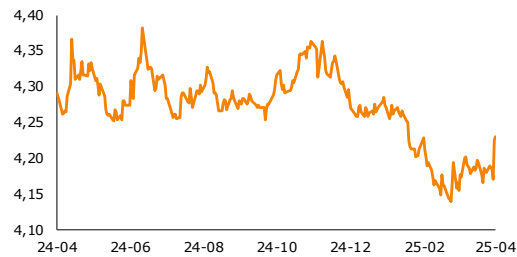


## EUR-USD, dane dzienne



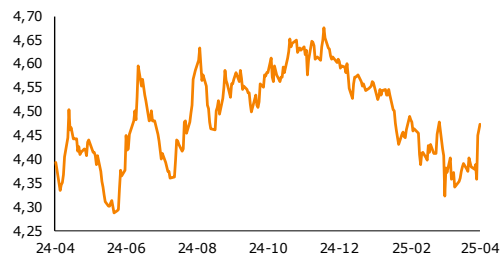
## EUR-PLN, dane dzienne



## USD-PLN, dane dzienne



## CHF-PLN, dane dzienne



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

## Dział Analiz Makroekonomicznych

Agata Filipowicz-Rybicka  
Główny Ekonomista  
Dyrektor Działu Analiz Makroekonomicznych  
agata.filipowicz-rybicka@alior.pl

Paweł Bojar  
Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych  
Pawel.bojar@alior.pl

Marta Skrzypczyńska  
Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych  
marta.skrzypczynska@alior.pl

Jakub Szczepaniec  
Ekspert ds. analiz danych ekonomicznych  
jakub.szczepaniec@alior.pl

Alior Bank S. A.  
ul. Łopuszańska 38D  
02-232 Warszawa

## Informacje gospodarcze

### W kraju

Rada Polityki Pieniężnej zmienia stanowisko na bardziej gołębie, czyli oczekuje, że sytuacja będzie zmieniać się w kierunku obniżania stóp procentowych - powiedział na konferencji prezes NBP Adam Glapiński.

Na łagodne nastawienie RPP wpływa także malejące tempo wzrostu wynagrodzenia, które już nie jest dwucyfrowe - powiedział prezes NBP Adam Glapiński.

Poziom stóp może wynieść 3,5 proc. w przyszłym roku, obniżki dwa razy po 0,5 pp. w tym roku - poinformował na konferencji prasowej prezes NBP Adam Glapiński.

Obniżka stóp proc. może nastąpić w maju lub w każdym kolejnym miesiącu - poinformował na konferencji prasowej prezes NBP Adam Glapiński.

Przy decyzjach rządu o utrzymaniu niskich cen energii prezes NBP Adam Glapiński byłby skłonny popierać wniosek o obniżkę 0,5 pkt. proc., w innym przypadku o 0,25 pkt. proc. - wynika z wypowiedzi prezesa NBP podczas konferencji prasowej.

Do końca roku ceny energii dla gospodarstw domowych nie wzrosną - poinformował minister finansów Andrzej Domański.

Szacowana stopa bezrobocia rejestrowanego w marcu 2025 r. wyniosła 5,3 proc. wobec 5,4 proc. miesiąc wcześniej - podało Ministerstwo Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej w komunikacie.

Ceny lokali mieszkalnych w IV kwartale 2024 roku wzrosły o 10,4 proc. rok do roku, a w ujęciu kwartał do kwartału wzrosły o 1,2 proc. - podał GUS.

### Ze świata

Rozmawiamy o cłach ze wszystkimi głównymi krajami świata; kluczowe jest to, czy przyjmą nasze produkty rolne i będą nas traktować sprawiedliwie - powiedział w czwartek minister handlu USA Howard Lutnick, odnosząc się do możliwości obniżenia ogłoszonych w środę ceł. Oceniał, że spodziewa się zmiany podejścia do handlu z Waszyngtonem.

Kończymy pierwszy pakiet środków zaradczych w odpowiedzi na cła USA na stal, przygotujemy kolejne, by chronić nasze interesy - oświadczyła w czwartek przewodnicząca Komisji Europejskiej Ursula von der Leyen. Jak podkreśliła, nie jest jednak jeszcze za późno, by rozwiązać problemy poprzez negocjacje.

Kanada nakłada 25 proc. cła na importowane z USA samochody, które nie spełniają wymogów USMCA, umowy o wolnym handlu między Kanadą, USA i Meksykiem - poinformował w czwartek kanadyjski premier Mark Carney.

Amerykański Senat przyjął w środę rezolucję zmierzającą do zniesienia ceł na Kanadę. Przyjęta godziny po ogłoszeniu nowych ceł przez prezydenta Donalda Trumpa dzięki rebelii czworga Republikanów, lecz prawdopodobnie nie doprowadzi do anulowania decyzji Trumpa.

Państwa NATO powinny zobowiązać się do zwiększenia wydatków na obronę do co najmniej 5 proc. PKB - poinformował sekretarz stanu USA Marco Rubio w czwartek przed spotkaniem z ministrami spraw zagranicznych państw Sojuszu w Brukseli.

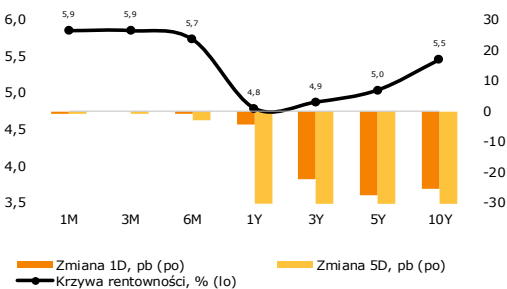
## Rynek walutowy i rynek akcji

	poziom	zmiana 1D	zmiana 5D
<b>Rynek walutowy</b>		%	%
EUR-PLN	4,2258	1,32	1,02
USD-PLN	3,8234	-0,50	-1,28
CHF-PLN	4,4501	2,14	1,30
EUR-USD	1,1052	1,83	2,32
<b>Rynek akcji</b>	pkt	%	%
WIG20	2636	-4,08	-5,19
DAX	21 717	-3,01	-4,24
SP500	5 397	-4,84	-3,30

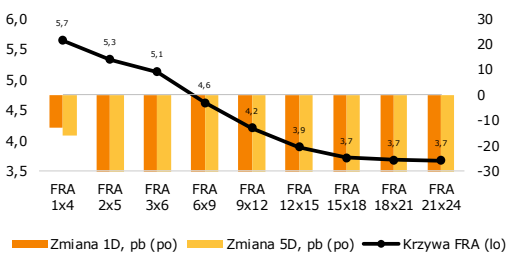
## Rynek pieniężny i rynek długu

	poziom	zmiana 1D	zmiana 5D
<b>Rynek pieniężny PL</b>	%	p.b.	p.b.
1M WIBOR	5,85	-1	-1
3M WIBOR	5,85	0	-1
6M WIBOR	5,73	-1	-3
<b>SPW PL</b>	%	p.b.	p.b.
3Y	4,87	-23	-33
5Y	5,03	-28	-44
10Y	5,45	-26	-39
<b>Spread PL vs DE</b>	p.b.	p.b.	p.b.
DE3Y	285	-13	-21
DE5Y	280	-18	-30
DE10Y	280	-18	-27
<b>Spread PL vs US</b>	p.b.	p.b.	p.b.
US3Y	122	-5	0
US5Y	131	-12	-8
US10Y	142	-15	-6

### Krzywa rentowności PL



### Krzywa FRA PL



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

## Komentarz

### Gołębno na konferencji prezesa NBP

Wczorajsza konferencja A. Glapińskiego przyniosła niemałe niespodzianki. Na ostatnich wystąpieniach prezes NBP przyzwyczaił do tego, że zazwyczaj prezentował bardziej jastrzębią retorykę niż ta wynikająca z komunikatu po posiedzeniu RPP. Tym razem było na odwrót. W komunikacie można było dostrzec zwrot w nastawieniu gremium, ale obwarowany zastrzeżeniami, w tym głównie: inflacja nadal powyżej celu, ożywienie przy ciasnym rynku pracy, luźna polityka fiskalna, możliwość odbicia CPI w 4Q'25 wraz z likwidacją osłon w tym obszarze. Na wczorajszej konferencji prezes NBP nie kładł jednak akcentów na powyższe ryzyka. Wspominał o nich, ale jednocześnie je zmiękczył, mówiąc m.in. o wyraźnym spowolnieniu płać z początkiem 2025, czy też rosnących szansach na utrzymanie cen energii na dotychczasowych poziomach również w 4 kwartale, co od jakiegoś czasu zapowiada rząd. Nacisk położył natomiast na niższą ścieżkę inflacji, w tym inflacji bazowej, po corocznej rewizji wag w koszyku. Obecnie prognozy NBP pokazują CPI w obręb celu w 3Q'25 (średnio 3,5% r/r) i odbicie do 4,2% r/r w 4Q'25, przy czym odbicie w 4Q'25 jest spowodowane założeniem utrzymania obecnego stanu regulacyjnego, a więc mrożeniem cen prądu tylko do końca 3 kwartału. Prezes NBP dał natomiast do zrozumienia, że RPP przejął do wiadomości zapowiedzi rządu, że ceny w 4 kwartale nie zmienią się. Tym samym prognozy NBP robią się spójne z naszymi oraz konsensusem, które z grubsza zakładają, że CPI w 2 połowie roku zejdzie w okolice 3,5% r/r lub niżej. A. Glapiński w swojej ocenie perspektyw polityki monetarnej był niezwykle otwarty. Mówił, że zmiana nastawienia dotyczy większości Rady. On osobiście z jednej strony skłania się, jeśli już, to do szybkiego dostosowania poziomu stóp, przynajmniej w tym roku. Dał nawet pewne wskazówki jaki zakres zmian jest dla niego prawdopodobny (!). W 2025 mogłyby to być 2 cięcia po 50 p.b. A potem obserwacja co z tego wynika i może „jeszcze coś”. Padła sugestia, że możliwe są obniżki już od kolejnego posiedzenia w maju. Kluczowe będą obserwacje bieżących danych (CPI, wynagrodzenia). Możliwy docelowy poziom stóp w 2026 to wg niego 3,5%. Odbieramy powyższy scenariusz jako obecnie maksymalistyczny dla A. Glapińskiego pod kątem tempa i skali zmian na stopach. Wspominał też o innych możliwościach, bardziej zachowawczych (wolniejsze i mniejsze obniżki stóp). W naszym dotychczasowym bazowym scenariuszu zakładamy zejście głównej stopy procentowej do 5% na koniec 2025 (start w 3 kwartale) i 3,75% na koniec 2026. Wczorajsze wystąpienie prezesa NBP postrzegamy przede wszystkim jako ryzyko dla naszych prognoz ścieżki stóp na 2025 (możliwi szybszy start i nieco głębsze cięcia, o 25-50 p.b.).

**Finalne marcowe PMI ze strefy euro sugerują, że w przededniu wojny celnej z USA gospodarka strefy była w lekkim ożywieniu.** Wstępny szacunek marcowego PMI usług dla strefy euro został zrewidowany z 50,4 do 51. PMI Composite w marcu wzrósł do 50,9 z 50,2. Ogólny obraz koniunktury pokazuje rachityczne ożywienie, wspierane obniżkami stóp EBC oraz perspektywą stymulacji fiskalnej, przede wszystkim w Niemczech. Lepiej zaczyna sobie radzić przemysł, głównie niemiecki wychodzący z długotrwałego kryzysu. W usługach trwa pełzające ożywienie. Nałożenie nowych stawek celnych na UE przez USA (25% na automotive, szersza stawka 20%) rodzi ryzyko osłabienia koniunktury w krótkim terminie (najbliższe miesiące). W dalszej perspektywie stymulacja fiskalna (głównie Niemcy) powinna wspierać poprawę koniunktury.

**EUR-USD znacznie wyżej.** Kurs głównej pary wczoraj rósł wyraźnie przy sporym osłabieniu dolara. EUR-USD przebił 1,10, przejściowo otarł się o 1,11, a dzień kończył na 1,1050 (+1,8%). Kluczowy krótkoterminowy driver ruchów to wzrost ryzyk recesyjnych dla USA i w związku z tym oczekiwania głębszych cięć stóp procentowych Fed (rynek wycenia obecnie ok. -100 p.b. w 2025). W tle mamy spekulację, że wojna celna USA to przygrywka do szerszych negocjacji USA z innymi krajami mających na celu długoterminowe osłabienie dolara.

**Złoty z wyraźnym osłabieniem, a dług z umocnieniem po konferencji prezesa NBP.** Zmiana nastawienia prezesa NBP do perspektyw polityki monetarnej, którą zaprezentował wczoraj, nie tylko dogościła oczekiwania rynkowe dot. obniżek stóp w tym roku, ale nawet w scenariuszach bardziej maksymalistycznych (bezpośrednio wspomnianych przez Glapińskiego) je przegoniła. W rezultacie złoty wyraźnie się osłabił do euro i EUR-PLN kończył dzień w okolicy 4,2250 (+1,3%), a rentowności SPW znacząco się obniżyły, w przypadku 10-latek do 5,45% (-26 p.b.). Wsparciem dla umocnienia krajowego długu były tendencje na rynkach bazowych, gdzie obserwowane było istotne umocnienie Treasuries i Bundów w odpowiedzi na wzrost ryzyk dla wzrostu gospodarczego po ogłoszeniu wyższych od oczekiwań ceł na partnerów handlowych przez USA.

**Dziś o 14:30 opublikowany zostanie marcowy raport z rynku pracy w USA.** Konsensus zakłada stabilizację stopy bezrobocia na 4,1% r/r, przyrost miejsc pracy w sektorach pozarolniczych 140 tys. (poprzednio 151 tys.) oraz w sektorze prywatnym o 135 tys. Ponadto oczekiwany jest wzrost średniej płacy godzinowej o 4% r/r i 0,3% m/m wyr. sez.

# Raport Rynkowy

piątek, 4 kwietnia 2025



## Istotne wydarzenia w bieżącym tygodniu

Godz.	Kraj	Wydarzenie	Okres	Aktualna	Konsensus	Poprzednio
<b>Poniedziałek</b>						
	Niemcy	Sprzedaż detaliczna n.s.a. r/r, %	luty	0,5	0,5	3,5
1:50	Japonia	Sprzedaż detaliczna r/r, %	luty	1,4	2,5	3,9
6:30	Japonia	Produkcja przemysłowa n.s.a. r/r, %	luty	0,3	1,2	2,2
8:00	Niemcy	Inflacja CPI r/r, %	marzec	2,2	2,3	2,3
8:00	Niemcy	Inflacja HICP r/r, %	marzec	2,3	2,8	2,6
10:00	Polska	Inflacja CPI r/r, %	marzec	4,9	5,1	4,9
<b>Wtorek</b>						
1:30	Japonia	Stopa bezrobocia, %	luty	2,4	2,5	2,5
3:45	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu	marzec	51,2	50,6	50,8
9:00	Polska	Indeks PMI dla przemysłu	marzec	50,7	51,1	50,6
9:15	Francja	Indeks PMI dla przemysłu	marzec	48,5	48,9	45,8
9:30	Niemcy	Indeks PMI dla przemysłu	marzec	48	48,3	46,5
10:00	strefa euro	Indeks PMI dla przemysłu	marzec	48,6	48,7	47,6
11:00	strefa euro	Inflacja HICP r/r, %	marzec	2,2	2,2	2,4
11:00	strefa euro	Stopa bezrobocia, %	luty	6,1	6,2	6,2
15:45	USA	Indeks PMI dla przemysłu	marzec	50,2	49,9	52,7
16:00	USA	Indeks ISM dla przemysłu	marzec	49,0	49,5	50,3
<b>Środa</b>						
	Polska	Decyzja RPP ws. stóp procentowych, %	kwiecień	5,75	5,75	5,75
13:00	USA	Wnioski o kredyt hipoteczny, %	marzec	-1,6		-2,0
14:15	USA	Raport ADP, tys.	marzec	155,0	120,0	84,0
14:30	USA	Zamówienia na dobra bez środków trans. m/m, %	luty	0,7	0,7	0,7
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m, %	luty	1,0	0,9	1,0
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle m/m, %	luty	0,6	0,5	1,8
16:30	USA	Zmiana zapasów ropy, tys. brk	marzec	6165	-500	-3341
<b>Czwartek</b>						
3:45	Chiny	Indeks PMI dla usług	marzec	51,9	51,5	51,4
9:15	Francja	Indeks PMI dla usług	marzec	47,9	46,6	45,3
9:30	Niemcy	Indeks PMI dla usług	marzec	50,90	50,2	51,1
10:00	strefa euro	Indeks PMI dla usług	marzec	51,0	50,4	51,0
11:00	strefa euro	Inflacja producencka PPI r/r, %	luty	3,0	3,0	1,7
13:30	USA	Raport Challengeera r/r, %	marzec	204,8		103,2
14:30	USA	Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych, tys.	marzec	219,0	225,0	224,0
14:30	USA	Bilans handlu zagranicznego mld USD	luty	-122,7	-123,5	-130,7
15:00	Polska	Konferencja prezesa NBP po posiedzeniu RPP	kwiecień			
15:45	USA	Indeks PMI dla usług	marzec	54,4	54,2	54,4
16:00	USA	Indeks ISM dla usług	marzec	50,8	52,9	53,5
<b>Piątek</b>						
	Chiny	Dzień wolny				
8:00	Niemcy	Zamówienia w przemyśle w.d.a. r/r, %	luty	-0,2	1,5	0,1
14:30	USA	Stopa bezrobocia, %	marzec		4,1	4,1
14:30	USA	Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym, tys.	marzec		140,0	151,0
14:30	USA	Zmiana zatrudnienia w sektorze prywatnym, tys.	marzec		135,0	140,0

s.a. (seasonally adjusted) – dane wyrównane sezonowo, n.s.a. (non-seasonally adjusted) – dane nie wyrównane sezonowo, w.d.a. (working-day adjusted) – dane skorygowane o liczbę dni roboczych w okresie wst. - odczyt wstępny, rew. - odczyt zrewidowany, fin. - odczyt finalny

Powyższy materiał (dalej Materiał) został przygotowany przez Dział Analiz Makroekonomicznych Alior Bank SA. Właścicielem Materiału jest Alior Bank Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie. Powielanie bądź publikowanie Materiału lub jego części bez pisemnej zgody Alior Bank S.A. jest zabronione.

Materiał ma charakter informacyjny, w szczególności nie stanowi: rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE, rekomendacji udzielonej w związku ze świadczeniem usługi doradztwa inwestycyjnego (usługa doradztwa inwestycyjnego jest świadczona na podstawie odrębnej umowy o doradztwo inwestycyjne), porady inwestycyjnej o charakterze ogólnym, badania inwestycyjnego, jak również nie może być traktowany jako usługa doradztwa podatkowego bądź prawnego.

Alior Bank S.A. podjął starania, aby Materiał został sporządzony w sposób rzetelny, z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności oraz z należytą starannością. Materiał wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień sporządzenia. Alior Bank S.A. nie zobowiązuje się do aktualizacji Materiału po dniu publikacji. Materiał został sporządzony na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez Dział Analiz Makroekonomicznych za wiarygodne, przy czym Alior Bank S.A. ani sporządzający Materiał pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za rzetelność oraz prawdziwość materiałów źródłowych sporządzonych przez podmioty trzecie, a wykorzystanych do opracowań Materiału.

Materiał może zawierać prognozy co do zdarzeń przyszłych, które są niepewne oraz są obciążone ryzykiem błędów.

Podjęciem decyzji inwestycyjnych Klient powinien kierować się własną, niezależną oceną. Klient ponosi pełną odpowiedzialność za skutki swoich decyzji inwestycyjnych.

Źródłem danych są m.in. GUS, NBP, PAP, Refinitiv, Bloomberg, GPW, prasa finansowa i internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne.