

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

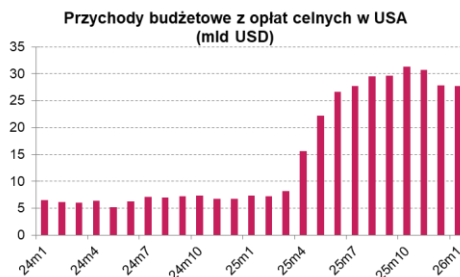
Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Sąd Najwyższy USA uznał podwyżkę części ceł importowych za niezgodną z prawem. D. Trump wprowadził natychmiast 15-proc. powszechną stawkę celną w ramach innych regulacji, która jednak może obowiązywać maksymalnie 150 dni – później wymagana będzie zgoda Kongresu. Decyzja zwiększa niepewność co do dalszych kroków administracji D. Trumpa oraz potencjalnego zwrotu pobranych opłat, co zmniejszyłoby wpływy do budżetu federalnego.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

W tym tygodniu w centrum uwagi amerykańskie cła i geopolityka

W nowy tydzień wchodzimy z echem wyroku amerykańskiego Sądu Najwyższego, który uznał podwyżkę części ceł importowych za niezgodną z prawem. Uważamy, że obok geopolityki, wyników spółek z USA i wypowiedzi przedstawicieli Fed, będzie to jeden z kluczowych czynników dla rynków. W reakcji na decyzję D. Trump zapowiedział natychmiastowe wprowadzenie nowych, 15-proc. ceł, korzystając z alternatywnych podstaw prawnych, potwierdzając determinację administracji do utrzymania wysokich barier handlowych. Nowa stawka może jednak obowiązywać maksymalnie 150 dni - później wymagana będzie zgoda Kongresu. Wyrok otwiera importerom drogę do ubiegania się w sądach o zwrot zapłaconych ceł, co potencjalnie obciąża budżet federalny, choć proces ten zapewne będzie długi i kosztowny. Decyzja zwiększa niepewność co do dalszych działań administracji, jednak globalna gospodarka - w tym Polska - wykazała dotąd dużą odporność na zmiany w światowym handlu. Nie oczekujemy również, by wyrok znacząco pogarszał perspektywy wzrostu gospodarczego USA, które są niezłe. Co prawda PKB w 4Q 2025 rozczarował (1,4% kw/kw SAAR wobec 4,4% kw/kw wcześniej), jednak głównie z powodu 43 dniowego shutdownu, a fundamenty gospodarki pozostają solidne. Dane publikowane w tym tygodniu (Conference Board, inflacja PPI) schodzą na drugi plan wobec niepewności dotyczącej ceł i geopolityki.

Mocny polski rynek pracy w 4Q 2025 i na początku 4Q 2026.

We wtorek GUS przedstawi nowy Biuletyn Statystyczny. Będzie on obejmował wyniki Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL) za 4Q 2025. Przypomnijmy, że dane za poprzedzający kwartał miały bardzo dobrą wymowę, co powinno utrzymać się w 4Q 2025. Co więcej taki obraz na początku tego roku potwierdzą inne dane z Biuletynu, tj. stopa bezrobocia rejestrowanego w styczniu. Według szacunków MRPiPS wzrosła ona do 6,0% z 5,7% w grudniu, aczkolwiek po korekcie sezonowej stabilizowała się na 5,7%. Biuletyn Statystyczny będzie zawierał także inne dane z krajowej gospodarki, m.in. zamówienia w przemyśle w styczniu, a także szczegóły wskaźników koniunktury za luty, które w ostatnich miesiącach pokazywały prognozy poprawy zatrudnienia w większości uwzględnionych sektorów.

W tym tygodniu seria danych europejskich

W tym tygodniu opublikowany zostanie szereg danych ze strefy euro. W poniedziałek poznaliśmy już indeks instytutu Ifo (88,6 pkt, nieco powyżej oczekiwań) wskazujący na poprawę nastrojów firm w Niemczech. W czwartek z kolei Komisja Europejska opublikuje wskaźniki koniunktury gospodarczej za luty. W przypadku głównego wskaźnika dla całej strefy euro (ESI) oczekiwany jest wzrost do 99,8 pkt z 99,4 pkt w styczniu. Poprawa koniunktury w strefie euro jest dostrzegalna w wielu indeksach opublikowanych w ostatnich tygodniach (np. PMI, ZEW). W tym tygodniu poznamy także szereg danych inflacyjnych za luty. Nie spodziewamy się jednak, żeby odczyty zmieniały rynkowe oczekiwania co do stabilnych w tym roku stóp EBC.

Fitch: Od obniżki perspektywy Polski w 2025 niewiele się zmieniło

Na piątek po zakończeniu sesji zaplanowana jest publikacja przeglądu polskiego długu przez Fitch. We wrześniu agencja utrzymała rating na poziomie A- jednak zmieniła perspektywę ze stabilnej na negatywną. W naszej ocenie tym razem zarówno rating jak i perspektywa pozostaną bez zmian. Dwa tygodnie temu główny analityk Fitch na Polskę stwierdził, że brane pod uwagę wskaźniki nie zmieniły się od wrześniowej decyzji. Dodął też, że najczęściej po zmianie perspektywy zmiana ratingu (lub perspektywy) następuje dopiero po 1-2 latach. Kolejny przegląd ratingu Polski (Moody's) zaplanowano na 20 marca, a S&P na 8 maja.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2225	0,3%
USD/PLN	3,5711	0,6%
CHF/PLN	4,6222	0,3%
EUR/USD	1,1824	-0,3%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	3,96	0
WIBOR 3M	3,82	-4

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	3,48	-1
5Y	4,27	3
10Y	4,98	5

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	3,54	1
5Y	3,76	6
10Y	4,17	7




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,73	-2
US 10Y	4,07	2

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	126032,2	0,9
DAX	25137,2	1,4
S&P 500	6909,5	1,1




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

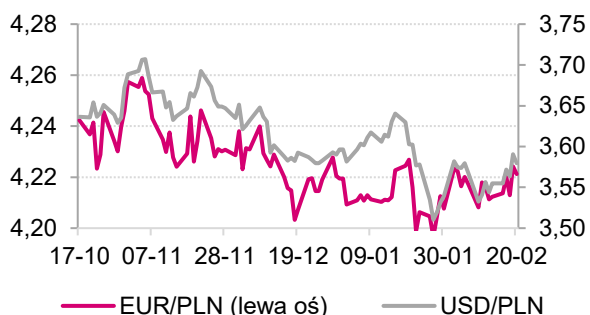
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Miniony tydzień przyniósł ograniczoną zmienność złotego, a kurs EURPLN utrzymywał się w przedziale 4,208-4,225. Osłabienie PLN wiązało się głównie z sytuacją techniczną, napięciami wokół Iranu i ryzykiem interwencji USA. Krajowe czynniki polityczne – w tym rozpad klubu Polski 2050 – pozostały bez wpływu na rynek, dzięki utrzymaniu stabilnej większości rządowej. Wypowiedzi premiera wskazujące na mniejszą preferencję dla silnej waluty mogą ograniczać zakres dalszego umocnienia PLN, zwłaszcza przy perspektywie obniżek stóp procentowych. W kolejnych dniach kluczowe dla EURPLN będą globalne nastroje, rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie, dane ze strefy euro i USA, a bazowym scenariuszem pozostaje stabilizacja kursu w pobliżu obecnych, relatywnie mocnych poziomów. Zakładamy przedział 4,20-4,23 dla kursu EURPLN z szansą na niewielkie umocnienie złotego przy wsparciu dobrych danych o sprzedaży detalicznej i niemieckim Ifo.
USD/PLN 	Przy spodziewanym lekkim umocnieniu złotego do euro i wzroście kursu EURUSD zakładamy niewielkie umocnienie złotego wobec dolara w kierunku 3,55-3,56 z obecnym nieco ponad 3,57.
EUR/USD 	Kurs EURUSD stopniowo obniżał się z ok. 1,185 do ok. 1,175, choć koniec tygodnia zapoczątkował ruch w górę. Kurs EURUSD był pod wpływem mieszanych danych makroekonomicznych i czynników geopolitycznych. Euro traciło na wartości w reakcji na słabsze dane ze strefy euro, w tym niższy od oczekiwań wskaźnik zaufania konsumentów oraz spadek indeksu ZEW w Niemczech. Z kolei dolar zyskiwał dzięki niezbyt gołębiemu wydzwiękowi minutes FOMC. Dopiero pod koniec tygodnia dolar lekko tracił po publikacji słabszego od prognoz PKB, gorszych odczytów PMI oraz obniżonej sprzedaży nowych domów. Decyzja Sądu Najwyższego w USA o odrzuceniu ceł D. Trumpa, oraz wdrożone przez prezydenta USA odrębnym rozporządzeniem przynajmniej przejściowo 15% cła wprowadzają dodatkową zmienność na rynku. Mocny odczyt niemieckiego Ifo może sprzyjać kontynuacji umocnienia euro, z kolei równoważaco na dolara może wpływać poprawa wskaźnika zaufania konsumentów. Europejskie odczyty inflacyjne powinny być względnie neutralne dla euro i podobne wskazania dają wycena strategii risk reversal dla EURUSD. Początek tygodnia stoi pod znakiem odreagowania dolara, ale też liczba spekulacyjnych pozycji netto przeciw dolarowi jest największa od 2021 r. Zakładamy lekki wzrost kurs EURUSD, w tym tygodniu czemu może sprzyjać sytuacja techniczna (wsparcie na 1,18).

Rynek obligacji

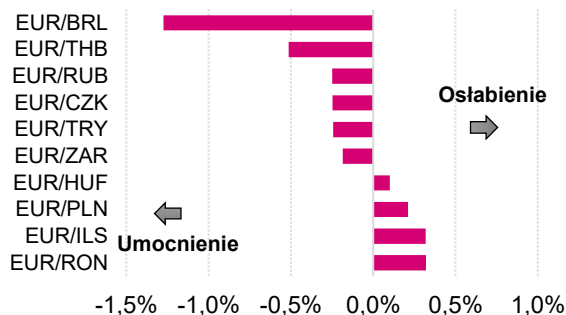
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Krajowy rynek długu wykazał w minionym tygodniu dużą odporność na zmienność na rynkach bazowych, czemu sprzyjał wyjątkowo wysoki popyt na aukcjach Ministerstwa Finansów. Stawki IRS wzrosły o ok. 8 pb, a ruch w górę odnotowały także FRA dla większości tenorów. Zmiany rentowności były ograniczone, co było zgodne z sytuacją na rynku niemieckim. Na rynek długu wpływa korzystnie zmniejszająca się presja inflacyjna, solidny popyt, co przekłada się na szybkie tempo finansowania potrzeb pożyczkowych (ok. 36%). W kierunku dalszego wzrostu rentowności mogą działać lepsze od oczekiwań dane o sprzedaży detalicznej i dobry odczyt niemieckiego Ifo. Wydarzeniem tygodnia ponownie będzie aukcja obligacji. Rentowność krajowej 10-latki wzrosła do ok. 5% i w dalszej części tygodnia po aukcji wzrost rentowności może wyhamować. Zakres korekty stóp rynkowych w górę jest raczej ograniczony, gdyż przed nami najprawdopodobniej jeszcze 2 obniżki stóp, w tym jedna już na początku marca. Krajowy rynek pozostanie pod wpływem sytuacji na rynkach bazowych, geopolityki oraz napięć w globalnym handlu. Nie zakładamy zmian parametrów ratingu ze strony Fitch.
10Y DE (%) 	Stawki euro i rentowności niemieckich obligacji nie zmieniły się istotnie w minionym tygodniu, podążając za nastrojami globalnymi oraz publikacjami makro ze strefy euro. Początkowe wzrosty były równoważone przez słabsze od oczekiwań dane ZEW, ale presję w górę utrzymywały niepewność geopolityczna wokół Iranu i rosnące ceny ropy. Na rynek mogły mieć wpływ także spekulacje na temat możliwego wcześniejszego odejścia C. Lagarde. Sytuacja techniczna sprzyja korekcie rentowności w górę, ale być może na taki ruch trzeba będzie poczekać jeszcze jakiś czas, a do tego zakładamy raczej konsolidację rynku. Wzrostowi może sprzyjać lepszy od konsensusu odczyt Ifo. W kolejnych dniach uwaga inwestorów pozostanie skupiona na danych inflacyjnych (nieco wyższa inflacja we Francji, niższa w Niemczech i strefie euro).
10Y US (%) 	W poprzednim tygodniu stawki dolarowe FRA rosły do 10 pb, a rentowności obligacji o ok 3-9 pb z lekkim wystromieniem krzywej. Prezydent D. Trump potwierdził, że rozważa ograniczony atak na Iran. Według źródeł Reutersa z administracji prezydenta D. Trumpa plany wojskowe dotyczące ataku USA na Iran są bardzo zaawansowane i obejmują różne scenariusze, w tym nawet zmianę władzy. 10-letnie Treasuries zakończyły tydzień w pobliżu 4,09%. Perspektywy niższych ceł w dłuższym terminie i ewentualne rozszerzenie porozumień handlowych z Chinami może pozytywnie wpływać na wzrost w USA i ograniczająco na inflację. Zakładamy, że rentowności 10-letnie pozostaną w przedziale 4-4,12% z ryzykiem po stronie wybicia w górę. W centrum pozostaną dane w tym poprawa nastrojów konsumentów, spowolnienie PPI, spadek Chicago PMI.

Wykresy rynkowe

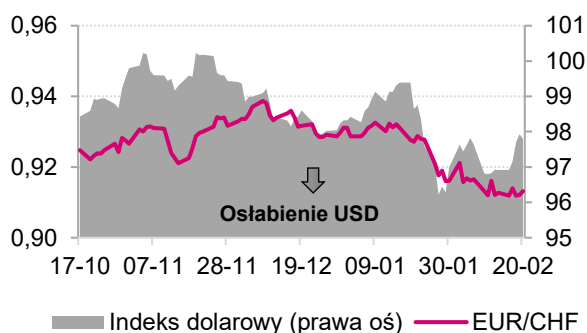
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



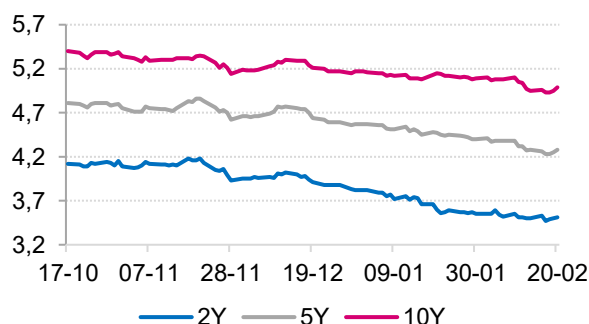
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



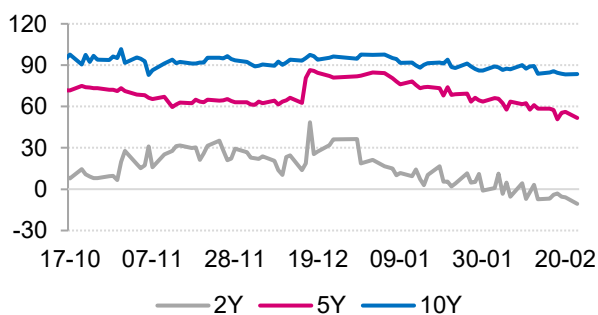
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



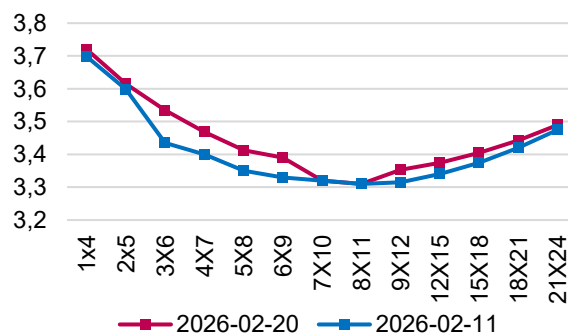
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



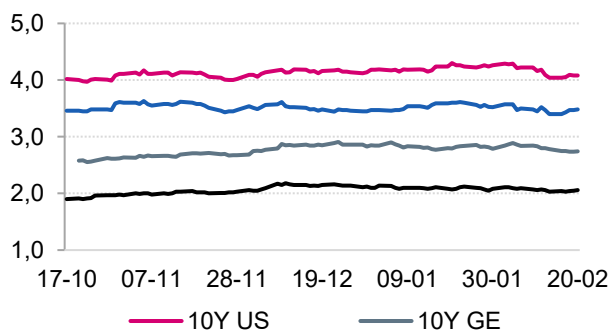
Krajowe stawki asset swap [%]



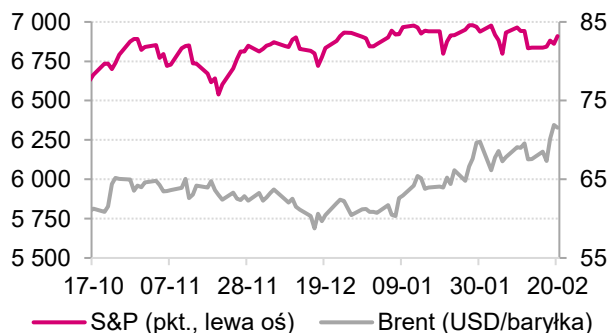
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 23 lutego					
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Styczeń	5.3%	3.3%	3.0%
10:00 Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Luty	87.6	88.4	
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Styczeń	10.4%	10.4%	10.3%
16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m s.a. fin.	USA	Grudzień	5.4%	-1.4%	
16:00 Zamówienia w przemyśle m/m	USA	Grudzień	2.7%		
Wtorek 24 lutego					
02:00 Stopa pożyczkowa - jednoroczna	Chiny	Luty	3.00%		
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Styczeń	5.7%	6.0%	6.0%
10:00 Wstępne wyniki BAEL	Polska	4Q			
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Węgry	Luty	6.5%		
16:00 Indeks zaufania konsumentów Conference Board	USA	Luty	84.5		
Środa 25 lutego					
08:00 PKB kw/kw s.a. fin.	Niemcy	Q4	0.0%	0.3%	
11:00 Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Styczeń	2.0%	1.7%	
11:00 Przetarg sprzedaży obligacji	Polska				
Czwartek 26 lutego					
11:00 Koniunktura gospodarcza	EZ	Luty	99.4		
11:00 Indeks zaufania konsumentów fin.	EZ	Luty	-12.4	-12.2	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	21 lutego	206 tys.		
Piątek 27 lutego					
02:30 Indeks NBS PMI dla przemysłu	Chiny	Luty	49.3		
02:30 Indeks NBS PMI dla usług	Chiny	Luty	49.4		
08:45 Inflacja CPI r/r wst.	Francja	Styczeń	0.3%	0.6%	
09:55 Stopa bezrobocia s.a.	Niemcy	Luty	6.3%	6.3%	
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Luty	2.1%	2.0%	
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Styczeń	3.0%		
Decyzja Fitch ws. ratingu	Polska				
Poniedziałek 02 marca					
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Luty	48.8		
10:00 PKB r/r wst.	Polska	Q1	3.8%	3.9%	3.9%

Dane i prognozy

		2023	2024	2025	2026	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
PKB	% r/r	0.2	3.0	3.6	3.8	3.2	3.3	3.8	4.0	4.0	4.0	3.8	3.7
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.1	5.1	5.7	5.6	5.3	5.2	5.6	5.7	5.9	5.6	5.5	5.6
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	11.4	3.6	3.6	2.4	4.9	4.1	3.0	2.5	2.3	2.6	2.4	2.5
Stopa referencyjna	%, k.o.	5.75	5.75	4.00	3.50	5.75	5.25	4.75	4.00	3.75	3.50	3.50	3.50
WIBOR 1M	%, k.o.	5.80	5.82	4.04	3.60	5.85	5.35	4.81	4.04	3,84	3,60	3,60	3,60
WIBOR 3M	%, k.o.	5.88	5.84	3.99	3.64	5.84	5.23	4.72	3.99	3,79	3,64	3,64	3,64
WIBOR 6M	%, k.o.	5.82	5.80	3.87	3.70	5.76	5.04	4.58	3.87	3,79	3,70	3,70	3,70
EUR/PLN	k.o.	4.35	4.27	4.23	4.27	4.18	4.24	4.27	4.23	4,23	4,25	4,27	4,27
USD/PLN	k.o.	3.94	4.10	3.60	3.63	3.86	3.62	3.63	3.60	3,58	3,57	3,56	3,62
EUR/USD	k.o.	1.10	1.04	1.17	1.18	1.08	1.17	1.17	1.17	1,18	1,19	1,20	1,18
EURIBOR 3M	%, k.o.	3.91	2.71	2.03	2.04	2.34	1.94	2.03	2.03	2.03	2.03	2.04	2.04
SOFR 3M	%, k.o.	5.36	4.69	4.01	3.17	4.35	4.34	4.35	4.01	3.67	3.63	3.38	3.17

* 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.