



Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

14 marca 2025

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński

Ekonomista
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analitik rynku finansowych
+48 22 598 22 36

Informacje na dziś

- **PL:** Dziś o godz. 10:00 GUS opublikuje dane o inflacji CPI za styczeń i luty, które będą oparte o zaktualizowany koszyk inflacyjny. Z opublikowanych już przez Eurostat danych o inflacji HICP w styczniu wynika nieznaczny spadek wagi żywności, przy jednoczesnym wzroście wagi komponentów bazowych, szczególnie usług. Jeśli zbliżone zmiany nastąpiłyby w koszyku inflacji krajowej liczonej według metodologii GUS, to inflacja CPI za styczeń może być zrewidowana do 5,2% r/r z 5,3% r/r szacowanych pierwotnie. W lutym natomiast oczekivalibyśmy stabilizacji na poziomie stycznia, tj. 5,2% r/r.
- **PL:** Na godz. 12:00 zaplanowana jest prezentacja Raportu o inflacji NBP, który zawierał będzie szczegóły projekcji CPI i PKB w latach 2025-2027.
- **US:** O godz. 15:00 opublikowany zostanie raport Uniwersytetu Michigan dotyczący koniunktury konsumenckiej w USA. Według konsensusu prognoz wskaźnik nastrojów konsumenckich ma obniżyć się w marcu do 63,1 pkt z 64,7 pkt miesiąc wcześniej. Dane o koniunkturze konsumenckiej wydają się obecnie ważniejsze niż wcześniej. Indeks nastrojów znacząco spadł w lutym, już po zaprzysiężeniu nowego prezydenta, a gospodarstwa domowe zwiększyły oczekiwania inflacyjne.
- **PL:** Wieczorem agencja Fitch ma opublikować przegląd ratingu Polski. Od 2007 r. rating dla zadłużenia długoterminowego w walucie obcej kształtuje się na poziomie A- z perspektywą neutralną. Oczekujemy utrzymania tej oceny, choć ciekawe będą ewentualne komentarze agencji odnośnie wysokiego deficytu sektora finansów publicznych i silnie rosnącego długu, którego obniżenie może być trudne.

Wydarzenia i komentarze

- **PL:** Prezes Narodowego Banku Polskiego A. Głapiński na konferencji prasowej podsumowującej zakończone w środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej stwierdził, że stabilność stóp procentowych jest absolutnie konieczna, aby sprowadzić inflację do celu inflacyjnego. Prezes NBP, uzasadniając tę tezę, przywołał wyniki nowej projekcji makroekonomicznej, według której powrót inflacji do celu NBP pozostaje odległą perspektywą. Prezes zwrócił uwagę, że inflacja bazowa w tym roku utrzymać się będzie na poziomie ok. 4% r/r, podobnie jak w grudniu ub. roku. Także dynamika cen usług ma kształtować się na poziomie ok. 6% r/r. Uporczywości inflacji bazowej sprzyja, w ocenie A.Głapińskiego, wysoka dynamika płac, odbudowujący się popyt konsumpcyjny oraz ekspansywna polityka fiskalna. Narracja prezesa NBP podczas wczorajszej konferencji prasowej była spójna z retoryką przedstawianą w poprzednich miesiącach, wskazującą na brak pośpiechu do cięcia stóp procentowych. W tym kontekście stabilizacja parametrów polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach pozostaje bazowym scenariuszem. Biorąc pod uwagę prognozy inflacji, termin pierwszego cięcia stóp procentowych w tym roku może przesunąć się na przełom trzeciego i czwartego kwartału bieżącego roku. W tym kontekście istotne mogą być decyzje rządu odnośnie do cen energii elektrycznej i kształtu budżetu na przyszły rok. Z tego punktu widzenia rośnie ryzyko dla naszego scenariusza zakładającego cięcia stóp w II poł tego roku o 100 pkt. baz., ponieważ przestrzeń do poluzowania warunków monetarnych zawęża się.

Rynki na dziś

Obraz notowań EUR/PLN pozostaje niezmienny. Kurs systematycznie - niemal każdego dnia - próbuje atakować poziom 4,20, lecz czyni to nieskutecznie powracając na koniec sesji poniżej wspomnianej bariery. Nie inaczej powinno być także i dziś. Tym bardziej, iż brak jest w kalendarium publikacji mogących nadać wycenie złotego zmienność. Globalnie inwestorzy obserwują rozwój sytuacji wokół Ukrainy, światowej wojny celnej, ale i kwestii limitu zadłużenia USA, czy impulsu fiskalnego w Niemczech. Na krajowym rynku długu wydarzeniem dnia będzie sprzedaż przez Ministerstwo Finansów 49-tygodniowych bonów skarbowych o wartości 1-3 mld PLN a więc zgodnie z pierwotnym planem resortu. Dzisiejsza finałna publikacja krajowej inflacji CPI, podobnie jak szczegóły projekcji makroekonomicznej NBP, nie będą naszym zdaniem argumentami za ruchami polskich aktywów. Tym bardziej świetle narracji zaprezentowanej na ledwie co zakończonym (środa) posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.1848	-0.2%
USD/PLN	3.8542	0.4%
CHF/PLN	4.3564	0.1%
EUR/USD	1.0857	-0.6%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.86	-2
WIBOR 3M	5.85	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5.29	3
5Y	5.60	0
10Y	5.93	-2

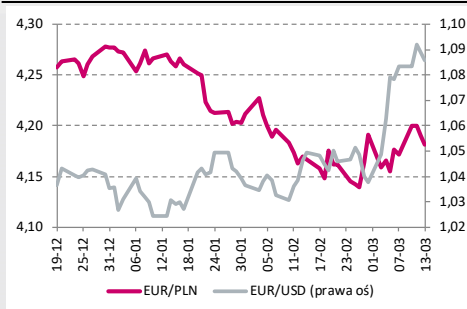
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5.12	2
5Y	4.89	2
10Y	5.11	2

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.85	-3
US 10Y	4.31	0

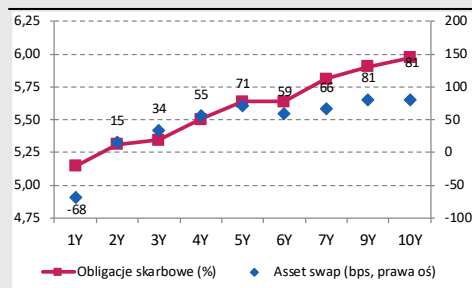
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	94955.3	1.6
DAX	22567.1	-0.5
S&P 500	5521.5	-1.4

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

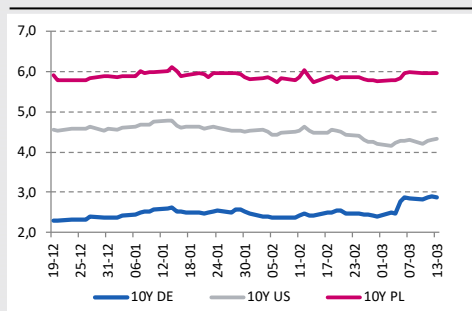
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



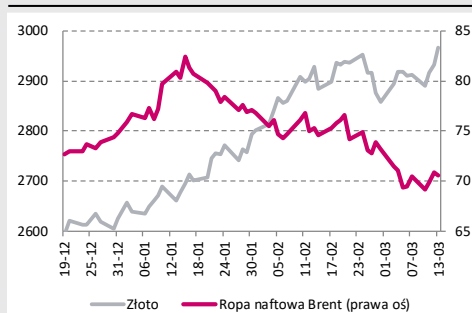
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Notwania złotego do euro kopiowały wczoraj swoje zachowania z dni poprzednich, gdy kurs EUR/PLN pozostawał podwieszony nieco poniżej poziomu 4,20. Podobnie jak od początku marca tak i w czwartek notowania napotkały wyraźne problemy z pokonaniem wspomnianej bariery. Rynekowi brakuje obecnie impulsu mogącego z impetem wybić notowania na nowe, wyższe poziomy, co jednocześnie zmieniłoby układ sił na bardziej niekorzystny dla polskiej waluty. Ze zrozumiałych względów takim nie była nim ani środowca powszechnie oczekiwana decyzja o utrzymaniu stóp procentowych w Polsce, ani wczorajsze wypowiedzi prezesa Narodowego Banku Polskiego. A.Głapiński potwierdził, że członkowie Rady analizowali w marcu możliwość obniżek stóp procentowych, lecz - w ocenie prezesa NBP - stabilizacja stóp procentowych jest „obecnie absolutnie konieczna”. Naszym zdaniem wymowa konferencji prasowej A.Głapińskiego przebiegła zgodnie z oczekiwaniami. Zastanawiający jest w tym kontekście wzrost krótkiego końca polskiej krzywej, a więc tradycyjnie najbardziej wrażliwego na potencjalne zmiany stóp procentowych. Dochodowość 2-latkę wzrosła do 5,37%, a więc najwyższego poziomu od 10-miesięcy. W tym czasie rentowność 10-latkę obniżyła się nieco zwracając z okolic 6,0%.

Rynki zagraniczne

Eurodolar tkwi już od trzech 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 (wprowadzenie 200% ceł na wino i inne alkoholowe z Unii Europejskiej) nie nadały większej zmienności notowaniom. Do spadków - po ledwie jednym dniu zwwyżki - powróciły natomiast rentowności obligacji niemieckich. W przypadku 10-latkę a więc Bunda mowa o ruchu w kierunku 2,86%. Długi koniec amerykańskiej krzywej wzrósł natomiast do 4,33%. Spekulacje na temat możliwego tzw. government shutdown w USA, a więc paraliżu administracji publicznej póki co nie przekładają się w znaczący sposób na sytuację na rynku amerykańskiego długu skarbowego.

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	-0.4%	0.8%	0.6%	
13:30 Inflacja PPI r/r	USA	Luty	3.5%	3.2%	3.3%	
13:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	8 marca	221 tys.	220 tys.	226 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%	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