

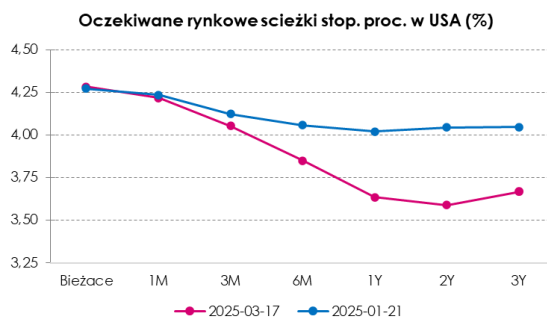
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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: LSEG

Od inauguracji prezydentury D.Trumpa 21 stycznia inwestorzy wyraźnie nasilili swoje oczekiwania odnośnie do skali cięć stop procentowych Fed w tym roku. Naszym zdaniem posiedzenie FOMC (środa) nie dostarczy uzasadnienia dla tych oczekiwań. Obraz ostatnich słabszych dane z gospodarki USA prawdopodobnie jednak sprawi, że inwestorzy nadal utrzymywają dość gołębie nastawienie.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Fed stabilizuje stopy, z uwagi na niepewność do co działań D.Trumpa

Oprócz wydarzeń związanych z geopolityką, w tym tygodniu inwestorzy i ekonomiści będą przykuwać uwagę do posiedzeń banków centralnych. W przypadku najważniejszego z nich - amerykańskiej Rezerwy Federalnej oczekuje się takiej samej decyzji jak w grudniu i w styczniu, tj. stabilizacji stop procentowych. Oznacza to, że przedział dla podstawowej stopy zostanie utrzymany na poziomie 4,25-4,50%. Oczekuje się też braku zmian w retoryce amerykańskich bankierów centralnych, którzy zapewne powtórzą, że stabilizowanie stop proc. wynika z niepewności co do polityki gospodarczej administracji D.Trumpa, w tym obecnie zwłaszcza polityki celnej. Zmiany te wymagają ostrożności ze strony Fed, gdyż inflacja w USA nadal pozostaje podwyższona, a wyższe cła importowe oznaczają w teorii wzrost cen i w konsekwencji nieco słabszy popyt w gospodarce. Jako że komunikacja Rezerwy Federalnej nie powinna być zaskoczeniem, potencjalnie najważniejszymi informacjami z posiedzenia będzie nowy zestaw prognoz makroekonomicznych członków Fed. Spodziewamy się prognoz słabszego wzrostu gospodarki, przy wyższych oczekiwaniach dla inflacji. Natomiast w przypadku prognoz stop procentowych, naszym zdaniem, najbardziej prawdopodobne jest utrzymanie scenariusza z grudnia. Amerykańscy bankierzy centralni wskazywali wtedy na cięcia stop proc. łącznie w tym roku o 50 pkt baz. i o tyle samo w 2026 r. Obecnie rynki finansowe oczekują 3 cięć stop procentowych Fed o 0,25 pkt proc. w tym roku, a więc o 1 więcej niż w styczniu. Stabilizacji w tym tygodniu stop procentowych rynki spodziewają się także dla Banku Anglii i Banku Japonii. Natomiast Bank Szwajcarii najpewniej złagodzi po raz ostatni w tym cyklu politykę pieniężną.

Czy dane z sektora przemysłowego i budowlanego potwierdzą ożywienie gospodarki?

W tym tygodniu poznamy część danych opisujących poziom aktywności ekonomicznej w polskiej gospodarce w lutym. W czwartek Główny Urząd Statystyczny poda dane o produkcji przemysłowej oraz produkcji budowlano-montażowej. Szacujemy, że w lutym produkcja sprzedana przemysłu spadła o 1,3% r/r wobec spadku o 1,0% r/r w styczniu. W przypadku produkcji budowlano-montażowej spodziewamy się wzrostu o 2,0% r/r po zaskakująco dobrym wyniku 4,3% r/r w styczniu. Dane te pozwolą ocenić na ile trwale okazały się pozytywnie niespodzianki za styczeń, a przez to precyzyjniej oszacować skalę ożywienia gospodarki w 1Q br. Przy interpretacji wyników za luty należy jednak wciąż pod uwagę mniejszą liczbę dni roboczych niż przed rokiem, stąd ważniejsze z punktu widzenia oceny koniunktury będą dane odsezonowane. W naszym aktualnym scenariuszu zakładamy wzrost dynamiki PKB w 1Q do 3,5% z 3,2% w 4Q ub. r., zaś w całym roku do 3,7%. Kolejne pozytywne zaskoczenie w danych może wzmocnić oczekiwania na wyższe tempo ożywienia gospodarki w tym roku.

Dynamika płac w usługach nadal nie daje przestrzeni do cięć stop proc. NBP

W czwartek poznamy też dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw w lutym. Spodziewamy się spadku przeciętnego zatrudnienia o 1,0% r/r, po spadku w styczniu o 0,9% r/r. W przypadku przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia nasza prognoza wynosi 8,8% r/r wobec 9,2% r/r miesiąc wcześniej. Rynek pracy w Polsce nie jest już tak silnie rozgrzany jak w szczycie poprzedniego cyklu koniunkturalnego, niemniej dynamika płac w usługach nadal jest wysoka i przez to nie zwiększa przestrzeni do cięć stop procentowych NBP w najbliższych miesiącach.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,1859	0,2%
USD/PLN	3,8484	-0,3%
CHF/PLN	4,3436	-1,0%
EUR/USD	1,0876	0,5%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,86	0
WIBOR 3M	5,86	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,19	-7
5Y	5,52	-12
10Y	5,89	-8

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,01	-10
5Y	4,81	-9
10Y	5,06	-2




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,87	3
US 10Y	4,30	3

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	97045,2	3,7
DAX	22986,8	-0,1
S&P 500	5638,9	-2,3




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

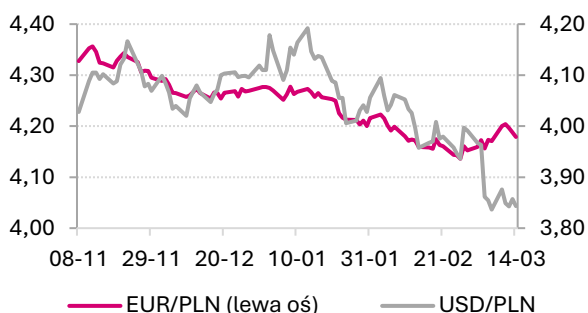
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Wycena złotego konsekwentnie pozostaje zdominowana przez aspekty geopolityczne, w szczególności te związane z przyszłością Ukrainy. Kurs EUR/PLN utrzymuje się w narysowanym przez nas przed miesiącem paśmie 4,10 - 4,20. Wartość polskiej waluty pozostaje nieco zmienna, choć utrzymuje się obecnie w górnym zakresie kanału. W naszej ocenie inwestorzy wyczekują obecnie na jutrzejszą rozmowę przywódców USA i Rosji na temat Ukrainy, ale i śródowy wynik posiedzenia Fed (przede wszystkim narracja w kontekście oczekiwanej braku zmian stóp procentowych). Za scenariusz bazowym przyjmujemy dokonanie kolejnego kroku na drodze do porozumienia pokojowego na Ukrainie (pozytywna informacja dla złotego) i utrzymanie status quo w narracji Fed, a więc nieco bardziej jastrzębiego stanowiska w stosunku do bieżących oczekiwań rynkowych (negatywna informacja dla walut rynków wschodzących). Efektem będzie zmienność, która w naszej ocenie będzie cechą charakterystyczną dla złotego w tym tygodniu. Nie powinna ona jednak zadecydować o wybiciu ze wspomnianego kanału 4,10 - 4,20. Krajowe dane makroekonomiczne, których sporą liczbę poznamy w najbliższych dniach pozostaną drugoplanowe. Wymowa ubiegłotygodniowego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej, ale i wystąpienia prezesa Narodowego Banku Polskiego utwierdzają nas bowiem w przekonaniu, iż droga do obniżek stóp procentowych pozostanie prawdopodobnie zamknięta w najbliższych miesiącach. Zaplanowane na ten tydzień odczyty z polskiej gospodarki tego nie zmienią.
USD/PLN 	Uważamy, iż zmiany kursu USD/PLN w tym tygodniu powinny być niewielkie. Pozostajemy wierni naszym oczekiwaniom z poprzedniego raportu, gdy pisaliśmy, iż kurs USD/PLN przesuwać się może w okolicę poziomu 3,82, a więc silnego oporu technicznego chroniącego notowania przed głębszym spadkiem. Uważamy jednocześnie, iż w tym tygodniu przejściowo notowania USD/PLN obniżyć się mogą do 3,7950 reagując na zmienność dolara na rynkach globalnych.
EUR/USD 	Eurodolar złapał zadyszkę w dynamicznym trendzie wzrostowym zainicjowanym na początku marca wraz z informacjami o planowanym znaczącym impulsie fiskalnym w niemieckiej gospodarce, zwiększeniu wydatków militarnych w Europie, możliwej pauzie w cyklu cięć stóp procentowych w strefie euro w kwietniu i jednoczesnym dyskontowaniu większej ilości obniżek kosztu pieniądza w amerykańskiej gospodarce. Taki mikś czynników doprowadził parę EUR/USD do poziomu 1,09, którego jednak nie udało się trwale pokonać. Mimo wszystko uważamy, iż najbliższe dni przyniosą kolejne próby ataku na poziom 1,0936. Wsparciem dla nastrojów może okazać się jutrzejsza rozmowa przywódców USA i Rosji, o ile przybliży ona porozumienie pokojowe na Ukrainie. Za najpoważniejsze ryzyko dla naszych oczekiwań uznajemy natomiast śródowe posiedzenie Fed. O ile zgodnie z konsensusem rynkowym oczekujemy utrzymania stóp procentowych, o tyle powtórzenie narracji Fed z ostatniego posiedzenia, w tym publikacja nowych oczekiwań bankierów centralnych odnośnie do ścieżki stóp procentowych w 2025 roku i kolejnych latach może być źródłem rynkowej zmienności. Spodziewamy się, iż postawa członków Fed może nieco kontrastować z bieżącymi oczekiwaniami uczestników rynku, które zakładają m.in. trzy cięcia stóp procentowych w USA w tym roku. Nie sądzimy aby w środę Fed podzielił to zdanie. Efektem będzie natomiast presja na umocnienie dolara.

Rynek obligacji

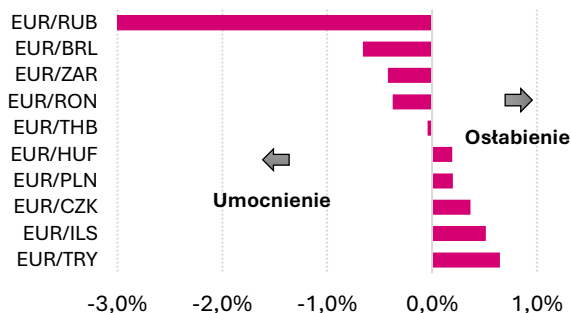
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Niewiele zostało już z wysoku rentowności sprzed dwóch tygodni zainicjowanego informacjami o politycznej zgodzie co do impulsu fiskalnego w niemieckiej gospodarce. W ostatnich dniach dochodowość polskiego długu rozpoczęła intensywny okres spadków. W przypadku 5-latki rentowność obniżyła się do minimum z końca ubiegłego roku. Na długim końcu krzywej, a więc tenorze 10-letnim jesteśmy na 2-tygodniowym dołku a więc poziomie 5,86%. Zaplanowany na jutro przetarg sprzedaży obligacji (Ministerstwo Finansów zaoferuje do sprzedaży obligacje o łącznej wartości 6-10 mld PLN serii OK0127, WS0429, PS0130, WZ0330, DS1034) powinien stopniowo przybliżać do ok. 55% realizacji tegorocznych potrzeb pożyczkowych dając coraz większy komfort MinFin. Tym bardziej w świetle rekordowo wysokiej poduszki płynnościowej Ministra Finansów (ponad 200 mld PLN).
10Y DE (%) 	W naszej ocenie przed Bundem okres stabilizacji rentowności w okolicy 2,85%. Będzie to wynik zdyskontowania dwóch najważniejszych w krótkim okresie argumentów za ruchami niemieckiej krzywej, a więc wycenienia pakietu fiskalnego w tym kraju, ale i paury w cyklu EBC w kwietniu.
10Y US (%) 	Rentowność 10-latki USA obniżyła się do 4,20%, tj. minimum z połowy grudnia ubiegłego roku, po czym ponownie zaczęła rosnąć w obawie przed kolejnym na przestrzeni lat tzw. government shutdown, a więc paraliżem administracji publicznej USA. To zagrożenie nie zmaterializowało się a wycena Treasuries przechodzi obecnie pod wpływ posiedzenia Fed (decyzja odnośnie do stóp procentowych w środę). Uważamy, iż ostrożne podejście Rezerwy Federalnej do kwestii kolejnych cięć kosztu pieniądza stojące w kontrze do oczekiwań rynkowych zadecyduje o wzrostowym charakterze notowań rentowności 10-latki amerykańskiej w tym tygodniu.

Wykresy rynkowe

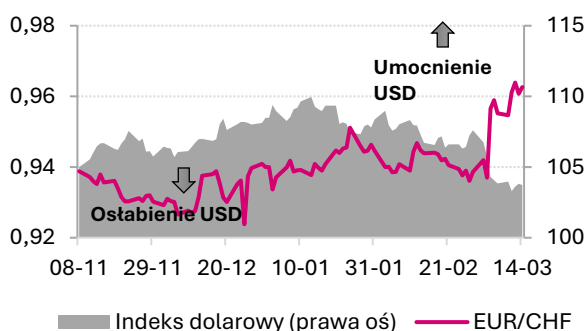
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



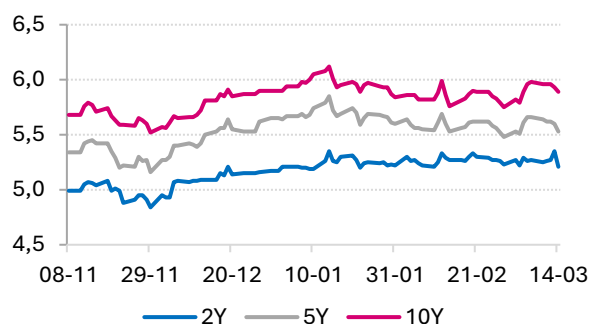
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



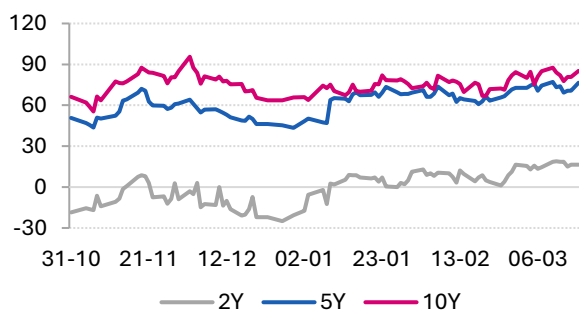
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



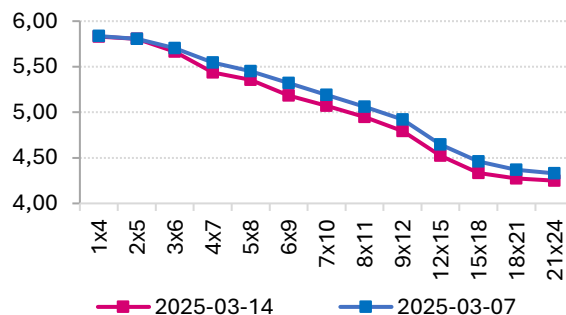
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



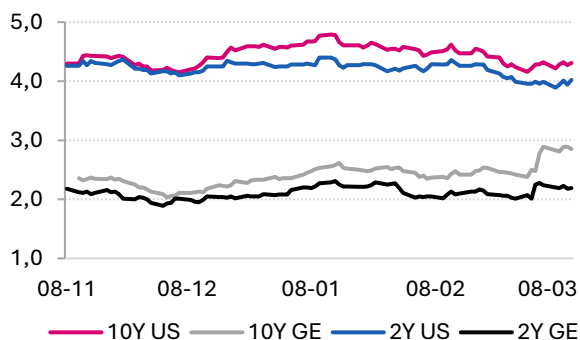
Krajowe stawki asset swap [%]



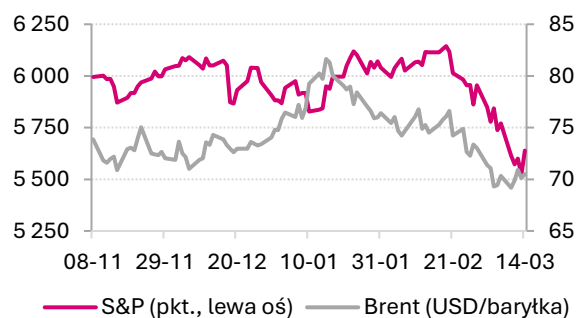
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 17 marca					
03:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Luty	6.2%	5.3%	
03:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Luty	3.7%	4.0%	
13:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Luty	-0.9%	0.7%	
14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR)	Polska	Styczeń	-803 mln	379 mln	440 mln
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Luty	4.0%	4.0%	4.0%
Wtorek 18 marca					
11:00 Indeks instytutu ZEW	Niemcy	Marzec	26.0	52.8	
14:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Luty	0.5%	0.3%	
Środa 19 marca					
Decyzja BoJ ws. stóp proc.	Japonia	Marzec	0.50%	0.50%	
11:00 Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Marzec			
11:00 Wynagrodzenia r/r	EZ	Q4	4.4%		
11:00 Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Luty	2.4%	2.4%	
19:00 Decyzja Fed ws. stóp procentowych	USA	Marzec	4.25%	4.25%	4.25%
19:30 Konferencja prezesa Fed J. Powella	USA	Marzec			
Czwartek 20 marca					
02:00 Stopa pożyczkowa - jednoroczna	Chiny	Marzec	3.10%	3.10%	
09:30 Decyzja ws. stóp procentowych	Szwajcaria	Q1	0.50%	0.25%	
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Luty	-1.0%	-1.0%	-1.3%
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Luty	4.3%	2.3%	2.0%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Luty	-0.9%	-0.9%	-1.0%
10:00 Wynagrodzenie r/r	Polska	Luty	9.2%	8.7%	8.8%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Luty	-0.9%	-1.2%	-1.2%
13:00 Decyzja BoE ws. stóp proc.	UK	Marzec	4.50%	4.50%	
13:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	15 marca	220 tys.	225 tys.	
Piątek 21 marca					
Decyzja Moody's ws. ratingu	Polska	Marzec			
Poniedziałek 24 marca					
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Luty	4.8%	3.2%	3.5%
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Luty	9.4%	9.2%	9.2%

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.