



# 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

20 lutego 2025

## Informacje na dziś

- **PL:** Dziś o godz. 10:00 poznamy dane z krajowego przemysłu w styczniu. Spodziewamy się spadku produkcji sprzedanej przemysłu w styczniu o 1,9% r/r, po wzroście o 0,2% r/r w grudniu. Spodziewany spadek wynika z niekorzystnego układu kalendarza - w styczniu było o jeden dzień roboczy mniej niż rok wcześniej. Przypomnijmy przy tym, że grudniowe dane okazały się sporym rozczarowaniem, co mogło wynikać m.in. z układu kalendarza. Dane za styczeń pomogą zatem w ocenie, czy w jakimś stopniu sektor odbił się w styczniu po tym zaburzeniu. Niezależnie od tego, dane najpewniej nie zmienią oceny koniunktury w przemyśle, który się w stagnacji, z powodu słabego popytu z zagranicy i, w mniejszym stopniu, z kraju. Oczekiwania na przyszłość dla sektora poprawiają się, co pokazał styczniowy wskaźnik PMI. Wojna handlowa na świecie budzi jednak obawy o termin i skalę odbicia koniunktury w sektorze w 2025 r.
- **PL:** Dziś o godz. 10:00 opublikowane zostaną też dane z sektora przedsiębiorstw dotyczące zatrudnienia i płac w styczniu. W przypadku zatrudnienia dane nie pozwolą na precyzyjną ocenę popytu na pracę. Wynika to z corocznej rewizji, przeprowadzanej w styczniu przez Główny Urząd Statystyczny, zbiorowości firm objętych badaniem. Przypomnijmy, że sektor przedsiębiorstw w statystyce publicznej definiowany jest jako firmy zatrudniające więcej niż 9 pracowników i próba firm co roku ulega aktualizacji. Nasza prognoza wynosi -0,7% r/r. W przypadku danych o wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw wpływ zmiany próby statystycznej na dane jest mniejszy. Spodziewamy się wzrostu przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia o 9,8% r/r, a więc o tyle samo, ile w grudniu. Za naszą prognozą jednocyfrowego wzrostu płac przemawia mniejsza niż przed rokiem podwyżka płacy minimalnej (w 2025 r. o 8,5% wobec ponad 20,0% w 2024 r.). Niemniej, nadal wysoka dynamika płac w gospodarce nie daje przestrzeni do cięć stóp procentowych. Spodziewamy się jednak, że wzrost płac będzie hamował, gdyż koszty pracy stają się coraz większym wyzwaniem dla firm. Powinno to w II poł. tego roku umożliwić Radzie Polityki Pieniężnej niewielkie korekty w dół stóp procentowych NBP.

## Wydarzenia i komentarze

- **PL:** Wczoraj poznaliśmy wyniki badania koniunktury konsumenckiej GUS w lutym, według których poprawił się nieznacznie bieżący wskaźnik koniunktury, a pogorszył się wskaźnik wyprzedzający. Na indeks wyprzedzający składa się kilka komponentów. Wskazują one m.in. na większe obawy co do bezrobocia oraz obniżył się subindeks dokonywania ważnych zakupów. Dane wskazują, że początek roku w konsumpcji gospodarstw domowych może być niezły, choć oczekiwania na przyszłość nie są bardziej optymistyczne. Oznacza to, że rok 2025 r. w popycie gospodarstw domowych może być umiarkowany, pomimo spodziewanej nadal dobrej sytuacji dochodowej. Czynnikiem oddziałującym na tryb oszczędzania gospodarstw domowych jest niepewność dotycząca inflacji i sytuacji gospodarczej oraz wysokie stopy procentowe. Zmniejszeniu niepewności nie sprzyjają doniesienia związane z geopolityką, co raczej szybko nie zmieni się.

## Rynki na dziś

Dzisiejsza sesja zdominowana będzie przez liczne odczyty danych z krajowej gospodarki (m.in. produkcja przemysłowa, wynagrodzenia). Trudno jednak uznać, by publikacje mogły mieć przełożenie na złotego, czy obligacje w sytuacji dość jasnej deklaracji prezesa NBP odnośnie do stabilizacji stóp procentowych w najbliższych miesiącach. Na rynkach globalnych eurodolar ma problemy z wyjściem z marazmu, tj. zakotwiczenia wokół 1,0430. Emocji nie wzbudził wczorajszy opis z posiedzenia Fed, który chce zobaczyć dalszy postęp dezinflacji. Wrażenia na inwestorach nie robią także wypowiedzi D.Trumpa. Tym razem prezydent USA stwierdził, iż nowa umowa handlowa z Chinami jest możliwa.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,1755	0,4%
USD/PLN	4,0025	0,7%
CHF/PLN	4,4318	0,5%
EUR/USD	1,0432	-0,2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,82	-1
WIBOR 3M	5,87	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,25	-1
5Y	5,59	3
10Y	5,86	13

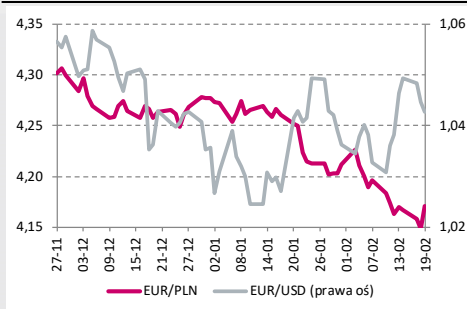
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,22	1
5Y	4,96	2
10Y	5,12	2

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,54	5
US 10Y	4,54	3

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	93461,2	-1,3
DAX	22433,6	-1,8
S&P 500	6144,2	0,2

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

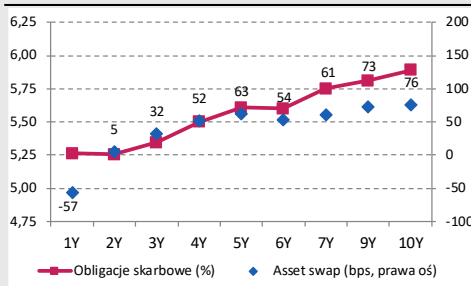
## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



## Rynek krajowy

Mimo, iż początek tygodnia przyzwyczaił nas do spokojnych ruchów kursu EUR/PLN, to środa przyniosła wyraźne podbicie zmienności. Notowania, które jeszcze na początku wczorajszej sesji testowały poziom 4,1460 przejściowo zwiększyły się do nawet 4,1779. Naszym zdaniem źródłem przeceny złota był miks czynników technicznych oraz fundamentalnych. Strona kupująca złota nie zdołała przelamać wspomnianego poziomu 4,1460 i od tego momentu rozpoczął się wczorajszy trend wzrostu EUR/PLN. Został on dodatkowo nasilony wypowiedziami przedstawicielki Europejskiego Banku Centralnego (I.Schnabel), w których wspomniała o możliwej przerwie w cyklu obniżek stóp procentowych w strefie euro. Na krajowym rynku długu wydarzeniem dnia był bez wątplenia przetarg sprzedaży (drugi z trzech w tym miesiącu). Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje serii OK0127, PS0130, WZ0330, DS1034 i IZ0836 za łącznie 10,0 mld PLN (a więc maksymalnej zakładanej w planie puli podaży) przy popycie 12,65 mld PLN. Resort zorganizował ponadto przetarg uzupełniający, na którym pozyskał dodatkowe 0,85 mld PLN.

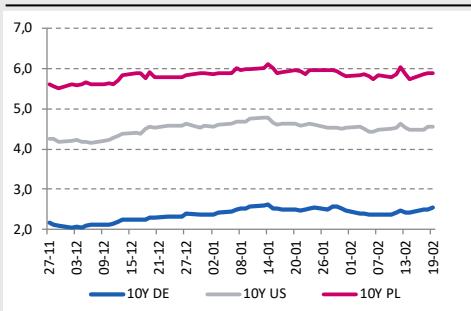
## Krajowy rynek stopy procentowej



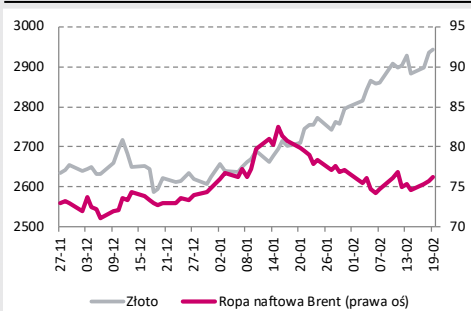
## Rynki zagraniczne

Za nami kolejna z sennych sesji eurodolara. Kurs EUR/USD oscylował wokół poziomu 1,0440 tj. podobnie jak w dwóch poprzednich dniach. Zgodnie z naszymi przypuszczeniami wczorajszy zestaw danych makro - obejmujący przede wszystkim odczyt z rynku nieruchomości USA - nie miał przełożenia na notowania eurodolara. Punktem zwrotnym dnia, ale tylko dla rynku obligacji, była wypowiedź przedstawicielki Europejskiego Banku Centralnego. I.Schnabel zasugerowała możliwość przerwy lub całkowitego wstrzymania cyklu obniżek stóp procentowych. Efektem był wzrost dochodowości europejskiego długu wynikający z przetasowań rynkowej ścieżki stóp procentowych na 2025 rok.

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



## Ceny surowców [USD]



## 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	26.0	20.3	
Środa 19 lutego						
11:00 Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Luty	10.0 mld	12.65 mld		
14:30 Rozpoczęte budowy domów	USA	Styczeń	1515 tys.	1366 tys.	1394 tys.	
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Styczeń	1482 tys.	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%	3.10%	
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Styczeń	0.2%		-1.0%	-1.9%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Styczeń	-2.6%		-0.5%	-0.5%
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 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