



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

17 marca 2025

Informacje na dziś

- **US:** W tym tygodniu swoją decyzję co do stóp proc podejmie amerykańska Rezerwa Federalna. Ekonomiści i inwestorzy spodziewają się stabilizacji kosztu pieniądza i utrzymania oceny, że Fed nie musi spieszyć się z kolejnymi ruchami. Istotne będą nowe prognozy makroekonomiczne. Spodziewamy się prognoz słabszego wzrostu gospodarki, w co powinny wpisywać się dzisiejsze dane o sprzedaży detalicznej w USA w lutym. W górę zapewne korygowane będą oczekiwania co do inflacji. Natomiast w przypadku prognoz stóp procentowych, naszym zdaniem, najbardziej prawdopodobne jest utrzymanie scenariusza z grudnia.
- **PL:** Dziś NBP opublikuje dane o inflacji bazowej w styczniu i w lutym, które wylczone będą w oparciu o nowy koszyk inflacyjny. W naszej ocenie inflacja netto, czyli wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, ukształtował się w lutym na poziomie zbliżonym od odczytu grudniowego, kiedy wyniósł 4,0% r/r.
- **PL:** O godz. 14:00 Narodowy Bank Polski opublikuje dane o bilansie płatniczym w styczniu. Spodziewamy się, że rachunek bieżący odnotuje nadwyżkę w wysokości 440 mln EUR wobec deficytu -803 mln EUR w grudniu. Raport NBP pokaże też dane o eksporcie i imporcie w styczniu. W szczególności spodziewamy się spadku eksportu o 1,9% r/r, co potwierdziłoby nadal niekorzystny wpływ zagranicy na krajową gospodarkę.

Wydarzenia i komentarze

- **PL:** Inflacja w lutym wyniosła 4,9% r/r, co jest odczytem niższym niż nasze oczekiwania i konsensus rynkowy. To w głównej mierze efekt aktualizacji koszyka inflacyjnego przez GUS, w wyniku czego w dół zrewidowano odczyt inflacji za styczeń, który finalnie wyniósł 4,9% r/r a nie 5,3% r/r jak szacowano pierwotnie. Podobnie jak w poprzednich miesiącach, najsilniej rosły ceny usług, w szczególności związanych z kulturą i rekreacją. Łącznie usługi podrożały o 6,6% r/r. Znacznie wolniej rosły ceny towarów. Niższy od oczekiwań odczyt inflacji za styczeń i luty obniża punkt startowy inflacji na cały ten rok. Nie zmienia się zaś radykalnie trajektoria inflacji. Opublikowane dane nie zmieniają oczekiwań co do stóp w najbliższych miesiącach, jednak niższa niż założono w projekcji ścieżka inflacji, przy założeniu dalszej normalizacji sytuacji na rynku pracy, może wzmocnić dyskusję o cięciu stóp proc. na początku drugiej połowy tego roku.
- **PL:** W piątek Narodowy Bank Polski zaprezentował szczegóły marcowej projekcji makroekonomicznej na lata 2025-2027. Według podstawowego scenariusza, przyjmującego założenie o stałych stopach procentowych, średnioroczna inflacja CPI wyniesie ma w latach 2025-2027 odpowiednio 4,9% r/r, 3,4% r/r i 2,5% r/r. Wskaźnik CPI ma od 3Q 2026 mieścić się w przedziale celu inflacyjnego (2,5% r/r +/- 1 pkt proc). W przypadku PKB projekcja pokazuje wzrost o 3,7% r/r, 2,9% r/r i 2,3% r/r. O ile oczekiwania dla lat 2026-2027 wyglądają optymistycznie, o tyle zwraca uwagę projekcja na 2027 r. pokazująca dynamikę PKB istotnie poniżej średniej wieloletniej. Oznacza to, że gdyby stopy procentowe nie uległy zmianie to byłby to scenariusz zaciągania hamulca na gospodarkę. Tym samym, prędzej czy później konieczna będzie obniżka stóp procentowych. Tym bardziej, że według projekcji dynamika wynagrodzeń w 2027 r. schodzi już poniżej średniej długoterminowej. Obecnie jednak Rada Polityki Pieniężnej skupia się na ryzykach inflacyjnych związanych, m.in. z ożywieniem gospodarczym i niepewnością co do cen energii elektrycznej.
- **CN:** Produkcja przemysłowa w Chinach wzrosła w okresie styczeń-luty o 5,9% r/r po wzroście o 6,2% r/r w grudniu, co okazało się pozytywną niespodzianką. Zgodny z oczekiwaniami okazał się natomiast odczyt sprzedaży detalicznej wynoszący 4,0% r/r (styczeń-luty) wobec 3,7% r/r w grudniu. Dane pokazują niezłą kondycję chińskiej gospodarki przed podwyższeniem ceł USA na towary z Państwa Środka.

Rynki na dziś

Obraz notowań EUR/PLN nie zmienia się. Kurs EUR/PLN oscyluje wokół poziomu 4,19. W tym tygodniu mimo mnogości danych i posiedzenia Fed ponownie liczyć może się geopolityka. Tym bardziej, iż na jutro zaplanowana została rozmowa przywódców USA i Rosji w sprawie Ukrainy.

| 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 |

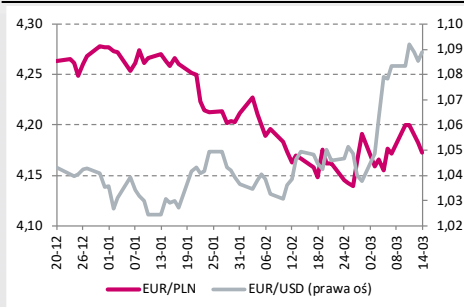
| IRS PLN | (%) | Δ bps |
|---------|------|-------|
| 2Y | 5.12 | 2 |
| 5Y | 4.89 | 2 |
| 10Y | 5.11 | 2 |

| 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

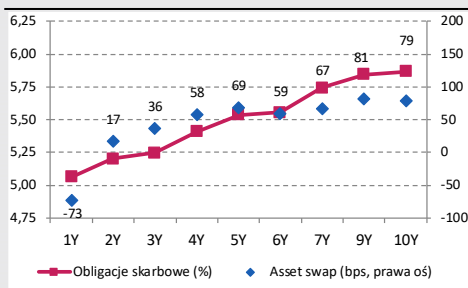
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



Rynek krajowy

Na koniec tygodnia złoty umocnił się w relacji do głównych walut. Podczas minionej sesji kurs EUR/PLN po wielu dniach prób wybicia się ponad poziom 4,20 skutecznie zawrócił na południe sięgając - przez krótką chwilę - nawet poziomu 4,1697. Ruch umocnienia złotego był spójny z zachowaniem pozostałych walut koszyka tej części Europy. Wsparciem dla nastrojów były informacje o przelamaniu impasu w zabezpieczeniu 2/3 głosów w niemieckim parlamencie (dzięki zaangażowaniu partii Zielonych) by móc wygenerować silny impuls fiskalny w tym kraju. Umocnienie złotego wspierało także ruch spadkowy pary USD/PLN, która ponownie - po chwilowej przerwie - testowała silny poziom techniczny, a więc 3,82. Na krajowym rynku długu obserwowaliśmy gwałtowny spadek dochodowości wzdłuż całej krzywej. W efekcie dochodowość 2-latkki ze sporą nawiązką wykasowała ruch wzrostowy dochodowości widoczny podczas czwartkowej sesji. Do poziomu 5,88% obniżyła się zaś rentowność 10-latkki. Wydarzeniem dnia na rynku długu był przetarg sprzedaży 49-tygodniowych bonów skarbowych za 2,027 mld PLN przy popycie rządu 5,413 mld PLN i rentowności 5,303%.

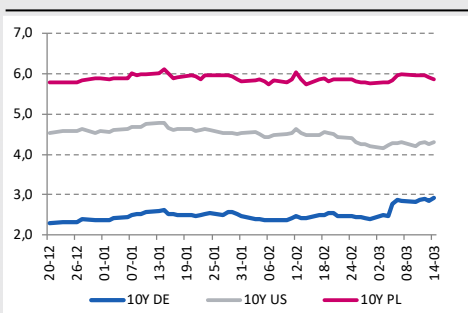
Krajowy rynek stopy procentowej



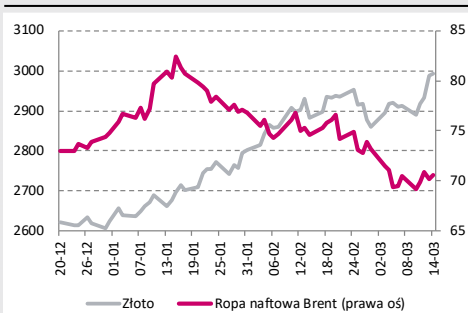
Rynki zagraniczne

Za nami wyjątkowo nudny tydzień w wykonaniu eurodolara. Kurs EUR/USD oscylował w okolicy 1,09, a więc pozostawał relatywnie stabilny mimo wielu potencjalnych źródeł zmienności. Sporo zadziało się między innymi w kontekście procesu pokojowego na Ukrainie, jak również wojen handlowych (cła), ale i pakietu fiskalnego w Niemczech. Agencja informacyjna Bloomberg poinformowała, iż nieoficjalnie lider CDU/CSU i kandydat na kanclerza Niemiec F. Merz osiągnął wstępne porozumienie z Partią Zielonych w sprawie pakietu wydatków na obronę i infrastrukturę, finansowanego z długu. Reakcją rynkową na to wydarzenie był między innymi wzrost dochodowości Bunda do najwyższego od października 2023 roku poziomu 2,91%.

Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Kalendarium

| Wskaźnik/Wydarzenie | Kraj | Okres | Poprzednie dane | Aktualne dane | Konsensus rynkowy | Bank Millennium prognoza |
|--|------------|----------|-----------------|---------------|-------------------|--------------------------|
| Piątek 14 marca | | | | | | |
| 10:00 Inflacja CPI r/r fin. | Polska | Luty | 4.9% | 4.9% | 5.3% | 5.2% |
| Poniedziałek 17 marca | | | | | | |
| 03:00 Produkcja przemysłowa r/r | Chiny | Luty | 6.2% | 5.9% | 5.3% | |
| 03:00 Sprzedaż detaliczna r/r | Chiny | Luty | 3.7% | 4.0% | 4.0% | |
| 13:30 Sprzedaż detaliczna m/m | USA | Luty | -0.9% | | 0.7% | |
| 14:00 Inflacja bazowa r/r | Polska | Luty | 4.0% | | 4.0% | 4.0% |
| 14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR) | Polska | Styczeń | -803 mln | | 379 mln | 440 mln |
| Wtorek 18 marca | | | | | | |
| 11:00 Indeks instytutu ZEW | Niemcy | Marzec | 26.0 | | 52.8 | |
| 14:15 Produkcja przemysłowa m/m | USA | Luty | 0.5% | | 0.3% | |
| Środa 19 marca | | | | | | |
| Decyzja BoJ ws. stóp proc. | Japonia | Marzec | 0.50% | | 0.50% | |
| 11:00 Przetarg sprzedaży obligacji | Polska | Marzec | | | | |
| 11:00 Wynagrodzenia r/r | EZ | Q4 | 4.4% | | | |
| 11:00 Inflacja HICP r/r fin. | EZ | Luty | 2.4% | | 2.4% | |
| 19:00 Decyzja Fed ws. stóp procentowych | USA | Marzec | 4.25% | | 4.25% | 4.25% |
| Czwartek 20 marca | | | | | | |
| 02:00 Stopa pożyczkowa - jednoroczna | Chiny | Marzec | 3.10% | | 3.10% | |
| 09:30 Decyzja ws. stóp procentowych | Szwajcaria | Q1 | 0.50% | | 0.25% | |
| 10:00 Produkcja przemysłowa r/r | Polska | Luty | -1.0% | | -1.0% | -1.3% |
| 10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r | Polska | Luty | 4.3% | | 2.3% | 2.0% |
| 10:00 Zatrudnienie r/r | Polska | Luty | -0.9% | | -0.9% | -1.0% |
| 10:00 Wynagrodzenia r/r | Polska | Luty | 9.2% | | 8.7% | 8.8% |
| 10:00 Inflacja PPI r/r | Polska | Luty | -0.9% | | -1.2% | -1.2% |
| 13:00 Decyzja BoE ws. stóp proc. | UK | Marzec | 4.50% | | 4.50% | |
| 13:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych | USA | 15 marca | 220 tys. | | 225 tys. | |
| Piątek 21 marca | | | | | | |
| Decyzja Moody's ws. ratingu | Polska | Marzec | | | | |
| Poniedziałek 24 marca | | | | | | |
| 10:00 Sprzedaż detaliczna r/r | Polska | Luty | 4.8% | | 3.2% | 3.5% |

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