



Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

20 marca 2025

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

Informacje na dziś

- **PL:** Dziś o godz. 10:00 GUS poda dane o produkcji przemysłowej oraz budowlano-montażowej w lutym. Szacujemy, że produkcja sprzedana przemysłu spadła o 1,3% r/r wobec spadku o 1,0% r/r w styczniu. W przypadku produkcji budowlanej spodziewamy się wzrostu o 2,0% r/r po zaskakująco dobrym wyniku 4,3% r/r w styczniu. Dane te pozwolą ocenić na ile trwale okażą się pozytywnie niespodzianki za styczeń, a przez to precyzyjniej oszacować skalę ożywienia gospodarki w 1Q br. Przy interpretacji wyników za luty należy jednak wziąć pod uwagę mniejszą liczbę dni roboczych niż przed rokiem. W naszym aktualnym scenariuszu zakładamy wzrost dynamiki PKB w 1Q do 3,5% z 3,2% w 4Q ub. r., zaś w całym roku do 3,7%. Kolejne pozytywne zaskoczenie w danych może wzmacniać oczekiwania na wyższe tempo ożywienia gospodarki w tym roku.
- **PL:** Dziś poznamy też dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw w lutym. Spodziewamy się spadku zatrudnienia o 1,0% r/r, po spadku w styczniu o 0,9% r/r. W przypadku dynamiki płac nasza prognoza wynosi 8,8% r/r wobec 9,2% r/r miesiąc wcześniej. Rynek pracy w Polsce nie jest już rozgrzany jak w szczycie poprzedniego cyklu koniunkturalnego, niemniej dynamika płac w usługach nadal jest wysoka i przez to nie zwiększa przestrzeni do cięć stóp procentowych NBP w najbliższych miesiącach.

Wydarzenia i komentarze

- **US:** Amerykańska Rezerwa Federalna utrzymała przedział dla podstawowej stopy procentowej na poziomie 4,25-4,50%. Stabilizacja stóp proc. była zgodna z oczekiwaniami inwestorów i ekonomistów. Czekali oni zatem na uaktualniony zestaw prognoz makroekonomicznych. Niemniej, kierunek rewizji prognoz okazał się w dużym stopniu zgodny z tym, czego spodziewał się rynek. Członkowie Fed podnieśli prognozę inflacji PCE (deflator konsumpcji prywatnej) na rok 2025 do 2,7% r/r z 2,5% r/r szacowanego w grudniu. W latach 2026-2027 wskaźnik ma stopniowo zbiegać do celu Fed, tj. 2,0% r/r. W górę zrewidowano też prognozę bazowego wskaźnika dla 2025 r. do 2,8% r/r z 2,5% r/r, co oznacza, że bankierzy centralni nie widzą postępu w dezinflacji w tym roku, choć ma to być tylko przejściowe. Na konferencji przewodniczący J.Powell powiedział, że w części za rewizją stoi polityka celna USA oraz oczekiwana odpowiedź innych krajów na działania USA. Czynniki ten, oprócz napływających już danych, skutkowało też korektą w dół prognozy wzrostu gospodarczego na 2025 r. Członkowie Fed utrzymali natomiast oczekiwania z grudnia ub. roku co do stóp procentowych. Nadal spodziewają się łącznie cięć stóp proc. o 50 pkt baz. w tym roku, i o tyle samo w 2026 r. W 2027 r. uwzględniona jest jedna obniżka o 25 pkt baz. prowadząca w okolice poziomu uważanego za długookresowy (3,00%). Brak większych zaskoczeń odnotowujemy także w retoryce J.Powella na konferencji. Mówił on o dobrym miejscu, w którym znajduje się Fed dla ewentualnych korekt stóp i nie ma pośpiechu, żeby ich dokonywać. Podsumowując, marcowe posiedzenie Fed nie wniosło wiele nowego do oceny perspektyw polityki pieniężnej w USA. Bankierzy centralni podkreślają wyższą niż zwykle niepewność, niskie prawdopodobieństwo recesji oraz czekają na nowe dane i wyjaśnienie się polityki gospodarczej prezydenta D.Trumpa. Nowością jest decyzja Fed o spowolnieniu tempa zmniejszania bilansu Fed (quantitative tightening), aczkolwiek, według J.Powella, nie ma to związku z koniunkturą w USA, tylko z sytuacją na tamtejszym rynku pieniężnym.

Rynki na dziś

Tak jak zakładaliśmy - w większości zgodny z oczekiwaniami - przekaz wczorajszego posiedzenia Fed nie wywołał istotnych ruchów rynkowych (wyłączając giełdę w USA, gdzie w ślad za ostudzeniem rynkowych obaw dotyczących recesji akcje większości spółek zwyżkowały). Dziś kolejny dzień banków centralnych. Decyzję odnośnie do stóp procentowych podejmą bowiem bank centralny Szwajcarii, Szwecji i Anglii. Dziś koszt pieniądza utrzymał zaś Ludowy Bank Chin. Celem eurodolara pozostaje zatem wybitcie ponad poziom 1,937. Krótkoterminowa „historia” złotego również nie ulega zmianie i polega na oscylowaniu wokół 4,18. Czwartkowe dane z polskiej gospodarki (m.in. produkcja przemysłowa, wynagrodzenia) zapewne przejdą bez echa z uwagi na jasną deklarację RPP o konieczności stabilizowania stóp procentowych w najbliższych miesiącach.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,1811	0,0%
USD/PLN	3,8407	0,2%
CHF/PLN	4,3652	0,0%
EUR/USD	1,0888	-0,2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,85	1
WIBOR 3M	5,86	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,12	-4
5Y	5,52	2
10Y	5,88	7

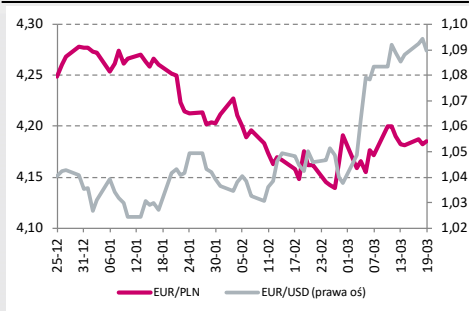
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,02	2
5Y	4,80	2
10Y	5,02	1

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,80	-1
US 10Y	4,31	0

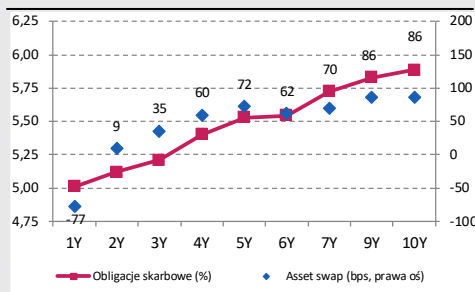
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	98439,4	-0,3
DAX	23288,1	-0,4
S&P 500	5675,3	1,1

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

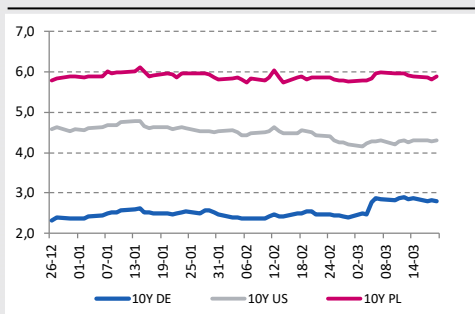
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



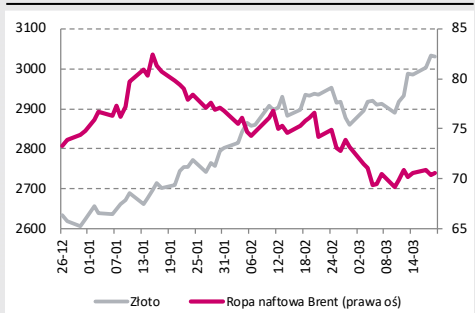
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Mimo, iż wczorajsze notowania kursu EUR/PLN cechowała podwyższona zmienność, to finalnie nie przetożyło się to na zmianę dotychczasowego obrazu notowań. Złoty początkowo słabł przejściowo przekraczając poziom 4,20 za EUR prawdopodobnie w ślad za informacjami o braku porozumienia prezydentów USA i Rosji odnośnie do 30-dniowego zawieszenia broni na Ukrainie. Dość szybko jednak, bo jeszcze przed południem, polska waluta zaczęła odrabiać straty. Finalnie mimo zmienności kurs EUR/PLN zakończył dzień na poziomie jego rozpoczęcia tj. 4,1850. Względny spokój widoczny był ponadto w notowaniach obligacji skarbowych, gdzie długi koniec krzywej koncentrował się wokół poziomu 5,90%. Warto jednak zwrócić uwagę, iż środa była kolejnym dniem narastania presji fiskalnej. Stawki 10-letniego asset swapa wzrosły do 86 pkt. baz. i to pomimo informacji, iż poziom finansowania potrzeb pożyczkowych na 2025 rok wynosi ok. 54%.

Rynki zagraniczne

Wyczekiwanie na najważniejsze wydarzenie wczorajszej sesji, a więc wynik posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej zdominował środowe notowania eurodolara. Kurs zawrócił co prawda z okolic 1,0920, lecz jedynie nieznacznie i wokół poziomu 1,0885 oczekiwał na rozstrzygnięcia wspomnianego posiedzenia Fed. Spokój towarzyszył w tym czasie także notowaniom obligacji na rynkach bazowych, dla których najnowsze prognozy FOMC, ale i narracja prezesa J.Powella pozostawały kluczowe dla krótkoterminowych losów.

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	51.6	52.8	
11:00 Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Marzec				
14:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Luty	0.3%	0.7%	0.3%	
Środa 19 marca						
Decyzja BoJ ws. stóp proc.	Japonia	Marzec	0.50%	0.50%	0.50%	
11:00 Wynagrodzenia r/r	EZ	Q4	4.4%	4.1%		
11:00 Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Luty	2.4%	2.3%	2.4%	
19:00 Decyzja Fed ws. stóp procentowych	USA	Marzec	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%
Czwartek 20 marca						
02:00 Stopa pożyczkowa - jednoroczna	Chiny	Marzec	3.10%	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