



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
Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

3 marca 2025

Informacje na dziś

- **PL:** Ten tydzień rozpoczynamy publikacją wskaźnika PMI dla krajowego przemysłu w lutym. Spodziewamy się wzrostu do 49,3 pkt z 48,8 pkt w styczniu. Za takimi oczekiwaniami przemawia poprawa analogicznego wskaźnika dla Niemiec, a także wyższa wartość wskaźnika koniunktury GUS obrazującego bieżące nowe zamówienia w przemyśle. Co prawda, spodziewamy się, że wskaźnik będzie nadal poniżej neutralnego poziomu 50 pkt, ale realizacja naszej prognozy oznaczałaby też jego lokalny szczyt. Nastroje w przemyśle na kontynencie europejskim nieco poprawiają się, aczkolwiek twarde dane nadal pokazują stagnację sektora.
- **EZ:** O godz. 11:00 poznamy natomiast wstępne dane inflacyjne w strefie euro w lutym. Według konsensusu prognoz wskaźnik HICP obniży się do 2,3% r/r z 2,5% r/r w styczniu. Natomiast w przypadku bazowego wskaźnika HICP konsensus prognoz wskazuje na spadek do 2,6% r/r z 2,7% r/r. Dane te będą wpisywały się w scenariusz postępującej dezinflacji w strefie euro. W czwartek odbędzie się drugie w tym roku posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. Decyzja o obniżce stopy depozytowej z obecnego poziomu 2,75% do 2,50% wydaje się przesądzona, a dzisiejsze dane najpewniej interpretowane będą w kontekście prognoz inflacji w dalszym horyzoncie. W czwartek EBC opublikuje nowy zestaw prognoz makroekonomicznych, które zostaną wydłużone o 2027 r. Głównym pytaniem pozostaje, czy EBC w dalszym horyzoncie dokona przerwy w cyklu obniżek? Taką możliwość sygnalizowała m.in. wiceprezesa EBC I. Schnabel w swojej jastrzębiej wypowiedzi sprzed niespełna 2 tygodni. Obecnie rynki finansowe wyceniają, że posiedzenie w kwietniu przyniesie kolejną obniżkę stóp procentowych, natomiast co do ewentualnego cięcia w czerwcu inwestorzy są podzieleni.
- **US:** O godz. 16:00 poznamy natomiast wyliczenie za luty indeksu ISM dla amerykańskiego przemysłu. Konsensus prognoz wskazuje na niewielki spadek wskaźnika - do 50,3 pkt z 50,6 pkt. Dane te będą ciekawe w kontekście zmian w polityce celnej USA, zwłaszcza oceny spodziewanej presji inflacyjnej w sektorze.

Wydarzenia i komentarze

- **US:** Inflacja PCE (deflator konsumpcji prywatnej), zgodnie z oczekiwaniami obniżyła się w styczniu do 2,5% r/r z 2,6% r/r w grudniu. Bazowy wskaźnik PCE spadł natomiast do 2,6% r/r z 2,9% r/r. Należy jednak zauważyć, że w ujęciu m/m obie miary inflacji wzrosły się wyższe niż przed miesiącem. Towarzyszył temu pierwszy od roku spadek wydatków gospodarstw domowych. Wyniósł on w cenach stałych -0,5 m/m wobec wzrostu o 0,5% m/m miesiąc wcześniej. Po tych danych model ekonometryczny oddziały Fed w Atlantycie pokazał prognozę spadku PKB w USA w 1Q 2025 o 1,5% kw/kw (SAAR), podczas gdy tydzień wskazywała na wzrost o 2,3% kw/kw. Zwiększona ostrożność amerykańskich konsumentów oraz ich wyższe oczekiwania inflacyjne, wynikające w dużej mierze z polityki nowej administracji USA, będą stanowiły dylemat dla członków Rezerwy Federalnej co do dalszych decyzji o stopach procentowych w USA. Naszym zdaniem, dopóki rynek pracy w USA będzie pozostawał mocny i będą utrzymywały się ryzyka inflacyjne, dopóty nie znajdzie się przestrzeń do cięcia kosztu pieniądza. Po publikacji tych danych rynki finansowe nadal oczekują kolejnej obniżki stóp proc. o 25 pkt baz. dopiero w czerwcu br.

Rynki na dziś

Po piątkowym załamaniu się rozmów USA - Ukraina na temat umowy o mineralach temat geopolityki zdominuje rozpoczynający się tydzień. W nadchodzących dniach oczekuje się krystalizacji pomysłów na temat wsparcia militarnego dla Kijowa przez Europę. Nie zabraknie także akcentów polityki celnej. Przypomnijmy, iż jutro zaczną obowiązywać cła na import dóbr z Meksyku i Kanady. Niewykluczone, iż przed nami kolejne decyzje administracji D.Trumpa, tym razem wymierzone w Unię Europejską. Wobec nieoczekiwanej komplikacji rozmów USA - Ukraina złoty stracił na wartości, a kurs EUR/PLN przesunął się nawet w okolice 4,20. Liczymy, iż mimo utrzymania się nerwowości wycena polskiej waluty do euro oscylować będzie w okolicy 4,17 wyczekując na nowe impulsy. Wydarzenia makro w tym tygodniu mogą okazać się drugoplanowe nawet w obliczu posiedzenia EBC, czy raportu z rynku pracy USA.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,1528	-0,1%
USD/PLN	3,9875	-0,1%
CHF/PLN	4,4183	-0,6%
EUR/USD	1,0417	0,0%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,21	3
5Y	5,47	-5
10Y	5,74	-5

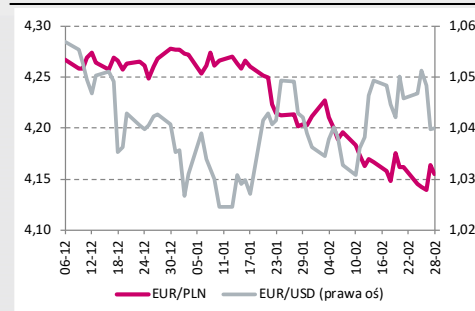
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,05	-3
5Y	4,75	-3
10Y	4,90	-3

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,41	-2
US 10Y	4,26	-3

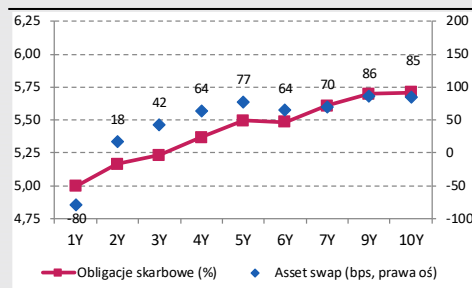
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	91996,4	-0,4
DAX	22551,4	0,0
S&P 500	5954,5	1,6

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

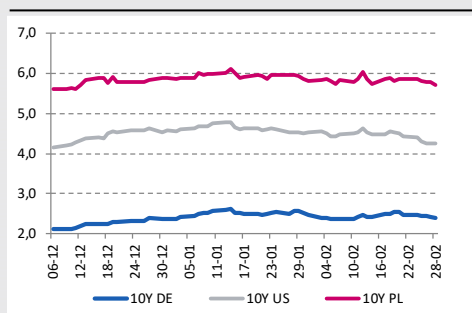
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



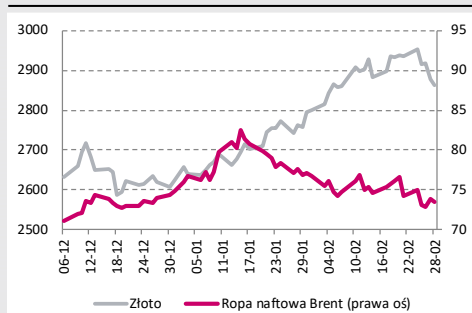
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Po tym jak w czwartek złoty osłabił się o około 3 grosze i chwilowo w relacji do euro sięgnął poziomu 4,1630 koniec tygodnia/miesiąca przyniósł groszowe umocnienie polskiej waluty. W dalszym ciągu notowania EUR/PLN w nieco szerszym układzie rozpatrujemy przede wszystkim w czynnikach technicznych, tj. odbijanie się od kolejnych poziomów wsparcia lub oporu w zależności od sentymentu inwestycyjnego na świecie. Pod koniec lutego pozostawał on dość niesprzyjający bardziej ryzykownym aktywom, co wywołane zostało między innymi przez komentarze D.Trumpa utrzymane w narracji dalszej eskalacji wojen handlowych. Ciężar reakcji na wypowiedzi prezydenta USA przypadł jednak przede wszystkim na amerykańskie spółki i dolara. Złoty mimo, iż pod koniec ubiegłego miesiąca osłabł, to jednak tylko nieznacznie, a kurs EUR/PLN wciąż pozostaje relatywnie nisko na tle historycznym. Ostatnia sesja lutego przyniosła presję na spadek dochodowości obligacji średnio i długoterminowych. Dochodowość 10-latk zmalała o około 4 pkt. baz. do poziomu 5,75% a więc minimum z połowy grudnia ubiegłego roku. Jest to zgodne z bieżącym wzorcem technicznym, gdyż rentowność 10-latki dotarła tym samym do dolnego ograniczenia ponad miesięcznego kanału spadkowego. Wsparcie we wzroście wartości długu skarbowego stanowiły ponadto wypowiedzi przedstawicieli Ministerstwa Finansów. Poinformowano bowiem o sfinansowaniu połowy tegorocznych (rekordowych) potrzeb pożyczkowych budżetu państwa. Co więcej, stan środków na rachunkach budżetowych resortu na koniec lutego wyniósł ok. 200 mld PLN. Ostatnią pozytywną dla długu informacją był fakt, iż resort na marzec planuje tylko dwa przetargi sprzedaży obligacji z podażą na poziomie 10-20 mld PLN (a więc dość skromnie). Zorganizowany zostanie ponadto jeden przetarg zamiany oraz dwa przetargi bonów skarbowych na kwotę 2-6 mld PLN.

Rynki zagraniczne

W piątek zmienność eurodolara wyraźnie opadła w stosunku do dość dynamicznych zmian a kurs EUR/USD koncentrował się wokół poziomu 1,04. Nastrój uspokojenia potęgował między innymi zgodny z oczekiwaniami odczyt inflacji z Niemiec, ale i brak nowych informacji dotyczących polityki celnej administracji prezydenta USA. W efekcie - jak wspomnieliśmy - kurs EUR/USD był względnie stabilny. Podobnie jak notowania obligacji na rynkach bazowych, w tym wyczekujący już posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego Bund.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 28 lutego						
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Luty	2.8%	2.8%	2.8%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Styczeń	2.6%	2.5%	2.5%	
Poniedziałek 03 marca						
09:00 PMI w przemyśle	Polska	Luty	48.8		49.0	49.3
09:55 PMI w przemyśle	Niemcy	Luty	45.0		46.1	
10:00 PMI w przemyśle	EZ	Luty	46.6		47.3	
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Luty	2.5%		2.3%	
16:00 Indeks ISM w przemyśle	USA	Luty	50.9		50.6	
Wtorek 04 marca						
11:00 Stopa bezrobocia	EZ	Styczeń	6.3%		6.3%	
Środa 05 marca						
09:55 PMI w usługach	Niemcy	Luty	52.5		52.2	
10:00 PMI w usługach	EZ	Luty	51.3		50.7	
11:00 Przetarg zamiany obligacji	Polska	Marzec				
14:15 Raport ADP	USA	Luty	183 tys.		140 tys.	
16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m, fin.	USA	Styczeń	-1.8%		3.1%	
16:00 ISM w usługach	USA	Luty	52.8		53.0	
20:00 Beżowa Księga	USA	Marzec				
Czwartek 06 marca						
11:00 Sprzedaż detaliczna r/r	EZ	Styczeń	1.9%		1.9%	
14:15 Decyzja w sprawie stóp procentowych (stopa depozytu)	EZ	Marzec	2.75%		2.50%	2.50%
Piątek 07 marca						
Eksport r/r	Chiny	Luty	10.7%			
Import r/r	Chiny	Luty	1.0%			
08:00 Zamówienia w przemyśle m/m	Niemcy	Styczeń	6.9%		-3.0%	
11:00 PKB kw/kw fin.	EZ	4Q	0.4%		0.1%	
14:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym	USA	Luty	143 tys.		160 tys.	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Luty	4.0%		4.0%	
14:30 Płaca godzinowa m/m	USA	Luty	0.5%		0.3%	
Poniedziałek 10 marca						
10:30 Indeks Sentix	EZ	Marzec	-12.7			

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

Millennium
bank