

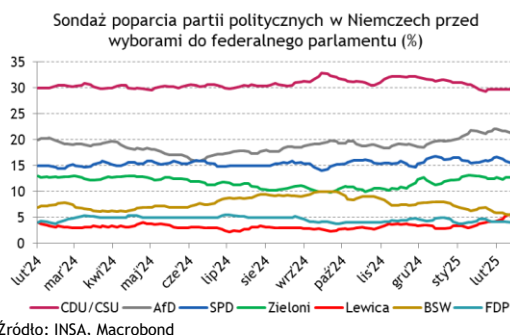
**Biuro Analiz Makroekonomicznych**  
research@bankmillennium.pl

**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

## Wykres tygodnia



W niedzielę odbędą się przedterminowe wybory do parlamentu Republiki Federalnej Niemiec. Podstawowym scenariuszem jest zwycięstwo CDU/CSU i sformułowanie koalicji z SPD i/lub Zieloni, tj. partiami również optywującymi za poluzowaniem dyscypliny fiskalnej i wsparciem gospodarki. Inny wynik wyborczy byłby, naszym zdaniem, źródłem zmienności na rynkach finansowych w przyszłym tygodniu.

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### Czy działania D.Trumpa wpłyną na nastroje firm w strefie euro?

Obecnie rynki finansowe znajdują się pod wpływem dynamicznych działań nowej administracji Stanów Zjednoczonych. W przypadku walut naszej części Starego Kontynentu, ich sile sprzyjały wstępne rozmowy D.Trump-W.Putin co do zakończenia wojny w Ukrainie. W tym tygodniu rynki nadal będą zapewne zdominowane przez geopolitykę, ale dołączyć powinny też dane z Europy Zachodniej i oczekiwanie na zaplanowane na 23 lutego przedterminowe wybory do parlamentu Niemiec, największej gospodarki strefy euro. Wybory będą istotne m.in. z punktu widzenia polityki fiskalnej tego kraju. Zwiększenie wydatków publicznych było kością niezgody poprzedniej koalicji. Niemiecka gospodarka ostatnie dwa lata z rządu kurczyła się, a kolejny rok recesji w 2025 r. nie wydaje się nierealny. Stąd akceptacja części niemieckich polityków, w tym liderującej w sondażach CDU/CSU dla wydatków inwestycyjnych i zwiększenia długu publicznego. Wynik wyborczy będzie jednak znany dopiero w przyszłym tygodniu. Wcześniej poznamy natomiast indeks instytutu ZEW obrazujący nastroje analityków i inwestorów dotyczące gospodarki Niemiec w lutym. Ponadto w piątek poznamy wstępne dane PMI dla strefy euro w lutym. Będą one o tyle ciekawe, że pokażą, jak zmiany w polityce celnej USA wpływają na nastroje przedsiębiorców w lutym, po tym jak w styczniu wskaźniki PMI zaskoczyły pozytywnie. W szczególności złożony indeks PMI, obrazujący nastroje w strefie euro wzrósł na początku roku do 50,2 pkt z 49,6 pkt w grudniu.

### Spodziewany słaby początek roku w polskim przemyśle

W czwartek o godz. 10:00 poznamy dane z krajowego przemysłu w styczniu. Przypomnijmy, że dane za grudzień okazały się rozczarowaniem. Produkcja przemysłowa wzrosła wtedy tylko o 0,2% r/r. Naszym zdaniem dane za styczeń będą jeszcze słabsze. Spodziewamy się spadku produkcji sprzedanej przemysłu w styczniu o 1,9% r/r, a więc nieco silniej niż konsensus prognoz (-1,0% r/r). Należy też zauważyć, że w styczniu 2025 r. jest o jeden dzień roboczy mniej niż rok wcześniej. Sądzymy, że dane nie zmienią oceny koniunktury w przemyśle, który niezmiennie znajduje 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 sektora w 2025 r.

### Wzrost płac w styczniu jednocyfrowy?

Również w czwartek o godz. 10:00 poznamy dane z sektora przedsiębiorstw dotyczące zatrudnienia i płac. W przypadku zatrudnienia dane za styczeń nie pozwolą na precyzyjną ocenę popytu na pracę. Wynika to z corocznej rewizji 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 ma mniejsze znaczenie. 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.). Wysoka dynamika płac w gospodarce na razie 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. umożliwić Radzie Polityki Pieniężnej na niewielkie korekty w dół stóp procentowych NBP.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.1663	-0.6%
USD/PLN	3.9746	-2.2%
CHF/PLN	4.4081	-1.2%
EUR/USD	1.0483	1.6%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.75	-7
WIBOR 3M	5.87	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5.23	4
5Y	5.50	-4
10Y	5.74	-6

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5.17	4
5Y	4.87	2
10Y	5.02	2




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.49	12
US 10Y	4.48	-1

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	91788.1	3.0
DAX	22513.4	3.3
S&P 500	6114.6	1.5




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

## Rynek walutowy

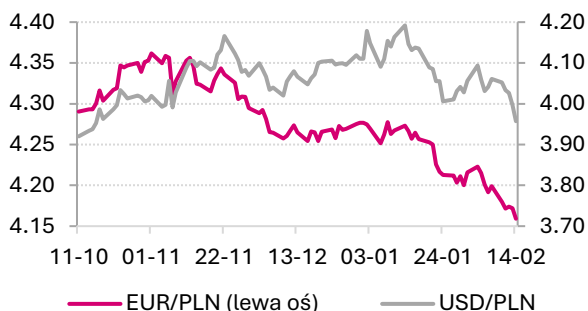
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Poprzedni tydzień przyniósł umocnienie złotego względem euro i spadek kursu EUR/PLN do nawet 4,1565. Złoty, ale też inne waluty naszej części Europy zyskiwały na fali poprawy sentymentu względem krajów Europy Środkowo-Wschodniej, wynikającej z doniesień o negocjacjach w sprawie zakończenia wojny w Ukrainie. Złotego dodatkowo wspierają silne fundamenty gospodarki i jastrzębia retoryka Rady Polityki Pieniężnej. Dalsze umocnienie złotego i ruch w kierunku kolejnego technicznego oporu w okolicach 4,1356 jest w naszej ocenie w tym tygodniu mało prawdopodobne. O ile średnioterminowy trend pozostaje w kierunku umocnienia, to wskaźnik RSI znajduje się na bardzo niskim poziomie i sugeruje możliwość korekty, której zakres mógłby sięgnąć poziomu 4,1950. Powrót do aprecjacji wymaga w naszej ocenie dodatkowych impulsów fundamentalnych, a w naszej opinii ten tydzień ich nie przyniesie. Publikowane w czwartek dane z gospodarki krajowej nie powinny mieć przełożenia na rynki, gdyż retoryka RPP jest mocno ugruntowana. Źródłem zmienności kursu EUR/PLN mogą być natomiast ewentualne doniesienia dotyczące negocjacji i planów zakończenia wojny w Ukrainie lub informacje co do polityki handlowej USA.
USD/PLN 	Korekta wzrostowa na kursie EUR/PLN, przy stabilizacji eurodolara na rynkach bazowych, powinna przełożyć się na nieznaczny wzrost kursu USD/PLN w tym tygodniu. Zakres spodziewanych zmian nie powinien być jednak znaczny.
EUR/USD 	Rozpoczynający się tydzień nie powinien być przełomowy dla eurodolara. W poprzednim tygodniu kurs EUR/USD znajdował się w trendzie wzrostowym, jednak przestrzeń do dalszej wyżki wyczerpuje się, a kurs zbliża się do oporu w okolicy 1,0535-1,0541. O dalszym kierunku zmian eurodolara mogą więc zadecydować impulsy fundamentalne. Na istotniejsze publikacje danych trzeba będzie poczekać do piątku, kiedy poznamy wstępne odczyty indeksów PMI w strefie euro za luty. Istotne odchylenia od konsensusu mogą zwiększyć zmienność eurodolara, podobnie jak ewentualne informacje w zakresie polityki celnej USA. Niemniej, po tym, jak D. Trump polecił swojej administracji przygotować projekt ceł oparty na zasadzie wzajemności, zmniejszyło się ryzyko wyższych ceł na wszystkie towary z UE, co działa korzystnie na euro. Rynki będą wyczekiwać też wyników wyborów parlamentarnych w Niemczech, które odbędą się w niedzielę, jednak nie zakładamy zaskoczeń. CDU ma w sondażach dużą przewagę i zapewne będzie mogła utworzyć koalicję z SPD i/lub Zielonymi. Wejście skrajnie prawicowej AfD do rządu jest mało prawdopodobne. Zgodny z oczekiwaniami wynik wyborów może stanowić potencjalnie impuls proeurowy (stabilizacja sytuacji politycznej w Niemczech), choć z rynkowego punktu widzenia najistotniejsza będzie polityka gospodarcza nowego rządu i zakres możliwego poluzowania polityki fiskalnej i wsparcia gospodarki.

## Rynek obligacji

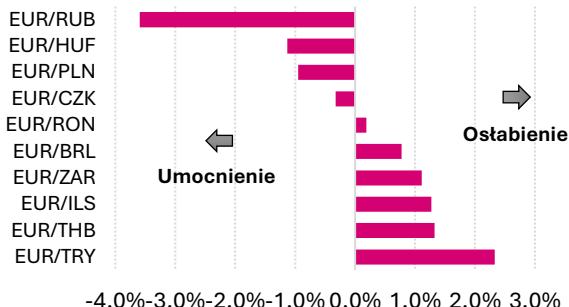
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Po niższe rentowności krajowego długu w ostatnich dniach, kontynuacja tego trendu w tym tygodniu jest w naszej ocenie mało prawdopodobna. Jastrzębia narracja banku centralnego, a także presja podażowa ograniczają zakres spadku rentowności. Szczególnie, że w tym tygodniu w środę odbędzie się kolejny przetarg obligacji, na którym resort finansów oferować będzie papiery za 5-10 mld PLN. Publikowane w tym tygodniu dane z krajowej gospodarki (dynamika płać w sektorze przedsiębiorstw, produkcja przemysłowa) nie powinny mieć istotnego wpływu na rynek, ze względu na jasno zdefiniowane oczekiwania co do decyzji Rady Polityki Pieniężnej. Choć należy dodać, że ze względu na otoczenie geopolityczne (doniesienia w temacie polityki celnej USA i perspektyw zakończenia wojny w Ukrainie) zmienność rynku jest wysoka. Podwyższonej zmienności oczekiwać można także w tym tygodniu.
10Y DE (%) 	W ostatnich dniach rentowność niemieckiej 10-latki zbliżyła się do 2,50% i w naszej ocenie ten tydzień może przynieść ich stabilizację, z ryzykiem nieznacznego ich wzrostu. Szczególnie, że kalendarium danych makroekonomicznych jest ubogie, a kluczowe dane (indeksy PMI w strefie euro) będą publikowane dopiero w piątek. Ustabilizowały się także oczekiwania co do decyzji EBC w tym roku. Zwiększonej zmienności oczekiwać można zatem dopiero pod koniec tygodnia, tym bardziej, że w niedzielę odbędą się wybory w Niemczech. W tym kontekście kluczowe będzie podejście nowego rządu do polityki fiskalnej i zakres możliwej stymulacji gospodarki. Źródłem presji na europejski dług może być też perspektywa zwiększenia potrzeb finansowych w związku z koniecznym wzrostem wydatków militarnych.
10Y US (%) 	Brak publikacji istotnych danych makroekonomicznych powinien sprzyjać stabilizacji notowań amerykańskich obligacji, choć źródłem niepewności pozostają decyzje prezydenta D. Trumpa w zakresie polityki celnej i fiskalnej, które mogą wpłynąć na oczekiwania co do decyzji Fed.

## Wykresy rynkowe

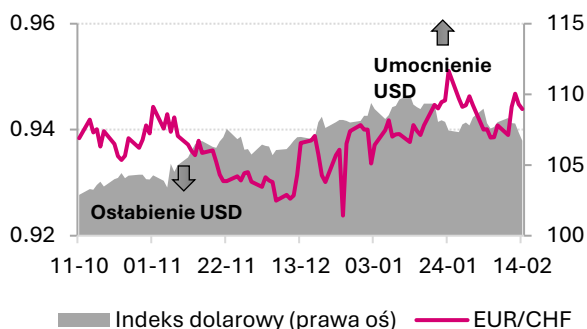
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



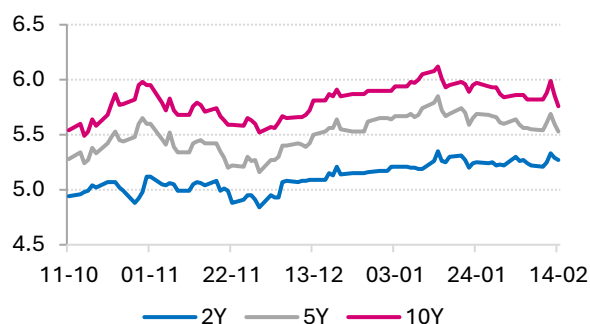
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



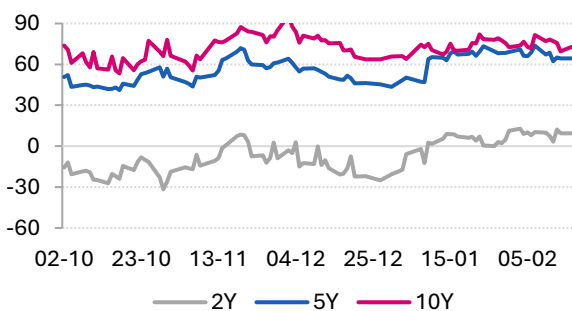
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



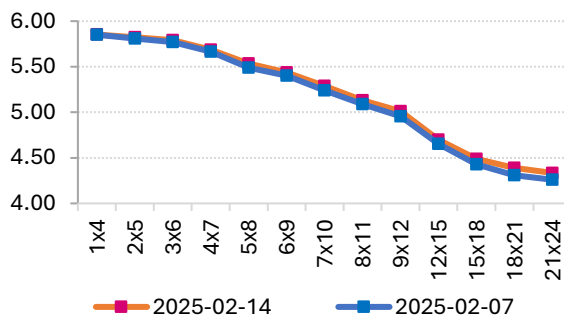
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



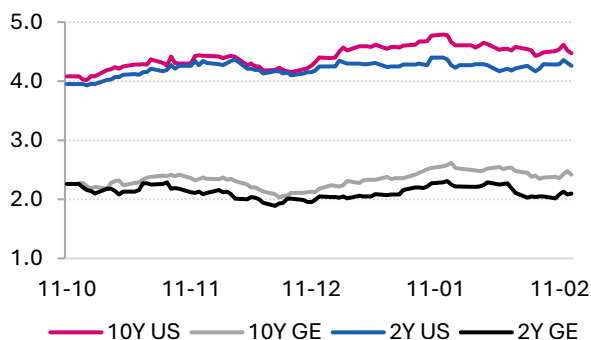
Krajowe stawki asset swap [%]



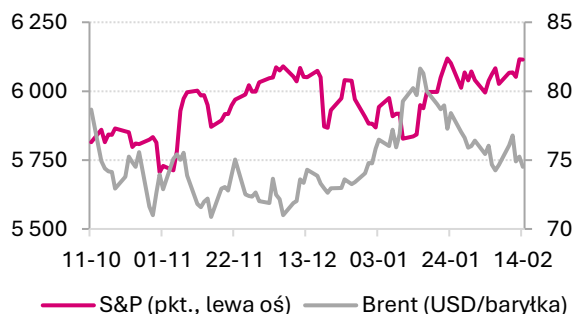
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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
<b>Poniedziałek 17 lutego</b>					
Dzień wolny od pracy	USA				
<b>Wtorek 18 lutego</b>					
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Luty	10.4	20.3	
<b>Środa 19 lutego</b>					
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			
<b>Czwartek 20 lutego</b>					
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.	
<b>Piątek 21 lutego</b>					
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		
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	
<b>Niedziela 23 lutego</b>					
Wybory parlamentarne	Niemcy	Luty			
<b>Poniedziałek 24 lutego</b>					
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Styczeń	1.9%	1.7%	1.5

## Dane i prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
<b>PKB</b>	% r/r	5.3	0.1	2.9	3.7	2.1	3.2	2.7	3.2	3.5	3.3	3.9	3.6
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, k.o.	5.2	5.1	5.1	5.0	5.3	4.9	5.0	5.1	5.3	4.9	4.9	5.0
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, śr.o.	14.4	11.4	3.6	4.7	2.8	2.5	4.5	4.8	5.3	4.9	4.2	4.4
<b>Ropa naftowa Brent</b>	USD, śr.o.	98.7	82.0	79,7	73.6	81.5	84.8	78.7	73.9	72.9	73.3	73.9	74.2
<b>Stopa referencyjna</b>	%, k.o.	6.75	5.75	5.75	4.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.25	4.75
<b>WIBOR 1M</b>	%, k.o.	6.93	5.80	5.82	4.82	5.83	5.84	5.82	5.82	5.85	5.73	5.31	4.82
<b>WIBOR 3M</b>	%, k.o.	7.02	5.88	5.84	4.83	5.88	5.85	5.85	5.84	5.85	5.76	5.26	4.83
<b>WIBOR 6M</b>	%, k.o.	7.14	5.82	5.80	4.69	5.86	5.86	5.85	5.80	5.77	5.42	5.22	4.69
<b>EUR/PLN</b>	k.o.	4.69	4.35	4.27	4.30	4.30	4.31	4.28	4.27	4.28	4.30	4.31	4.30
<b>USD/PLN</b>	k.o.	4.40	3.94	4.10	4.00	3.99	4.03	3.82	4.10	4.09	4.04	4.02	4.00
<b>EUR/USD</b>	k.o.	1.07	1.10	1.04	1.08	1.08	1.07	1.12	1.04	1.05	1.06	1.07	1.08
<b>EURIBOR 3M</b>	%, k.o.	2.13	3.91	2.71	1.83	3.89	3.71	3.28	2.71	2.22	1.94	1.88	1.83
<b>SOFR 3M</b>	%, k.o.	3.62	5.36	4.69	3.84	5.35	5.35	5.31	4.69	4.27	4.03	3.84	3.84

\* 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.