



# 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**

Analitik rynków finansowych  
+48 22 598 22 36

17 lutego 2025

## Informacje na dziś

- Podczas dzisiejszej sesji zabraknie inwestorów z USA, gdzie jest dzień wolny. Ponadto, na początku tego tygodnia brakuje istotnych publikacji makroekonomicznych. Musimy na nie poczekać do II połowy tygodnia. W czwartek poznamy dane z krajowego przemysłu oraz płace w styczniu. W piątek natomiast opublikowane zostaną wstępne dane PMI dla strefy euro. Ten tydzień to także czas oczekiwania inwestorów na wybory parlamentarne w Niemczech, zaplanowane na niedzielę.

## Wydarzenia i komentarze

- PL:** Według wstępnego szacunku Głównego Urzędu Statystycznego inflacja w styczniu wyniosła 5,3% r/r wobec 4,7% w grudniu. Odczyt ten okazał się wyraźnie wyższy od konsensusu oraz naszych oczekiwań. Opublikowane dane mają charakter wstępny, ponieważ oparte są na starym koszyku inflacyjnym i mogą być zrewidowane za miesiąc, niemniej potwierdzają one wciąż podwyższoną presję inflacyjną i uporczywość inflacji bazowej. Źródłem niespodzianki był właśnie wzrost inflacji bazowej, która, według naszych szacunków, przyspieszyła do 4,2% r/r z 4,0% r/r w grudniu, oraz silniejszy niż szacowaliśmy wzrost cen żywności, który w styczniu wyniósł 1,6% m/m. Przedsiębiorstwa wykorzystają zatem początek roku na rewizję cenników i podwyżki cen. W takich uwarunkowaniach Rada Polityki Pieniężnej będzie utrzymywała jastrzębią retorykę. Dane wpisują się w dotychczasowy scenariusz polityki pieniężnej i wspierają oczekiwania stabilizacji stóp procentowych w najbliższych miesiącach. Przestrzeń do obniżek stóp procentowych może pojawić się w II poł. roku, jednak skala cięć stóp procentowych w tym roku może być mniejsza niż zakładane przez nas dotychczas 100 pkt baz.
- US:** Sprzedaż detaliczna w Stanach Zjednoczonych obniżyła się w styczniu o 0,9% m/m, po wzroście o 0,7% m/m w grudniu (rewizja w górę z 0,4% m/m). Spadek ten był znacznie silniejszy od oczekiwań, gdyż konsensus prognoz wynosił -0,1% m/m. Do słabszych danych mogły przyczynić się czynniki pogodowe, a także odreagowanie po mocnej końcówce ub. roku. Fundamenty sprzedaży detalicznej w USA, a więc rynek pracy i sytuacja dochodowa, pozostają ciągle solidne. Słabsze dane o sprzedaży, naszym zdaniem, nie stanowią zatem sygnału ostrzegawczego dla zrealizowania się niezłych prognoz wzrostu PKB w tej gospodarce w tym roku.

## Rynki na dziś

Spadek kursu EUR/PLN do poziomu 4,16 na początku dzisiejszej sesji, wyraźnie ograniczył przestrzeń do dalszego umocnienia. Szczególnie, że ze względu na brak publikacji istotnych danych makroekonomicznych oraz nieobecność inwestorów z USA (dzień wolny), brakować będzie impulsów do kontynuacji tego ruchu. Z technicznego punktu widzenia kolejnym oporem dla kursu EUR/PLN jest poziom 4,1510, jednak wskaźniki analizy technicznej coraz silniej sygnalizują możliwość korekty dotychczasowego umocnienia polskiej waluty. Z tego też powodu nie oczekujemy dużych zmian w notowaniach walut w trakcie dzisiejszej sesji. Złoty pozostaje mocny wspierany poprawą sentymentu globalnego (szanse na zakończenie wojny w Ukrainie) i restrykcyjną polityką pieniężną w Polsce. Czynniki te zostały jednak już w dużym stopniu uwzględnione w wycenie złotego. Ewentualne nowe doniesienia z USA dotyczące polityki celnej lub rozmów na temat zawieszenia broni w Ukrainie mogą być źródłem zmienności złotego w dalszej części tygodnia. W najbliższą niedzielę odbędą się wybory parlamentarne w Niemczech i oczekiwanie na ich wyniki może być w drugie połowie tygodnia źródłem zmienności eurodolara.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.1601	-0.3%
USD/PLN	3.9649	-0.9%
CHF/PLN	4.4101	-0.3%
EUR/USD	1.0493	0.6%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.75	-6
WIBOR 3M	5.87	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5.23	-1
5Y	5.52	-5
10Y	5.74	-11

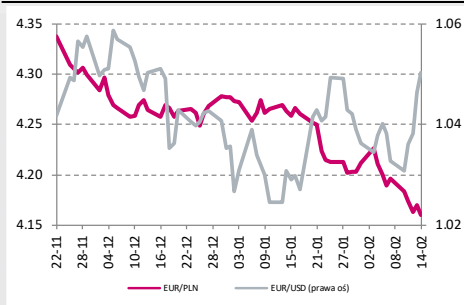
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5.18	0
5Y	4.87	-4
10Y	5.02	-5

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.42	0
US 10Y	4.47	-8

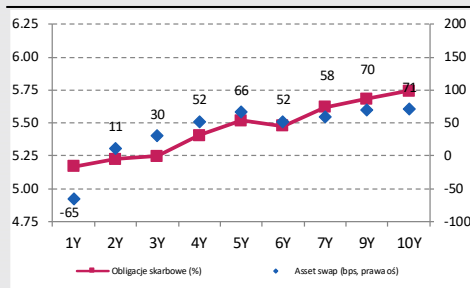
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	91788.1	-0.6
DAX	22513.4	-0.4
S&P 500	6114.6	0.0

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

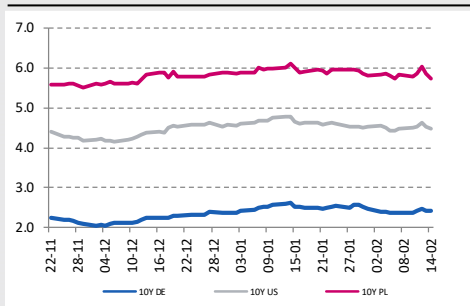
## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



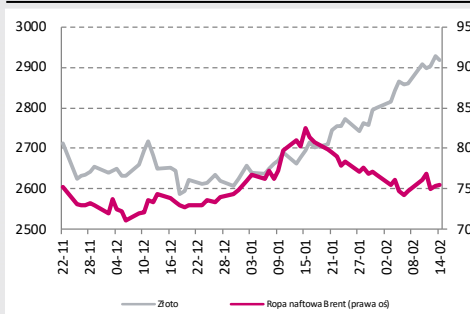
## Krajowy rynek stopy procentowej



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



## Ceny surowców [USD]



## Rynek krajowy

Końcówka tygodnia nie przyniosła istotnych zmian w notowaniach złotego, który pozostawał silny. Podczas piątkowej sesji kurs EUR/PLN poruszał się w wąskim przedziale 4,1576-4,1721, zamykając sesję na poziomie 4,1601. Warto dodać, że na gruncie technicznym zaczęły pojawiać się sygnały sugerujące możliwość pewnej korekty kursu EUR/PLN. Stabilizacji złotego sprzyjała niewielka zmienność na rynkach bazowych. Złoty w niewielkim stopniu zareagował też na publikację danych o krajowej inflacji. Mocnym akcentem tydzień zakończył z kolei kurs USD/PLN, który w piątek spadł o ok. 3,5 grosza do poziomu 3,9649. Tym samym, złoty jest najmocniejszy względem dolara od października ubiegłego roku. Spadkowi kursu USD/PLN pomogła nieznaczna zwyżka kursu EUR/USD na międzynarodowym forexie. Na krajowym rynku długu istotnie obniżyły się, szczególnie na długim końcu krzywej dochodowości. Rentowność polskiej 10-latki spadła o 11 pkt baz. i zamknęła sesję na poziomie 5,74%. Oznacza to, że po zwyżce rentowności z początku poprzedniego tygodnia nie ma już śladu. Spadki rentowności stanowiły reakcję na podobne ruchy na bazowych rynkach długu. Krajowy rynek obligacji nie zareagował natomiast na odczyt wyższej od oczekiwań inflacji w Polsce, ponieważ nie zmienił istotnie oczekiwań co do decyzji RPP, która wyraźnie komunikuje chęć stabilizacji stóp procentowych na obecnym poziomie.

## Rynki zagraniczne

W trakcie piątkowej sesji eurodolar kontynuował zwyżkę zapoczątkowaną w miniony wtorek. Impulsem do dalszego umocnienia euro mogły być wypowiedzi prezydenta D. Trumpa, sugerujące, że polityka celna USA zostanie oparta na zasadzie wzajemności, co nieznacznie zmniejszyło obawy wprowadzenie szerokich ceł na towary z Unii Europejskiej. Dodatkowym wsparciem dla euro okazał się niższy od oczekiwań odczyt sprzedaży detalicznej w USA w styczniu, zwiększający wiarę inwestorów w obniżki stóp procentowych przez Fed. W rezultacie kurs EUR/USD zarysował pod koniec tygodnia wyraźny trend wzrostowy, zamykając europejską część piątkowej sesji na poziomie 1,0493, czyli 0,6 centa powyżej czwartkowego zamknięcia. W piątek istotnie spadły natomiast rentowności amerykańskich obligacji. W przypadku 10-latki był to spadek o 8 pkt baz. do poziomu 4,47%. Zmiana ta stanowiła reakcję na słaby wynik amerykańskiej sprzedaży detalicznej i związane z nią przetasowanie w wycenie ścieżki stopy procentowej Fed. Rentowność niemieckiego długu pozostała stabilna i zamknęła europejską część sesji na poziomie 2,42%, czyli praktycznie bez zmian w stosunku do zamknięcia w czwartek.

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne Dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 14 lutego						
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Styczeń	4.7%	5.3%	5.1%	4.9%
Poniedziałek 17 lutego						
Dzień wolny od pracy	USA	Luty				
Wtorek 18 lutego						
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Luty	10.4		20.3	
Środa 19 lutego						
Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Luty				
14:30 Rozpoczęte budowy domów	USA	Styczeń	1499 tys.		1394 tys.	
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Styczeń	1483 tys.		1488 tys.	
20:00 Protokół z posiedzenia Fed	USA	Luty				
Czwartek 20 lutego						
02:00 Stopa pożyczkowa - jednoroczna	Chiny	Luty	3.10%		3.10%	
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Styczeń	9.8%		9.1%	9.8%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Styczeń	-0.6%		-0.7	-0.7%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Styczeń	-2.6%		-0.5%	-0.5%
10:00 <b>Produkcja przemysłowa r/r</b>	<b>Polska</b>	<b>Styczeń</b>	<b>0.2%</b>		<b>-1.0%</b>	<b>-1.9%</b>
10:00 Produkcja bud.-montażowa r/r	Polska	Styczeń	-8.0%		1.1%	0.5%
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	15 lutego	213 tys.			
Piątek 21 lutego						
09:30 Indeks PMI dla przemysłu wst.	Niemcy	Luty	45.0		45.5	
09:30 Indeks PMI dla usług wst.	Niemcy	Luty	52.5		52.5	
10:00 Indeks PMI dla przemysłu wst.	EZ	Luty	46.6		47.0	
10:00 Indeks PMI dla usług wst.	EZ	Luty	51.3		51.6	
10:00 Koniunktura gospodarcza	Polska	Luty				
15:45 Indeks PMI dla przemysłu wst.	USA	Luty	51.2		51.3	
15:45 Indeks PMI dla usług wst.	USA	Luty	52.9		53.0	
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan fin.	USA	Luty	71.1		67.8	
Niedziela 23 lutego						
Wybory parlamentarne	Niemcy	Luty				
Poniedziałek 24 lutego						
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Styczeń	1.9%		1.7%	1.5

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