

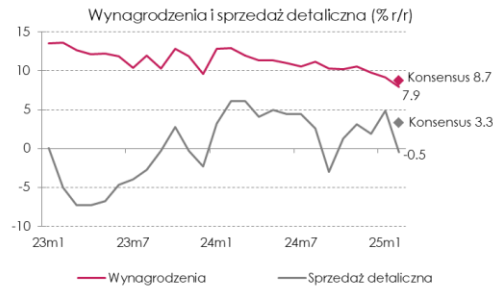
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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, Parkiet

W lutym wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw spowolnił do 7,9% r/r z 9,2% r/r, co okazało się negatywną niespodzianką. Jeszcze większe zaskoczenie w dół odnotowano w sprzedaży detalicznej, która spadła o 0,5% r/r po wzroście o 4,9% r/r. Dane te, obok danych inflacyjnych za styczeń i luty wpisują się w oczekiwania obniżek stop procentowych NBP w II poł. roku.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Dane inflacyjne z USA nie powinny wpływać na oczekiwania co do działań Fed

Najważniejszym wydarzeniem dla rynków ze Stanów Zjednoczonych w ub. tygodniu było posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej, które w dużym stopniu okazało się zgodne z oczekiwaniami. Amerykańska Rezerwa Federalna utrzymała przedział dla podstawowej stopy procentowej na poziomie 4,25-4,50%. Nie zaskoczył też brak większych zmian w retoryce J.Powella, ani utrzymanie grudniowych prognoz stóp procentowych. Nadal spodziewają się cięć łącznie o 50 pkt baz. w tym roku i o tyle samo w 2026 r. Co ważne, bankierzy centralni podkreślają wyższą niż zwykle niepewność, niskie prawdopodobieństwo recesji oraz czekają na nowe dane i wyjaśnienie się polityki gospodarczej prezydenta D.Trumpa. Nowością jest decyzja Fed o spowolnieniu tempa zmniejszania bilansu Fed (quantitative tightening), aczkolwiek, według J.Powella, wynika to z sytuacji na tamtejszym rynku pieniężnym. W tym tygodniu, oprócz doniesień dotyczących amerykańskiej polityki celnej, na pierwszy plan wysuwa się raport o dochodach i wydatkach Amerykanów. Będzie on obejmował wyliczenie za luty inflacji PCE (deflator konsumpcji prywatnej), tj. preferowaną przez Fed miarę inflacji. Według konsensusu prognoz indeks PCE wyniesie ma 2,5% r/r, a więc tyle samo co w styczniu. W przypadku bazowego wskaźnika PCE oczekuje się wzrostu do 2,7% r/r z 2,6% r/r. Realizacja konsensusu, naszym zdaniem, nie miałaby wpływu na oczekiwania rynkowe co do dalszych decyzji Fed, gdyż wpisywałyby się nowe prognozy amerykańskich bankierów centralnych. Głównie z powodu polityki celnej D.Trumpa zrewidowali oni prognozę bazowego wskaźnika PCE dla 2025 r. do 2,8% r/r z 2,5% r/r, co oznacza, że nie widzą postępu w dezinflacji w tym roku. Obecnie, podobnie jak bezpośrednio po posiedzeniu Fed rynki finansowe podzielone są co do oczekiwanej stopy procentowej na koniec tego roku. Część inwestorów największe prawdopodobieństwo przypisuje dwóm obniżkom o 25 pkt baz., część natomiast trzem.

W tym tygodniu nowy Biuletyn Statystyczny GUS

Najważniejsze dane tego tygodnia z krajowej gospodarki poznaliśmy już w poniedziałek. Sprzedaż detaliczna spadła w lutym o 0,5% r/r po wzroście o 4,3% r/r, co okazało się dużą negatywną niespodzianką wskazującą, że oczekiwane na 1Q 2025 ożywienie konsumpcji może nie być tak silne jak się wydaje. Dane te, podobnie jak odczyt płac w lutym, który poznaliśmy w ub. tygodniu, nasilają oczekiwania na obniżki stóp procentowych w Polsce. Przypomnijmy, że przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w lutym o 7,9% r/r po wzroście o 9,2% r/r w styczniu i przy konsensusie wynoszącym 8,7% r/r. Niemniej, nie sądzimy, aby stopy procentowe zmieniły się one w najbliższych miesiącach, natomiast utwierdzają nasz scenariusz na cięcia w II poł. roku (nie powinny one łącznie przekroczyć 100 pkt baz.). We wtorek Główny Urząd Statystyczny opublikuje Biuletyn Statystyczny, a w nim dane m.in. o stopie bezrobocia rejestrowanego w lutym, która wg szacunków MRPiPS wzrosła do 5,5% z 5,4% w styczniu. Poznamy też bardziej szczegółowe informacje dotyczące wyników badań koniunktury w marcu. Nie wydaje nam się, aby nowe dane z krajowej gospodarki mogły modyfikować oczekiwania dotyczące przyszłych decyzji Rady Polityki Pieniężnej.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,1887	0,1%
USD/PLN	3,8649	0,4%
CHF/PLN	4,3802	0,8%
EUR/USD	1,0838	-0,4%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,82	-4
WIBOR 3M	5,85	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,05	-14
5Y	5,47	-5
10Y	5,83	-6

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,98	-3
5Y	4,77	-4
10Y	4,99	-6




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,79	-7
US 10Y	4,29	-2

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	97610,5	-0,4
DAX	22992,5	-0,7
S&P 500	5667,6	0,5




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

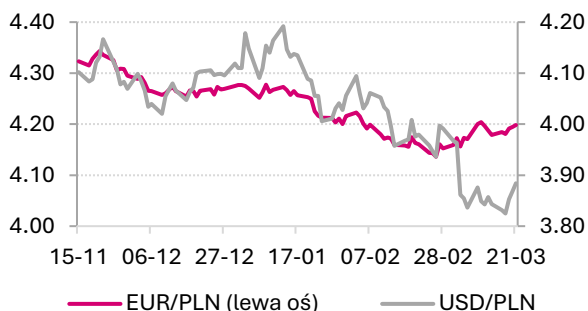
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Wycena złotego konsekwentnie pozostaje zdominowana przez aspekty geopolityczne, w szczególności te związane z przyszłością Ukrainy. Kurs EUR/PLN utrzymuje się w narysowanym przez nas przed miesiącem paśmie 4,10 - 4,20. Wartość polskiej waluty pozostaje zmienna, choć utrzymuje się obecnie w górnym zakresie kanału. Kalendarium makroekonomicznych publikacji tego tygodnia nie zadecyduje naszym zdaniem o znaczących ruchach złotego. Warto przypomnieć, iż jesteśmy świeżo po posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej, Europejskiego Banku Centralnego, czy Rezerwy Federalnej i nie uważamy, by dane były w stanie istotnie wpłynąć na zachowanie aktywów. Z tego powodu dominować będzie temat Ukrainy i wojen celnych.
USD/PLN 	Uważamy, iż zmiany kursu USD/PLN w tym tygodniu powinny być niewielkie. Po tym jak ubiegły tydzień po raz kolejny przyniósł fiasko w ruchu poniżej poziomu 3,82 notowania zawróciły do 3,86. Globalna aprecjacja dolara wynikająca między innymi z chęci realizacji zysków po okresie dynamicznej zwwyżki eurodolara ma szansę kontynuacji w najbliższych dniach. Jak jednak wspomnieliśmy zakres ruchu pary USD/PLN powinien pozostać niewielki. Stawiamy na przejściowe próby ataku poziomu 3,90.
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 miks czynników doprowadził parę EUR/USD do poziomu 1,09, którego jednak nie udało się trwale pokonać. Finałem był ubiegłotygodniowy zjazd w okolice 1,08. Częściowo tłumaczyć to można chęcią realizacji zysków po okresie dynamicznego wzrostu notowań, ale i aspektami technicznymi tj. nieskutecznością wybicia ponad 1,0937 a tym samym utrzymaniem pro wzrostowego charakteru notowań. Taki scenariusz to już jednak historia. Najbliższe dni a może i tygodnie kurs EUR/USD spędzi prawdopodobnie na niższych poziomach. Źródłami zmienności pozostaną aspekty geopolityczne. Dla eurodolara szczególnie te związane z wojnami celnymi na świecie.

Rynek obligacji

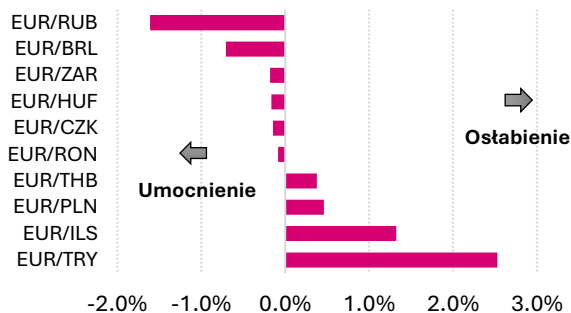
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Dochodowość polskiej krzywej od dwóch tygodni pogłębia trend zniżki kierując się - w przypadku 10-latki - w okolice 5,80%. Ruch ten jest zgodny naszym zdaniem ze wskazaniami fundamentalnymi tj. realizacją ponad połowy potrzeb pożyczkowych przewidzianych na ten rok, rekordowo wysoką poduszką płynnościową na rachunkach Ministerstwa Finansów, czy prawdopodobnymi planami (te poznamy dopiero w kolejny poniedziałek) ograniczenia emisji długu w stosunku do pierwszych miesięcy 2025 roku. To wszystko wspiera obraz stopniowego spadku dochodowości. Tym bardziej, iż wśród inwestorów utrzymują się oczekiwania odnośnie do cięć stóp procentowych w Polsce w tym roku (w drugiej jego części). Zaburzenia dla trendu spadku rentowności płyną zaś z otoczenia zewnętrznego, w szczególności kształtu krzywej niemieckiej, gdzie polityczna zgoda na szeroki impuls fiskalny wywołała istotny ruch dochodowości w górę. Wydarzeniem tego tygodnia na lokalnym rynku będzie przetarg sprzedaży (ostatni w marcu) obligacji skarbowych. Resort finansów informował w miesięcznym planie, iż w czwartek będzie sprzedawał papiery za 5-10 mld PLN. Nie można wykluczyć niewielkiego zmniejszenia maksymalnej puli podaży, co nieco poprawiłoby wycenę obligacji. W piątek dług zaofertuje zaś Bank Gospodarstwa Krajowego.
10Y DE (%) 	Rentowności Bunda stabilizują się w okolicy 2,80% po tym jak polityczna zgoda na znaczące poluzowanie reguł fiskalnych stała się pretekstem do częściowej realizacji zysków tj. do niewielkiej zniżki dochodowości w nadrzędnym trendzie wzrostowym. W tym tygodniu liczymy na względny spokój rynku Bunda. Nie uważamy bowiem, by dane makro z Europy - nawet jeśli dzisiejsze indeksy PMI w przemyśle ukazały pozytywne niespodzianki - były w stanie odmienić coś w kwestii oczekiwanie przed posiedzeniami Europejskiego Banku Centralnego.
10Y US (%) 	Rentowność 10-latki USA anemicznie powraca do wzrostów. Obecnie wspomniany papier koncentruje się w okolicy 4,30% a więc około 10 pkt. baz. od „dołka” wyznaczonego na początku marca. Dość odległy termin kolejnej obniżki stóp procentowych Fed sprawia, że trudno obecnie o silniejsze ruchy rynkowe. Tym bardziej, iż rynek zdyskontował już agresywne działania administracji D.Trumpa w kwestiach celnych. Dodatkowo zakończone niedawno posiedzenie Fed obejmujące najnowszy zestaw prognoz makroekonomicznych sprawi, że dane tego tygodnia nie będą w stanie istotnie wpływać na wycenę, czy to dolara, czy amerykańskiego długu.

Wykresy rynkowe

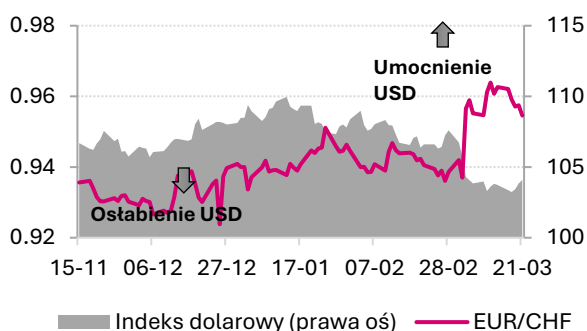
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



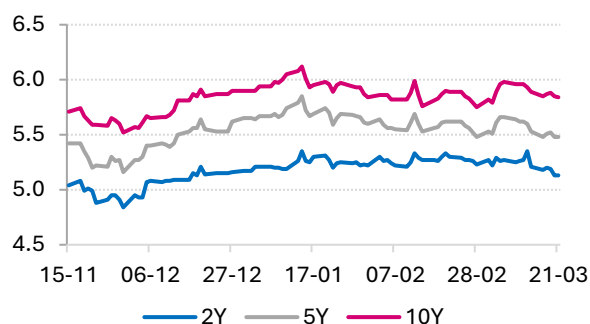
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



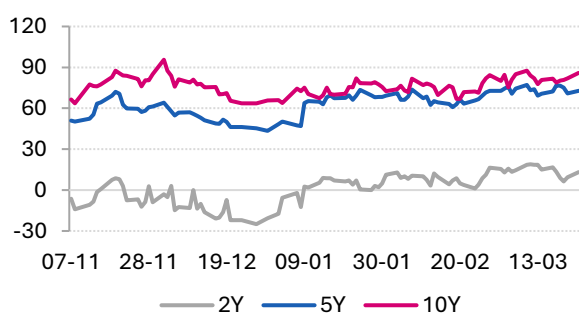
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



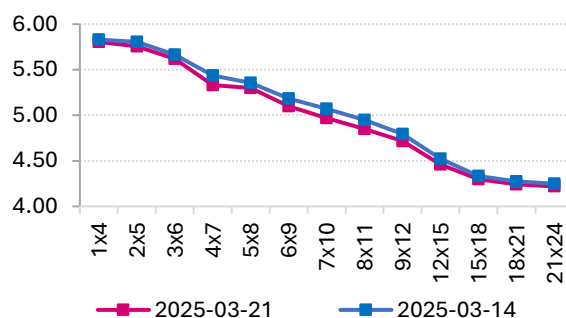
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



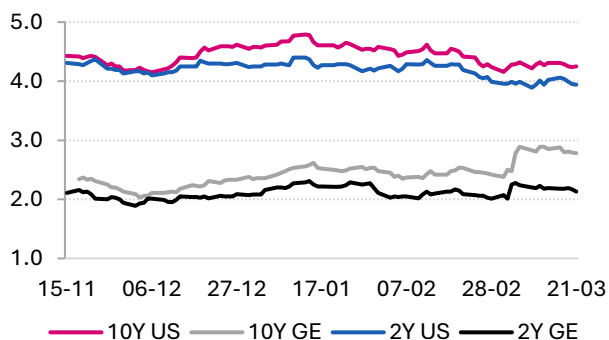
Krajowe stawki asset swap [%]



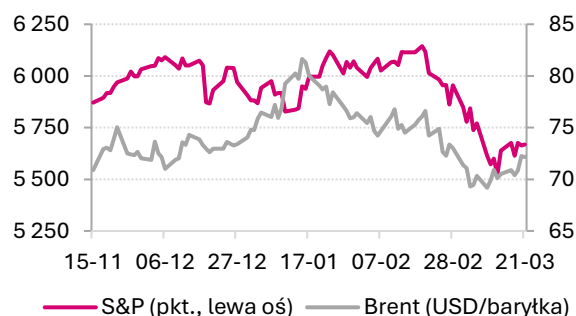
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 marca					
09:30 Indeks PMI dla przemysłu wst.	Niemcy	Marzec	46.5	47.0	
09:30 Indeks PMI dla usług wst.	Niemcy	Marzec	51.1	51.6	
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Luty	4.8%	3.3%	3.5%
10:00 Indeks PMI dla przemysłu wst.	EZ	Marzec	47.6	48.2	
10:00 Indeks PMI dla usług wst.	EZ	Marzec	50.6	51.0	
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Luty	9.4%	9.1%	9.2%
14:45 Indeks PMI dla przemysłu wst.	USA	Marzec	52.7	51.8	
14:45 Indeks PMI dla usług wst.	USA	Marzec	51.0	50.8	
Wtorek 25 marca					
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Luty	5.4%	5.4%	5.4%
10:00 Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Marzec	85.2	86.6	
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Węgry	Marzec	6.50%	6.50%	
15:00 Indeks zaufania konsumentów Conference Board	USA	Marzec	98.3	94.5	
Środa 26 marca					
13:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m s.a. wst.	USA	Luty	3.2%	-0.3%	
14:30 Decyzja ws. stóp procentowych	Czechy	Marzec	3.75%	3.75%	
Czwartek 27 marca					
11:00 Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Marzec			
13:30 PKB annualizowany fin.	USA	Q4	2.3%	2.3%	
13:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	22 marca	223 tys.	225 tys.	
Piątek 28 marca					
08:45 Inflacja HICP r/r wst.	Francja	Marzec	0.9%	1.1%	
08:55 Stopa bezrobocia s.a.	Niemcy	Marzec	6.2%	6.2%	
09:00 Inflacja CPI r/r wst.	Hiszpania	Marzec	3.0%	2.7%	
11:00 Koniunktura gospodarcza	EZ	Marzec	96.3	97.0	
13:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Luty	0.9%	0.4%	
13:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Luty	-0.2%	0.4%	
13:30 Inflacja PCE r/r	USA	Luty	2.5%	2.5%	
13:30 Inflacja bazowa PCE r/r	USA	Luty	2.6%	2.7%	
15:00 Indeks Uni. Michigan fin.	USA	Marzec	57.9		
Poniedziałek 31 marca					
09:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Marzec	4.7%		

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.