



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

13 marca 2025

Informacje na dziś

- **EZ:** Dziś o godz. 11:00 poznamy dane o produkcji przemysłowej w strefie euro w styczniu. Według konsensusu prognoz jej roczna dynamika wzrosła do -1,0% r/r z -2,0% r/r miesiąc wcześniej. Realizacja tej prognozy oznaczałaby, że recesja w tym sektorze wydłuży się także na 2025 r. Oczekiwania dla europejskiego przemysłu, jak pokazują wskaźniki koniunktury, m.in. PMI poprawiają się. Zrealizowanie się tego optymizmu jest jednak niepewne, m.in. z powodu eskalujących wojen handlowych. Przypomnijmy, że Stany Zjednoczone nałożyły 25% cła na importowaną stal i aluminium, a Unia Europejska, w tym strefa euro, nie uzyskały wyłączenia z tej polityki.
- **PL:** Na godz. 15:00 zaplanowana jest konferencja prezesa Narodowego Banku Polskiego A.Głapińskiego po marcowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej, które zakończyło się utrzymaniem stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Nie spodziewamy się, aby na konferencji prezes NBP istotnie zmodyfikował swoją jastrzębią retorykę podtrzymując oczekiwania stabilnych stóp procentowych w najbliższych miesiącach. Niemniej ciekawa będzie ocena wyników projekcji marcowej, zwłaszcza projekcji wzrostu gospodarczego w 2027 r. wynoszącej tylko 2,3%.

Wydarzenia i komentarze

- **PL:** Zgodnie z oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe Narodowego Banku Polskiego na niezmiennym poziomie. W efekcie stopa referencyjna pozostaje na 5,75% już 1,5 roku. W marcu członkowie Rady Polityki Pieniężnej zapoznali się z wynikami nowej projekcji makroekonomicznej Narodowego Banku Polskiego, która została wydłużona o 2027 r. Jej wyniki, zwłaszcza prognoza wzrostu gospodarczego na 2027 r., wynosząca tylko 2,3% daje argumenty do rozważenia obniżek stóp procentowych. Niemniej zmiany w komunikacie, naszym zdaniem, których wydźwięk jest bardziej jastrzębi niż wcześniej, nie wskazują, aby ewentualne obniżki nastąpiły szybko. Tym bardziej, że wyniki projekcji nie uwzględniają propozycji fiskalnych w Europie potencjalnie wspierających gospodarkę, ale i podnoszących inflację. Summa summarum, podtrzymujemy oczekiwania, że w II poł. tego roku znajdzie się niewielka przestrzeń do korekt stóp procentowych. Ile ona wyniesie jest bardzo niepewne oraz zależne od napływających danych i informacji.
- **US:** Inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych obniżyła się w lutym do 2,8% r/r z 3,0% r/r miesiąc wcześniej, przy czym konsensus prognoz wynosił 2,9% r/r. Niższa od oczekiwań okazała się też inflacja bazowa (CPI bez cen żywności i energii), która wyniosła 3,1% r/r wobec 3,3% r/r w styczniu i przy konsensusie wynoszącym 3,2% r/r. Dane te były istotne w kontekście wpływu wyższych cen na importowane towary z Chin (cła na towary z Kanady i Meksyku zostały jak na razie zawieszona). O ile odczyty okazały się niższe od oczekiwań, o tyle nie wygasają obawy o nasilenie się inflacji w USA w wyniku eskalującej wojny handlowej. Tym bardziej, że 25% cła na sprowadzaną do USA stal i aluminium weszły dopiero w życie. Z powodu oczekiwań proinflacyjnego oddziaływania polityki celnej USA niespodzianka w dół w danych inflacyjnych nie wpływa na rynkowy scenariusz co polityki pieniężnej Fed. Według niego w przyszłym tygodniu na posiedzeniu stopy procentowe nie ulegną zmianie. Kolejna obniżka kosztu pieniądza w USA spodziewana jest w czerwcu, choć inwestorzy podzieleni są co do decyzji w maju.

Rynki na dziś

Obraz notowań kursów EUR/PLN i EUR/USD nie zmienia się. Pierwsza z par walutowych konsekwentnie, lecz nieudolnie próbuje trwale wybić się powyżej poziomu 4,20, druga zaś nieskutecznie atakuje opór na 1,0936. Dopiero przekroczenie tych poziomów uruchamiałoby - na gruncie analizy technicznej - dodatkową przestrzeń do kontynuacji bieżących, wzrostowych trendów. Dziś lokalnym wydarzeniem dnia będzie konferencja prasowa prezesa Narodowego Banku Polskiego. Pytaniem otwartym pozostaje czy A.Głapiński zmieni dotychczasową dość jastrzębią narrację, w szczególności w świetle najnowszych prognoz makroekonomicznych NBP. Jako scenariusz bazowy przyjmujemy, iż perspektywy stóp procentowych nie zmieniają się, tj. rynek wciąż zakładać będzie restart cyklu łagodzenia monetarnego w drugiej połowie tego roku. W takim przypadku nie oczekujemy zmienności polskich aktywów.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.1941	-0.1%
USD/PLN	3.8404	-0.1%
CHF/PLN	4.3523	-0.4%
EUR/USD	1.0919	0.0%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.88	-2
WIBOR 3M	5.85	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5.26	0
5Y	5.60	-1
10Y	5.95	0

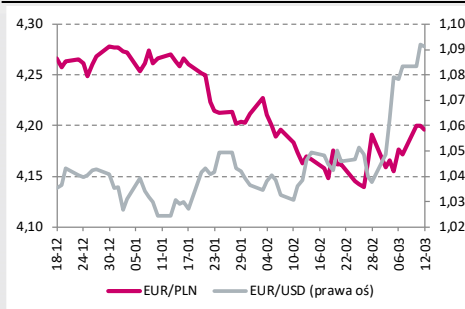
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5.10	2
5Y	4.87	2
10Y	5.09	1

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.88	-1
US 10Y	4.30	5

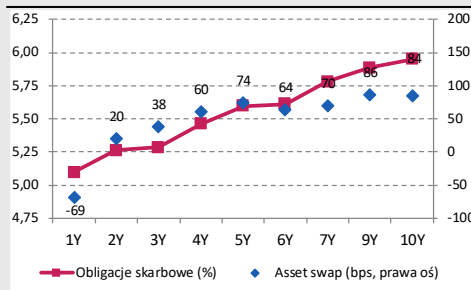
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	93428.4	1.6
DAX	22676.4	1.6
S&P 500	5599.3	0.5

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

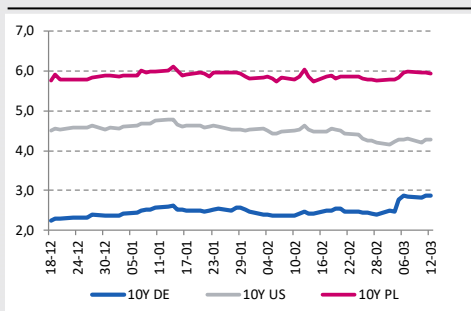
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



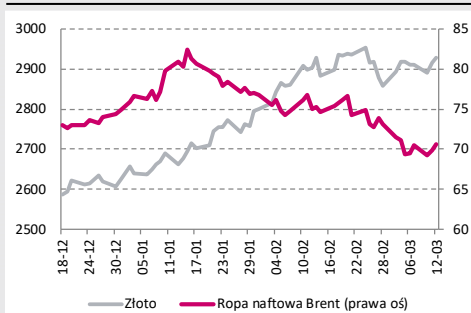
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Kurs EUR/PLN pozostaje podwieszony nieco poniżej poziomu 4,20 napotykać wyraźne problemy z jego pokonaniem. Rynekowi brakuje obecnie impulsu mogącego z impetem wybić notowania na nowe, wyższe poziomy, co jednocześnie zmieniłoby układ sił na bardziej niekorzystny polskiej walucie. Ze zrozumiałych względów takim nie była wczorajsza powszechnie oczekiwana decyzja o utrzymaniu stóp procentowych w Polsce. Za nami kolejny dzień bez przetomu na polskim rynku długu. Dochodowość pozostaje relatywnie wysoko na tle historycznym ocierając się o psychologiczny poziom 6,0% (w przypadku 10-latki). 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 tkwi od dwóch dni w marazmie wyczekując okazji do wybicia ponad 1,0936. Jak dotąd ani informacje o postępach w procesie pokojowych na Ukrainie, ani decyzje administracji D.Trumpa (wprowadzanie i odwoływanie cel jak to miało miejsce na stal i aluminium z Kanady) nie nadały większej zmienności notowaniom. Do wzrostów - po wczorajszej pauzie - powróciły natomiast rentowności obligacji rynków bazowych. W przypadku 10-latki niemieckiej mowa o ruchu w kierunku 2,90%. Długi koniec amerykańskiej krzywej wzrósł zaś do 4,30%.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 07 marca						
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.	
Poniedziałek 10 marca						
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	
Wtorek 11 marca						
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	
Środa 12 marca						
Decyzja RPP ws. stóp procentowych	Polska	Marzec	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%
13:30 Inflacja CPI r/r	USA	Luty	3.0%	2.8%	2.9%	
Czwartek 13 marca						
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.			
15:00 Konferencja prezesa NBP A. Głapińskiego	Polska	Marzec				
Piątek 14 marca						
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	
Decyzja Fitch ws. ratingu	Polska	Marzec				
Poniedziałek 17 marca						
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