

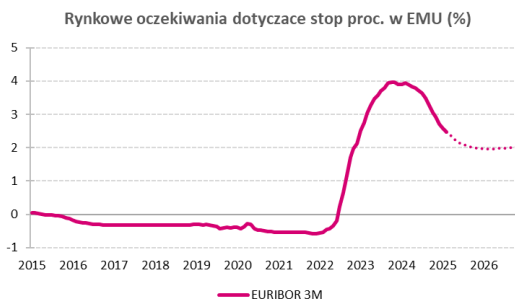
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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



O ile rynkowy konsensus zgodnie zakłada, iż w czwartek stopy proc. w strefie euro zostaną obniżone o 25 pkt. baz, tak przewidywania dotyczące posiedzenia EBC w kwietniu są niepewne. Tym bardziej w świetle niedawnych wypowiedzi członkini banku (I.Schnabel) o możliwej pauzie w cyklu łagodzenia monetarnego. Z tego powodu konferencja prasowa prezes Ch.Lagarde może stać się istotnym wydarzeniem tego tygodnia dla inwestorów.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Liczne publikacje danych w USA, choć w centrum uwagi dane z rynku pracy

Ten tydzień będzie obfity w publikacje danych makroekonomicznych z USA. Kulminacją będzie piątkowy raport z rynku pracy i dane o nowozatrudnionych w sektorach poza rolnictwem (non-farm payrolls). Konsensus rynkowy wskazuje na ich wzrost w lutym o 160 tys. wobec wzrostu o 143 tys. miesiąc wcześniej. Stabilizacja oczekiwana jest w przypadku stopy bezrobocia (4,0%) oraz dynamiki przeciętnej płacy (4,1% r/r). We wcześniejszych dniach natomiast publikowane będą inne dane, które mogą weryfikować oczekiwania co do piątkowego odczytu non-farm payrolls. W tym kontekście interesujące będą indeksy ISM dla przemysłu i usług, które ogólnej oceny koniunktury zawierają także komponent zatrudnienia. Konsensus Bloomberga wskazuje na nieznaczny spadek względem stycznia indeksów ISM w obu sektorach. W środę natomiast opublikowany zostanie raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnych, a w czwartek raport Challengeera o liczbie planowanych zwolnień pracowników. Rozbieżne od oczekiwań odczyty będą zapewne weryfikowały rynkowe oczekiwania co do ścieżki stóp procentowych w USA. Szczególnie, że w ostatnich dwóch tygodniach na fali nieco słabszych od oczekiwań danych z amerykańskiej gospodarki, włączając podane w piątek dane o głębszym od oczekiwań spadku wydatków konsumenckich, nasiliły rynkowe oczekiwania co do skali cięć stóp procentowych w USA w tym roku. Obecnie rynki wyceniają cięcie stóp w USA o 67 pkt. baz. do końca tego roku wobec cięć o 35 pkt. baz. spodziewane dwa tygodnie temu.

Czy Rada Prezesów EBC jasno zasygnalizuje możliwość przerwy w cyklu cięć stóp?

Na początku tygodnia poznaliśmy wstępne dane inflacyjne ze strefy euro w lutym. Wskaźnik HICP obniżył się do 2,4% r/r z 2,5% r/r, choć nieco mniej niż spodziewali się analitycy. Mniej od oczekiwań spadła także inflacja bazowa (do 2,6% r/r z 2,7% r/r miesiąc wcześniej). Dane te wpisują się w scenariusz postępującej dezinflacji w strefie euro, choć jej tempo wyhamowuje. W czwartek odbędzie się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. Decyzja o obniżce stopy depozytowej o 25 pkt. baz. do 2,50% wydaje się przesądzona, a dzisiejsze dane najpewniej interpretowane będą w kontekście prognoz inflacji w dalszym horyzoncie. W czwartek EBC opublikuje nowy zestaw prognoz makroekonomicznych, które zostaną wydłużone o 2027 r. Głównym pytaniem pozostaje, czy EBC w dalszym horyzoncie dokona przerwy w cyklu obniżek? Taką możliwość sygnalizowała m.in. wiceprezeska EBC I.Schnabel w swojej wypowiedzi sprzed niespełna 2 tygodni. Obecnie rynki finansowe wyceniają możliwość pauzy w obecnym cyklu luzowania monetarnego, a do końca bieżącego roku stopy spadną do poziomu ok. 2,0%.

Chińskie władze na corocznym zgromadzeniu

Na środę 5 marca zaplanowane jest coroczne Ogólnochińskie Zgromadzenie Przedstawicieli Ludowych. Jest to okazja to przedstawienia celów i planów związanych m.in. z polityką gospodarczą tego kraju. Według doniesień medialnych chińskie władze utrzymają cel wzrostu PKB w tym roku na 5% oraz zrewidują w dół prognozy inflacji. Ponadto mają zostać przedstawione bardziej szczegółowe informacje odnośnie planu poluzowania polityki fiskalnej. W centrum uwagi mają być także działania dla chińskiego prywatnego sektora technologicznego. Gospodarka Państwa Środka nie powróciła do tak szybkich wzrostów jak po pandemii oraz nadal utrzymuje się wysoka niepewność co do wypłacalności chińskich samorządów i firm deweloperskich. W tym tygodniu poznamy też dane o eksporcie i imporcie Chin (piątek) łącznie w styczniu i w lutym br.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,1730	0,3%
USD/PLN	4,0089	1,1%
CHF/PLN	4,4760	1,0%
EUR/USD	1,0406	-0,8%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,85	3
WIBOR 3M	5,86	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,21	-2
5Y	5,48	-13
10Y	5,75	-13

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,06	-15
5Y	4,77	-20
10Y	4,92	-21

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,43	-4
US 10Y	4,24	-19

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	91320,4	0,0
DAX	22774,0	1,6
S&P 500	5954,5	-1,0

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↑	Po piątkowym załamaniu się rozmów USA - Ukraina na temat umowy o mineralach temat geopolityki zdominuje rozpoczynający się tydzień. W nadchodzących dniach oczekuje się krystalizacji pomysłów na temat wsparcia militarnego dla Kijowa przez Europę. Nie zabraknie także akcentów polityki celnej. Przypomnijmy, iż jutro zaczną obowiązywać cła na import dóbr z Meksyku i Kanady. Niewykluczone, iż przed nami kolejne decyzje administracji D.Trumpa, tym razem wymierzone w Unię Europejską. Wobec nieoczekiwanej komplikacji rozmów USA - Ukraina złoty stracił na wartości, a kurs EUR/PLN przesunął się nawet w okolice 4,20. Liczymy, iż mimo utrzymania się nerwowości wycena polskiej waluty do euro oscylować będzie w okolicy 4,17 wyczekując na nowe impulsy. Wydarzenia makro w tym tygodniu mogą okazać się drugoplanowe nawet w obliczu posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego, czy raportu z rynku pracy USA. Złoty pozostanie w naszej ocenie rozedrgany a kierunek zmian zależny będzie od napływających informacji szeroko rozumianej geopolityki. Uważamy, iż silniejsza w obliczu wzrostu niepewności okazać się może presja na osłabienie polskiej waluty.
USD/PLN	↑	Wzrost niepewności na rynkach globalnych to dość prosty przepis na osłabienie złotego i umocnienie dolara a więc solidny wzrost kursu USD/PLN. W naszym scenariuszu na rozpoczynający się tydzień zakładamy, iż notowania wzrosną w okolice 4,10-4,12 a więc maksimum z ubiegłego miesiąca. Kluczowe dla siły bieżącego trendu, ale i czasu jego trwania pozostaną natomiast kwestie geopolityki. Trudno jednak oczekiwać, by szybko miały one ustąpić, stąd presja na osłabienie złotego widoczna być powinna także w kolejnym tygodniu.
EUR/USD	↓	Nieoczekiwany brak porozumienia USA - Ukraina dotyczącego mineralów będącego swego rodzaju preludium do negocjacji pokojowych z Rosją doprowadził do wyprzedaży bardziej ryzykownych aktywów i jednoczesnego przekierowania kapitału w stronę dolara. Kurs EUR/USD oscyluje obecnie wokół poziomu 1,04 wsparty właśnie wzrostem awersji do ryzyka. W naszej ocenie taki stan rzeczy utrzyma się w kolejnych dniach. Negocjacje wokół porozumienia pokojowego Ukrainy z Rosją zdominują tydzień. Warto jednak zaznaczyć, iż w tym czasie nie zabraknie istotnych impulsów po stronie danych i wydarzeń makroekonomicznych. Mamy tu na myśli przede wszystkim posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego (czwartek) oraz raport z rynku pracy USA (piątek). Zakładamy, iż stopy procentowe w strefie euro zostaną obniżone o 25 pkt. baz. Pytaniem otwartym pozostaje narracja banku, w szczególności w świetle niedawnych wypowiedzi członkini EBC I.Schnabel, która sugerowała możliwość pauzy w cyklu cięć stóp procentowych w kolejnych miesiącach. Z kolei w przypadku danych z USA solidny odczyt zmiany zatrudnienia poza sektorem rolniczym ma szansę umocnić amerykańską walutę.

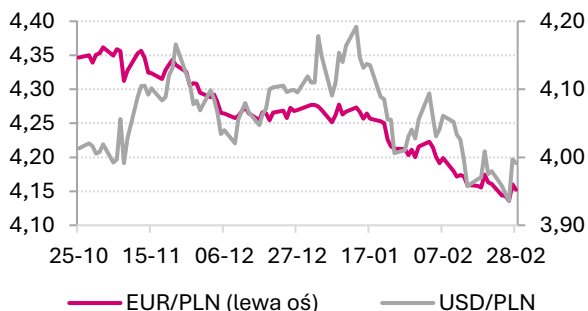
Rynek obligacji

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. Nie liczymy w tym tygodniu na istotne korekty. W naszej ocenie rentowność 10-latki pozostanie skupiona wokół poziomu 5,80%. Wydarzeniami tygodnia będzie śródowy przetarg zamiany obligacji oraz piątkowy przetarg sprzedaży 50-tygodniowych bonów skarbowych z podażą 1-3 mld PLN. Przypomnijmy, iż zgodnie z opublikowanymi w piątek informacjami resort finansów sfinansował już połowę (rekordowych) potrzeb pożyczkowych przewidzianych na 2025 rok. Co równie ciekawe Ministerstwo Finansów po lutym dysponuje wysoką, bo około 200 mld PLN poduszką płynnościową (stan na rachunkach budżetowych MinFin). W efekcie zgodnie z przewidywaniami po trudnym początku roku i wysokich podażach obligacji stopniowo rośnie komfort Ministerstwa Finansów w organizowaniu przetargów długu skarbowego. Z czasem uważamy, iż będzie to miało coraz mocniejsze odzwierciedlenie w niższych rentownościach skarbowych papierów wartościowych.
10Y DE (%)	↑	Posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego pozostanie dla Bunda głównym wydarzeniem tego tygodnia. O ile obniżka stóp procentowych w marcu jest wpisana w rynkowy konsensus, o tyle kolejne kwietniowe posiedzenie obarczone jest w ocenie rynku sporą niepewnością odnośnie do decyzji (60:40 na kolejne cięcie kosztu pieniądza). Sporo zależeć będzie zatem od narracji na jaką w czwartek zdecyduje się Ch.Lagarde. W naszej ocenie kierunkowo przed nami okres niewielkich wzrostów rentowności Bunda, tym bardziej w kontekście możliwego impulsu fiskalnego w Niemczech, ale i zwiększenia wydatków militarnych na kanwie bieżących zawirowań geopolitycznych.
10Y US (%)	↔	Rentowność 10-latki USA obniżyła się do 4,25% a więc minimum z połowy grudnia ubiegłego roku. W naszej ocenie brak jest obecnie podstaw do kontynuacji spadków dochodowości Treasuries w sytuacji, gdy dane z USA pozostają solidne, krótkoterminowe perspektywy stóp procentowych Fed nie zakładają cięć a impuls fiskalny nowej administracji prezydenta i Kongresu USA prawdopodobnie będzie znaczący. W takich uwarunkowaniach stawiamy na zatrzymanie spadków rentowności w tym tygodniu i przejście w tryb boczny.

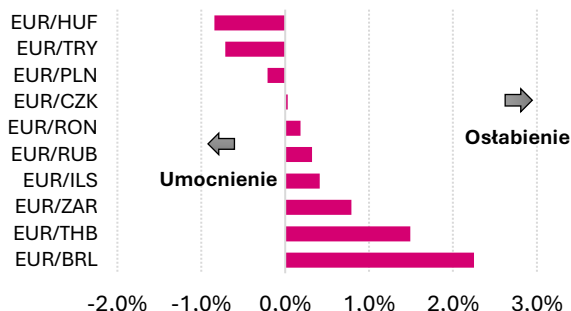
Wykresy rynkowe

Millennium
bank

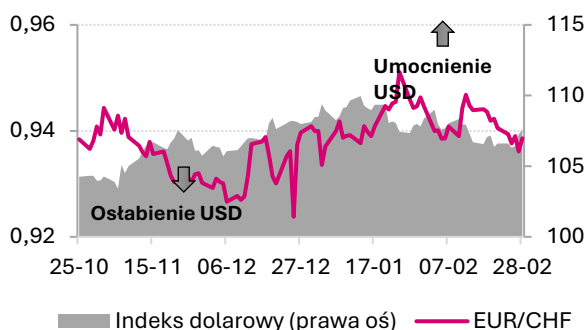
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



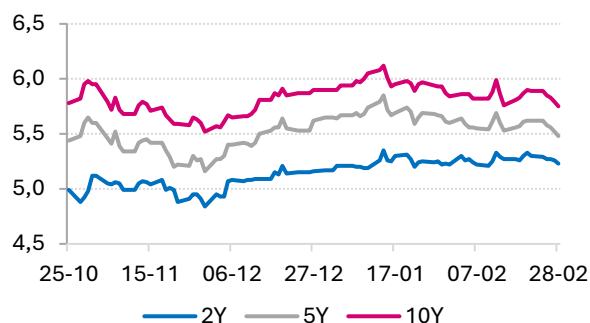
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



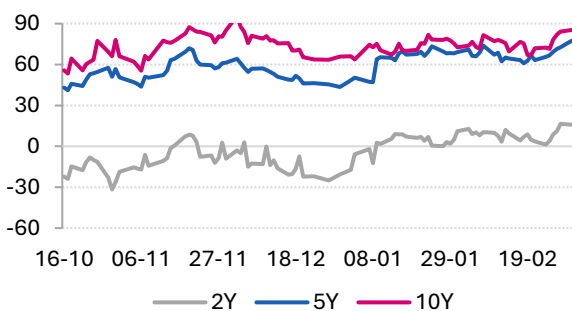
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



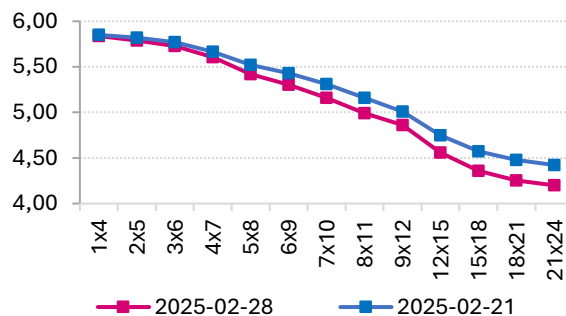
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



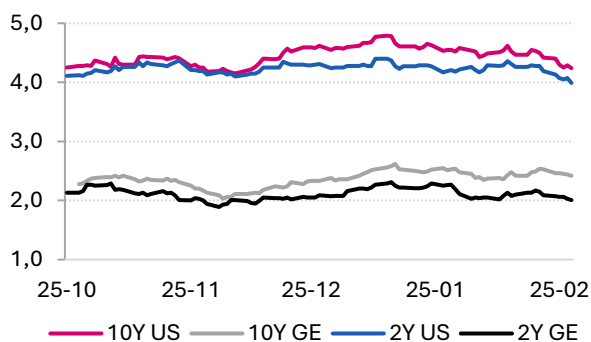
Krajowe stawki asset swap [%]



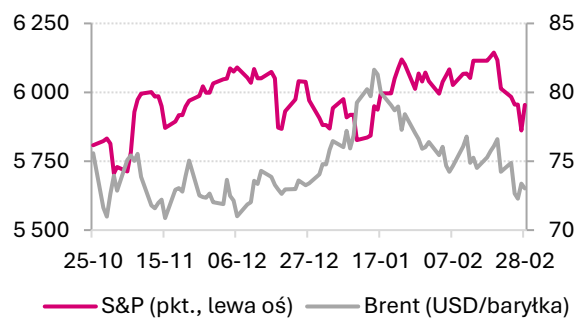
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 03 marca					
09:00 PMI w przemyśle	Polska	Luty	48.8	49.0	49.3
09:55 PMI w przemyśle	Niemcy	Luty	45.0	46.1	
10:00 PMI w przemyśle	EZ	Luty	46.6	47.3	
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Luty	2.5%	2.3%	
16:00 Indeks ISM w przemyśle	USA	Luty	50.9	50.6	
Wtorek 04 marca					
11:00 Stopa bezrobocia	EZ	Styczeń	6.3%	6.3%	
Środa 05 marca					
09:55 PMI w usługach	Niemcy	Luty	52.5	52.2	
10:00 PMI w usługach	EZ	Luty	51.3	50.7	
11:00 Przetarg zamiany obligacji	Polska	Marzec			
14:15 Raport ADP	USA	Luty	183 tys.	140 tys.	
16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m, fin.	USA	Styczeń	-1.8%	3.1%	
16:00 ISM w usługach	USA	Luty	52.8	53.0	
20:00 Beżowa Księga	USA	Marzec			
Czwartek 06 marca					
11:00 Sprzedaż detaliczna r/r	EZ	Styczeń	1.9%	1.9%	
14:15 Decyzja w sprawie stóp procentowych (stopa depo)	EZ	Marzec	2.75%	2.50%	2.50%
Piątek 07 marca					
Eksport r/r	Chiny	Luty	10.7%		
Import r/r	Chiny	Luty	1.0%		
08:00 Zamówienia w przemyśle m/m	Niemcy	Styczeń	6.9%	-3.0%	
11:00 PKB kw/kw fin.	EZ	4Q	0.4%	0.1%	
14:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym	USA	Luty	143 tys.	160 tys.	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Luty	4.0%	4.0%	
14:30 Płaca godzinowa m/m	USA	Luty	0.5%	0.3%	
Poniedziałek 10 marca					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Marzec	-12.7		

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.