



Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek

Analitik rynków finansowych

Andrzej Kamiński

Ekonomista

Antoni Zalewski

Analitik

1 kwietnia 2025

Informacje na dziś

- **PL:** Dziś rozpoczyna się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, które powinno przynieść utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Decyzję poznamy jutro, najpewniej po południu, natomiast podsumowująca konferencja prezesa Narodowego Banku Polskiego A. Głapińskiego zaplanowana jest na czwartek na godz. 15:00. Opublikowane w ostatnich tygodniach dane z polskiej gospodarki wspierają rozpoczęcie dyskusji o złagodzeniu polityki pieniężnej, choć w naszej ocenie do wyborów prezydenckich RPP będzie chciała utrzymywać stopy proc. na niezmiennym poziomie.
- **PL:** O godz. 9:00 poznamy wyliczenie indeksu PMI za marzec. Nasza prognoza wynosi 51,3 pkt wobec 50,6 pkt miesiąc wcześniej, co byłoby drugim miesiącem w tym cyklu powyżej 50 pkt. Za wzrostem indeksu przemawia poprawa analogicznego wskaźnika dla Niemiec, a także niezły wzrost ocenianej przez firmy w ankiecie GUS bieżącej produkcji w marcu. Pomimo spodziewanej poprawy indeksu PMI nie sądzimy, aby produkcja przemysłowa uniknęła w 1Q 2025 stagnacji. Oczekiwania na dalszą przyszłość są optymistyczne, choć wyższa niż zwykle niepewność utrzymuje się.
- **EZ:** O 11:00 poznamy zaś wstępne dane o inflacji konsumenckiej w marcu w strefie euro. Według konsensusu prognoz inflacja HICP stabilizować się ma na 2,3% r/r. W przypadku bazowego wskaźnika HICP oczekuje się niewielkiego spadku - do 2,5% r/r z 2,6% r/r w lutym. W przypadku zrealizowania się tych prognoz średnio indeks HICP i wskaźnik bazowy byłyby w 1Q 2025 o 0,1 pkt proc. wyżej niż założono w marcowych prognozach Europejskiego Banku Centralnego. Pomimo tego oczekiwania stopniowej dezinflacji nie zmieniłyby się, tym bardziej, że polityka celna USA zwiększa niepewność co do aktywności gospodarczej w Eurolandzie. Obecnie rynki finansowe przypisują ok. 80% prawdopodobieństwo scenariuszowi obniżki o 25 pkt baz. stóp procentowych przez EBC na posiedzeniu 17 kwietnia.
- **US:** O godz. 16:00 poznamy natomiast dane z USA. Według konsensusu prognoz indeks ISM dla przemysłu obniżyć się ma do 49,5 pkt z 50 pkt w lutym, a więc poniżej neutralnego poziomu 50 pkt wskazując na negatywny wpływ polityki celnej USA i pogorszenia popytu wewnętrznego na nastoje w tym sektorze. O tej samej porze poznamy też liczbę wolnych miejsc pracy w lutym, która powinna pokazać nadal niezły zapotrzebowanie na pracowników w USA.

Wydarzenia i komentarze

- **PL:** Według szybkiego szacunku Głównego Urzędu Statystycznego inflacja CPI wyniosła w marcu 4,9% r/r, czyli podobnie jak we wcześniejszych dwóch miesiącach. W skali miesiąca ceny konsumenta wzrosły o zaledwie 0,1% m/m, głównie ze względu na wzrost cen żywności i komponentów bazowych. Towarzyszył temu spadek cen paliw. Głównym źródłem inflacji pozostają czynniki podażowe - nośniki energii oraz żywność. Co ważne, w marcu spadła inflacja bazowa, która według naszych szacunków wyniosła ok. 3,5% r/r, osiągając górne ograniczenie dopuszczalnych odchyłań inflacji od celu NBP. W całym 1Q 2025 inflacja CPI wyniosła 4,9% r/r, czyli nieco więcej niż w 4Q 2024, jednak znacznie poniżej poziomu zakładanego w ostatniej projekcji NBP, gdzie wskaźnik CPI prognozowany był na 5,4% r/r. Opublikowane dane w naszej ocenie nie zmieniają prognoz ścieżki stóp procentowych w najbliższych miesiącach, jednak wzmacniają oczekiwania na rozpoczęcie przez Radę Polityki Pieniężnej cięć stóp procentowych w połowie tego roku.

Rynki na dziś

Złoty pozostaje pod dominującym wpływem czynników globalnych, oczekując na decyzję administracji D. Trumpa odnośnie do cel. Kalendarium publikowanych dziś danych makroekonomicznych jest rozbudowane, zarówno w kraju, jak i zagranicą. W naszej ocenie publikowane dane z krajowej gospodarki o indeksie PMI, a także rozpoczynające się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej nie powinny mieć istotnego wpływu na notowania rynkowe. Źródłem ewentualnej zmienności mogą być dane o inflacji w strefie euro i indeksie ISM w amerykańskim przemyśle. W naszej ocenie odczyty te nie powinny jednak wybić kursu EUR/PLN z obecnego przedziału konsolidacji 4,16-4,20.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.1869	0.2%
USD/PLN	3.8790	0.6%
CHF/PLN	4.3864	0.2%
EUR/USD	1.0795	-0.4%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.85	0
WIBOR 3M	5.84	-2

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5.02	-6
5Y	5.34	-5
10Y	5.71	-10

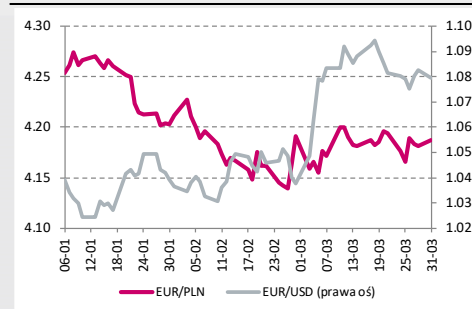
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.87	-8
5Y	4.63	-7
10Y	4.84	-8

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.70	-5
US 10Y	4.21	-8

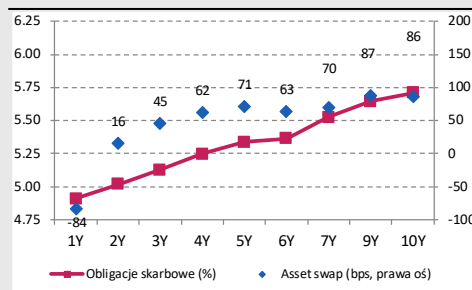
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	95953.3	-1.9
DAX	22163.5	-1.3
S&P 500	5611.9	0.6

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

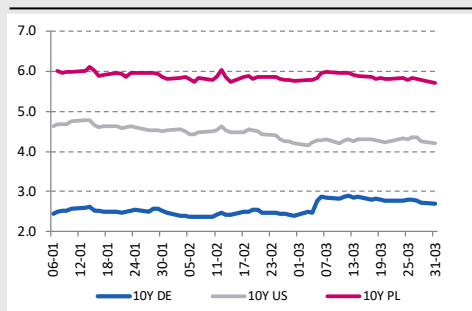
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



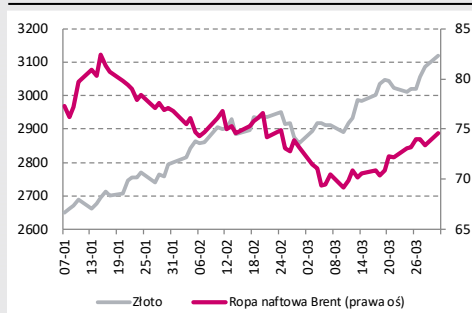
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Początek nowego tygodnia na krajowym rynku walutowym nie przyniósł dużej zmienności. Kurs EUR/PLN przez większość wczorajszej sesji oscylował wokół poziomu 4,18 i dopiero pod koniec dnia widoczny był ruch w kierunku 4,19, napędzony przez zmiany eurodolara, który pod koniec dnia zaczął zniżkować. Z tego samego powodu kurs USD/PLN wzrósł wczoraj o blisko 2 grosze względem końca poprzedniego tygodnia, kończąc poniedziałkową sesję na poziomie 3,8795. Notowania na krajowym rynku walutowym w niewielkim stopniu reagowały na dane o krajowej inflacji, a głównym motorem sesji były trendy na rynkach bazowych. Dane krajowe miały natomiast silny wpływ na krajowy rynek długu, gdzie początek tygodnia przyniósł wyraźną zniżkę dochodowości. Impulsem do tych zmian był odczyt inflacji, który okazał się nieco niższy od konsensusu rynkowego, co wzmocniło oczekiwania na cięcia stóp procentowych w Polsce w II poł. tego roku. Na wartości zyskiwały papiery wzdłuż całej krzywej, a w ciągu dnia rentowności zniżkowały o 6-9 pkt. baz. względem piątkowego zamknięcia. Spadły także stawki kontraktów FRA wskazując na bardziej agresywne oczekiwania inwestorów co do skali cięć stóp procentowych w Polsce w tym roku. Obecnie rynek stopy procentowej wycenia spadek stóp do końca bieżącego roku o ok. 100 pkt. baz., co jest spójne z naszym scenariuszem na ten rok. Przy wzroście rentowności na rynkach bazowych, wczoraj zauważalnie zawężyły się spready polskich obligacji do ich niemieckich i amerykańskich odpowiedników.

Rynki zagraniczne

Na rynkach bazowych kurs EUR/USD poruszał się wczoraj w dość wąskim przedziale 1,08-1,0850, choć pod koniec europejskiej części notowań widoczny był ruch w kierunku dolnego ograniczenia. Kurs eurodolara pozostaje pod dominującym wpływem czynników geopolitycznych. Zapowiedź nasilenia wojen handlowych i niepewność co do kolejnych ruchów administracji D. Trumpa nie będzie sprzyjała notowaniom euro. Szczególnie, że wzrost obaw o wpływ cel na europejską gospodarkę, nasilił oczekiwania na cięcia stóp przez Europejski Bank Centralny. Na bazowych rynkach długu rentowności obligacji podlegały niewielkim wahaniom, choć pod koniec dnia widoczny był nieznaczny wzrost rentowności obligacji niemieckich i amerykańskich. Zakres ich zmian nie był jednak duży, co nie dziwi biorąc pod uwagę oczekiwania na decyzje administracji prezydenta Trumpa oraz kluczowe dane makroekonomiczne tego tygodnia.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 28 marca						
13:30 Inflacja PCE r/r	USA	Luty	2.5%	2.5%	2.5%	
Poniedziałek 31 marca						
03:30 Indeks NBS PMI dla przemysłu	Chiny	Marzec	50.2	50.5	50.5	
03:30 Indeks NBS PMI dla usług	Chiny	Marzec	50.4	50.8	50.5	
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Marzec	4.7%	4.9%	5.1%	4.9%
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Marzec	2.3%	2.2%	2.2%	
Wtorek 01 kwietnia						
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Marzec	50.6		50.5	51.3
10:00 Indeks PMI dla przemysłu fin.	EZ	Marzec	47.6		48.7	
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Marzec	2.3%		2.3%	
16:00 Indeks ISM dla przemysłu	USA	Marzec	50.3		50.3	
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Luty	7.740 mln		7.600 mln	
Środa 02 kwietnia						
Decyzja RPP ws. stóp procentowych	Polska	Kwiecień	5.75%		5.75%	5.75%
14:15 Raport ADP	USA	Marzec	77 tys.		111 tys.	
16:00 Zamówienia w przemyśle m/m	USA	Luty	1.7%		0.6%	
Czwartek 03 kwietnia						
10:00 Indeks PMI dla usług fin.	EZ	Marzec	50.6		50.4	
13:30 Protokół z posiedzenia EBC	EZ	Marzec				
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	29 marca	224 tys.		225 tys.	
15:00 Konferencja prezesa NBP	Polska	Kwiecień				
16:00 Indeks ISM dla usług	USA	Marzec	53.5		53.1	
Piątek 04 kwietnia						
08:00 Zam. w przemyśle m/m s.a.	Niemcy	Luty	-7.0%		3.5%	
09:00 Inflacja CPI r/r wst.	Czechy	Marzec	2.7%		2.5%	
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Marzec				
14:30 Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym m/m	USA	Marzec	151 tys.		140 tys.	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Marzec	4.1%		4.1%	
14:30 Płaca godzinowa m/m	USA	Marzec	0.3%		0.3%	
Poniedziałek 07 kwietnia						
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	EZ	Luty	1.5%			

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