

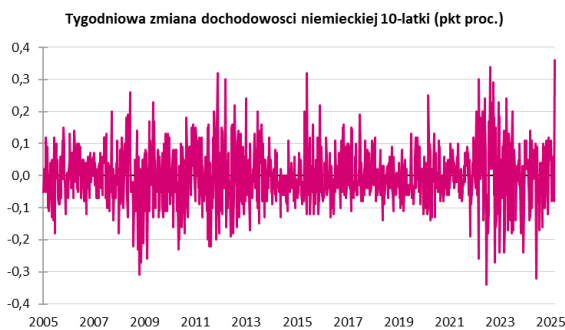
**Biuro Analiz Makroekonomicznych**  
research@bankmillennium.pl

**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: Macrobond

Dynamiczne wzrosty rentowności niemieckiego długu będące następstwem politycznych deklaracji dotyczących silnego zwiększenia wydatków w Niemczech generują presję na zwiększenie dochodowości europejskiego długu. W efekcie rentowność polskiej 10-latki powróciła w okolice psychologicznej bariery 6,0%. Najbliższe dni, naszym zdaniem, przyniosą utrzymanie tych trendów.

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej z nową projekcją makroekonomiczną

Ten tydzień na rynkach finansowych, podobnie jak poprzedni, będzie zapewne zdominowany przez geopolitykę. Uwadze nie umknie jednak posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, które zapowiada się bardziej interesująco niż poprzednie. W środę poznamy decyzję co do stóp procentowych. Powszechnie oczekuje się ich stabilizacji. W centrum uwagi będzie retoryka RPP, a także nowa projekcja makroekonomiczna, której horyzont rozstanie wydłużony o 2027 r. Przypomnijmy, że projekcja z listopada ub. roku pokazywała raczej łagodny scenariusz dla krajowej gospodarki, dając przy sprzyjających warunkach przestrzeń do niewielkich obniżek stóp procentowych w tym roku. Nie wydaje nam się, aby obraz polskiej gospodarki wyłaniający się z nowej projekcji różnił się na tyle, aby wykasować oczekiwania rynkowe cięć stóp procentowych w 2025 r. Na ten moment członkowie RPP poczekają na wybory prezydenckie i klarowne informacje od rządu nt. cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych. Podtrzymujemy oczekiwania, że II poł. roku znajdzie się przestrzeń do cięć stóp procentowych, aczkolwiek nie większa niż 100 pkt baz.

### GUS opublikuje dane inflacyjne oraz nowe wagi w koszyku konsumpcyjnym

W piątek Główny Urząd Statystyczny opublikuje dane o inflacji za luty, które będą oparte o zaktualizowany koszyk inflacyjny. Z opublikowanych przez Eurostat danych o inflacji HICP w styczniu wynika nieznaczny spadek wagi w koszyku inflacyjnym żywności, przy jednoczesnym wzroście wagi komponentów bazowych, szczególnie usług. Jeśli zbliżone zmiany nastąpiłyby w koszyku inflacji krajowej liczonej według metodologii GUS, to inflacja CPI za styczeń może być zrewidowana do 5,2% r/r z 5,3% r/r szacowanych pierwotnie. W lutym natomiast oczekiwaliśmy stabilizacji na poziomie stycznia, tj. 5,2% r/r. W samym lutym spodziewamy się wzrostu cen o 0,3% m/m, m.in. ze względu na zwiększenie cen żywności oraz komponentów bazowych. Inflacja CPI osiągnie szczyt w marcu br. na poziomie ok. 5,5% r/r, po czym znacznie się stopniowo obniżać się. Ścieżka dezinflacji w II poł. roku obarczona jest jednak niepewnością, w dalszym jednak ciągu będzie wyraźnie przekraczać górne ograniczenie celu inflacyjnego.

### Czy dane inflacyjne z USA pokażą już wpływ wyższych cel?

W środę o godz. 13:30 poznamy dane o inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych w lutym. Według konsensusu prognoz wskaźnik CPI wyniesie 2,9% r/r wobec 3,0% r/r w styczniu. W przypadku bazowej inflacji CPI również oczekuje się niewielkiego spadku - do 3,2% r/r z 3,3% r/r. W danych analitycy będą poszukiwać ewentualnego wpływu podwyżek cel na towary importowane z Chin do USA, które weszły w życie 1 lutego. Teoretycznie wyższe taryfy importowe oddziaływałyby proinflacyjnie, a dostępne dane pokazują materializowanie się tego scenariusza. W szczególności komponent cen indeksu ISM dla przemysłu wzrósł w lutym do najwyższej wartości od lipca 2022 r. Co więcej, w lutym wskaźnik oczekiwań inflacyjnych amerykańskich gospodarstw domowych, będący częścią badania Uniwersytetu Michigan, był najwyższy od ponad roku, znacząco przewyższając cel inflacyjny Fed. Dane o inflacji i ryzykach dla niej będą wpisywać się w scenariusz stabilizacji stóp procentowych Fed w najbliższych miesiącach. Oznacza to, że najbliższe posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej zaplanowane na 18-19 marca nie dostarczy zmian w poziomie kosztu pieniądza, a uwaga będzie koncentrowała się na nowych prognozach makroekonomicznych, w tym na tzw. wykresie dot-plot, prezentującym oczekiwania członków Fed co do stóp procentowych w USA w przyszłości.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,1771	0,1%
USD/PLN	3,8596	-3,7%
CHF/PLN	4,3864	-2,0%
EUR/USD	1,0823	4,0%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,89	3
WIBOR 3M	5,85	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,26	5
5Y	5,64	16
10Y	5,97	22

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,11	5
5Y	4,89	13
10Y	5,08	16




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,84	41
US 10Y	4,28	3

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	92245,6	-0,3
DAX	22771,6	-1,6
S&P 500	5770,2	-3,1




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

## Rynek walutowy

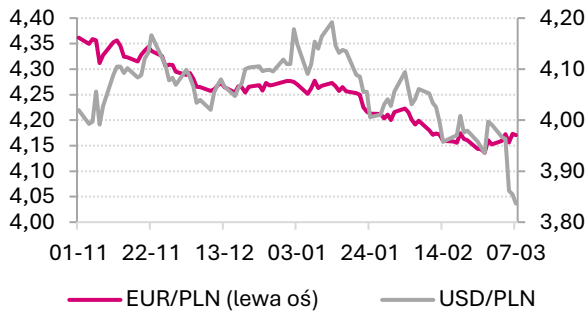
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Wycena złotego konsekwentnie pozostaje zdominowana przez aspekty geopolityczne, w szczególności te związane z przyszłością Ukrainy. Kurs EUR/PLN utrzymuje się w narysowanym przez nas przed trzema tygodniami paśmie 4,10 - 4,20 przy czym niedawne załamanie się rozmów USA - Ukraina na temat minerałów przesunęło notowania w kierunku górnego ograniczenia. Wycena polskiej waluty pozostaje nieco zmienna, choć utrzymuje się we wspomnianym paśmie. Uzupełnieniem wydarzeń międzynarodowych będzie w tym tygodniu posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Liczymy na utrzymanie zarówno stóp procentowych, jak i dotychczasowej narracji prezesa Narodowego Banku Polskiego polegającej na dość odległych perspektywach restartu cięć stóp procentowych. Uważamy, iż najnowszy zestaw prognoz makroekonomicznych NBP nie dostarczy argumentów za zmianą retoryki Rady. Dominować będzie niepewność odnośnie do przyszłych cen energii, czy kondycji rynku pracy, jako czynnika utrzymującego presję na wzrost cen.
USD/PLN 	Uważamy, iż zmiany kursu USD/PLN w tym tygodniu powinny być już tylko marginalne. Ciężar zmian z uwagi na spodziewany względny spokój złotego przeniesiony będzie na nogę dolarową, gdzie oczekujemy dalszego niewielkiego osłabienia. W efekcie naszym zdaniem kurs USD/PLN przesuwać się może w okolice poziomu 3,82.
EUR/USD 	Eurodolar kontynuuje wzrosty zainicjowane informacjami o planowanym znaczącym impulsie fiskalnym w niemieckiej gospodarce, zwiększeniu wydatków militarnych w Europie, możliwej pauzie w cyklu cięć stóp procentowych w strefie euro i jednoczesnym dyskontowaniu większej ilości obniżek kosztu pieniądza w amerykańskiej gospodarce. Taki mix czynników doprowadził w kilka dni do wyżki pary EUR/USD o około cztery centy. Naszym zdaniem trend wyżki zostanie zachowany także i w najbliższych dniach. Nie uważamy bowiem, by rynek w pełni wycenił wspomniane elementy odpowiadające za ruch notowań eurodolara w górę. Na gruncie technicznym sygnałem do nasilenia wyżki będzie złamanie poziomu 1,0923.

## Rynek obligacji

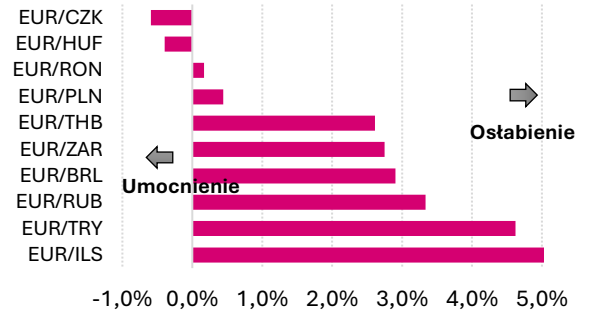
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Dochodowość polskiej 10-latki wzrosła niemal do psychologicznej bariery 6,0%. Ruch ten napędzany był przede wszystkim chęcią utrzymywania spreadu do niemieckiej krzywej. Ta natomiast silnie wzrosła w dochodowości w ślad za doniesieniami o politycznej zgodzie na gwałtowne zwiększenie wydatków w Niemczech pod rządami nowej koalicji. W efekcie - jak wspomnieliśmy - „podniosła się” także polska krzywa. Dotyczyło to jednak głównie długiego końca krzywej w związku z czym obserwowaliśmy spore wystromienie. Dochodowość obligacji 2-letnich pozostaje bowiem względnie stabilna. Nie powinno się to zmienić w tym tygodniu. Tym bardziej, iż uważamy, że marcowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej mimo zastawu nowych prognoz nie przyniesie korekt w dotychczasowej narracji bankierów centralnych. Dominować będzie chęć opóźniania cięć stóp procentowych, co prawdopodobnie jasno usłyszymy podczas konferencji prasowej A.Głapińskiego.
10Y DE (%) 	Posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego było dla Bunda głównym wydarzeniem ubiegłego tygodnia. Wzmocniło ono trend wzrostu dochodowości niemieckiej krzywej z uwagi na utrzymanie przez Ch.Lagarde możliwości przerwy w cyklu cięć stóp procentowych w kolejnych miesiącu (choć nie jest to oficjalnie przesądzone). Co więcej wciąż „żywe” wśród uczestników rynku pozostają informacje dotyczące planowanego silnego zwiększenia wydatków w Niemczech, w tym poluzowania tzw. hamulca długu. Większa to presję fiskalną na bieżących notowaniach Bunda, co ma i naszym zdaniem mieć będzie także w najbliższych dniach odzwierciedlenie w dalszym wzroście rentowności 10-latki.
10Y US (%) 	Rentowność 10-latki USA obniżyła się do 4,20% a więc minimum z połowy grudnia ubiegłego roku. Inwestorzy coraz silniej dyskontują scenariusz słabnięcia amerykańskiej koniunktury nadpisując kolejne obniżki stóp procentowych w 2025 roku. W efekcie dochodowość krzywej USA obniża się i to pomimo spodziewanego impulsu fiskalnego pod rządami D.Trumpa.

## Wykresy rynkowe

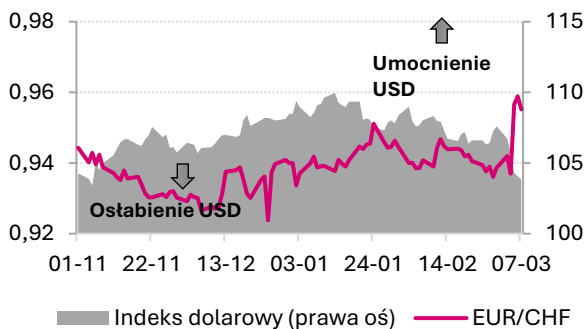
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



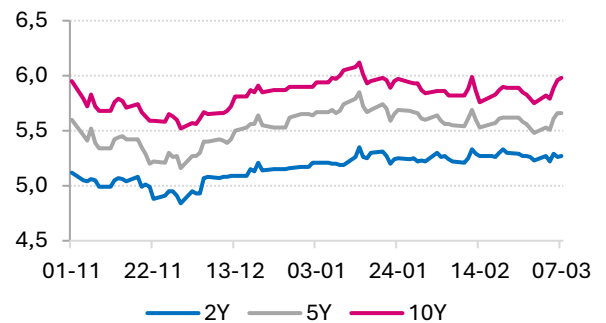
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



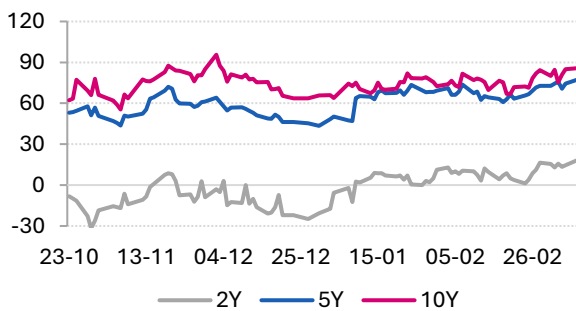
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



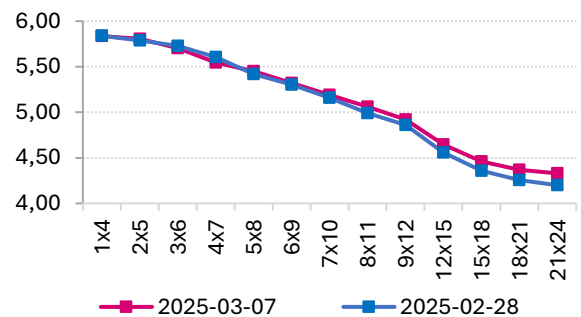
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



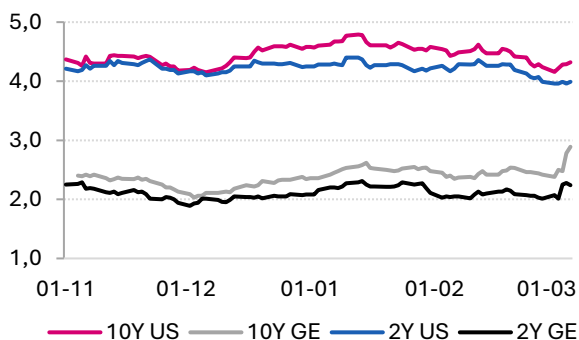
Krajowe stawki asset swap [%]



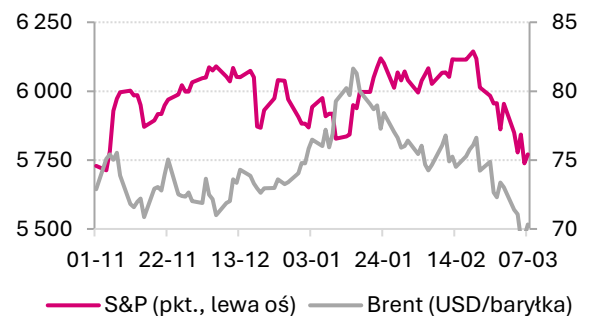
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 10 marca</b>					
08:00 Produkcja przemysłowa m/m	Niemcy	Styczeń	-2.4%	1.5%	
10:30 Indeks Sentix	EZ	Marzec	-12.7	-11.0	
<b>Wtorek 11 marca</b>					
08:30 Inflacja CPI r/r	Węgry	Luty	5.5%	5.3%	
09:00 Inflacja CPI r/r fin.	Czechy	Luty	2.7%	2.7%	
15:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Styczeń	7.6 mln	7.7 mln	
<b>Środa 12 marca</b>					
<b>Decyzja RPP ws. stóp procentowych</b>	<b>Polska</b>	<b>Marzec</b>	<b>5.75%</b>	<b>5.75%</b>	<b>5.75%</b>
13:30 Inflacja CPI r/r	USA	Luty	3.0%	2.9%	
<b>Czwartek 13 marca</b>					
<b>Konferencja prezesa NBP A. Głapińskiego</b>	<b>Polska</b>	<b>Marzec</b>			
11:00 Produkcja przemysłowa m/m	EZ	Styczeń	-1.1%	0.6%	
13:30 Inflacja PPI r/r	USA	Luty	3.5%	3.3%	
13:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	8 marca	221 tys.	226 tys.	
<b>Piątek 14 marca</b>					
08:00 Inflacja CPI r/r fin.	Niemcy	Luty	2.3%	2.3%	
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Luty	5.3%	5.3%	5.2%
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Luty			
15:00 Indeks Uniwersytetu Michigan wst.	US	Marzec	64.7	63.9	
<b>Decyzja Fitch ws. ratingu</b>	<b>Polska</b>	<b>Marzec</b>			
<b>Poniedziałek 17 marca</b>					
13:30 Sprzedaż detaliczna m/m	US	Luty	-0.9%		
14:00 Bilans rachunku bieżącego	Polska	Styczeń	-803 mln		440 mln

## 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.