

RPP obniży stopy, jeśli inflacja radykalnie zmaleje

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Kolejne dane z USA świadczące o spadku inflacji (tym razem PPI) nie przełamały niepokoju na Wall Street związanych z nową odśłoną wojen handlowych (D.Trump zagroził wprowadzeniem 200% ceł na europejskie alkohole). Giełdy zamknęły się na solidnych minusach, a indeks S&P spadł do poziomu najniższego od 6 miesięcy. Dolar umocnił się nieznacznie wobec euro a rentowności obligacji na rynkach bazowych lekko spadły. Na rynku krajowym po jastrzębiej konferencji prezesa NBP złoty umocnił się - EURPLN pod koniec dnia zbliżał się do 4,18 a USDPLN odrobił poranne straty i zakończył dzień w okolicy środowego zamknięcia. Rentowności polskich SPW nie zmieniły się istotnie. Rosnący o 2,1% WIG20 był wczoraj najsilniejszym indeksem w Europie.
- Dziś najważniejszą publikacją, będzie krajowa inflacja CPI za luty, która zgodnie z konsensusem i naszą prognozą powinna pozostać na poziomie ze stycznia, tj. 5,3% r/r. Warto przypomnieć, że dane styczniowe były wstępne i opierały się na zeszłorocznych wagach koszyka konsumpcyjnego. Ich zaktualizowaną wersję poznamy przy okazji dzisiejszej publikacji. Standardowo wynik styczniowy podlegał niewielkim rewizjom po aktualizacji wag (rzędu 0,1-0,2pp, najczęściej w dół).
- Interesujące będą również szczegóły najnowszej projekcji inflacji, którą dziś zaprezentuje NBP. Nas szczególnie ciekawi, co stało za rewizją prognozy inflacji na 2026 – zwłaszcza, czy były to inne czynniki poza założeniem wzrostu regulowanych cen energii.
- W USA w centrum uwagi znajdzie się marcowy indeks koniunktury konsumenckiej wg Uniwersytetu Michigan, który zgodnie z oczekiwaniami ponownie się obniżył po dość głębokim spadku w lutym. W ubiegłym miesiącu pogorszyły się zarówno oceny bieżące, jak i prognozy na przyszłość, a oczekiwania inflacyjne wzrosły do poziomu nienotowanego od 1995. Najgorzej od 2020 oceniane były też perspektywy dla bezrobocia.
- W tle znajdują się zrewidowane szacunki inflacji w Niemczech. Według wstępnych danych CPI wyniósł w lutym 2,3% r/r (tyle samo, co w styczniu).

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

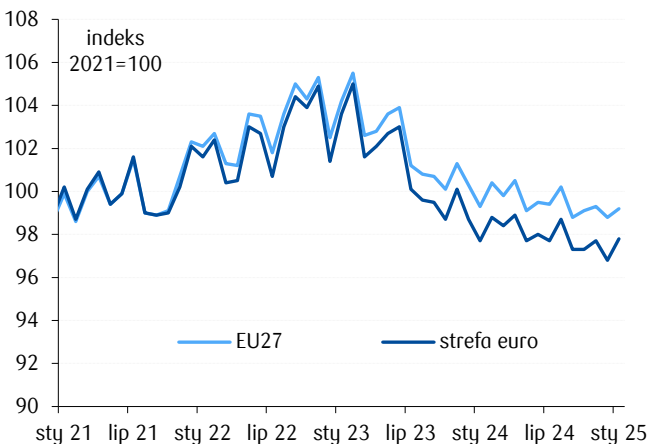
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

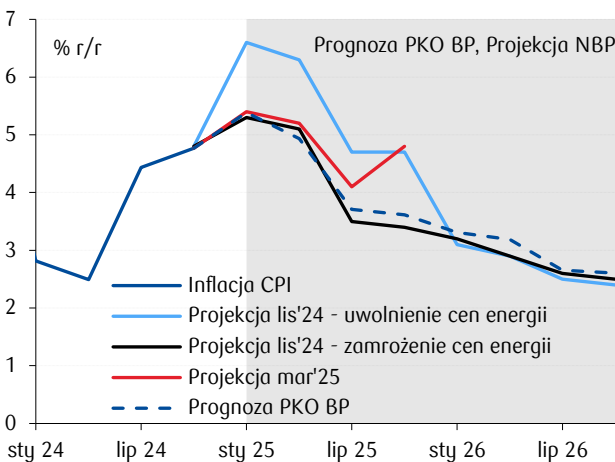
	Wartość 2025-03-13	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,1873	-0,2
USDPLN	3,8564	0,3
CHFPLN	4,3578	0,1
GBPPLN	4,9901	0,0
EURUSD	1,0858	-0,6
Obligacje:		
PL2Y	5,37	2
PL5Y	5,66	-3
PL10Y	5,97	-4
DE10Y	2,85	-3
US10Y	4,26	-5
Indeksy akcyjne:		
WIG	94 955,3	1,6
DAX	22 567,1	-0,5
S&P500	5 521,5	-1,4
Nikkei**	37 131,8	0,8
Shanghai Comp.**	3 418,2	1,4
Surowce:		
Złoto	2978,85	1,5
Ropa Brent	69,88	-1,5

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Produkcja przemysłowa w UE



Projekcja inflacji NBP*

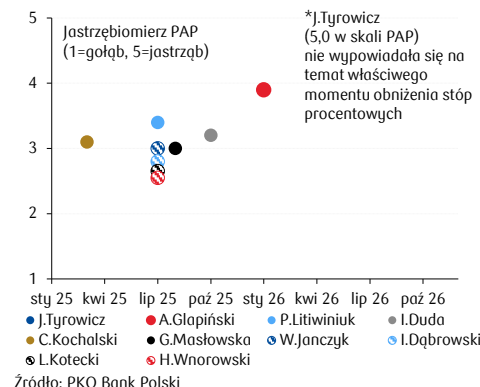


Źródło: Macrobond, NBP, PKO Bank Polski. *Ścieżka inflacji w projekcji z marca 2025 kończy się na 4q25, ponieważ tylko tyle zostało zaprezentowane podczas konferencji po posiedzeniu RPP, a pełna ścieżka do 4q27 zostanie opublikowana dziś w Raporcie o Inflacji.

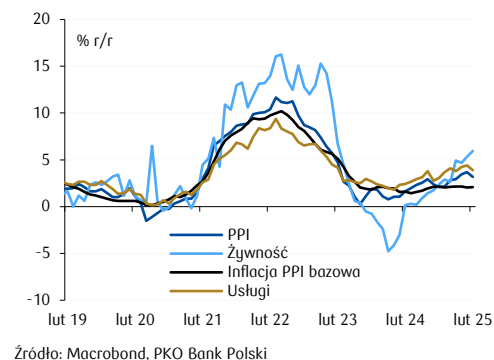
PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** Na konferencji prasowej po posiedzeniu RPP A.Głapiński powiedział, że nie ma obecnie jakichkolwiek podstaw do obniżenia stóp procentowych NBP. Rada nie przesądza o przyszłych decyzjach i pozostaje w trybie „data dependent” w obliczu podwyższonej niepewności. Niemniej jednak Prezes wskazał, że podczas posiedzenia odbyła się dyskusja dotycząca możliwości obniżenia stóp procentowych w przyszłości, a jeśli „dane pokażą, że inflacja radykalnie zmalała i są przewidywania, że w najbliższych kwartałach będzie maleć to Rada się zbierze i obniży stopy”. Zapytany o możliwość podwyższenia stóp procentowych Przewodniczący RPP powiedział, że z wysokim stopniem prawdopodobieństwa można powiedzieć, że jeśli nastąpi zmiana polityki pieniężnej, to będzie to obniżanie stóp procentowych – rozpoczęcie cyklu obniżek lub jednorazowe dostosowanie. Marcowa projekcja (zakładająca utrzymanie stóp na niezmiennym poziomie w całym horyzoncie projekcji) zakłada wzrost inflacji CPI w 1q25 do 5,4% r/r, następnie spadek w 2q25 do 5,2% r/r i 4,1% r/r w 3q25 i ponowny wzrost do 4,8% r/r w 4q25 za sprawą odmrożenia cen energii. Średnioroczna inflacja CPI w 2025 będzie wyższa niż w ubiegłym roku i ma wynieść 4,9% wobec 3,6% w 2024. W kolejnych latach ma obniżyć się do 3,4% w 2026 i 2,5% w 2027. Projekcja zakłada obowiązujący stan prawny i obecną wysokość tariff na prąd, a zatem w przypadku prawdopodobnego (i oczekiwanego przez nas) obniżenia tariff, efekt odmrożenia cen energii w październiku 2025 będzie niższy niż 0,7pp zakładane przez NBP. Prezes NBP wśród czynników niepewności wymienił wojnę w Ukrainie i możliwe scenariusze jej zakończenia, koniunkturę za granicą, a także wojny handlowe i ich skutki. Inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii) ma w tym roku kształtować się powyżej poziomu 4% r/r, a podbijając ją będą trzy główne czynniki makroekonomiczne: wysoka dynamika płac, przyspieszający wzrost gospodarczy i luźna polityka fiskalna. Zapytany o umocnienie złotego Prezes NBP powiedział, że znaczący wzrost wartości krajowej waluty silnie ogranicza inflację. **Pozostajemy na stanowisku, że inflacja CPI w 4q25 nie wzrośnie tak silnie jak zakłada marcowa projekcja i zakładamy, że RPP obniży w tym roku stopy o 75pb.**
- POL:** H.Wnorowski (RPP) powiedział, że wciąż widzi możliwość obniżenia stóp procentowych w lipcu, ale szansa na to jest nieco mniejsza niż przed marcową projekcją. Dodał, że jest zaniepokojony, ponieważ zgodnie z najnowszymi prognozami inflacja osiągnie cel później niż wcześniej zakładano. Według niego silny złoty nie będzie kluczowym argumentem za obniżką stóp. L.Kotecki (RPP) powiedział, że w kolejnych miesiącach Radę czekają ożywione dyskusje nt. obniżek stóp, które zakończą się wnioskiem o obniżenie stóp, jednak może to nie nastąpić w kwietniu i maju. Członek RPP uważa, że nie będzie to pojedyncze dostosowanie, a początek cyklu obniżek i widzi w 2025 miejsce na cięcie stóp o łącznie 50-100pb, docelowo ze stopą neutralną 3,50-3,75%. L.Kotecki uważa, że prognoza 3,7% dynamiki PKB z marcowej projekcji w 2025 jest optymistyczna i widzi on wzrost raczej na poziomie ok. 3,4-3,5%. W ocenie członka RPP kurs złotego zbyt mocno zareagował na ostatnie wydarzenia geopolityczne i może dojść do korekty notowań polskiej waluty.
- EUR:** Produkcja przemysłowa wzrosła w styczniu o 0,8% m/m z nawiązką rekompensując grudniowy spadek (o 0,4% m/m). W efekcie utrzymała się na poziomie sprzed roku (wobec konsensusu -0,8% r/r i -1,5% r/r po rewizji w górę w grudniu). Tym razem wzrosty m/m koncentrowały się w produkcji dóbr pośrednich (1,6% m/m) i kapitałowych (0,5% m/m). Produkcja dóbr konsumpcyjnych spadła, a redukcja koncentrowała się głównie w segmencie dóbr nietrwałych (-3,1% m/m), których sprzedaż wzrosła solidnie w grudniu. Dane napawają umiarkowanym optymizmem, choć za wcześnie jeszcze aby ogłaszać koniec problemów europejskiego przemysłu. Na razie nie widać nawet przełamania utrzymującej się od 2 lat tendencji spadkowej. Nadzieje na

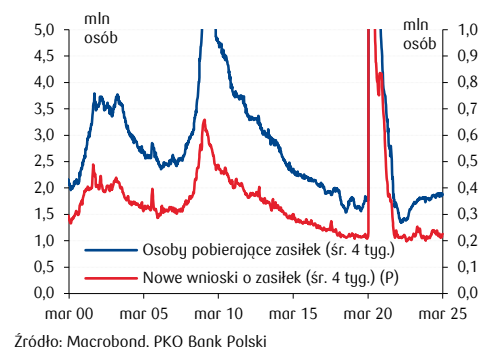
Deklarowany przez członków RPP najwcześniejszy możliwy moment obniżenia stóp procentowych



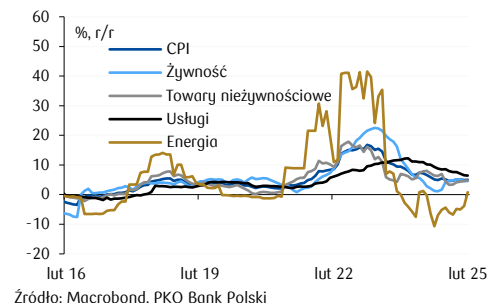
Inflacja PPI w USA



Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych w USA



Inflacja w Rumunii



ożywienie dają plany inwestycyjne związane ze zwiększeniem produkcji zbrojeniowej w Europie.

- **USA:** Inflacja PPI w lutym zgodnie z oczekiwaniami spadła do 3,2% r/r z 3,7% r/r w styczniu. Dezinflacji sprzyjały efekty bazy w cenach energii oraz wyhamowanie (do 0% m/m) presji cenowej w usługach, przy 1% spadku w segmencie usług handlowych, odzwierciedlającym redukcję marż uzyskiwanych przez hurtowników i detalistów. Jednocześnie w kategoriach, które będą komponentem deflatora PCE (opieka zdrowotna, usługi finansowe), ceny wzrosły. Dane powinny być neutralne dla Fed.
- **USA:** Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu nieznacznie spadła do 220 tys. z 222 tys. tydzień wcześniej i zaskoczyła pozytywnie. Zmniejszyła się również liczba osób kontynuujących pobieranie zasiłku, co potwierdza stabilną sytuację na rynku pracy.
- **ROM:** W przeciwieństwie do oczekiwań spowolnienia, inflacja CPI w lutym ustabilizowała się na poziomie 5,0% r/r (niewielkie przyspieszenie było widoczne w odniesieniu do drugiego miejsca po przecinku, który podaje urząd statystyczny). Wśród szerokich kategorii, głównym motorem przyspieszenia inflacji były produkty nieżywnościowe (4,8% r/r w porównaniu do 4,6% r/r w styczniu), głównie na skutek wzrostu (0,8% r/r) cen energii po 11-miesięcznym okresie nieprzerwanego deflacyjnego trendu w tej kategorii, który zakończył się wskutek wygaśnięcia efektów bazy. Inflacja żywnościowa pozostała na niezmiennym poziomie 5,0% r/r, natomiast wzrost cen usług nieznacznie spowolnił do 6,4% r/r z 6,5% r/r, co ogólnie wspiera obraz pewnej normalizacji procesów inflacyjnych.
- **ROM:** Produkcja przemysłowa wzrosła w styczniu o 2,1% r/r (swda), przyspieszając po spadku o 3,4% r/r w grudniu. Wynik ten był częściowo wsparty efektami statystycznymi, chociaż wzrost odnotowano również w ujęciu miesięcznym. Wyższa produkcja była głównie wynikiem wzrostu w przetwórstwie przemysłowym (2,7% r/r), a następnie w górnictwie i wydobywaniu (2,2% r/r). W sektorze zaopatrywania w prąd, gaz i wodę odnotowano niższą produkcję niż przed rokiem (-3,9% r/r). Kluczowe eksportowe sektory przetwórstwa pozostały jednak w recesji – spadek produkcji pogłębił się w przypadku pojazdów mechanicznych (do -4,6% r/r) i złagodził w przypadku produkcji komputerów i urządzeń elektronicznych (do -7,1% r/r). Z kolei dobry wynik ogółem był napędzany silnym wzrostem w górnictwie i wydobywaniu metali (8,4% r/r) po dwucyfrowych spadkach w poprzednich miesiącach.
- **EUR:** J.Nagel (Prezes Bundesbanku) powiedział, że amerykańskie wysokie cła mogą w tym roku zepchnąć niemiecką gospodarkę w recesję. Dodał, odnosząc się do ceł nakładanych przez USA na import stali i aluminium oraz odpowiedź UE, że lwią część kosztu wojny celnej poniosą Amerykanie i ma nadzieję, że amerykańska administracja jest tego świadoma.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 7 marca						
GER: Zamówienia fabryczne (sty.)	08:00	% m/m	5,9	-2,4	--	-7,0
EUR: Wzrost PKB (4q)	11:00	% r/r	0,9	0,9	--	0,9
EUR: Zatrudnienie (4q)	11:00	% r/r	1,0	0,6	--	0,7
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (lut.)	14:30	tys	125	158	184	151
USA: Przeciętna płaca godzinowa (lut.)	14:30	% r/r	3,9	4,2	--	4,0
USA: Stopa bezrobocia (lut.)	14:30	%	4,0	4,0	--	4,1
Poniedziałek, 10 marca						
GER: Produkcja przemysłowa (sty.)	8:00	% m/m	-1,5	1,5	--	2,0
GER: Produkcja przemysłowa (sty.)	8:00	% r/r	-2,2	-2,8	--	-1,6
GER: Eksport (sty.)	8:00	% m/m	2,9	0,5	--	-2,5
GER: Import (sty.)	8:00	% m/m	2,1	0,5	--	1,2
CZE: Stopa bezrobocia (lut.)	9:00	%	4,3	4,3	--	4,4
EUR: Indeks Sentix (mar.)	10:30	pkt.	-12,7	-9,3	--	-2,9
Wtorek, 11 marca						
HUN: Inflacja CPI (lut.)	8:30	% r/r	5,5	5,3	5,2	5,6
CZE: Inflacja CPI (lut., rew.)	9:00	% r/r	2,8	2,7	2,7	2,7
USA: Raport JOLTS (sty.)	15:00	mln	7,508	7,665	--	7,740
Środa, 12 marca						
ROM: Saldo handlowe (sty.)	8:00	mld RON	-3,34	--	--	-2,74
CZE: Produkcja przemysłowa (sty.)	9:00	% r/r	-2,7	-1,3	--	-0,6
USA: Inflacja CPI (lut.)	13:30	% r/r	3,0	2,9	2,8	2,8
USA: Inflacja bazowa (lut.)	13:30	% r/r	3,3	3,2	--	3,1
POL: Stopa referencyjna NBP (mar.)	--	%	5,75	5,75	5,75	5,75
Czwartek, 13 marca						
ROM: Inflacja CPI (lut.)	8:00	% r/r	5,0	4,8	4,5	5,0
ROM: Produkcja przemysłowa (sty.)	8:00	% r/r	-3,4	0,7	--	2,1
EUR: Produkcja przemysłowa (sty.)	11:00	% r/r	-1,5	-0,8	--	0,0
USA: Inflacja PPI (lut.)	13:30	% r/r	3,5	3,2	--	3,2
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (lut.)	13:30	tys.	222	227	--	220
Piątek, 14 marca						
ROM: Wynagrodzenie (sty.)	8:00	% r/r	11,1	--	--	--
GER: Inflacja CPI (lut., rew.)	8:00	% r/r	2,3	2,3	--	--
GER: Inflacja HICP (lut., rew.)	8:00	% r/r	2,8	2,8	--	--
POL: Inflacja CPI (lut.)	10:00	% r/r	5,3	5,3	5,3	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (mar., wst.)	15:00	pkt.	64,7	63,5	--	--

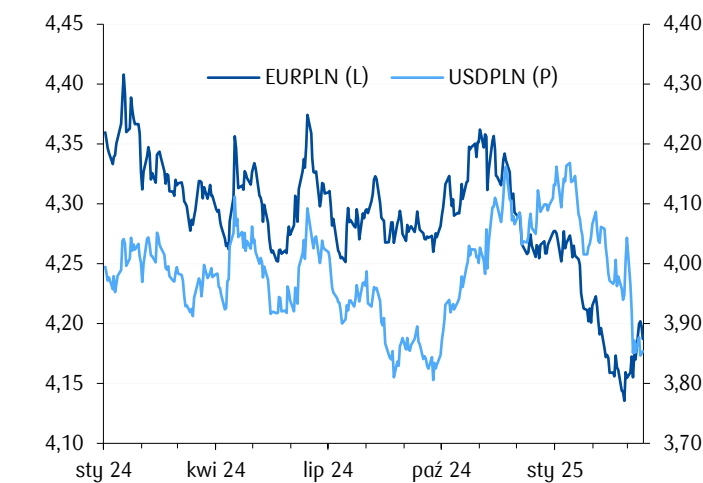
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

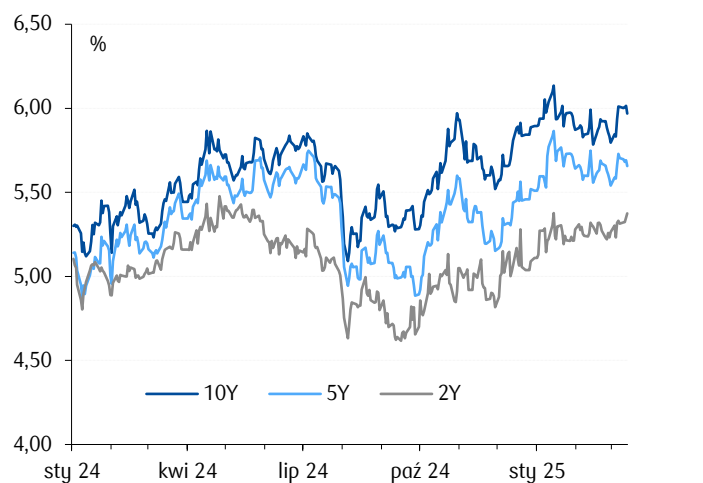
		Wartość 2025-03-13	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,1873	-0,2	0,3	0,4	-2,4	-12,4
	USDPLN	3,8564	0,3	0,0	-3,5	-2,1	-11,1
	CHFPLN	4,3578	0,1	0,1	-1,3	-2,3	-6,8
	GBPPLN	4,9901	0,0	0,0	-0,3	-0,8	-12,5
	EURUSD	1,0858	-0,6	0,4	4,1	-0,3	-1,5
	EURCHF	0,9609	-0,3	0,2	1,7	-0,1	-6,0
	GBPUSD	1,2944	-0,2	0,4	3,4	1,5	-1,4
	USDJPY	147,71	-0,4	-0,4	-3,5	-0,3	27,4
	EURCZK	25,03	-0,1	0,0	0,0	-0,6	-0,5
Obligacje	EURHUF	399,28	-0,1	0,0	-0,7	0,9	5,0
	PL2Y	5,37	2	4	7	22	4
	PL5Y	5,66	-3	-7	2	33	30
	PL10Y	5,97	-4	-4	10	51	94
	DE2Y	2,18	-5	-10	9	-70	258
	DE5Y	2,49	-4	-8	28	5	249
	DE10Y	2,85	-3	-3	43	44	258
	US2Y	3,95	-4	-2	-36	-74	223
	US5Y	4,02	-5	-4	-37	-28	208
Akcje	US10Y	4,26	-5	-3	-27	-3	226
	WIG	94 955,3	1,6	1,6	2,8	16,1	58,8
	WIG20	2 683,1	2,1	1,7	3,4	11,2	36,2
	S&P500	5 521,5	-1,4	-3,8	-9,7	7,2	29,6
	NASDAQ100	19 225,5	-1,9	-4,1	-12,7	6,7	41,5
	Shanghai Composite**	3 417,7	1,4	1,1	2,6	12,5	3,7
	Nikkei**	37 121,4	0,8	-1,5	-5,9	-4,3	44,5
	DAX	22 567,1	-0,5	-3,6	-0,2	25,8	67,9
Surowce	VIX	22,63	4,2	3,9	31,3	46,9	-24,9
	Ropa Brent	69,9	-1,5	0,6	-6,9	-18,2	-36,1
	Ropa WTI	66,8	-1,2	0,3	-6,8	-18,7	-37,0
	Złoto	2978,9	1,5	2,2	2,0	38,0	49,2

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, **zamknięcie dnia bieżącego.

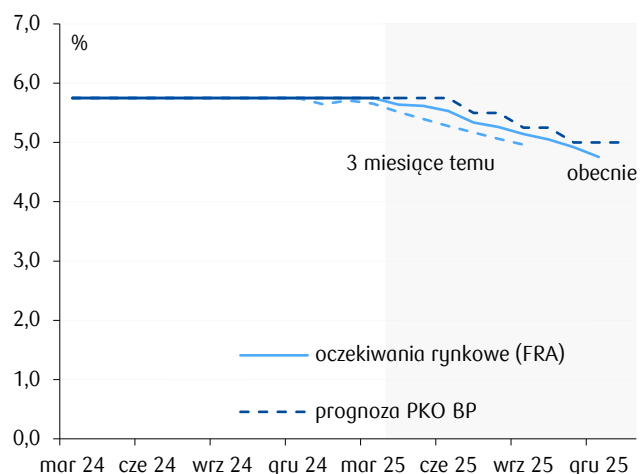
Notowania złotego wobec głównych walut



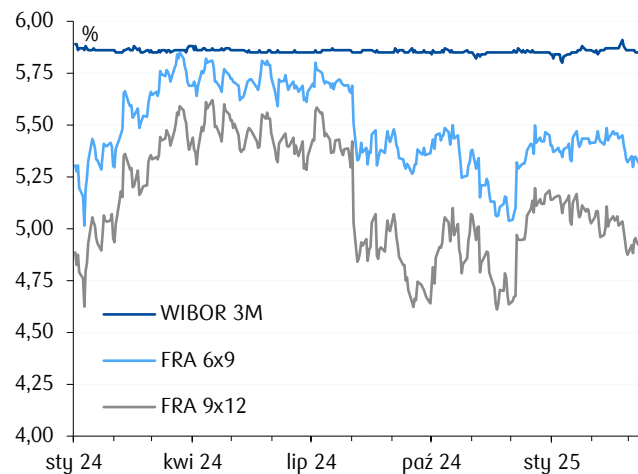
Rentowności polskich obligacji skarbowych



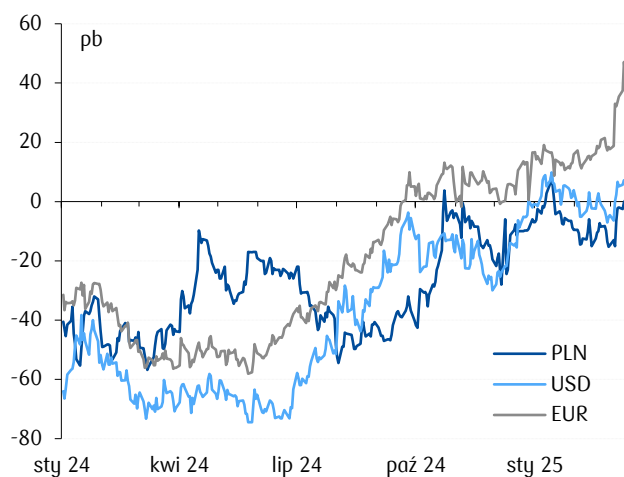
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



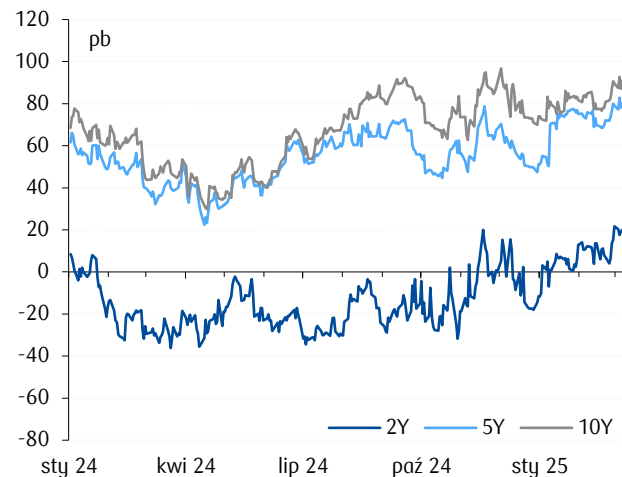
Krótkoterminowe stopy procentowe



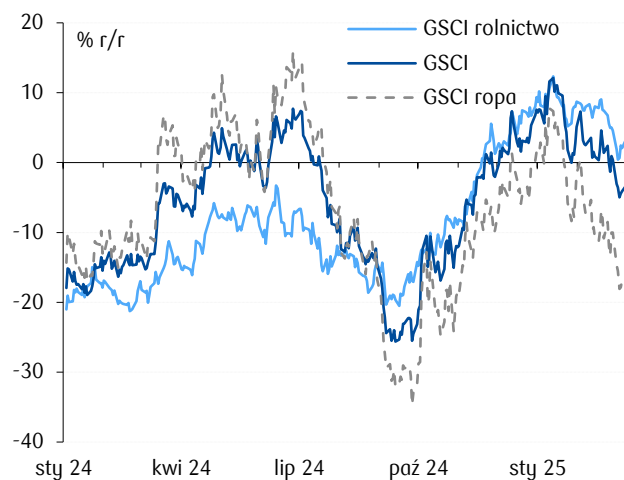
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



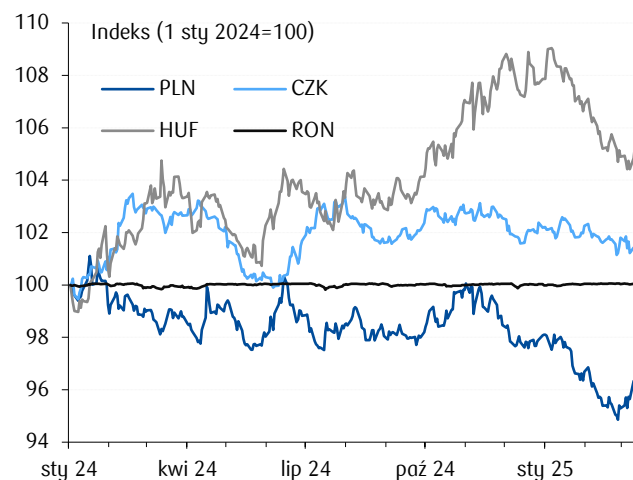
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel: 22 521 80 84
email: analizy.makro@pkobp.pl

Główny Ekonomista. Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84
-------------	--	--------------

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
--	--------------

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:
analizy.makro@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na X/Twitterze oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:

 @PKO_Research



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Urszula Kryńska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.