



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

Analitik rynków finansowych
+48 22 598 22 36

18 marca 2025

Informacje na dziś

- **GE:** Dziś o godzinie 11:00 poznamy marcowy odczyt indeksu instytutu ZEW, informującego o oczekiwaniach ekspertów co do przyszłej sytuacji gospodarczej w Niemczech. Konsensus prognoz wskazuje na silny wzrost indeksu do 52,8 pkt (najwyższy poziom od 3 lat) z 26,0 pkt w lutym. Realizacja rynkowych prognoz świadczyłaby o bardzo istotnej poprawie nastrojów, wynikającej z planów niemieckich władz dotyczących znaczących inwestycji w infrastrukturę i sektor obronny.
- **US:** O 14:15 opublikowany zostanie natomiast odczyt produkcji przemysłowej w USA w lutym. Spodziewany jest wzrost o 0,2% m/m po wzroście o 0,5% m/m w styczniu. Odczyt dostarczy pełniejszego obrazu kondycji amerykańskiego sektora wytwórczego u progu wojen celnych.

Wydarzenia i komentarze

- **PL:** Narodowy Bank Polski przedstawił wczoraj obliczenia wskaźników inflacji bazowej w styczniu i w lutym br. uwzględniające już rewizję wag koszyka konsumpcyjnego, które będą wykorzystywane w całym 2025 r. Według tych danych najczęściej analizowany spośród czterech wskaźnik inflacji bazowej, tj. CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wyniósł w lutym 3,6% r/r wobec 3,7% r/r w styczniu. Przypomnijmy, że w grudniu ub.r. wskaźnik ten kształtował się na 4,0% r/r. Oznacza to, że ta miara inflacji bazowej, jest już bardzo blisko 3,5% r/r, tj. górnego ograniczenia dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego. Dla nas przedstawione wartości zaskakują w dół, gdyż spodziewaliśmy się, że ta miara inflacji bazowej w styczniu i w lutym będzie zbliżona do 4,0% r/r. Czy zatem nowe dane o inflacji bazowej zmieniają nasz scenariusz dla stóp procentowych? Raczej nie. Nie sądzimy, aby najbliższe miesiące przyniosły zmiany stóp procentowych. Tym bardziej, że wzrośnie inflacja CPI a w maju odbędą się wybory prezydenckie. Podtrzymujemy, że do wznowienia cyklu obniżek dojdzie najpewniej w II poł. roku, a napływające dane inflacyjne, w tym te o inflacji bazowej będą przesądzać o timingu i skali cięć. Według nas II poł. 2025 dostarczy cięcia co najwyżej o 100 pkt baz.
- **PL:** Saldo rachunku obrotów bieżących wyniosło w styczniu -168 mln EUR, wobec -803 mln EUR w grudniu. Deficyt okazał się niższy niż miesiąc wcześniej, choć i tak dane stanowią negatywną niespodziankę. Nasza prognoza jak i konsensus wskazywały na niemalą nadwyżkę. Dane Narodowego Banku Polskiego wskazują, że czynnikiem utrzymującym deficyt było m.in. saldo obrotów towarowych z zagranicą. Wyniosło ono -1,5 mld EUR wobec -2,2 mld EUR w grudniu. Jest to wynik spadku eksportu o 0,7% r/r (licząc wartość w EUR) i wzrostu importu o aż o 9,9% r/r, najszybszego od dwóch lat. Dane te potwierdzają widoczne już w II poł. 2024 r. tendencje, czyli słaby popyt z zagranicy ograniczający eksport i niezły popyt krajowy poprawiający import. Nie sądzimy aby wnioski te w najbliższych miesiącach ulegały istotnej zmianie.
- **PL:** Deficyt budżetu państwa po lutym wyniósł 36,3 mld zł, co stanowi 12,6% planu na całość 2025 r. (288,8 mld zł). Deficyt jest dużo większy niż po lutym 2024 r., aczkolwiek nie można w pełni tych danych porównywać, ze względu na reformę finansowania jednostek samorządu terytorialnego. Niemniej, analizując dochody z podatków pośrednich po lutym, naszym zdaniem, nie zmniejsza się prawdopodobieństwo realizacji planów budżetowych na cały 2025 r.

Rynki na dziś

Wtorek zapowiada się niezwykle emocjonująco na rynkach finansowych. Dziś bowiem odbyć się ma rozmowa telefoniczna przywódców USA i Rosji nt. Ukrainy. Inwestorzy wyczekiwali będą ponadto wyników głosowania w Niemczech w sprawie akceptacji dla pakietu fiskalnego. Wymagana jest większość 2/3 przedstawicieli Bundestagu, której zapewnienie, mimo uzgodnień politycznych, stanowi pewne ryzyko. Lokalnie wydarzeniem dnia będzie przetarg sprzedaży obligacji (Ministerstwo Finansów zaferuje obligacje o łącznej wartości 6-10 mld PLN w seriach OK0127, WS0429, PS0130, WZ0330, DS1034). Sprzedaż powinna stopniowo przybliżyć do ok. 55% realizacji tegorocznych potrzeb pożyczkowych dając coraz większy komfort MinFin. Tym bardziej, w świetle rekordowo wysokiej poduszki płynnościowej Ministra Finansów (ponad 200 mld PLN).

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,1846	0,1%
USD/PLN	3,8292	-0,4%
CHF/PLN	4,3516	0,3%
EUR/USD	1,0928	0,5%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,83	-3
WIBOR 3M	5,85	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,17	-2
5Y	5,45	-4
10Y	5,84	-4

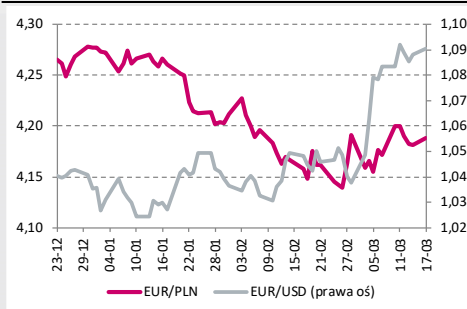
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,98	-5
5Y	4,75	-7
10Y	5,00	-8

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,80	-8
US 10Y	4,26	-4

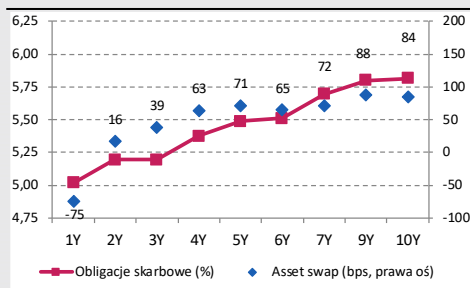
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	98011,9	1,0
DAX	23154,6	0,7
S&P 500	5675,1	0,6

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

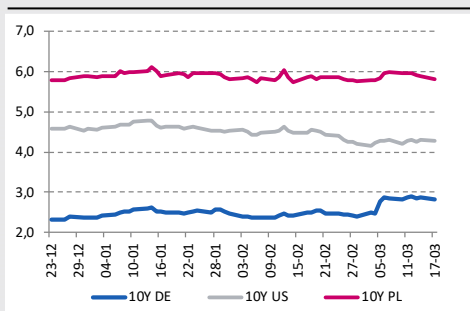
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



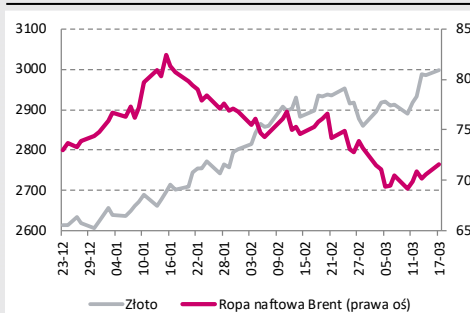
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Wycena złotego konsekwentnie pozostaje zdominowana przez aspekty geopolityczne, w szczególności te związane z przyszłością Ukrainy. Kurs EUR/PLN utrzymuje się w narysowanym przez nas przed miesiącem paśmie 4,10 - 4,20. Wartość polskiej waluty pozostaje nieco zmienna, choć utrzymuje się obecnie w górnym zakresie kanału. W naszej ocenie inwestorzy wyczekują obecnie na dzisiejszą rozmowę przywódców USA i Rosji na temat Ukrainy, ale i śródowy wynik posiedzenia Fed (przede wszystkim narracja w kontekście oczekiwanej braku zmian stóp procentowych). Za scenariusz bazowym przyjmujemy dokonanie kolejnego kroku na drodze do porozumienia pokojowego na Ukrainie (pozytywna informacja dla złotego) i utrzymanie status quo w narracji Fed, a więc nieco bardziej jastrzębiego stanowiska w stosunku do bieżących oczekiwań rynkowych (negatywna informacja dla walut rynków wschodzących). Efektem będzie zmienność, która w naszej ocenie będzie cechą charakterystyczną dla złotego w tym tygodniu. Nie powinna ona jednak zdecydować o wybiciu ze wspomnianego kanału 4,10 - 4,20. Krajowe dane makroekonomiczne, których sporą liczbę poznamy w najbliższych dniach pozostaną drugoplanowe. Wymowa ubiegłotygodniowego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej, ale i wystąpienia prezesa Narodowego Banku Polskiego utwierdzają nas bowiem w przekonaniu, iż droga do obniżek stóp procentowych pozostanie prawdopodobnie zamknięta w najbliższych miesiącach. Zaplanowane na ten tydzień odczyty z polskiej gospodarki tego nie zmienią.

Rynki zagraniczne

Eurodolar złapał zadyszkę w dynamicznym trendzie wzrostowym zainicjowanym na początku marca wraz z informacjami o planowanym znaczącym impulsie fiskalnym w niemieckiej gospodarce, zwiększeniu wydatków militarnych w Europie, możliwej pauzie w cyklu cięć stóp procentowych w strefie euro w kwietniu i jednoczesnym dyskontowaniu większej ilości obniżek kosztu pieniądza w amerykańskiej gospodarce. Taki miks czynników doprowadził parę EUR/USD do poziomu 1,09, którego jednak nie udało się trwale pokonać. Mimo wszystko uważamy, iż najbliższe dni przyniosą kolejne próby ataku na poziom 1,0936. Wsparciem dla nastrojów może okazać się jutrzejsza rozmowa przywódców USA i Rosji, o ile przybliży ona porozumienie pokojowe na Ukrainie. Za najpoważniejsze ryzyko dla naszych oczekiwań uznajemy natomiast śródowe posiedzenie Fed. O ile zgodnie z konsensusem rynkowym oczekujemy utrzymania stóp procentowych, o tyle powtórzenie narracji Fed z ostatniego posiedzenia, w tym publikacja nowych oczekiwań bankierów centralnych odnośnie do ścieżki stóp procentowych w 2025 roku i kolejnych latach może być źródłem rynkowej zmienności. Spodziewamy się, iż postawa członków Fed może nieco kontrastować z bieżącymi oczekiwaniami uczestników rynku, które zakładają m.in. trzy cięcia stóp procentowych w USA w tym roku. Nie sądzimy aby w środę Fed podzielił to zdanie. Efektem będzie natomiast presja na umocnienie dolara.

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	-1.2%	0.2%	0.7%	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Luty	4.0%	3.6%	4.0%	4.0%
14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR)	Polska	Styczeń	-803 mln	-168 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