



# Makro i rynek

komentarz dzienny

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

12 marca 2025

## Informacje na dziś

- **PL:** Dziś poznamy decyzję Rady Polityki Pieniężnej odnośnie do stóp procentowych. Powszechne oczekiwania wskazują na ich stabilizację. Oznacza to, że stopa referencyjna pozostanie nie poziomie 5,75%. Decyzję najpewniej poznamy w godzinach popołudniowych. W centrum uwagi będzie komunikat RPP, który, wzorem poprzednich miesięcy, zapewne zostanie przedstawiony o godz. 16:00. Zawarte w nim będą także szczerkowe informacje o nowej projekcji makroekonomicznej obejmującej już 2027 r. Nie wydaje nam się, aby wymowa komunikatu ani obraz polskiej gospodarki wyłaniający się z nowej projekcji różniły się od poprzednich na tyle, aby zmienić naszą prognozę stóp proc. Podtrzymujemy oczekiwania, że w II poł. tego roku znajdzie się przestrzeń do obniżenia kosztu pieniądza. Ze względu na prognozowane ożywienie gospodarcze, nadal niskie bezrobocie oraz szybki wzrost płac oraz ekspansywną politykę fiskalną cieżcia kosztu pieniądza, naszym zdaniem, nie będą znaczne, co najwyżej 100 pkt baz.
- **US:** O godz. 13:30 o godz. 13:30 poznamy dane o inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych w lutym. Według konsensusu prognoz wskaźnik CPI wynieść ma 2,9% r/r wobec 3,0% r/r w styczniu. W przypadku bazowej inflacji CPI również oczekuje się niewielkiego spadku - do 3,2% r/r z 3,3% r/r. W danych analitycy będą poszukiwać ewentualnego wpływu podwyżek ceł na towary importowane z Chin do USA, które weszły w życie z początkiem lutego. Teoretycznie wyższe taryfy importowe oddziaływałyby proinflacyjnie, a dostępne dane pokazują materializowanie się tego scenariusza. W szczególności komponent cen indeksu ISM dla przemysłu wzrósł w lutym do najwyższej wartości od lipca 2022 r. Co więcej, w lutym wskaźnik oczekiwań inflacyjnych amerykańskich gospodarstw domowych, będący częścią badania Uniwersytetu Michigan, był najwyższy od ponad roku, znacząco przewyższając cel inflacyjny Fed. Dane o inflacji i ryzykach dla niej będą wpisywać się w scenariusz stabilizacji stóp procentowych Fed na najbliższym posiedzeniu amerykańskiej Rezerwy Federalnej zaplanowanym na 18-19 marca. W dłuższym horyzoncie decyzje Fed są bardziej niepewne.

## Wydarzenia i komentarze

- **EU:** Komisja Europejska poinformowała o wprowadzeniu ceł na import ze Stanów Zjednoczonych. KE planuje odwieść od 1 kwietnia cła, które były odpowiedzią na politykę D.Trumpa jeszcze pierwszej jego kadencji. Następnie mają wejść w życie cła na import do UE wołowy i cukru. Łączna wartość importu objęta cłami to wg. KE 26 mld USD. Wojna handlowa eskaluje, co jednak nie stanowi zaskoczenia.
- **US:** Liczba wolnych miejsc pracy w Stanach Zjednoczonych wyniosła w styczniu 7,7 mln wobec 7,5 mln w grudniu, co okazało się zgodne z oczekiwaniami. Rynek pracy w USA pozostaje solidny, aczkolwiek rośnie niepewność co do przyszłości, podobnie jak w innych dziedzinach amerykańskiej gospodarki, w związku z polityką gospodarczą nowej administracji USA. Potwierdzają to wyniki badania koniunktury małych firm w USA. Według niego indeks niepewności wzrósł w lutym do drugiej najwyższej wartości w danych. Trudno spodziewać się, aby niepewność ta szybko ustąpiła.

## Rynki na dziś

Gotowość Ukrainy do wdrożenia 30-dniowego rozejmu w walkach z Rosją nie przekłada się na rynkową zmienność. Taki scenariusz był bowiem powszechnie oczekiwany. Dominuje wyczekiwanie na ruch Moskwy. Nerwowość aktywów dolarowych tworzą obecnie przede wszystkim decyzje D.Trumpa w sprawie ceł. Są one interpretowane m.in. w kontekście polityki pieniężnej Fed, ale i żywego obecnie wśród inwestorów przekonania o postępującym spowolnieniu gospodarczym w USA. Eurodolar zawrócił z poziomu 1,0932, od pokonania którego uzależniamy - na gruncie techniki - kontynuację trendu wzrostowego. Lokalnie dziś liczyć się będzie posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Nie spodziewamy się jednak istotnych korekt w narracji. Te potencjalnie pojawić się mogą dopiero jutro wraz z wystąpieniem A.Głapińskiego, choć i w tym przypadku uważamy, że retoryka o konieczności stabilizacji stóp procentowych będzie utrzymana.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.1978	0.0%
USD/PLN	3.8448	-0.7%
CHF/PLN	4.3694	-0.7%
EUR/USD	1.0918	0.7%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.90	1
WIBOR 3M	5.84	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5.27	1
5Y	5.61	3
10Y	5.95	0

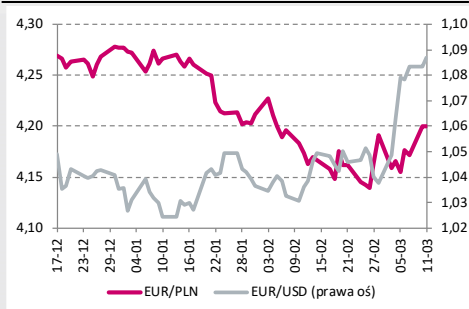
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5.08	-1
5Y	4.86	1
10Y	5.08	4

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.89	8
US 10Y	4.26	3

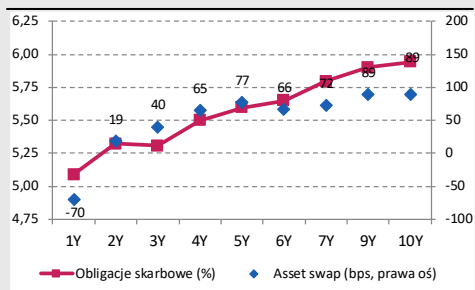
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	91991.0	-0.2
DAX	22328.8	-1.3
S&P 500	5572.1	-0.8

Źródło: LSEG Datastream  
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

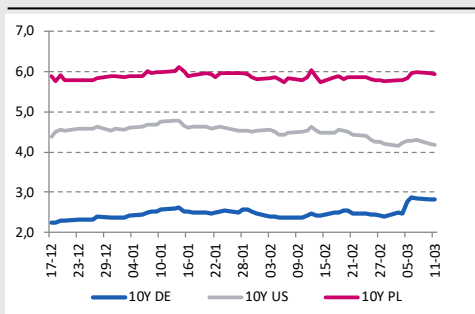
## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



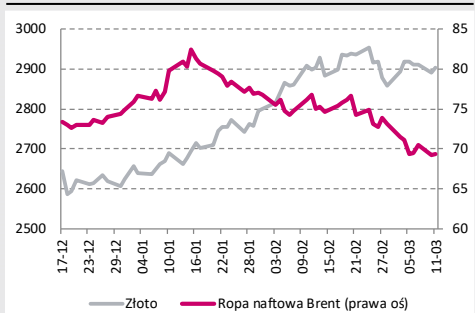
## Krajowy rynek stopy procentowej



## Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



## Ceny surowców [USD]



## Rynek krajowy

Wczorajsza sesja na złotym przebiegła zgodnie z naszymi założeniami wyrażonymi we wtorkowym wpisie. Polska waluta w relacji do euro stopniowo słabła przesuując się w kierunku 4,20. Fakt, iż kalendarium danych makroekonomicznych było mało atrakcyjne z punktu widzenia bieżących trendów wśród inwestorów, a także w obliczu lokalnego wyczekiwania na wynik (głównie narrację) kończącego się dziś posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej, notowaniom EUR/PLN zabrakło „pary” by trwale wyjść ponad wspomniany poziom 4,20. W efekcie nastroje mimo, iż nadal są niesprzyjające złotemu na gruncie techniki (dzięki utrzymywaniu się kursu EUR/PLN poniżej bariery 4,20) nie uległy większej erozji. Wtorek na polskim rynku długu nie przyniósł przetomu. Dochodowość pozostaje relatywnie wysoko na tle historycznym ocierając się o psychologiczny poziom 6,0% (w przypadku 10-latk). Jest to konsekwencja niezwykle gwałtownego wzrostu rentowności niemieckiego długu (pokłosie potencjalnego impulsu fiskalnego), za którym podążył, choć w ograniczonej skali także i polski dług. Krótkoterminowe perspektywy krajowych obligacji skarbowych pozostają umiarkowanie niekorzystne. Mimo, iż nie zakładamy, by długi koniec polskiej krzywej wzrósł trwale powyżej 6,0%, to jednak możliwa strukturalna zmiana jaką byłaby zgoda Niemiec na istotne poluzowanie fiskalne odciskałaby piętno także i w przypadku polskich obligacji w najbliższych tygodniach a może i miesiącach.

## Rynki zagraniczne

Eurodolar kontynuuje wzrosty zainicjowane informacjami o planowanym znaczącym impulsie fiskalnym w niemieckiej gospodarce, zwiększeniu wydatków militarnych w Europie, możliwej pauzie w cyklu cięć stóp procentowych w strefie euro i jednoczesnym dyskontowaniu większej ilości obniżek kosztu pieniądza w amerykańskiej gospodarce. Taki miks czynników doprowadził w kilka dni do zwyżki pary EUR/USD do poziomu 1,09, a więc o ponad cztery centy. Naszym zdaniem trend zwyżki zostanie zachowany także i w najbliższych dniach. Nie uważamy bowiem, by rynek w pełni wycenił wspomniane elementy odpowiadające za ruch notowań eurodolara w górę. Na gruncie technicznego sygnału do nasilenia zwyżki będzie złamanie poziomu 1,0923, który mimo wczorajszych wzrostów wciąż nie został pokonany.

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Piątek 07 marca</b>						
11:00 PKB kw/kw fin.	EZ	4Q	0.4%	0.2%	0.1%	
14:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym	USA	Luty	125 tys.	151 tys.	160 tys.	
<b>Poniedziałek 10 marca</b>						
08:00 Produkcja przemysłowa m/m	Niemcy	Styczeń	-1.5%	2.0%	1.5%	
10:30 Indeks Sentix	EZ	Marzec	-12.7	-2.9	-11.0	
<b>Wtorek 11 marca</b>						
08:30 Inflacja CPI r/r	Węgry	Luty	5.5%	5.6%	5.3%	
09:00 Inflacja CPI r/r fin.	Czechy	Luty	2.7%	2.7%	2.7%	
15:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Styczeń	7.5 mln	7.7 mln	7.7 mln	
<b>Środa 12 marca</b>						
<b>Decyzja RPP ws. stóp procentowych</b>	<b>Polska</b>	<b>Marzec</b>	<b>5.75%</b>		<b>5.75%</b>	<b>5.75%</b>
13:30 Inflacja CPI r/r	USA	Luty	3.0%		2.9%	
<b>Czwartek 13 marca</b>						
<b>Konferencja prezesa NBP A. Głapińskiego</b>	<b>Polska</b>	<b>Marzec</b>				
11:00 Produkcja przemysłowa m/m	EZ	Styczeń	-1.1%		0.6%	
13:30 Inflacja PPI r/r	USA	Luty	3.5%		3.3%	
13:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	8 marca	221 tys.			
<b>Piątek 14 marca</b>						
08:00 Inflacja CPI r/r fin.	Niemcy	Luty	2.3%		2.3%	
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Luty	5.3%		5.3%	5.2%
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Luty				
15:00 Indeks Uniwersytetu Michigan wst.	US	Marzec	64.7		63.9	
<b>Decyzja Fitch ws. ratingu</b>	<b>Polska</b>	<b>Marzec</b>				
<b>Poniedziałek 17 marca</b>						
13:30 Sprzedaż detaliczna m/m	US	Luty	-0.9%			
14:00 Bilans rachunku bieżącego	Polska	Styczeń	-803 mln			440 mln

Źródło: Bloomberg. Millennium Bank S.A.. Parkiet