



Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

25 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

Informacje na dziś

- PL:** Dziś o godz. 10:00 GUS opublikuje Biuletyn statystyczny. Będzie on obejmował m.in. oficjalne dane o stopie bezrobocia rejestrowanego w styczniu. Według wcześniejszego szacunku MRPiPS wzrosła ona do 5,4% z 5,1% w grudniu, a zmiana ta wynika z sezonowego zmniejszenia się zapotrzebowania na pracę. W Biuletynie znajdziemy też inne interesujące dane: wartość nowych zamówień w przemyśle w styczniu, czy bardziej szczegółowe wyniki badań koniunktury w lutym
- EZ:** O godz. 11:00 poznamy natomiast interesujące dane dotyczące płac negocjowanych w strefie euro w 4Q 2024. Dla poprzedzającego kwartału odnotowano wzrost o 5,4% r/r, najsilniejszy od lat 90-tych. Wzrost ten wskazuje na opóźnioną reakcję płac podlegającym negocjacjom zbiorowym na wysoką inflację. Dane za 4Q 2024 pokażą, czy i jak wzrosty te hamują. Nie powinny one wpłynąć na oczekiwania, że Europejski Bank Centralny na najbliższym posiedzeniu w marcu obniży stopy procentowe o 25 pkt baz. Prognozy co do decyzji EBC w dalszym horyzoncie są bardziej niepewne, na co wskazują ostatnie wypowiedzi niektórych europejskich bankierów centralnych.
- HU:** O godz. 14:00 poznamy decyzję Narodowego Banku Węgier dotyczącą stóp proc. Oczekuje się stabilizacji podstawowej stopy procentowej na poziomie 6,50%.

Wydarzenia i komentarze

- PL:** Sprzedaż detaliczna wzrosła w styczniu o 4,8% r/r wobec wzrostu o 1,9% r/r miesiąc wcześniej. To wynik wyraźnie lepszy od oczekiwań. W ujęciu m/m wzrost wyniósł 3,5% m/m, z nawiązką odrabiając spadek zanotowany w grudniu. Początek roku przyniósł zatem wyraźną odbudowę wydatków na towary. Wciąż najsilniej rosnącą pozycją jest sprzedaż pojazdów samochodowych (+21,9% r/r). Wyraźna poprawa nastąpiła także w pozostałych komponentach obejmujących sprzedaż dóbr trwałych. Wyraźnie poprawiła się także sprzedaż odzieży i obuwi, a jej roczna dynamika powróciła do dodatnich wartości, osiągając +8,8% r/r, podobnie jak sprzedaż żywności i napojów bezalkoholowych (+0,6% r/r). Wsparciem wydatków pozostaje dobra sytuacja dochodowa konsumentów, choć realna dynamika dochodów rozporządzalnych w tym roku obniży się. Co więcej, wyniki koniunktury konsumenckiej za styczeń i luty wskazują na wciąż podwyższoną skłonność do oszczędzania. Dodatkowo nasiliły się nieznacznie obawy konsumentów o utratę pracy. Z tych też powodów konsumenci mogą nadal być ostrożni w dokonywaniu wydatków konsumpcyjnych. O ile więc styczniowe dane potwierdzają, że sektor gospodarstw domowych jest silny i konsumpcja będzie stanowiła ważne wsparcie gospodarki, o tyle kontynuacja odbicia w takim tempie może być wyzwaniem.
- GE:** Indeks instytutu Ifo, najważniejszy wskaźnik koniunktury dla Niemiec wyniósł w lutym 85,2 pkt, podobnie jak miesiąc wcześniej, co okazało się negatywną niespodzianką. Oczekiwania poprawiają się, ale nowy rząd zastaje gospodarkę, która w latach 2023-2024 była w recesji, a początek 2025 r. to stagnacja.

Rynki na dziś

Atak eurodolara na poziom 1,05 zainicjowany początkowym entuzjazmem rynkowym dotyczącym wyniku wyborów w Niemczech okazał się nieskuteczny. Kurs EUR/USD powrócił w okolice poziomu 1,0460, wokół którego wyczekuje na nowe impulsy. Przyjdzie nam na nie jednak poczekać co najmniej do piątku, gdy poznamy wstępne dane inflacyjne z czołowych gospodarek strefy euro. Nad rynkiem wciąż „wisi” ponadto kwestia porozumienia pokojowego na Ukrainie. Wczorajsze kolejne w ostatnim czasie wypowiedzi prezydenta USA na ten temat („wojna może zakończyć się w perspektywie kilku tygodni”) na rynkach globalnych przechodzą bez większego echa. Jest to jednak czynnik wspierający złotego. Kurs EUR/PLN próbuje wyznaczać coraz to niższe poziomy. Podtrzymujemy naszą ocenę, iż w najbliższych tygodniach notowania złotego do euro zawierać się będą w przedziale 4,10 - 4,20.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,1441	-0,4%
USD/PLN	3,9590	-0,6%
CHF/PLN	4,4126	-0,3%
EUR/USD	1,0467	0,1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,82	0
WIBOR 3M	5,91	4

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,21	-1
5Y	5,61	0
10Y	5,88	0

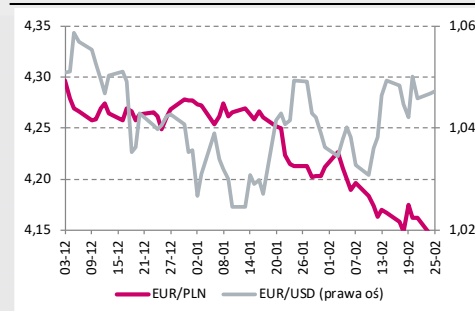
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,20	-1
5Y	4,94	-2
10Y	5,11	-3

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,47	1
US 10Y	4,41	-4

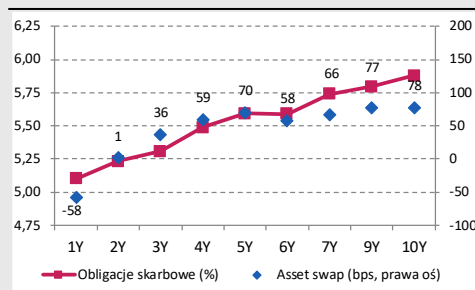
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	91306,5	-1,9
DAX	22425,9	0,6
S&P 500	5983,2	-0,5

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

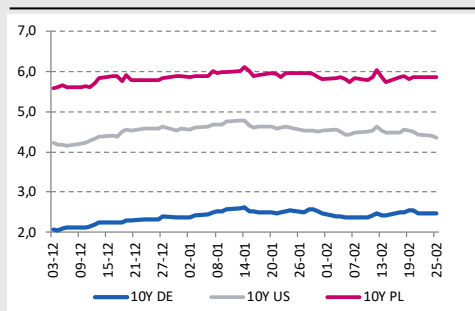
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



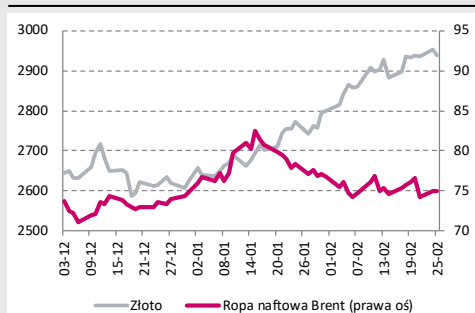
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Nasze oczekiwania odnośnie do kształtowania się kursu EUR/PLN w najbliższych dniach, ale i tygodniach zakładają stabilizację notowań w paśmie 4,10-4,20. Złoty pozostaje relatywnie mocny w relacji do euro w okolicy 4,16 co ma swoje uzasadnienie zarówno w pozytywnych na europejskim tle wynikach polskiej gospodarki, relatywnie wysokich stopach procentowych (z tendencją do ich utrzymywania w średnim okresie) oraz rosnącym nadziejom na porozumienie pokojowe na Ukrainie. O ile wszystkie te czynniki są już uwzględnione w wycenie złotego, to jednocześnie trudno oczekiwać, by miały one wygasnąć, lub ich zdyskontowanie miało zadecydować o zmianie kierunku notowań EUR/PLN. Efektem będzie naszym zdaniem - opisywany wcześniej - trend boczny. Najnowsze wydarzenia geopolityczne tj. wybory w Niemczech mogą być argumentem za nadaniem większej zmienności notowaniom EUR/PLN, jednak w naszej ocenie nie nastąpi to szybko. Warto przy tym pamiętać, iż w ostatnich miesiącach korelacja złotego z notowaniami eurodolara pozostawała niższą niż w poprzednich latach. To rozluźnienie utrudnia ocenę, czy np. kwestie potencjalnego impulsu fiskalnego w Niemczech będą na tyle silne by poprawić sentyment w Europie (na czym skorzystałby także złoty), czy doprowadzą bardziej do poprawy aktywności w strefie euro, co głównie sprzyjałoby umocnieniu euro do większości walut. Póki co jednak złoty zachowuje względny spokój pozostając na wspomnianych okolicach 4,16. Na gruncie technicznym przestrzeń do umocnienia ogranicza poziom 4,1418 który nieskutecznie testowany był w ubiegłym tygodniu. „Od góry” oporem jest natomiast poziom 4,1791.

Rynki zagraniczne

W naszej ocenie wynik wyborów parlamentarnych w Niemczech może okazać się proeurowym paliwem, choć prawdopodobnie nie będzie to silny impuls. Przed nami bowiem czas formowania priorytetów koalicji. Dla rynków finansowych priorytetem pozostaje kwestia impulsu fiskalnego, który pomógłby ożywić gospodarkę Niemiec i jednocześnie tchnąłby nieco optymizmu i apetytu na ryzyko wśród inwestorów. Problematicznym jest jednak fakt, iż nowa koalicja nie uzyska wymaganej większości (2/3 głosów) niezbędnej do poluzowania reguł fiskalnych (tzw. hamulec długu), by móc istotnie zwiększyć wydatki, w tym zbrojeniowe. Skala poluzowania fiskalnego pozostanie zatem - na ten moment - prawdopodobnie ograniczona, choć sam jej fakt należy oceniać pozytywnie dla niemieckiej gospodarki. Pierwszym testem potencjalnej siły euro (którego oczekujemy w tym tygodniu) będą próby wybicia notowań powyżej poziomu 1,0530 czego w tym roku do tej pory się nie udało dokonać. Na gruncie technicznym uruchamiałyby to około centową przestrzeń wzrostową. Niewykluczone jednak, iż dopiero porozumienie pokojowe w sprawie Ukrainy (które bazując na przekazach medialnych jest kwestią prawdopodobnie marca) przyniesie skuteczny impuls pro wzrostowy dla eurodolara.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 21 lutego						
10:00 Indeks PMI dla usług wst.	EZ	Luty	51.3	50.7	51.6	
Poniedziałek 24 lutego						
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Styczeń	1.9%	4.8%	1.7%	1.5%
10:00 Indeks Instytutu Ifo	Niemcy	Luty	85.2	85.2	85.8	
11:00 Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Styczeń	2.4%	2.5%	2.5%	
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Styczeń	9.3%	9.4%	9.3%	9.3%
Wtorek 25 lutego						
08:00 PKB r/r fin.	Niemcy	4Q	0.1%	-0.4%	-0.4%	
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Styczeń	5.1%		5.4%	5.4%
11:00 Płace negocjowane r/r	EZ	4Q	5.4%			
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Węgry	Luty	6.50%		6.50%	6.50%
Środa 26 lutego						
11:00 Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Luty	12.65 mld			
16:00 Sprzedaż nowych domów	USA	Styczeń	698 tys.		680 tys.	
Czwartek 27 lutego						
10:00 PKB r/r fin.	Polska	4Q	2.7%		3.2%	
11:00 Koniunktura gospodarcza	EZ	Luty	95.2		96.0	
13:30 Protokół z posiedzenia EBC	EZ	Styczeń				
14:30 PKB annualizowane rew.	USA	4Q	3.1%		2.3%	
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m wst.	USA	Styczeń	-2.2%		2.3%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	22 lutego	219 tys.		220 tys.	
Piątek 28 lutego						
08:45 Inflacja HICP r/r wst.	Francja	Luty	1.8%			
09:55 Stopa bezrobocia s.a.	Niemcy	Luty	6.2%			
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Luty	2.3%		2.3%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Styczeń	2.6%		2.5%	
14:30 Inflacja bazowa PCE r/r	USA	Styczeń	2.8%		2.6%	
14:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Styczeń	0.7%			
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Styczeń	0.4%		0.3%	
Poniedziałek 03 marca						
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Luty	48.8			

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