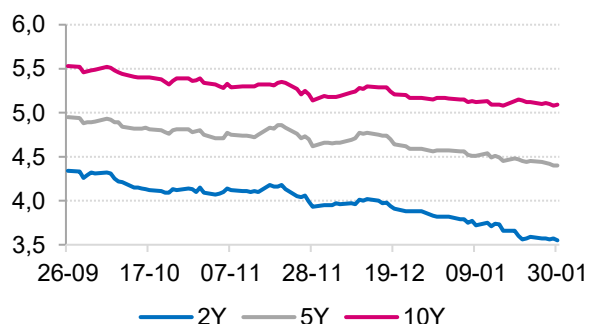
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



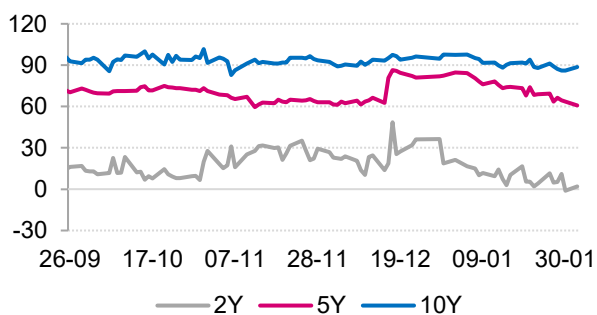
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



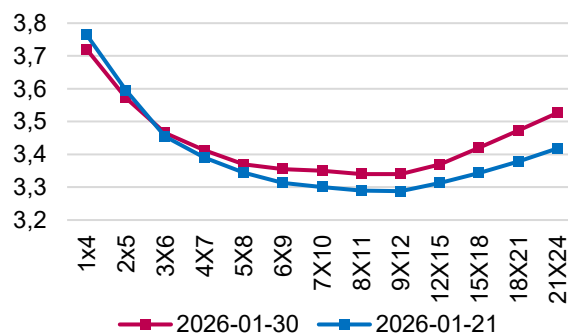
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



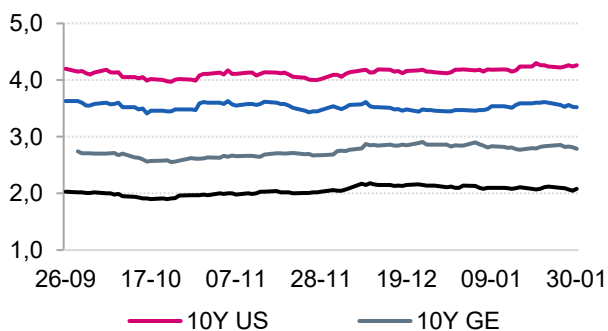
Krajowe stawki asset swap [%]



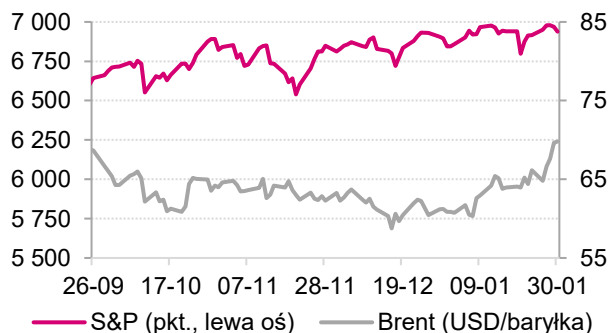
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 02 lutego					
02:45 Indeks Caixin PMI dla przemysłu	Chiny	Styczeń	50.1	50.3	
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Styczeń	48.5		
10:00 Indeks PMI dla przemysłu fin.	EZ	Styczeń	48.8	49.4	
16:00 Indeks ISM dla przemysłu	USA	Styczeń	47.9	48.3	
Wtorek 03 lutego					
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Grudzień	7.146 mln		
Środa 04 lutego					
02:45 Indeks Caixin PMI dla usług	Chiny	Styczeń	52.0		
10:00 Indeks PMI dla usług fin.	EZ	Styczeń	52.4	51.9	
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Styczeń	1.9%	1.7%	
11:00 Inflacja bazowa HICP r/r wst.	EZ	Styczeń	2.3%	2.2%	
14:15 Raport ADP	USA	Styczeń	41 tys.	40 tys.	
Decyzja RPP ws. stóp procentowych	Polska	Luty	4.00%	4.00%	4.00%
16:00 Indeks ISM dla usług	USA	Styczeń	54.4	53.5	
Czwartek 05 lutego					
08:00 Zamówienia w przemyśle m/m s.a.	Niemcy	Grudzień	5.6%	-2.5%	
09:00 Inflacja CPI r/r wst.	Czechy	Styczeń	2.1%	1.7%	
11:00 Sprzedaż detaliczna r/r	EZ	Grudzień	2.3%		
13:00 Decyzja BoE ws. stóp procentowych	UK	Luty	3.75%	3.75%	
13:30 Planowane zwolnienia wg Challenger	USA	Styczeń	35.6 tys.		
14:15 Decyzja EBC ws. stóp procentowych (stopa depo)	EZ	Luty	2.00%	2.00%	2.00%
14:30 Decyzja ws. stóp procentowych	Czechy	Luty	3.50%	3.50%	
14:45 Konferencja prezeski EBC Ch. Lagarde	EZ	Luty			
15:00 Konferencja prezesa NBP A. Głapińskiego	Polska	Luty			
Piątek 06 lutego					
08:00 Produkcja przemysłowa m/m s.a.	Niemcy	Grudzień	0.8%	-0.3%	
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Styczeń			
14:30 Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym	USA	Styczeń	50 tys.	60 tys.	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Styczeń	4.4%	4.4%	
14:30 Płaca godzinowa m/m	USA	Styczeń	0.3%	0.3%	
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan wst.	USA	Luty	56.4	55.0	
16:00 1-roczone oczekiwania inflacyjne Uni. Michian wst.	USA	Luty	4.0%		
Poniedziałek 09 lutego					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Luty	-1.8		

Dane i prognozy

		2023	2024	2025	2026	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
PKB	% r/r	0.2	3.0	3.6	3.8	3.2	3.3	3.8	3.9	4.0	4.0	3.8	3.7
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.1	5.1	5.7	5.6	5.3	5.2	5.6	5.7	5.9	5.6	5.5	5.6
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	11.4	3.6	3.6	2.4	4.9	4.1	3.0	2.5	2.3	2.6	2.4	2.5
Stopa referencyjna	%, k.o.	5.75	5.75	4.00	3.50	5.75	5.25	4.75	4.00	3.75	3.50	3.50	3.50
WIBOR 1M	%, k.o.	5.80	5.82	4.04	3.60	5.85	5.35	4.81	4.04	3,84	3,60	3,60	3,60
WIBOR 3M	%, k.o.	5.88	5.84	3.99	3.64	5.84	5.23	4.72	3.99	3,79	3,64	3,64	3,64
WIBOR 6M	%, k.o.	5.82	5.80	3.87	3.70	5.76	5.04	4.58	3.87	3,79	3,70	3,70	3,70
EUR/PLN	k.o.	4.35	4.27	4.23	4.27	4.18	4.24	4.27	4.23	4,23	4,25	4,27	4,27
USD/PLN	k.o.	3.94	4.10	3.60	3.63	3.86	3.62	3.63	3.60	3,58	3,57	3,56	3,62
EUR/USD	k.o.	1.10	1.04	1.17	1.17	1.08	1.17	1.17	1.17	1,18	1,19	1,20	1,18
EURIBOR 3M	%, k.o.	3.91	2.71	2.03	2.06	2.34	1.94	2.03	2.03	2.06	2.06	2.06	2.06
SOFR 3M	%, k.o.	5.36	4.69	4.01	3.06	4.35	4.34	4.35	4.01	3.52	3.27	3.06	3.06

* 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.