

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

24 lutego 2025

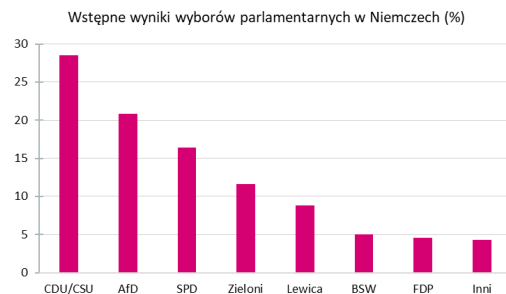
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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



Źródło: Politico

Początek tygodnia zdominowały informacje dotyczące wyborów parlamentarnych w Niemczech. Dla rynków finansowych priorytetem nowej polityki pozostaje kwestia impulsu fiskalnego, który pomógłby ożywić niemiecką gospodarkę. Problematicznym jest jednak fakt, iż nowa koalicja prawdopodobnie nie uzyska wymaganej większości (2/3 głosów) niezbędnej do poluzowania reguł fiskalnych, by móc istotnie zwiększyć wydatki, w tym zbrojeniowe.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Czy wynik wyborów w Niemczech wpłynie na perspektywy działań EBC?

Według wstępnych wyników wybory parlamentarne w Niemczech wygrała konserwatywna CDU/CSU uzyskując 28,5% głosów. Drugi wynik zdobyła prawicowa i populistyczna AfD z 20,8% poparcia, trzeci zaś SPD z 16,4% głosów. Do parlamentu dostaną się jeszcze dwie partie lewicowe. Wyniki te są zgodne sondażami. Układ mandatów umożliwi przewodniczącemu CDU F. Merzowi zbudowanie większości z tylko jednym ugrupowaniem, tj. SPD. Koalicja tylko z SPD daje szansę na krótsze negocjacje, gdyż nie będzie potrzebne poparcie Zielonych, z którymi konserwatyści mają nietatwe relacje. Co więcej, zarówno CDU/CSU, jak i SPD widzą potrzebę poluzowania polityki fiskalnej dla wsparcia gospodarki, która w latach 2023-2024 była w recesji. Obie partie mogą zatem porozumieć się co do ewentualnej obniżki podatków dochodowych oraz zwiększenia wydatków na inwestycje infrastrukturalne i militarne. Czekamy na szczegóły porozumienia i nowe plany fiskalne. Pytanie brzmi, jak i na ile wydatki wzrosną oraz czy będzie to miało wpływ na politykę pieniężną w strefie euro? Na odpowiedź jest oczywiście zbyt wcześnie, niemniej ostatnie dni przyniosły wypowiedzi bankierów centralnych o jastrzębiej wymowie. Wiceprezesa EBC I.Schnabel w ub. we wtorek powiedział, że „EBC wkrótce będzie musiał rozważyć przerwę lub całkowite zakończenie kampanii obniżek stóp procentowych”. W podobnym duchu mówił szef narodowego Banku Belgii P.Wunsch. Wypowiedzi te są istotne z punktu widzenia działań EBC w dalszym horyzoncie, a obniżka o 25 pkt baz. na najbliższym posiedzeniu 6 marca jest przesądzona. Obecnie rynki finansowe wyceniają obecnie spadek stóp do końca roku łącznie o 75 pkt baz. Oczekiwania te będą weryfikowane przez dane, które poznamy w tym tygodniu, zwłaszcza przez wzrost plac negocjowanych w 1Q (wtorek godz. 11:00) oraz wstępne dane o inflacji w lutym w Niemczech i we Francji (piątek).

Dane o inflacji PCE w USA raczej bez wpływu na perspektywy polityki Fed

W tym tygodniu kalendarium danych z USA nie jest rozbudowane. Na najważniejsze publikacje musimy poczekać do piątku, gdy o 14:30 poznamy raport o dochodach i wydatkach Amerykanów w styczniu. Będzie on obejmował wyliczenie preferowanej przez Fed miary zmian cen konsumpcyjnych w USA, czyli inflację PCE. Według konsensusu prognoz wskaźnik ten obniży się do 2,5% r/r z 2,6% r/r w grudniu, a wskaźnik bazowy do 2,6% r/r z 2,8% r/r. Po tym jak w 2024 r. Fed obciął stopy procentowe o 100 pkt baz. nowy rok przynosi ich stabilizację. Realizacja powyższych prognoz zapewne nie zmieni oczekiwań rynkowych, że do kolejnej obniżki stóp proc. dojdzie w połowie roku. Przypominamy jeszcze, że w przyszłym tygodniu mija okres 30 dni, na jaki zawieszono zostały amerykańskie cła na import do USA z Kanady i Meksyku.

Krajowe dane bez istotnego wpływu na ocenę perspektyw gospodarki

Publikowane w najbliższych dniach dane z polskiej gospodarki nie powinny mieć istotnego wpływu na tendencje rynkowe. W czwartek Główny Urząd Statystyczny poda dane o strukturze wzrostu PKB w 4Q 2024, który według wstępnego szacunku wyniósł 3,2% r/r. Ze względu na historyczny charakter danych, nie wpłyną one zapewne na oczekiwania co do perspektywy polskiej gospodarki. Ciekawe będą jednak kwartalne dynamiki (po odsezonowaniu) poszczególnych komponentów popytowych PKB (np. konsumpcja gospodarstw domowych, inwestycje). Zestaw danych z gospodarki za styczeń wspiera oczekiwania przyspieszenia dynamiki PKB w tym roku do 3,7%. We wtorek natomiast GUS opublikuje dane o stopie bezrobocia rejestrowanego, która ze względu na czynniki sezonowe wzrosła w styczniu do 5,4% z 5,1% w grudniu.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,1601	-0,1%
USD/PLN	3,9650	-0,2%
CHF/PLN	4,4295	0,5%
EUR/USD	1,0491	0,1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,82	7
WIBOR 3M	5,87	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,23	0
5Y	5,61	11
10Y	5,88	14

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,21	4
5Y	4,96	9
10Y	5,12	10

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,47	-2
US 10Y	4,44	-4




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	92472,1	0,0
DAX	22495,4	-1,3
S&P 500	6013,1	-1,7

Źródło: LSEG Data & Analytics




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

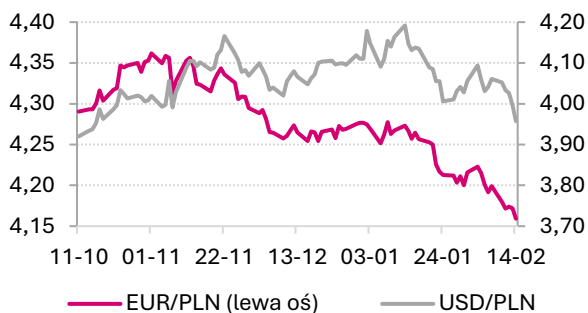
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Nasze oczekiwania odnośnie do kształtowania się kursu EUR/PLN w najbliższych dniach, ale i tygodniach zakładają stabilizację notowań w paśmie 4,10-4,20. Złoty pozostaje relatywnie mocny w relacji do euro w okolicy 4,16 co ma swoje 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.
USD/PLN 	Spokój złotego w połączeniu z oczekiwanym wzrostem notowań eurodolara zadecyduje o łagodnym spadku pary USD/PLN. Zmiany nie powinny być jednak znaczące, gdyż w naszej ocenie euro nie będzie wyraźnie zyskiwać w parze z dolarem. Dominować będzie wyczekiwanie na impulsy (głównie geopolityczne), które mogłyby popchnąć eurodolara, ale i EUR/PLN (a tym samym i USD/PLN) do większej aktywności.
EUR/USD 	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.

Rynek obligacji

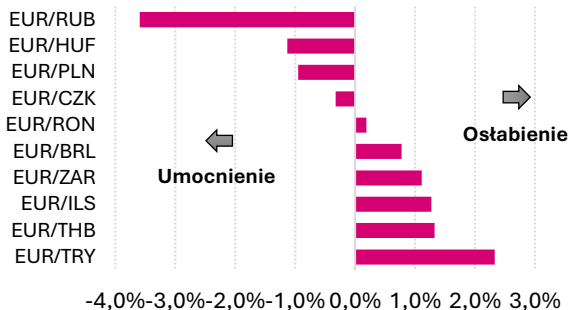
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Dochodowość polskich obligacji pozostaje względnie stabilna. Dotychczasowy obraz notowań nie ulega zmianie a ruchy rynkowe są dość skromne. Bez echa przechodzą wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej. Dziś I.Duda z RPP stwierdziła, że „jeśli obniżki stóp procentowych w ogóle miałyby się pojawić w 2025 roku, to byłaby na to przestrzeń dopiero pod koniec roku a skala łagodzenia polityki byłaby niewielka”. Rynek jest dobrze zaznajomiony z ostrożnością większości członków RPP, w tym prezesa Narodowego Banku Polskiego co do restartu cyklu cięć stóp procentowych. Dominuje obecnie wyczekiwanie na nowe impulsy, o które jednak jest trudno, gdyż dane makro - w obliczu wspomnianej postawy większości członków RPP - przechodzą bez echa. Rentowność 10-latki oscyluje zatem w okolicy 5,88% i wyczekuje na środowę - ostatni z trzech - przetarg sprzedaży obligacji skarbowych w lutym oraz na piątkową informację dotyczącą planu podaży na marzec.
10Y DE (%) 	Próba wyniesienia dochodowości Bunda na wyższe poziomy, której oczekiwaliśmy przed tygodniem powiodła się, lecz najbliższe dni w naszej ocenie przyniosą stabilizację notowań w oczekiwaniu na informacje polityczne z Niemiec (powyborcze rozmowy) oraz geopolityczne (kwestia Ukrainy). Do czasu większych rozstrzygnięć spodziewamy się, iż dochodowość 10-latki niemieckiej oscylować będzie wokół poziomu 2,50%, który jak magnes przyciąga dochodowość Bunda od początku tego roku.
10Y US (%) 	Dziś dochodowość 10-letniej obligacji USA obniżyła się do poziomu 4,43% a więc osiągniętego na początku lutego tegorocznego minimum. W świetle dość jasno określonej ostrożnej postawy Fed co do kolejnych cięć stóp procentowych, jak również pomysłów gospodarczych nowej administracji prezydenta USA uważamy, iż przestrzeń do dalszego spadku rentowności Treasuries pozostają ograniczone. Zakładamy, iż najbliższe dni przyniosą zwiększenie dochodowości w kierunku 4,50%.

Wykresy rynkowe

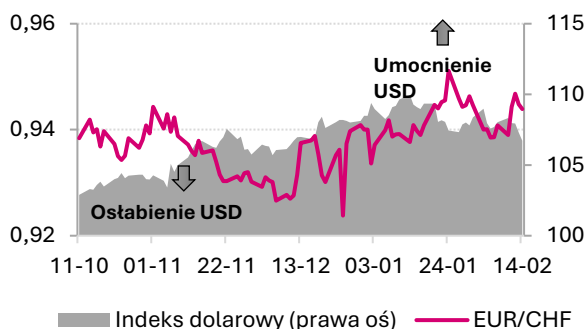
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



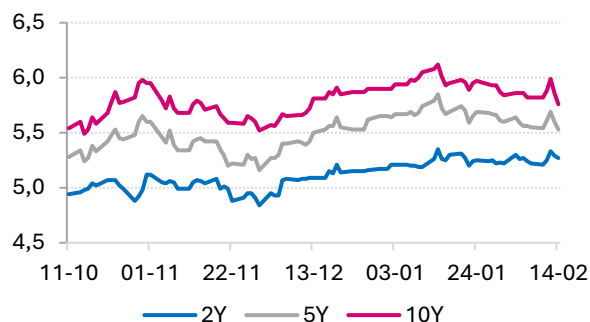
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



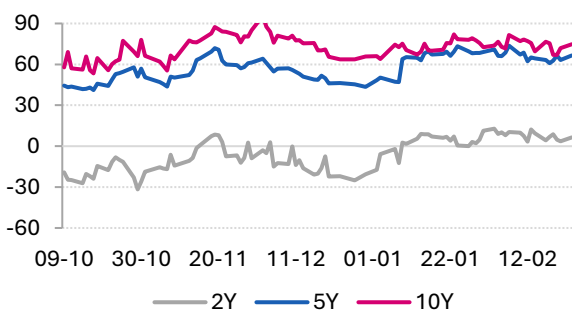
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



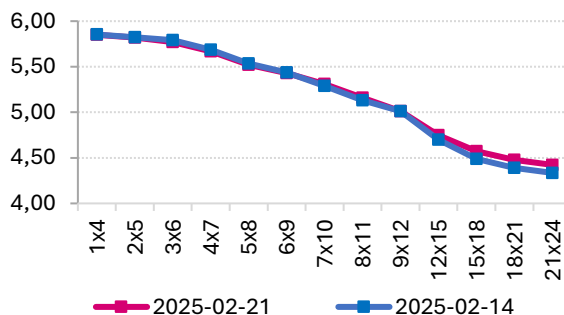
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



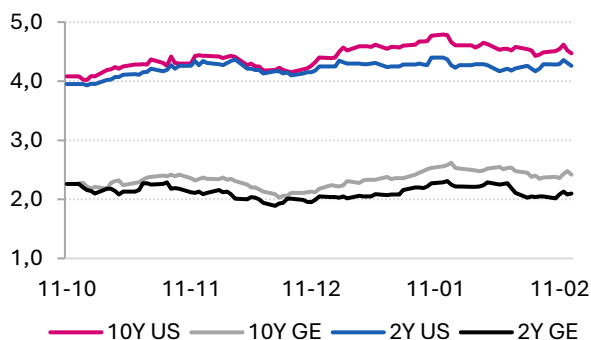
Krajowe stawki asset swap [%]



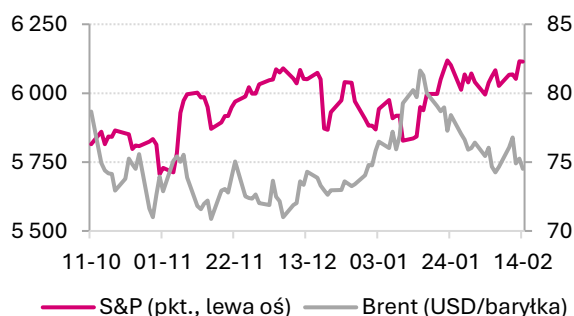
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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
Poniedziałek 24 lutego					
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Styczeń	1.9%	1.7%	1.5%
10:00 Indeks Instytutu Ifo	Niemcy	Luty	85.1	85.8	
11:00 Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Styczeń	2.4%	2.5%	
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Styczeń	9.3%	9.3%	9.3%
Wtorek 25 lutego					
08:00 PKB r/r fin.	Niemcy	4Q	0.1%	-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 trwałe 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	2.6%	2.5%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Styczeń	2.8%	2.6%	
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		

Dane i prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
PKB	% 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
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, 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
Inflacja CPI	% 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
Ropa naftowa Brent	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
Stopa referencyjna	%, 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
WIBOR 1M	%, 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
WIBOR 3M	%, 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
WIBOR 6M	%, 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
EUR/PLN	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
USD/PLN	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
EUR/USD	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
EURIBOR 3M	%, 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
SOFR 3M	%, 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.