



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

18 lutego 2025

Informacje na dziś

- GE:** Dziś o godz. 11:00 poznamy wyliczenie indeksu instytutu ZEW za luty. Wskaźnik ten obrazuje oczekiwania inwestorów i analityków dotyczące sytuacji gospodarczej w Niemczech. Według konsensusu prognoz wskaźnik ten wzrosnąć ma do 15,5 pkt z 10,3 pkt w styczniu. Oczekiwania dla gospodarki Niemiec poprawiają się, zapewne w oczekiwaniu na wynik wyborów do tamtejszego parlamentu, zaplanowanych na tę niedzielę. Bazowym scenariuszem rynków finansowych jest zwycięstwo CDU/CSU i zbudowanie koalicji, która poluzuje politykę fiskalną dla wsparcia gospodarki. Poprawie sprzyjają także niższa inflacja oraz stopy procentowe, które są i dalej będą obniżane. Zauważmy jednak, że na początku ub.r. oczekiwania dla Niemiec również stawały się coraz lepsze, ale gospodarka ta ostatecznie zakończyła 2024 r. drugim z rzędu spadkiem PKB.

Wydarzenia i komentarze

- PL:** Deficyt budżetu państwa na koniec 2024 r. wyniósł 211 mld PLN i okazał się niższy o 29 mld niż założono w nowelizacji ustawy budżetowej na ub. roku. W samym grudniu deficyt wyniósł 69,1 mld PLN wobec 43,0 mld PLN w grudniu 2023 r. Wzrost deficytu w grudniu jest częstym zjawiskiem, szczególnie w ostatnich latach, ponieważ minister finansów chcąc odciążać budżet przyszłoroczny, może przyspieszyć zwroty części podatków lub zaewidencjonować wydatki, które będą realizowane w kolejnym roku. Należy podkreślić, że choć deficyt budżetu okazał się niższy niż założono w nowelizacji, to jego wartość jest aż o 125 mld PLN wyższa niż rok wcześniej. W relacji do PKB natomiast deficyt wzrósł do ok. 5,8% PKB z 2,5% PKB w 2023, co jest najwyższą wartością w historii dostępnych danych (od 1993 r.). Dochody budżetowe wyniosły 623,4 mld PLN i były o 8,6% wyższe niż rok wcześniej, a w ich strukturze widoczne są solidne wzrosty r/r w zakresie dochodów podatków pośrednich (+14,9% r/r), zaś wolniej rosły dochody z podatku PIT (+6,5% r/r). Spadły w porównaniu z ubiegłym rokiem wpływy z podatku CIT (-11,3% r/r). Wydatki wyniosły 834,3 mld PLN przy planie 866,4 mld PLN, co w skali roku oznacza wzrost aż o 26,5% r/r, a najsilniej rosły wydatki do funduszu ubezpieczeń społecznych. Polityka fiskalna w 2024 r. była zatem silnie ekspansywna, choć część wzrostu deficytu to efekt zwiększenia wydatków militarnych. Ekspansywna pozostanie także w roku 2025, co ogranicza skłonność Rady Polityki Pieniężnej do wznowienia obniżek stóp procentowych. W naszej ocenie w tym roku deficyt sektora *general government* spadnie tylko nieznacznie do 5,6% PKB z ok. 5,8% PKB szacowanych na 2024 r. Warto przy tym dodać, że wczoraj przedstawiciele rządu poinformowali, że Komisja Europejska prawdopodobnie zgodzi się na regułę, że inwestycje w obronę narodową nie będą traktowane jako nadmierne wydatki i nie będą brane pod uwagę przy ocenie procedury nadmiernego deficytu.

Rynki na dziś

Wobec uboższego kalendarium nowych danych makroekonomicznych o kierunku notowań w trakcie dzisiejszej sesji mogą decydować czynniki techniczne oraz ewentualne doniesienia w temacie polityki celnej USA lub negocjacji nt. zakończenia wojny w Ukrainie. Tutaj wsparcie stanowi rozpoczęcie rozmów pomiędzy przedstawicielami Rosji i USA w Rijadzie. Oczekiwana przez nas korekta zwyżkowa na kursie EUR/PLN na razie się nie zmaterializowała, jednak w naszej ocenie argumenty za jej bliskością pozostają aktualne. Spośród danych makro najważniejszym wydarzeniem dzisiejszego dnia będzie odczyt indeksu ZEW za luty. Nie spodziewamy się dużego wpływu danych na rynek, jednak wobec braku innych publikacji, wyraźne zaskoczenie może przetożyć się na kurs EUR/USD i rentowności bazowych obligacji, ponieważ uczestnicy rynku będą analizować te wyniki pod kątem sygnałów sugerujących cykliczne odbicie koniunktury w strefie euro. Ponadto dzisiaj na rynek wracają inwestorzy amerykańscy po wolnym od pracy poniedziałku.

| Kursy walut | | Δ % |
|-------------|--------|-------|
| EUR/PLN | 4.1592 | 0.0% |
| USD/PLN | 3.9687 | 0.1% |
| CHF/PLN | 4.4081 | 0.0% |
| EUR/USD | 1.0481 | -0.1% |

| Rynek Pieniężny | (%) | Δ bps |
|-----------------|------|-------|
| WIBOR 1M | 5.80 | 5 |
| WIBOR 3M | 5.87 | 0 |

| Obligacje PL | (%) | Δ bps |
|--------------|------|-------|
| 2Y | 5.23 | 0 |
| 5Y | 5.52 | 0 |
| 10Y | 5.73 | -2 |

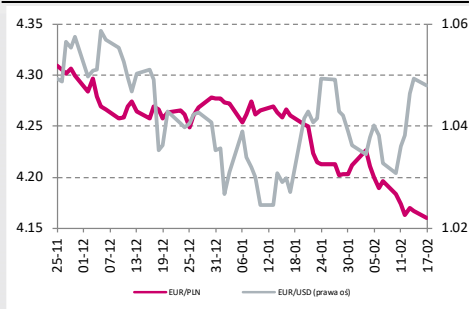
| IRS PLN | (%) | Δ bps |
|---------|------|-------|
| 2Y | 5.19 | 2 |
| 5Y | 4.91 | 4 |
| 10Y | 5.06 | 4 |

| Obligacje bazowe | (%) | Δ bps |
|------------------|------|-------|
| DE 10Y | 2.48 | 5 |
| US 10Y | 4.48 | 1 |

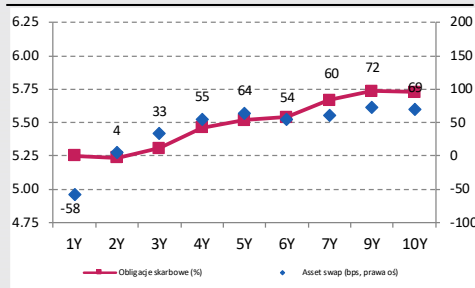
| Giełdy | pkt. | Δ % |
|---------|---------|-----|
| WIG | 92461.2 | 0.7 |
| DAX | 22798.1 | 1.3 |
| S&P 500 | 6114.6 | 0.0 |

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

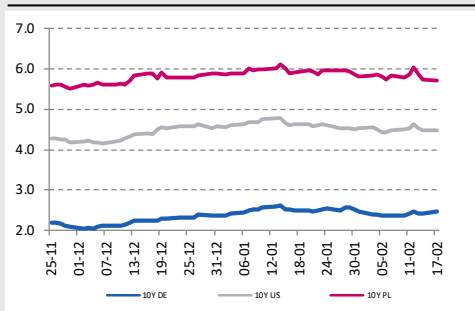
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



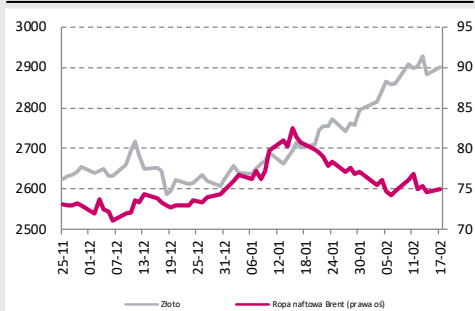
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Początek nowego tygodnia na krajowym rynku walutowym przyniósł, zgodnie z oczekiwaniami, niewielką zmienność notowań. Kurs EUR/PLN utrzymywał się w okolicy 4,16, a dzienny zakres zmian zawierał się w wąskim przedziale 4,1570-4,1690. Stabilizacji kursu sprzyjał brak publikacji istotnych danych z krajowej gospodarki, nieobecność inwestorów z USA oraz brak nowych doniesień w temacie amerykańskiej polityki celnej i negocjacji nt. zakończenia wojny w Ukrainie. Przy stabilizacji eurodolara na rynkach bazowych, w niewielkim stopniu wahał się także kurs USD/PLN, który zakończył wczorajszą sesję na poziomie 3,9685, tj. blisko piątkowego zamknięcia. Na krajowym rynku długu na początku tygodnia rentowności wzrosły wzdłuż całej krzywej dochodowości, podążając głównie za ruchami na rynkach bazowych. Z tego też powodu silniej zwiększyły rentowności obligacji 5-10 lat, niż obligacji 2-letnich, których rentowność bardziej powiązana jest z oczekiwaniami co do polityki pieniężnej w Polsce. A te nie zmieniły się wczoraj. Na wycenie polskiego długu ciąży też wizja podwyższonych podaży, a wczoraj ministerstwo finansów poinformowało, że na środowisku przetargu zaoferuje papiery za 6-10 mld PLN. Dolna granica przedziału została podwyższona o 1 mln PLN względem wstępnego planu opublikowanego pod koniec stycznia. Na koniec wczorajszej sesji 10-latka notowana była z rentownością 5,80%, tj. 5 pkt. wyżej niż na koniec ubiegłego tygodnia.

Rynki zagraniczne

Względny spokój utrzymywał się także na rynku eurodolara, który poruszał się w wąskim przedziale 1,0468-1,0498. Amplituda wahań wyniosła zatem tylko 0,5 centa. Stabilizacji sprzyjała nieobecność inwestorów z USA oraz brak istotnych danych z głównych gospodarek. Na bazowych rynkach długu rentowności nieznacznie wzrosły, szczególnie jeśli chodzi o obligacje niemieckie, których dochodowość w segmencie 10-latki zwiększyła się o 5 pkt. baz. do 2,48%. Ze względu na nieobecność inwestorów z USA, dużo mniejszym wahaniom podlegały rentowności obligacji amerykańskich.

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 | | | | | | |
| 11:00 Przetarg sprzedaży obligacji | Polska | Luty | 10.0 mld | | | |
| 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 Produkcja przemysłowa r/r | Polska | Styczeń | 0.2% | | -1.0% | -1.9% |
| 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. | | 215 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 | |
| 11:00 Przetarg sprzedaży bonów skarbowych | Polska | Luty | 1.759 mld | | | |
| 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