

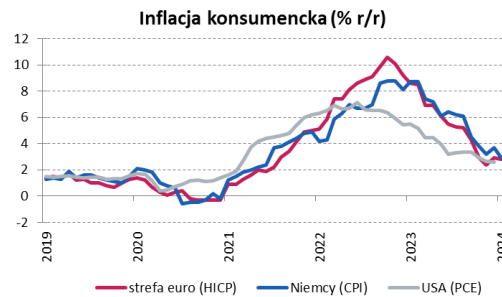
**Biuro Analiz Makroekonomicznych**  
research@bankmillennium.pl

**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

W tym tygodniu opublikowane zostaną wstępne dane inflacyjne dla strefy euro w lutym, a także inflacja PCE w USA w styczniu, tj. preferowana przez Fed miara dynamiki cen konsumenta. W przypadku unii walutowej oczekiwany jest spadek wskaźnika HICP do 2,5% r/r z 2,8% r/r miesiąc wcześniej, a indeks PCE do 2,4% r/r z 2,6% r/r. Dane będą rozpatrywane przez rynki w kontekście terminu pierwszych obniżek stóp procentowych w obu gospodarkach.

### Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

#### Pod koniec tygodnia dane inflacyjne ze strefy euro

W ub. tygodniu poznaliśmy wstępne wyliczenia za luty indeksów PMI dla gospodarek strefy euro, które miały mieszaną wymowę. Z jednej strony wskaźnik dla usług wzrósł do 50,0 pkt przerywając półroczny okres kurczenia się aktywności sektora. Z drugiej strony wskaźnik dla przemysłu zakończył trend poprawy, a inflacja cen sprzedaży (łącznie w obu sektorach) osiągnęła najwyższą wartość od maja ub. roku. W tym kontekście w tym tygodniu uwaga koncentruje się na wstępnych danych o inflacji HICP w lutym, które pokażą czy podwyżki cen dóbr i usług producentów przekładają się także na inflację cen oferowanych konsumentom. Szacunki dla całości strefy euro opublikowane będą w piątek, a wcześniej, bo w czwartek, poznamy dane dla Francji, Hiszpanii i Niemiec. Według oczekiwań rynkowych wskaźnik HICP dla Eurolandu obniżył się w lutym do 2,5% r/r z 2,8% r/r w styczniu, a indeks bazy do 2,9% r/r z 3,3% r/r. W szczególności interesujące będą informacje o inflacji cen usług, która od trzech miesięcy nie spada kształtując się na 4,0% r/r. Realizacja powyższych prognoz będzie wpisywała się w scenariusz stopniowego zmniejszania się presji inflacyjnej, choć, naszym zdaniem, nie przesądzi o terminie pierwszej obniżki stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego w tym cyklu. Już od dłuższego czasu rynki finansowe przypisują większe prawdopodobieństwo pierwszemu cięciu stóp w czerwcu niż w połowie kwietnia.

#### Szczegółowe dane o strukturze PKB w 4Q 2023

W czwartek GUS poda szczegółowe dane o strukturze wzrostu PKB w 4Q 2023 r. Opublikowane dotychczas dane pozwalają z dużym przybliżeniem oszacować tendencje konsumpcji, inwestycji oraz innych komponentach PKB. Publikacja tych danych nie wpłynie zatem istotnie na ocenę perspektyw polskiej gospodarki, a także perspektyw polityki pieniężnej w tym roku. Ostatni kwartał minionego roku był okresem dalszej odbudowy wzrostu gospodarczego, jednak skala odbicia była słabsza od oczekiwań. Perspektywy na 2024 pozostają umiarkowanie optymistyczne. Wzrost gospodarczy będzie stopniowo przyspieszał, a głównym jego motorem będzie konsumpcja prywatna. Czynnikiem ograniczającym skalę obicia polskiej gospodarki będzie natomiast słaba koniunktura w otoczeniu zewnętrznym, szczególnie w Niemczech. Dane wskazują na utrzymywanie się recesji w niemieckim przemyśle, co negatywnie wpływa na kondycję także polskiego przemysłu. Z tego punktu widzenia istotny dla oceny perspektyw gospodarki będzie odczyt indeksu PMI w polskim przemyśle przetwórczym. Według naszych szacunków indeks ten w lutym nadal kształtuje się poniżej 50 pkt., tj. poziomu oddzielającego ożywienie od spowolnienia.

#### Spśród danych amerykańskich wyróżnia się odczyt inflacji PCE w styczniu

W tym tygodniu w kalendarzu danych amerykańskich wyróżnia się odczyt inflacji PCE, tj. deflatora konsumpcji prywatnej w styczniu. Już wcześniej poznaliśmy inny wskaźnik zmian cen - inflację CPI, która w styczniu okazała się wyższa od oczekiwań. Według konsensusu prognoz inflacja PCE w styczniu obniżyła się do 2,4% r/r z 2,6% r/r, a indeks bazy do 2,8% r/r z 2,9% r/r. Gdyby prognozy te zrealizowały się, to oczekiwania rynkowe wskazujące na pierwszą obniżkę stóp procentowych Fed w tym cyklu w czerwcu, nie ulegną zmianie. Zaznaczamy jednak, że termin pierwszego cięcia jest niepewny i nie można wykluczyć, że Fed rozpocznie cykl cięć już w maju.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3057	-0,4%
USD/PLN	3,9681	-1,1%
CHF/PLN	4,5133	-1,4%
EUR/USD	1,0850	0,8%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,83	1
WIBOR 3M	5,86	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,99	24
5Y	5,13	-10
10Y	5,31	-7

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,22	-8
5Y	4,67	-8
10Y	4,74	-4




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,38	4
US 10Y	4,25	9

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	83152,9	2,9
S&P 500	5088,8	1,2
Nikkei 225	39233,7	1,9




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

## Rynek walutowy

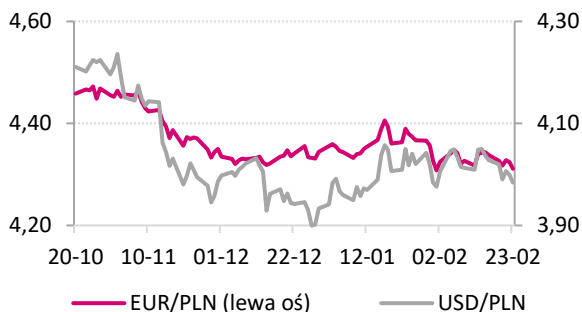
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	W naszej ocenie kurs EUR/PLN po kilku tygodniach relatywnej stabilizacji „dojrzał” już do momentu, w którym spróbuje zaatakować poziom 4,30. Tym bardziej, iż wsparcie niezmiennie stanowią czynniki krajowe, tj. przede wszystkim mniej łagodna od oczekiwań postawa Rady Polityki Pieniężnej w kontekście obniżek stóp procentowych, jak również zapowiedziane w ubiegłym tygodniu a mające mieć finał w oficjalnych decyzjach w najbliższych dniach odblokowanie europejskich środków dla Polski. Co więcej kurs EUR/USD anemicznie, ale jednak wspina się na coraz to wyższe poziomy, co historycznie wspierało wycenę walut rynków wschodzących. Nie bez znaczenia jest także apetyt na ryzyko rozlany m.in. na rynki akcyjne. Wszystkie te aspekty budują pozytywny sentyment inwestycyjny, który, jak wspomnieliśmy, może zadecydować o ataku na poziom 4,30 PLN za EUR. O ile w naszej ocenie może on okazać się skuteczny, to jednak pozostanie krótkotrwały. Uważamy bowiem, iż do trwałego złamania wspomnianej bariery warunkiem nadrzędnym będzie mocny ruch w górę eurodolara na co obecnie nie liczymy. Podsumowując w naszej ocenie w najbliższych dniach kurs EUR/PLN będzie próbował wychylić się dołem z 4-miesięcznego trendu bocznego ograniczanego przez poziomy 4,30 - 4,39.
USD/PLN 	Mimo, iż opisywane powyżej umocnienie złotego nie powinno być znaczące, to obok spodziewanej lekkiej przeceny dolara na międzynarodowych rynkach uzasadnić będzie ruch spadkowy pary USD/PLN. Tym bardziej, iż taki scenariusz (dotarcia notowań do 3,96 PLN za USD) wspierają także sygnały analizy technicznej. Wiele zależeć będzie jednak od danych inflacyjnych z USA i strefy euro, które poznamy w drugiej połowie tego tygodnia.
EUR/USD 	Mimo, iż eurodolar pozostaje w trendzie wzrostowym, to jest on jednak wyjątkowo ospały. Po dwóch tygodniach wzrostów notowania przesunęły się z 1,07 do 1,0850. Jednocześnie, co najistotniejsze, po stronie technicznej kurs EUR/USD utrzymuje się powyżej poziomu 200-dniowej średniej ruchomej (1,0806). Daje to podstawy do oczekiwań kontynuacji wzrostów. Tym bardziej, iż wskazania techniczne będą w naszej ocenie nadrzędne w pierwszej połowie tego tygodnia. W najbliższych dniach nie poznamy bowiem na tyle istotnych danych makro, by mogły one wpłynąć na losy eurodolara. Zdecydowanie ciekawiej prezentować się będzie druga połowa tygodnia, gdy opublikowane zostaną dane inflacyjne z USA i Niemiec (czwartek) oraz strefy euro (piątek). Wzorem ostatnich kilku miesięcy interpretowane będą one pod kątem możliwego startu cyklu obniżek stóp procentowych Fed i Europejskiego Banku Centralnego i z tego powodu mogą generować zmienność.

## Rynek obligacji

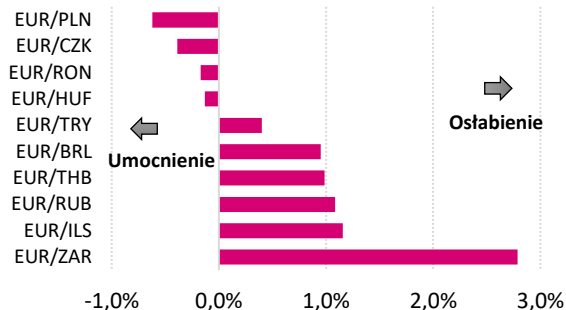
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Mimo, iż zwyczajowo dni przed przetargami sprzedaży długu skarbowego (odbędzie się ona jutro) przynoszą lekką korektę wzrostu dochodowości, to obecnie rentowność średnio- i długoterminowych obligacji dość intensywnie zniżyła. Utożsamiamy to z informacją o odblokowaniu unijnych środków dla Polski, co po pierwsze zwiększa komfort realizacji budżetu (przypomnijmy, iż tegoroczny budżet ma zapisany akces do części z środków z Krajowego Planu Odbudowy), a tym samym finansowania potrzeb pożyczkowych. Ponadto, jak pokazał ubiegły tydzień a konkretniej pierwszy z lutowym przetargów sprzedaży skarbowych papierów wartościowych, zainteresowanie polskim długiem jest wysokie. Wynika ono przede wszystkim z wysokiej nadpłynności krajowego sektora bankowego, czyli głównego posiadacza polskich obligacji (ponad 50% portfela). W efekcie nie spodziewamy się większych przeszkód w finansowaniu potrzeb i realizacji celu tj. finansowania połowy potrzeb na 2024 rok w 1Q 2024. W tym tygodniu z racji końca miesiąca poznamy ponadto plan podaży SPW na marzec, jednak z racji sprawnej realizacji potrzeb, wysokiego popytu na dług i zwiększenia elastyczności budżetu nie będzie to wydarzenie istotne.
10Y DE (%) 	Wycena niemieckiego długu pozostaje zmienna i uzależniona od wymowy napływających danych. Konsekwentnie w ostatnich tygodniach są one interpretowane pod kątem startu cyklu obniżek stóp procentowych przez Europejski Bank Centralny. Najnowsze dane ze strefy euro z uwagi na postępującą dezinflację, ale i słabość realnej gospodarki sugerują maj/czerwiec jako moment cięcia kosztu pieniądza. W efekcie dochodowość Bunda stabilizuje się wokół poziomu 2,40% oczekując na nowe impulsy. Naszym zdaniem przy braku niespodzianek w odczytach makro najbliższych dni (przede wszystkim w niemieckiej inflacji) obraz notowań 10-latk niemieckiej nie powinien ulec zmianie w porównaniu do ubiegłego tygodnia.
10Y US (%) 	Dochodowość amerykańskiego długu, po serii miesięcznych wzrostów zainicjowanych pozytywnymi niespodziankami w danych makro z USA, łapie zadyszkę. Tym bardziej, iż inwestorzy opóźnili w ostatnim czasie swoje oczekiwania co do momentu pierwszej obniżki stóp procentowych w USA i obecnie trudno jest o nowe impulsy mogące istotnie zmieniać bieżący rynkowy scenariusz. Szansą będą czwartkowe dane o inflacji PCE w Stanach Zjednoczonych. W naszej ocenie będą one jednak źródłem przejściowej zmienności. Kierunkowo natomiast uważamy, iż dochodowości Treasuries pogłębiać będzie zniżkę dochodowości z ostatnich dni, choć w symbolicznym jedynie zakresie.

## Wykresy rynkowe

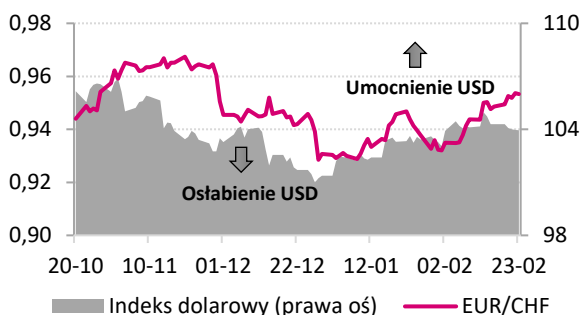
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



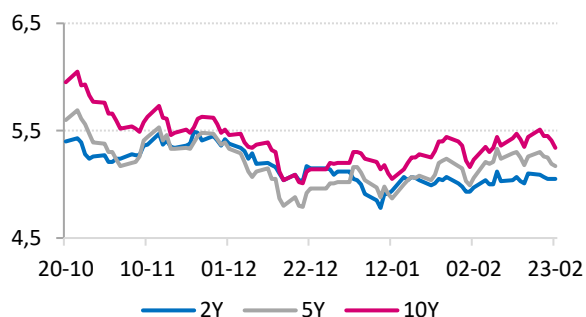
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



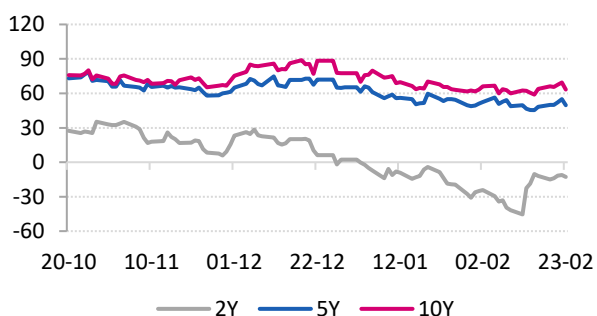
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



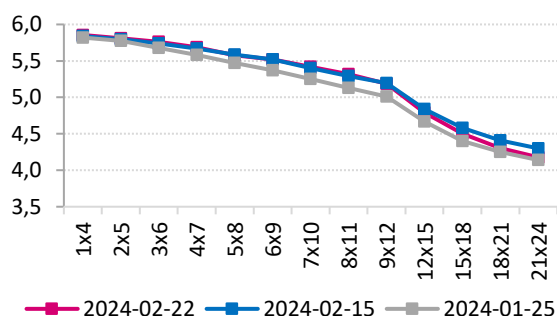
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



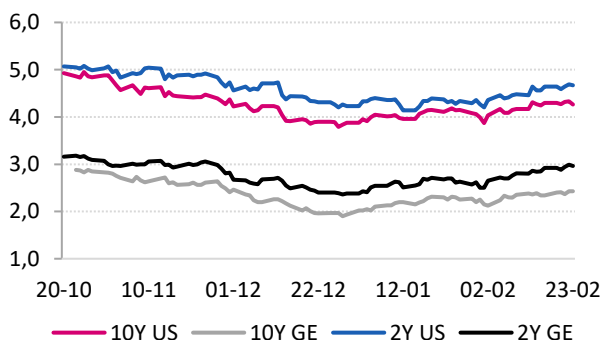
Krajowe stawki ASW [%]



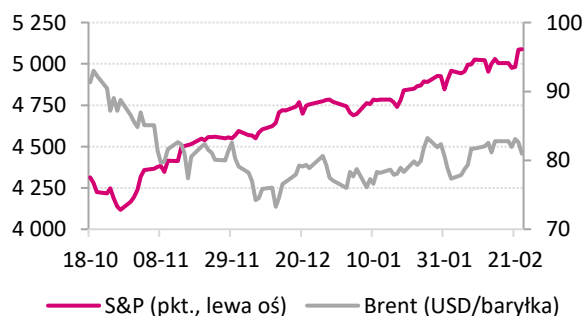
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, ISEG Data & Analytics

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Poniedziałek 26 lutego</b>					
16:00 Sprzedaż nowych domów	USA	Styczeń	664k	670k	
<b>Wtorek 27 lutego</b>					
Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Luty			
14:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Luty	10.00%		
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku	USA	Luty	0.0%		
16:00 Indeks Conference Board	USA	Luty	114.8	114.0	
<b>Środa 28 lutego</b>					
14:30 PKB r/r rew.	USA	4Q	4.9%	3.3%	
<b>Czwartek 29 lutego</b>					
02:30 Indeks PMI dla przemysłu	Chiny	Luty	49.2		
02:30 Indeks PMI w usługach	Chiny	Luty	50.7		
10:00 PKB r/r fin.	Polska	4Q	0.5%	1.0%	
14:00 Inflacja CPI r/r	Niemcy	Luty	2.9%	2.6%	
14:30 Wydatki Amerykanów	USA	Styczeń	0.7%	0.3%	
14:30 Dochody Amerykanów	USA	Styczeń	0.3%	0.5%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Styczeń	2.6%		
14:30 Inflacja bazowa PCE r/r	USA	Styczeń	2.9%		
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	23 stycznia	201k	210k	
15:45 Indeks Chicago PMI	USA	Luty	46.0	48.0	
<b>Piątek 30 lutego</b>					
09:00 Indeks PMI w przemyśle	Polska	Luty	47.1	47.2	
09:55 Indeks PMI w przemyśle	Niemcy	Luty	45.5	42.3	
10:00 Indeks PMI w przemyśle	EZ	Luty	46.6	46.1	
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Luty	2.8%	2.5%	
16:00 Indeks PMI w przemyśle	USA	Luty	50.7	51.5	
16:00 Indeks ISM w przemyśle	USA	Luty	49.1	49.2	
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Luty	79.0	79.6	
<b>Poniedziałek 04 marca</b>					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Marzec	-12.9		

## Dane i prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
<b>PKB</b>	% r/r	6.9	5.3	0.2	2.9	-0.3	-0.6	0.5	1.0	2.7	3.0	3.1	3.4
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, k.o.	5.8	5.2	5.1	5.1	5.4	5.0	5.0	5.1	5.2	5.0	4.9	5.1
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, śr.o.	5.1	14.4	11.4	4.7	17.0	13.1	9.7	6.4	4.0	3.1	5.9	6.4
<b>Ropa naftowa Brent</b>	USD, śr.o.	70.8	98.7	82.0	81.4	82.1	77.7	85.6	82.7	82.3	82.8	81.0	79.4
<b>Stopa referencyjna</b>	%, k.o.	1.75	6.75	5.75	5.50	6.75	6.75	6.00	5.75	5.75	5.75	5.75	5.50
<b>WIBOR 1M</b>	%, k.o.	2.23	6.93	5.80	5.45	6.84	6.86	6.04	5.80	5.83	5.83	5.75	5.45
<b>WIBOR 3M</b>	%, k.o.	2.54	7.02	5.88	5.29	6.89	6.90	5.77	5.88	5.85	5.82	5.67	5.29
<b>WIBOR 6M</b>	%, k.o.	2.84	7.14	5.82	5.10	6.95	6.95	5.63	5.82	5.63	5.62	5.47	5.10
<b>EUR/PLN</b>	k.o.	4.60	4.69	4.35	4.27	4.68	4.45	4.64	4.35	4.33	4.31	4.29	4.27
<b>USD/PLN</b>	k.o.	4.06	4.40	3.94	3.79	4.29	4.11	4.37	3.94	4.07	3.99	3.89	3.79
<b>EUR/USD</b>	k.o.	1.14	1.07	1.10	1.13	1.09	1.09	1.06	1.10	1.06	1.08	1.10	1.13
<b>EURIBOR 3M</b>	%, k.o.	-0.57	2.13	3.91	2.67	3.04	3.58	3.95	3.91	3.84	3.61	2.88	2.67
<b>SOFR 3M</b> (następca LIBOR 3M USD od 07.2023)	%, k.o.	0.21	4.77	5.59	4.11	5.19	5.55	5.66	5.59	5.31	5.09	4.59	4.11

\* 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.