

Codziennik

Rewizja koszyka obniża inflację

Dzisiaj inflacja bazowa, bilans płatniczy
Styczniowa i lutowa inflacja CPI poniżej prognoz ze względu na zmianę koszyka
Jest wstępne porozumienie w Bundestagu w sprawie pakietu fiskalnego
Kurs złotego bez zmian, krajowe rentowności w dół dzięki inflacji

Dzisiaj zobaczymy dane o inflacji bazowej w styczniu i lutym, a także styczniowy bilans płatniczy. Na podstawie opublikowanych w piątek pełnych danych o inflacji CPI szacujemy, że inflacja bazowa spadła z 4,0% r/r w grudniu do 3,8-3,9% r/r w styczniu i 3,6-3,7% r/r w lutym. W odniesieniu do bilansu płatniczego, spodziewamy się wzrostu bilansu obrotów bieżących z -0,8 mld euro w grudniu do ok. 0,9 mld euro w styczniu, powyżej rynkowych oczekiwań bilansu równego około 0,2 mld euro. Odbicie obrotów bieżących powinna w naszej ocenie pomóc poprawa bilansu handlowego z -2,2 mld euro do około -0,1 mld euro, stanowiąca wynik spadku dynamiki importu z 3,9% r/r do 3,1% r/r przy jednoczesnym osłabieniu dynamiki eksportu z -0,3% r/r do -1,9% r/r. Poza tym, w USA zostaną opublikowane dane o sprzedaży detalicznej w lutym, które zgodnie z konsensem rynkowym powinny wskazać na jej wzrost o 0,7% m/m.

Inflacja CPI w lutym wyniosła 4,9% r/r, 0,4pp poniżej oczekiwań przez nas i rynek 5,3% r/r. Rewizja koszyka CPI sprowadziła styczniową inflację w dół z 5,3% r/r do 4,9%. Wygląda więc na to, że zaskoczenie w dół lutową inflacją jest niemal w całości efektem corocznej zmiany wag. Ze względu na znacznie niższy punkt startowy, będziemy korygować w dół prognozowaną przez nas trajektorię inflacji CPI na ten rok, przynajmniej w najbliższych miesiącach. Obecnie widzimy, że marcowy odczyt inflacji, który miał wyznaczyć jej szczyt w tym cyklu, może okazać się także równy 4,9% r/r. Niższa od oczekiwań inflacja na początku roku to dobra wiadomość, która może zintensyfikować dyskusję w RPP o luzowaniu polityki pieniężnej. Nadal nie wierzymy, aby pierwsza obniżka stóp była możliwa przed wyborami prezydenckimi, dlatego zakładamy, że nastąpi ona w lipcu. Więcej w naszym [Komentarzu Ekonomicznym](#).

Zgodnie z centralną ścieżką marcowej projekcji NBP inflacja ma powrócić do pasma celu inflacyjnego w III kw. 2026 r. i osiągnąć wtedy średnio 3,1% r/r. Niemniej, projekcja została przygotowana i opublikowana przed ukazaniem się zrewidowanych danych o CPI, przez co m.in. zakłada, że inflacja w I kw. b.r. wyniesie średnio 5,4% r/r (zrewidowane odczyty CPI za styczeń i luty znajdują się 0,4pp niżej). Zdaniem Jacka Kottowskiego, dyrektora Departamentu Analiz i Badań Ekonomicznych NBP, wpływ rewizji będzie mały z czasem i w niewielkim stopniu będzie rzutował na perspektywę inflacji w 2026 i 2027 r. Sądzymy jednak, że inflacja może powrócić do celu szybciej niż prognozuje NBP, zwłaszcza że projekcja została oparta na założeniu wzrostu cen energii w IV kw. br. (my zakładamy utrzymanie rachunków bez istotnych zmian). Zmiana prognoz średniej inflacji do 4,9% z 5,6% w 2025 r. oraz do 3,4% z 2,7% w 2026 r. wynikała z przedłużenia obowiązywania ceny maksymalnej na prąd, tak jak zakładaliśmy. Natomiast słabość wzrostu PKB w 2027 r. (wzrost o 2,3% po 3,7% w 2025 i 2,9% w 2026) to wynik efektu bazy w inwestycjach po wygaśnięciu KPO.

Członek RPP Cezary Kochalski powiedział w wywiadzie z ISB News, że nie wyklucza obniżki stóp po kolejnej projekcji inflacji w lipcu, a wcześniejszy ruch uważa za mało prawdopodobny. Bliższy jest mu scenariusz lekkiej korekty stóp niż serii obniżek, ale na razie za wcześnie aby o tym przesądzać.

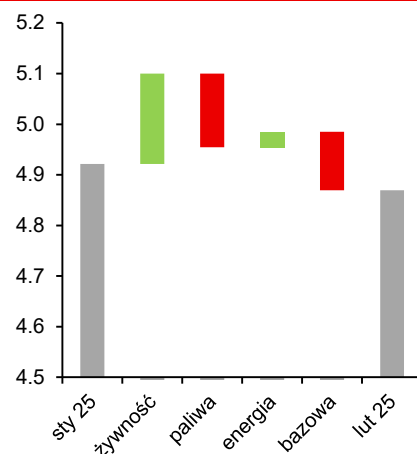
Agencja Fitch Ratings potwierdziła długoterminowy rating Polski w walucie obcej na poziomie "A-" z perspektywą stabilną. Wg raportu rating Polski jest wspierany przez dużą, zdywersyfikowaną i odporną gospodarkę, historycznie solidną politykę makroekonomiczną zakotwiczoną w członkostwie w UE, solidne finanse zewnętrzne oraz wyższą i bardziej stabilną bazę dochodów budżetowych niż w przypadku innych krajów z koszyka ratingowego. Te czynniki są równoważone przez większe deficyty fiskalne, niższe (choć rosnące) poziomy dochodów i słabsze wskaźniki governance. Fitch spodziewa się obniżania deficytu fiskalnego w kolejnych latach, ale wolniejszego niż zakłada rząd – do 5% PKB w 2026 i 3,7% w 2028 r.

Niemieckie partie CDU/CSU i SPD osiągnęły wstępne porozumienie z partią Zielonych ws. pakietu wydatków fiskalnych na cele obronne, powiedział w piątek Friedrich Merz, przyszły kanclerz Niemiec. Głosowanie w sprawie zwiększenia wydatków na obronność ma odbyć się 18 marca. Pakiet zakłada m. in. powołanie funduszu inwestycyjnego o wartości 500 mld € na 10 lat oraz wyłączenie wydatków na obronność z mechanizmu hamulca zadłużenia.

Przez pierwszą połowę piątkowej sesji miała miejsce miarowa aprecjacja polskiego złotego do euro, lecz została w znacznej mierze skorygowana po południu. W rezultacie EURPLN zakończył dzień lekko poniżej 4,18. Na przestrzeni tygodnia, pomimo przejściowych fluktuacji, EURPLN odnotował jedynie niewielki wzrost, rzędu 0,1-0,2%. W skali tygodnia wzrosły również kursy EURHUF i EURCZK, o około 0,3-0,4%.

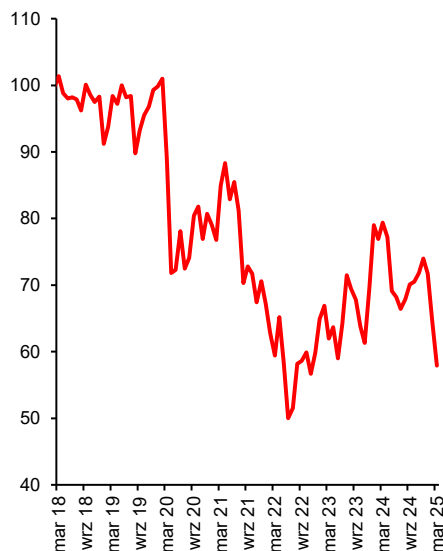
W piątek rentowności polskich obligacji spadły o 5-11 pb, mocniej na krótkim końcu krzywej. Był to efekt wyraźnego zaskoczenia w dół w krajowej inflacji. Krajowe rentowności spadły pomimo wzrostów na rynkach bazowych, o około 1-3 pb w Niemczech, przy wystromieniu krzywej o 2 pb, i o około 3-5 pb w USA, przy wyprostowaniu krzywej o 1 pb. Polskie stawki IRS i FRA również uległy spadkom, o odpowiednio 3-9 pb i o 5-14 pb. Na przestrzeni tygodnia polskie rentowności spadły o 7-13 pb, najmocniej w przypadku obligacji pięcioletnich, a stawki IRS i FRA o odpowiednio 3-9 pb i 4-13 pb.

Dekompozycja zmiany rocznego wskaźnika CPI, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Indeks Michigan, pkt



Źródło: LSEG, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
email: ekonomia@santander.pl
www.santander.pl/serwis-ekonomiczny
Piotr Bielski 691 393 119
Bartosz Białas 517 881 807
Marcin Luźniński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

Rynek walutowy

Dzisiejsze otwarcie

EURPLN	4.1819	CZKPLN	0.1664
USDPLN	3.8441	HUFPLN*	1.0353
EURUSD	1.0878	RONPLN	0.8406
CHFPLN	4.3325	NOKPLN	0.3600
GBPPLN	4.9595	DKKPLN	0.5591
USDCNY	7.2391	SEKPLN	0.3783

*za 100HUF

Poprzednia sesja na rynku FX 16/03/2025

	min	max	otwarcie	zamkn.	fixing
EURPLN	4.1685	4.1879	4.1832	4.1784	4.179
USDPLN	3.8193	3.8660	3.8554	3.8401	3.8509
EURUSD	1.0829	1.0912	1.0850	1.0883	-

Rynek stopy procentowej

16/03/2025

Obligacje na rynku międzybankowym

Benchmark (termin)	%	Zmiana (pb)
OK0127 (2L)	5.23	-14
PS0130 (5L)	5.58	-8
DS1034 (10L)	5.94	-3

Stawki IRS na rynku międzybankowym**

Termin	PL		US		EZ	
	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)
1L	5.49	-9	4.32	4	2.23	-4
2L	5.01	-10	4.13	5	2.30	2
3L	4.83	-10	4.07	7	2.39	3
4L	4.79	-10	4.08	7	2.46	2
5L	4.80	-9	4.07	5	2.52	2
8L	4.94	-8	4.12	5	2.67	4
10L	5.06	-5	4.17	4	2.75	5

Stawki WIBOR

Termin	%	Zmiana (pb)
O/N	5.78	10
T/N	5.80	0
SW	5.83	0
1M	5.86	0
3M	5.86	1
6M	5.79	0
1Y	5.59	0

Stawki FRA (na rynku międzybankowym)**

Termin	%	Zmiana (pb)
1x4	5.83	1
3x6	5.67	-5
6x9	5.19	-14
9x12	4.80	-15
3x9	5.60	-6
6x12	5.13	-14

Stawki CDS i różnica rentowności wobec niemieckich obligacji

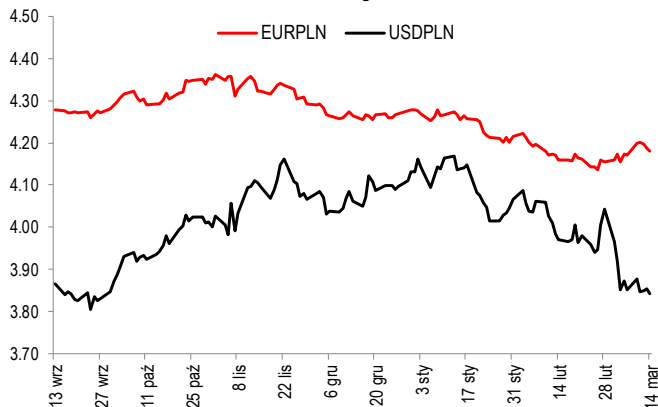
Kraj	CDS 5Y USD		Spread 10L*	
	Wartość	Zmiana (pb)	Wartość	Zmiana (pb)
Polska	65	0	306	-5
Francja	16	0	69	-1
Węgry	119	1	430	-13
Hiszpania	31	-1	63	-2
Włochy	23	-1	107	-2
Portugalia	14	0	51	-1
Irlandia	9	0	28	1
Niemcy	8	0	-	-

*spread 10-letnich obligacji skarbowych do 10-letnich Bundów

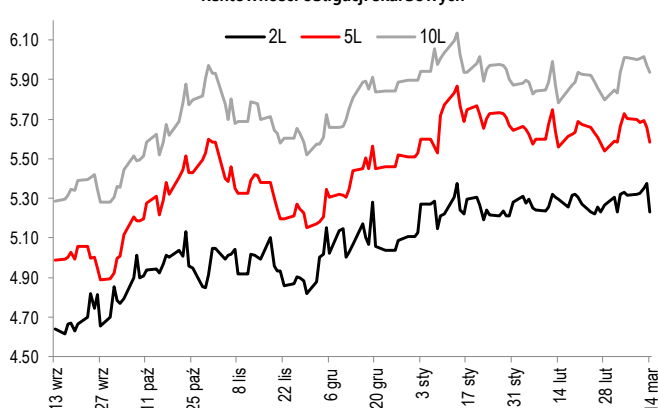
**Informacje odnoszą się do stawek kupna na rynku międzybankowym na koniec dnia

Źródło: LSEG, Datastream

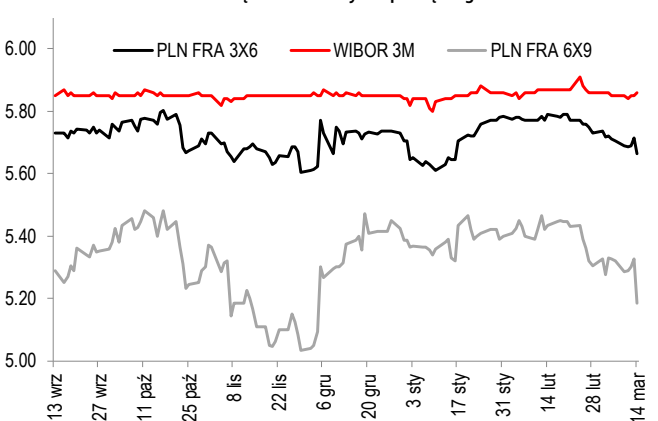
Kurs złotego



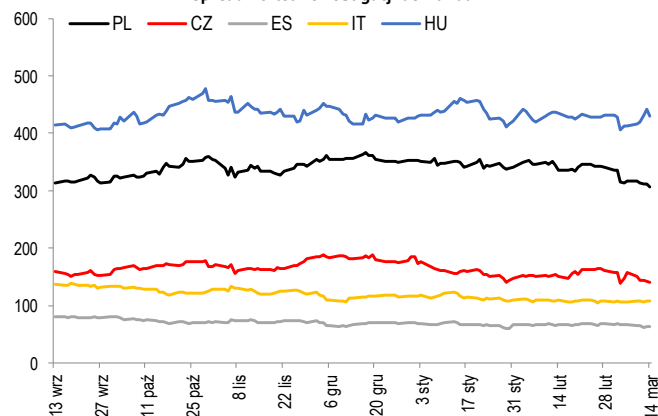
Rentowności obligacji skarbowych



3-miesięczne stawki rynku pieniężnego



Spread 10-letnich obligacji do Bunda



Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		REALIZACJA	OSTATNIA WARTOŚĆ*
					RYNEK	SANTANDER		
PIĄTEK (14 marca)								
08:00	DE	Inflacja HICP	II	% m/m	0,6	-	0,5	0,6
10:00	PL	Inflacja	II	% r/r	5,3	5,3	4,9	5,3
15:00	US	Indeks Michigan	III	pkt	63,0	-	-	64,7
PONIEDZIAŁEK (17 marca)								
13:30	US	Sprzedaż detaliczna	II	% m/m	0,7	-	-	-0,9
14:00	PL	Inflacja bazowa	I	% r/r	-	3,9	-	4,0
14:00	PL	Inflacja bazowa	II	% r/r	-	3,6	-	-
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	I	mln €	230	912	-	-803
14:00	PL	Bilans handlowy	I	mln €	-754	-74	-	-2 236
14:00	PL	Eksport	I	mln €	27 120	26 902	-	24 703
14:00	PL	Import	I	mln €	27 628	26 976	-	26 939
WTOREK (18 marca)								
11:00	DE	ZEW	III	pkt	-77,0	-	-	-88,5
13:30	US	Rozpoczęte budowy domów	II	% m/m	1,0	-	-	-9,8
14:15	US	Produkcja przemysłowa SA	II	% m/m	0,2	-	-	0,5
ŚRODA (19 marca)								
11:00	EZ	HICP	II	% r/r	2,4	-	-	2,4
19:00	US	Decyzja FOMC	III	%	4,5	-	-	4,5
CZWARTEK (20 marca)								
10:00	PL	Zatrudnienie	II	% r/r	-0,9	-0,9	-	-0,9
10:00	PL	Płace	II	% r/r	8,7	8,6	-	9,2
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	II	% r/r	-1,8	-0,5	-	-1,0
10:00	PL	Produkcja budowlana	II	% r/r	2,0	1,0	-	4,3
10:00	PL	PPI	II	% r/r	-1,2	-1,2	-	-0,9
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	225	-	-	220
15:00	US	Sprzedaż domów	II	% m/m	-3,7	-	-	-4,9
PIĄTEK (21 marca)								
Brak publikacji danych								

Źródło: Santander Bank Polska, Reuters, Parkiet, Bloomberg

* w przypadku rewizji dane uaktualnione

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych, Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji, Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl