

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

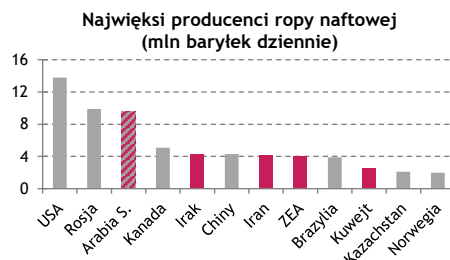
**Grzegorz Maliszewski**  
Główny Ekonomista  
+48 601 843 329

**Cezary Chrapek, CFA**  
Ekonomista

**Andrzej Kamiński**  
Ekonomista

**Antoni Zalewski**  
Analityk

## Wykres tygodnia



Źródło: PAP, Bank Millennium

Eskalujące ataki na Bliskim Wschodzie zwiększają niepewność gospodarczą oraz podbijają ceny na międzynarodowych rynkach ropy naftowej i gazu ziemnego. Wzrosty cen na początku tygodnia wydają się umiarkowane, ale ryzyko negatywnych skutków gospodarczych będzie rosło wraz z wydłużaniem się działań zbrojnych. Naszym zdaniem nie powinny one odwieść Rady Polityki Pieniężnej od obniżki stóp procentowych o 25 pb w tym tygodniu.

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### Ataki na Bliskim Wschodzie zwiększają niepewność oraz podbijają ceny ropy i gazu

W sobotę rano Izrael oraz USA rozpoczęły ataki na Iran, który przeprowadził odwet na cele zlokalizowane w krajach Zatoki Perskiej (ZEA, Oman, Katar). Prezydent D. Trump działania w Iranie określił jako „dużą operację wojenną”, która potrwać ma cztery-pięć tygodni, ale przeszłe doświadczenia pokazują, że działania mogą się przedłużać. Do tej pory ataki doprowadziły do m.in. zabicia przywódcy Iranu, ajatollaha Chameneiego, szefa sztabu generalnego sił zbrojnych oraz ministra obrony tego kraju. Ekonomiczne skutki interwencji militarnej będą zależały przede wszystkim od tego, jak długo będą kontynuowane, dlatego też w tym momencie jest trudna ocena ich skutków. Możemy natomiast wskazać kanały, oddziaływania na globalną gospodarkę. Wpływ koncentruje się poprzez wzrost niepewności, ceny surowców energetycznych oraz transport morski. Tym bardziej, że Iran zablokował cieśninę Ormuz, na której przebywa obecnie około 150 tankowców z ropą naftową i gazem. Warto dodać, że istnieje techniczna możliwość omińnięcia przez ropę z Arabii Saudyjskiej i ZEA poprzez przekierowanie rurociągami transportu na Morze Czerwone. Pomimo tego i deklaracji OPEC o zwiększeniu produkcji już na początku tego tygodnia ceny ropy naftowej wzrosły. Ropa Brent (godz. 10:00) kwotowana była po 78,5 dolara za baryłkę, co oznacza wzrost o ok. 9,0%. Silniej rosły w Europie ceny gazu ziemnego, bo o ok. 20%. Niepewność oraz wzrosty cen ropy naftowej i gazu – jeśli utrzymają się dłużej – oddziaływałyby w kierunku wyższej inflacji i stóp proc., oraz ograniczały wydatki konsumpcyjne i inwestycyjne hamując wzrost gospodarczy. Warto jednak dodać, że na ten moment sytuacja podażowa oraz rezerwy ropy i gazu są większe niż gdy Rosja zaatakowała Ukrainę. Źródłem ryzyka dla gospodarki globalnej są też ewentualne zaburzenia w łańcuchach dostaw, gdyby zakłócony został transport towarów m.in. przez Kanał Sueski (potencjalne ataki przez Huti, które sympatyzują z Iranem).

### Konflikt na Bliskim Wschodzie raczej nie opóźni obniżki stóp proc. RPP

Skutki konfliktu na Bliskim Wschodzie nie ominą też Polski, choć na ten moment wydają się one ograniczone. Do tej pory concerny Orlen i Gaz-System deklarują brak zagrożeń dla ciągłości dostaw ropy naftowej i gazu ziemnego. O ile w przypadku gazu ziemnego zaburzenia mogą mieć niewielkie skutki (dostawy z Bliskiego Wschodu stanowią około 10% całkowitego zużycia w Polsce), o tyle Arabia Saudyjska odpowiada za 50-60% dostaw ropy. Natomiast ewentualne zaburzenia w transporcie morskim miałyby ograniczony bezpośredni wpływ na polskich eksporterów, ponieważ sprzedaż polskich towarów do krajów Bliskiego Wschodu to tylko ok. 0,5% PKB. Naszym zdaniem, w takich warunkach, działania zbrojne raczej nie skłonią większości członków Rady Polityki Pieniężnej do rezygnacji z obniżki stóp proc. o 25 pkt baz. na posiedzeniu w tym tygodniu. Kolejne kroki wydają się jednak bardziej niepewne, dlatego uwaga rynku będzie koncentrowała się na treści komunikatu oraz na konferencji prezesa NBP. Interesujące będą również wyniki nowej projekcji makroekonomicznej, która może jednak szybko tracić na aktualności. Przed atakami zakładaliśmy, że stopa referencyjna osiągnie docelowy poziom 3,50% do połowy 2026 r., jednak jeśli konflikt będzie się wydłużać, zwiększy się niepewność co do kolejnego cięcia.

### Rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie przyćmiewa kalendarium wydarzeń makro

Rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie przyćmiewa bogate kalendarium wydarzeń makro w tym tygodniu. Poznamy m.in. wstępną inflację HICP w strefie euro za luty oraz raport z amerykańskiego rynku pracy, zawierający dane o zmianie zatrudnienia poza rolnictwem (non-farm payrolls) oraz stopie bezrobocia (również za luty). Nie zmieniają one oczekiwań co do stabilizacji stóp proc. Fed i EBC, tym bardziej, że rosną ceny ropy naftowej i gazu.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2340	0,3%
USD/PLN	3,6135	1,2%
CHF/PLN	4,6455	0,5%
EUR/USD	1,1716	-0,9%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	3,90	-6
WIBOR 3M	3,80	-2

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	3,52	4
5Y	4,28	1
10Y	4,93	-5

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	3,61	7
5Y	3,81	5
10Y	4,21	4




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,65	-7
US 10Y	3,97	-10

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	126010,0	-0,6
DAX	24786,5	-0,8
S&P 500	6878,9	-0,4




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

## Rynek walutowy

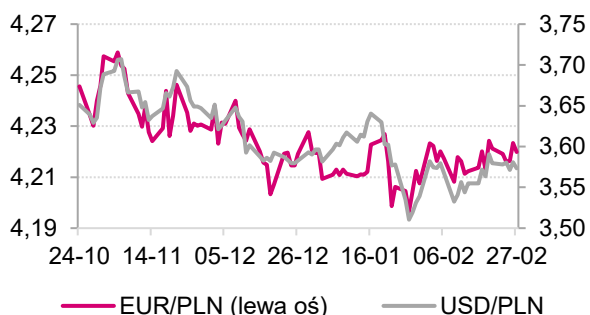
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Atak USA i Izraela na Iran oraz irańskie działania odwetowe spowodowały wyraźny wzrost awersji do ryzyka i skłoniły inwestorów do powrotu do bezpiecznych aktywów. Nie sprzyja to złotemu - dziś rano kurs EUR/PLN wzrósł do 4,2394, osiągając najwyższy poziom w tym roku. W naszej ocenie ekspozycja polskiej gospodarki na eskalację działań wojennych w Zatoce Perskiej pozostaje jednak relatywnie niewielka. Wynika to m.in. z faktu, że dostawy gazu LNG z Kataru stanowią jedynie około 10% krajowego zużycia gazu, poziom zapętnienia magazynów gazowych jest wysoki, a prognozy pogodowe sprzyjają stabilności rynku. Z tych powodów złoty powinien pozostać stosunkowo odporny na globalne zawirowania, a na jego względną siłę wskazała także ograniczona skala osłabienia na dzisiejszym otwarciu. Nie zakładamy zatem kontynuacji wyraźnej przeceny polskiej waluty. Niemniej, przy utrzymującej się globalnej awersji do ryzyka, kurs EUR/PLN prawdopodobnie pozostanie zapewne powyżej poziomu 4,2265, czyli górnego ograniczenia kanału z ubiegłego tygodnia. Rynki finansowe będą pozostawały pod wpływem wydarzeń na Bliskim Wschodzie, a czynniki krajowe zejść na drugi plan. Niemniej inwestorzy będą oczekiwali na wynik posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej, które - w naszej ocenie - zakończy się obniżką stóp procentowych o 25 punktów bazowych.
USD/PLN 	Wzrost awersji do ryzyka i umocnienie dolara amerykańskiego przełożyło się na wyższą kursu USD/PLN. Po początkowej reakcji widzimy szanse na ustabilizowanie, choć sentyment rynkowy będzie determinowany rozwojem wydarzeń militarnych. Impulsem do dalszego osłabienia złotego będzie dalsza eskalacja konfliktu.
EUR/USD 	W pierwszej reakcji na wybuch konfliktu na Bliskim Wschodzie dolar umocnił się do 1,1700 z 1,182, choć po pierwszym nerwowym ruchu widoczne było pewne odreagowanie do 1,174. Wzrost ryzyka geopolitycznego będzie w najbliższych dniach wspierał dolara. Z tego punktu widzenia najważniejsza będzie długość trwania konfliktu. W jednym z wywiadów Prezydent D. Trump powiedział, że bombardowania Iranu potrwać jeszcze 4-5 tygodni i zasugerował, że strategia zastosowana wcześniej w Wenezueli może być modelem dla przyszłości Iranu. Jeśli konflikt będzie trwał przez kolejne tygodnie to dolar i inne bezpieczne waluty, w szczególności frank szwajcarski, mogą jeszcze zyskiwać (wycena strategii risk reversal pokazuje wzrost oczekiwań na spadek EURUSD). W tym tygodniu publikowane będą liczne dane makroekonomiczne z USA i strefy euro, w tym raport z amerykańskiego rynku pracy. W obecnych uwarunkowaniach ich wpływ na rynek będzie jednak ograniczony.

## Rynek obligacji

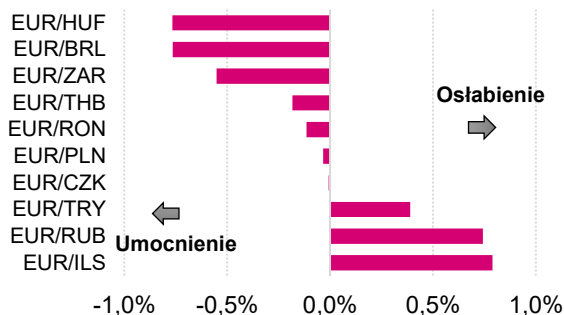
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Wzrost awersji do ryzyka i odwrót inwestorów do bezpiecznych aktywów nie sprzyja notowaniom także krajowego długu. Na dzisiejszym otwarciu rentowności obligacji wzrosły o 4-6 pkt. baz. Wycenie obligacji nie sprzyja także wzrost cen surowców energetycznych oraz ryzyko wzrostu inflacji i tym samym opóźnienia cięć stóp procentowych przez banki centralne, w tym także krajową RPP. Ze względu na ograniczoną ekspozycję Polski na skutki wojny na Bliskim Wschodzie zmienność notowań w najbliższych dniach powinna w naszej ocenie obniżyć się. Sentyment rynkowy będzie zależał od przebiegu działań militarnych na Bliskim Wschodzie, niemniej uwaga inwestorów skupiona będzie także na posiedzeniu RPP. Do piątku powszechnym oczekiwaniem było cięcie stóp o 25 pkt. baz. W naszej ocenie bazowym scenariuszem pozostaje obniżka kosztu pieniądza w marcu, choć niepewność co do decyzji wzrosła. Obniżka stóp przez RPP może zatem wesprzeć rynek długu, choć dla inwestorów równie istotna będzie konferencja prezesa NBP, która pozwoli ocenić perspektywy polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach. Przedłużający się konflikt może bowiem zmniejszyć skłonność RPP do dalszego luzowania polityki pieniężnej. Przed wybuchem wojny na Bliskim Wschodzie inwestorzy oczekiwali, że do końca tego roku stopa referencyjna w Polsce spadnie do 3,25%.
10Y DE (%) 	W minionym tygodniu rentowności niemieckiego długu spadły o ok. 4-7 pb. Dochodowości z krótkiego końca krzywej pozostają w trendzie spadkowym od grudnia, a długoterminowe od początku lutego. Eskalacja sytuacji na Bliskim Wschodzie przyczyniła się do spadku rentowności o dodatkowe 5 pb na fali wzrostu awersji do ryzyka. Kontynuacja działań militarnych na Bliskim Wschodzie będzie wspierała niemiecki dług, niemniej w naszej ocenie zakres dalszego spadku rentowności jest ograniczony. Tym bardziej, że sytuacja techniczna sygnalizuje przestrzeń do wzrostu rentowności. Dodatkowo, wzrosty cen ropy w reakcji na szok podaży mogą przesunąć krótkoterminowe stopy w górę.
10Y US (%) 	Amykański dług jest beneficjentem eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie. Rentowności 10-letnich Treasuries obniżyły się początkowo o ok. 8 pb do ok. 3,92% w reakcji na atak USA i Izraela na Iran, ale już w trakcie poniedziałkowej sesji widoczne było pewne odreagowanie rentowności w górę. O ile wzrost ryzyka geopolitycznego zwiększa popyt na amerykański dług i wspiera spadek rentowności, to przedłużająca się wojna na Bliskim Wschodzie i wzrost cen surowców energetycznych może zagrozić stabilności cenowej i dodatkowo opóźnić obniżki stóp procentowych przez Fed. Z tego też powodu, o ile nie będzie dalszej eskalacji konfliktu, przestrzeń do spadku rentowności amerykańskiego długu stopniowo wyczerpuje się. Obecnie rynek wycenia kolejne cięcie stóp w USA w lipcu.

## Wykresy rynkowe

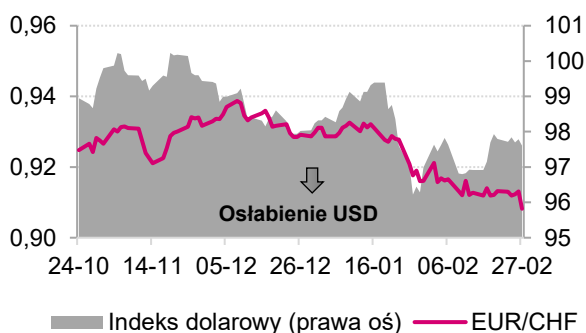
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



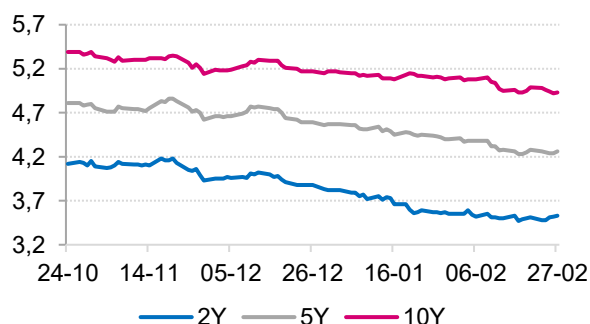
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



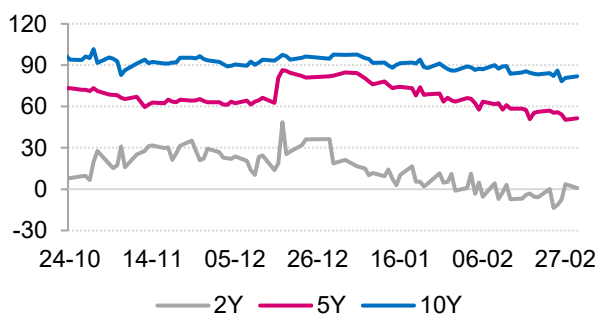
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



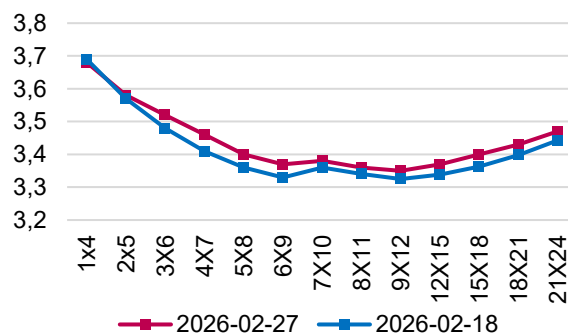
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



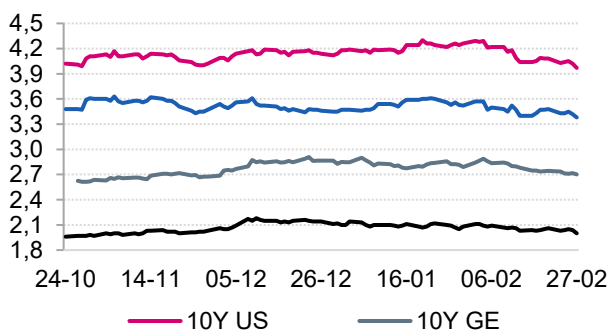
Krajowe stawki asset swap [%]



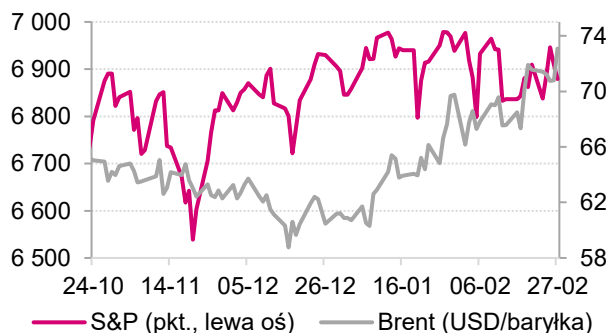
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 2 marca</b>					
08:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Niemcy	Styczeń	1.5%		
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Luty	<b>48.8</b>	<b>49.4</b>	<b>49.3</b>
10:00 PKB r/r wst.	Polska	Q4	<b>3.8%</b>	<b>4.0%</b>	
10:00 Indeks PMI dla przemysłu fin.	EZ	Luty	49.5	50.8	
16:00 Indeks ISM dla przemysłu	USA	Luty	52.6	51.8	
<b>Wtorek 3 marca</b>					
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Luty	1.7%	1.7%	
11:00 Inflacja bazowa HICP r/r wst.	EZ	Luty	2.2%	2.2%	
<b>Środa 4 marca</b>					
02:30 Indeks NBS PMI dla przemysłu	Chiny	Luty	49.3	49.1	
02:30 Indeks NBS PMI dla usług	Chiny	Luty	49.4		
09:00 Inflacja CPI r/r wst.	Czechy	Luty	1.6%		
10:00 Indeks PMI dla usług fin.	EZ	Luty	51.6	51.8	
11:00 Stopa bezrobocia	EZ	Styczeń	6.2%	6.2%	
11:00 Inflacja PPI r/r	EZ	Styczeń	-2.1%		
14:15 Raport ADP	USA	Luty	22 tys.	50 tys.	
<b>Decyzja RPP ws. stóp procentowych</b>	<b>Polska</b>	<b>Marzec</b>	<b>4.00%</b>	<b>3.75%</b>	<b>3.75%</b>
16:00 Indeks ISM dla usług	USA	Luty	53.8	53.5	
20:00 Beżowa księga Fed	USA	Marzec			
<b>Czwartek 5 marca</b>					
11:00 Sprzedaż detaliczna r/r	EZ	Styczeń	1.3%	1.7%	
13:30 Planowane zwolnienia wg Challengera	USA	Luty	108.4 tys.		
13:30 Protokół z posiedzenia EBC	EZ	Luty			
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	28 lutego	212 tys.	216 tys.	
15:00 Konferencja prezesa NBP	Polska	Marzec			
<b>Piątek 6 marca</b>					
08:00 Zamówienia w przemyśle m/m s.a.	Niemcy	Styczeń	7.8%	-4.5%	
11:00 PKB kw/kw s.a. fin.	EZ	Q4	0.3%	0.3%	
13:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Styczeń	0.0%	-0.2%	
13:30 Sprzedaż detaliczna bez środków trans. m/m	USA	Styczeń	0.0%	0.1%	
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Luty			
14:30 Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym	USA	Luty	130 tys.	60 tys.	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Luty	4.3%	4.3%	
14:30 Płaca godzinowa m/m	USA	Luty	0.4%	0.3%	
<b>Poniedziałek 9 marca</b>					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Marzec	4.2		

## Dane i prognozy

		2023	2024	2025	2026	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
<b>PKB</b>	% 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
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, 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
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, śr.o.	11.4	3.6	3.6	2.3	4.9	4.1	3.0	2.5	2.2	2.6	2.2	2.4
<b>Stopa referencyjna</b>	%, 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
<b>WIBOR 1M</b>	%, 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
<b>WIBOR 3M</b>	%, 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
<b>WIBOR 6M</b>	%, 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
<b>EUR/PLN</b>	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
<b>USD/PLN</b>	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
<b>EUR/USD</b>	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
<b>EURIBOR 3M</b>	%, 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
<b>SOFR 3M</b>	%, 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.