



Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

28 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

- **EZ:** Dziś rano poznamy wstępne dane inflacyjne za marzec z dużych gospodarek strefy euro - z Francji (godz. 08:45) i Hiszpanii (godz. 09:00). Dla Francji konsensus prognoz wskazuje na wzrost wskaźnika HICP do 1,1% r/r z 0,9% r/r w lutym a dla Hiszpanii oczekuje się spadku indeksu CPI do 2,7% r/r z 3,0% r/r miesiąc wcześniej. Realizacja tych prognoz nie budziłaby obaw o nasilenie presji inflacyjnej w strefie euro i tym samym nie wpływała znacząco na rynki finansowe. Przypisują one ok. 80% prawdopodobieństwo scenariuszowi obniżki o 25 pkt baz. stóp procentowych przez Europejski Bank Centralny na posiedzeniu 17 kwietnia.
- **EZ:** O godz. 11:00 Komisja Europejska opublikuje wyliczenia wskaźników koniunktury m.in. dla strefy euro. Dane te zapewne potwierdzą poprawiające się nastroje w unii walutowej w 1Q 2025, czemu sprzyjają plany inwestycji militarnych w UE oraz zapowiadane poluzowanie polityki fiskalnej w Niemczech.
- **US:** W przypadku doniesień ze Stanów Zjednoczonych na pierwszy plan wysuwają się informacje dotyczące polityki gospodarczej administracji D.Trumpa. Nieco w cieniu znajdują się obecnie dane makroekonomiczne. Dziś o godz. 13:30 poznamy raport o dochodach i wydatkach Amerykanów. Będzie on obejmował wyliczenie za luty inflacji PCE (deflator konsumpcji prywatnej), tj. preferowaną przez Fed miarę zmian cen konsumpcyjnych w USA. Według konsensusu prognoz indeks PCE wynieść ma 2,5% r/r, a więc tyle samo co w styczniu. W przypadku bazowego wskaźnika PCE oczekuje się wzrostu do 2,7% r/r z 2,6% r/r. Realizacja konsensusu, naszym zdaniem, nie miałaby wpływu na oczekiwania rynkowe co do dalszych decyzji Fed, gdyż wpisywałyby się nowe prognozy amerykańskich bankierów centralnych. Głównie z powodu polityki celnej D.Trumpa zrewidowali oni prognozę bazowego wskaźnika PCE dla 2025 r. do 2,8% r/r z 2,5% r/r, co oznacza, że nie widzą postępu w dezinflacji w tym roku. Obecnie inwestorzy praktycznie nie wieją w obniżkę stóp procentowych przez Fed na najbliższym posiedzeniu w maju.

Wydarzenia i komentarze

- **US:** Według finalnego wyliczenia PKB w USA wzrost w 4Q 2024 o 2,4% kw/kw (SAAR) wobec poprzedniego szacunku wynoszącego 2,3% kw/kw. Według ostatniego wyliczenia amerykański PKB wzrósł w 4Q 2024 o 2,3% kw/kw (SAAR). Z kolei oddział Fed w Atlancie szacuje, że w 1Q 2025 PKB obniży się o 1,8% kw/kw (SAAR), do czego przyczyniają się słabsze nastroje wśród gospodarstw domowych i firm w wyniku niepewności co do skutków działań administracji D.Trumpa.

Rynki na dziś

Tydzień na rynkach finansowych zakończymy interesującymi danymi makro. Będą to przede wszystkim odczyty inflacji z niektórych państw strefy euro i Stanów Zjednoczonych. Fakt, iż jesteśmy świeżo po posiedzeniu amerykańskiej Rezerwy Federalnej, na którym opublikowano najnowsze prognozy makroekonomiczne, osłabić może wymowę bieżących danych, a obraz notowań eurodolara nie powinien się istotnie zmieniać. Kurs EUR/USD oscyluje wokół poziomu 1,08 i w naszej ocenie bez nowych informacji natury geopolitycznej nie powinno się to zmienić. Na doniesienia na ten temat musimy poczekać już na przyszły tydzień. W wąskim przedziale 4,15 - 4,20 tkwi natomiast od kilku tygodni kurs EUR/PLN. Tu również naszym zdaniem trudno o argumenty za większą zmiennością.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.1905	0.1%
USD/PLN	3.8807	0.0%
CHF/PLN	4.4002	0.2%
EUR/USD	1.0798	0.1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.86	-1
WIBOR 3M	5.86	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5.05	-1
5Y	5.47	2
10Y	5.84	3

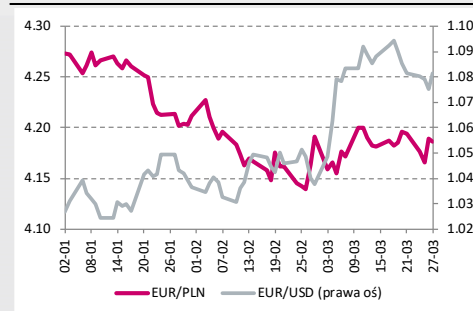
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.95	5
5Y	4.73	3
10Y	4.96	2

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.79	-1
US 10Y	4.38	3

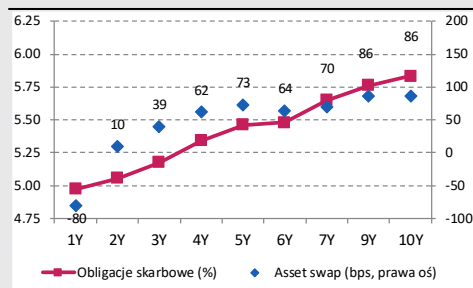
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	98745.2	0.2
DAX	22678.7	-0.7
S&P 500	5693.3	-0.3

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

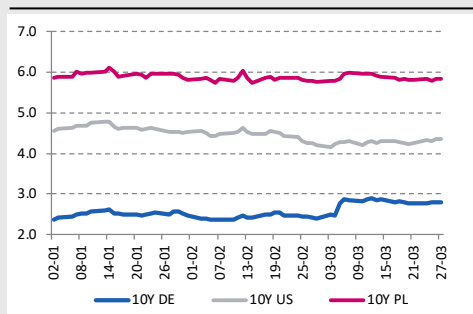
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



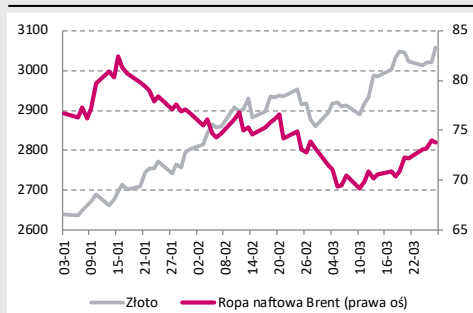
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Presja na osłabienie złotego nie ustaje. Kurs EUR/PLN stopniowo przesuwają się w kierunku poziomu 4,20. Jest to reakcja na umacniające się globalnie dolara. Ten z kolei „korzysta” na pogorszeniu nastrojów w związku z kolejną rundą cel przygotowywanych przez administrację D.Trumpa. Warto jednak zauważyć, iż oscylowanie pary EUR/PLN w przedziale 4,15 - 4,20 dobrze wpisuje się w obraz notowań ostatnich tygodni, stąd powtarzając za wczorajszym raportem nie wyciągamy przesadnych wniosków z wczorajszej przeceny złotego. Dopóki nie zostanie przekroczony poziom 4,2040 PLN za EUR dopóty - w naszej ocenie - nie ma mowy o sygnale do dalszej wyprzedaży złotego. Na krajowym rynku długu kontynuowany wydarzeniem dnia był ostatni z marcowym przetargów długu skarbowego. Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje serii OK0127, PS0130, WZ0330, DS0432, DS1034 i WS 0437 za łącznie 10,0 mld PLN (uzupełnione o niecały 1 mld PLN podczas przetargu dodatkowego), przy popycie 12,2 mld PLN, a więc rzecz można standardowym poziomem bid-to-cover z ostatnich tygodni. W naszej ocenie poziom finansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych przekroczył poziom 55%.

Rynki zagraniczne

Wczorajszą sesję na rynku eurodolara zdominowała reakcja na decyzję prezydenta USA, który ogłosił wprowadzenie 25% cel na import samochodów do USA i zapowiedział dalej idące środki jeśli Unia Europejska i Kanada będą współpracować, aby „wyrządzić szkody gospodarcze Stanom Zjednoczonym”. Zakres ruchu eurodolara nie był jednak znaczący. Niemniej jednak kurs EUR/USD obniżył się poniżej poziomu 1,08. W naszej ocenie niewielki zakres ruchu wynika z faktu, iż inwestorzy mają świadomość, iż w przyszłym tygodniu (2 kwietnia) mają wejść w życie cła obejmujące znacznie szerszą paletę towarów z Unii Europejskiej. Geopolityka rozumiana jako negocjacje dotyczące Ukrainy, ale i globalna wojna celna pozostaje motywem wiodącym dla rynków finansowych. Wczorajsze dane o tempie wzrostu gospodarczego (finalny szacunek) nie miały wpływu na notowania amerykańskich aktywów.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 21 marca						
Decyzja Moody's ws. ratingu	Polska	Marzec				
Poniedziałek 24 marca						
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Luty	4.8%	-0.5%	3.3%	3.5%
10:00 Indeks PMI dla przemysłu wst.	EZ	Marzec	47.6	48.7	48.2	
10:00 Indeks PMI dla usług wst.	EZ	Marzec	50.6	50.4	51.0	
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Luty	9.4%	9.1%	9.1%	9.2%
14:45 Indeks PMI dla przemysłu wst.	USA	Marzec	52.7	49.8	51.8	
14:45 Indeks PMI dla usług wst.	USA	Marzec	51.0	54.3	50.8	
Wtorek 25 marca						
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Luty	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
10:00 Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Marzec	85.3	86.7	86.6	
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Węgry	Marzec	6.50%	6.50%	6.50%	
15:00 Indeks zaufania konsumentów Conference Board	USA	Marzec	100.1	92.9	94.5	
Środa 26 marca						
13:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m s.a. wst.	USA	Luty	3.3%	0.9%	-0.3%	
14:30 Decyzja ws. stóp procentowych	Czechy	Marzec	3.75%	3.75%	3.75%	
Czwartek 27 marca						
11:00 Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Marzec				
13:30 PKB annualizowany fin.	USA	Q4	2.3%	2.4%	2.3%	
13:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	22 marca	225 tys.	224 tys.	225 tys.	
Piątek 28 marca						
08:45 Inflacja HICP r/r wst.	Francja	Marzec	0.9%		1.1%	
09:00 Inflacja CPI r/r wst.	Hiszpania	Marzec	3.0%		2.7%	
11:00 Koniunktura gospodarcza	EZ	Marzec	96.3		97.0	
13:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Luty	0.9%		0.4%	
13:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Luty	-0.2%		0.4%	
13:30 Inflacja PCE r/r	USA	Luty	2.5%		2.5%	
13:30 Inflacja bazowa PCE r/r	USA	Luty	2.6%		2.7%	
15:00 Indeks Uni. Michigan fin.	USA	Marzec	64.7		57.9	
Poniedziałek 31 marca						
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Marzec	4.7%			

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