



Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

11 kwietnia 2025

Informacje na dziś

- **PL:** Dziś o godz. 14:00 Narodowy Bank Polski opublikuje dane o bilansie płatniczym w lutym. Według naszej prognozy saldo obrotów bieżących obniżyło się do -1470 mln EUR z -168 mln EUR w styczniu. Konsensus prognoz wynosi -414 mln EUR. Interesujące będą także dane o dynamice eksportu i importu towarów. Naszym zdaniem wnioski wynikające z tych danych będą zbliżone do poprzednich - bliska stagnacji dynamika eksportu i przyspieszający wzrost importu. Podwyżki amerykańskich cel, zwłaszcza na auta będą utrudniać ożywienie polskiego eksportu, a skala oddziaływania jest bardzo niepewna.
- **US:** O godz. 16:00 poznamy natomiast wstępne wyniki za kwiecień badania koniunktury amerykańskich gospodarstw domowych przeprowadzanego przez Uniwersytet Michigan. Według konsensusu prognoz wskaźnik nastrojów konsumenckich ma obniżyć się do 54,9 pkt z 57,0 pkt w marcu, do najniższej wartości od pandemii. Zauważmy, że nawet podczas kryzysu gospodarczego lat 2008-2009 najniższa wartość wskaźnika w tamtym cyklu wynosiła 55,3 pkt. Dane pokażą jak silnie narosły obawy amerykańskich gospodarstw domowych o swoją kondycję w wyniku zmiennej i agresywnej polityki celnej prezydenta D.Trumpa. Będzie to weryfikowało oczekiwania co do konsumpcji prywatnej w tej gospodarce w 2Q 2025, a perspektywy te nie przedstawiają się optymistycznie. Bardzo ciekawe będą także dane o oczekiwaniach inflacyjnych gospodarstw domowych, tych krótkookresowych jak i długookresowych. Przypomnijmy, że wskaźnik obrazujący prognozy cen w horyzoncie 5 lat wzrósł w marcu do jednej z najwyższych wartości w historii.

Wydarzenia i komentarze

- **US:** Inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych obniżyła się w marcu do 2,4% r/r z 2,8% r/r miesiąc wcześniej. Dane okazały się niższe od oczekiwań i marzec to drugi z rzędu miesiąc pozytywnej niespodzianki. W dół zaskoczyła także inflacja bazowa, która wyniosła 2,8% r/r wobec 3,1% r/r miesiąc wcześniej i po raz pierwszy od 4 lat obniżyła się poniżej 3,0% r/r. Inflacja CPI w ujęciu m/m też wskazuje na utrwalającą się dezinflację. Wskaźnik CPI wyniósł -0,1% m/m wobec 0,2% m/m miesiąc wcześniej, a do spadku mocno przyczyniły się zniżkujące ceny paliw. Niemniej inflacja cen usług (najbardziej uporczywa) obniżyła się w marcu do 0,1% m/m, wartości najniższej od sierpnia 2021 r. 1Q 2025 okazał się miesiącem dezinflacji w USA, co zbiegło się także ze spowolnieniem wzrostu gospodarczego. Gospodarka amerykańska w 2Q 2025 wchodzi z nową rzeczywistością wysokich cel importowych, a efektywna stawka na towary z Chin, tj. istotnego partnera handlowego wynosi 145%! Jak już zaznaczaliśmy wpływ tych zmian oddziaływałby na gospodarkę stagflacyjnie - podnosząc inflację i ograniczając wzrost PKB. Co więcej, w kierunku niższej aktywności oddziałuje niepewność co do przyszłości. Sądzymy zatem, że w nieco dalszym horyzoncie Fed będzie obniżał stopy procentowe w reakcji na chęć ochrony rynku pracy. Według rynków finansowych przedział dla podstawowej stopy procentowej z obecnego poziomu 4,25-4,50% zostanie ścięty w tym roku o 75-100 pkt baz.

Rynki na dziś

Zasadniczo na rynkach może utrzymywać się spora nerwowość. Początek sesji może być pod wpływem kolejnych odczytów inflacyjnych, tym razem z krajów strefy euro. Słabszy odczyt bilansu obrotów bieżących może przyczyniać się do stopniowego osłabiania złotego ponownie w kierunku 4,30. Mogłoby temu sprzyjać odreagowanie dolara wobec tego, że kurs EURUSD wzrósł wyraźnie w trakcie sesji azjatyckiej do ok. 1,13 co rynek interpretuje jako możliwą częściową utratę zaufania wobec amerykańskiej waluty przy mniejszej przewidywalności odnośnie polityki gospodarczej. Krajowe stawki swap mogą utrzymywać się w pobliżu linii wsparcia z perspektywą na lekkie odreagowanie w górę.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2677	-0,6%
USD/PLN	3,8351	-1,3%
CHF/PLN	4,5782	-1,3%
EUR/USD	1,1136	0,8%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,80	-4
WIBOR 3M	5,59	-4

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,45	-6
5Y	4,81	-10
10Y	5,27	-3

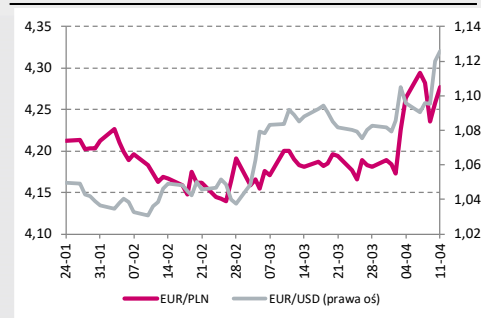
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,14	2
5Y	4,08	-4
10Y	4,43	1

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,59	0
US 10Y	4,31	-7

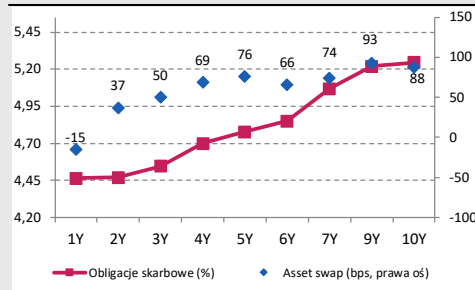
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	91690,9	4,2
DAX	20562,7	4,5
S&P 500	5268,1	-3,5

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

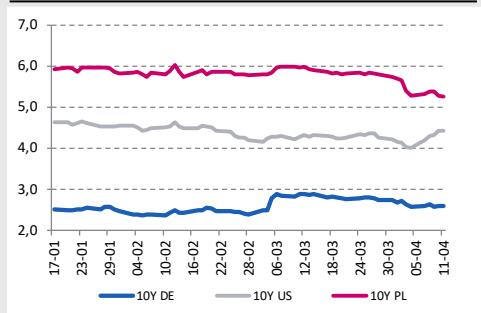
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



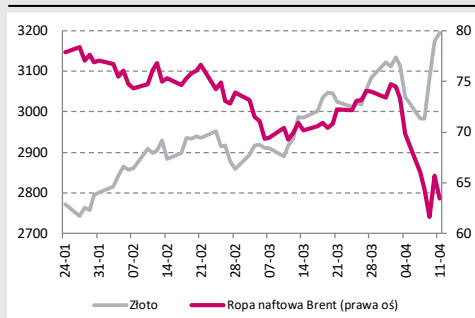
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

W pierwszej reakcji na czasowe zawieszenie amerykańskich cel doszło do znacznej poprawy apetytu na ryzyko. Podobna sytuacja miała miejsce na regionalnym rynku FX, w pierwszej reakcji złoty istotnie się umocnił w okolice 4,235, po czym stopniowo się osłabiał w stronę 4,26. Stawki IRS były stosunkowo stabilne wobec przeciwstawnych ruchów na rynku niemieckim i amerykańskim przy niewielkich spadkach rentowności na odcinku 5-10 lat. Rentowności krótkoterminowe lekko wzrosły. Rentowności 10-letnich obligacji obniżyły się do ok. 4,31%. Bank Gospodarstwa Krajowego sprzedał w ramach przetargu sprzedaży obligacje serii FPC0229, FPC0231, FPC0332 oraz FPC0235 łącznie za ok. 700 mln zł.

Rynki zagraniczne

Po mocnych wzrostach na rynkach akcji w USA w środę, sesja europejska zakończyła się sporym wzrostami, ale już na amerykańskiej indeksy stopniowo się obniżały. W ciągu dnia dolar stopniowo tracił na wartości w tym z ok. 1,095 powyżej 1,11 do euro, czemu sprzyjał niższy od oczekiwań odczyt inflacji oraz wzrost różnicy w oprocentowaniu amerykańskich i niemieckich obligacji z. Wciąż zyskiwał japoński jen i frank szwajcarski. Rentowności niemieckich Bundów rosły dla tenorów 2-5 lat, a w przypadku obligacji amerykańskich obniżyły się na odcinku 5-10-lat o ok. 4-7 pb. Ceny ropy ponownie spadły z ok. 62\$ za baryłkę do ok. 65\$.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 04 kwietnia						
14:30 Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym m/m	USA	Marzec	117 tys.	228 tys.	140 tys.	
Poniedziałek 07 kwietnia						
08:00 Produkcja przemysłowa m/m s.a.	Niemcy	Luty	2.0%	-1.3%	-1.0%	
10:30 Indeks Sentix	EZ	Kwiecień	-2.9	-19.5	-12.0	
11:00 Sprzedaż detaliczna r/r	EZ	Luty	1.5%	2.3%	1.9%	
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Rumunia	Maj	6.50%	6.50%	6.50%	
Wtorek 08 kwietnia						
08:30 Inflacja CPI r/r	Węgry	Marzec	5.6%	4.7%	5.0%	
Środa 09 kwietnia						
11:00 Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Kwiecień				
20:00 Protokół z posiedzenia Fed	USA	Marzec				
Czwartek 10 kwietnia						
03:30 Inflacja CPI r/r	Chiny	Marzec	-0.7%	-0.1%	0.0%	
03:30 Inflacja PPI r/r	Chiny	Marzec	-2.2%	-2.5%	-2.3%	
09:00 Inflacja CPI r/r fin.	Czechy	Marzec	2.7%	2,4%	2,8%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	5 kwietnia	219 tys.	223 tys.	225 tys.	
14:30 Inflacja CPI r/r n.s.a.	USA	Marzec	2.8%	2.4%	2.6%	
14:30 Inflacja bazowa CPI r/r n.s.a.	USA	Marzec	3.1%	2.8%	3.0%	
Piątek 11 kwietnia						
08:00 Inflacja CPI r/r fin.	Niemcy	Marzec	2.6%	2.3%	2.3%	
09:00 Inflacja CPI r/r fin.	Hiszpania	Marzec	2.3%			
14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR)	Polska	Luty	-168 mln		-414 mln	-1470 mln
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Marzec	3.2%		3.3%	
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan wst.	USA	Kwiecień	57.0		54.9	
16:00 1-roczne oczekiwania inflacyjne wg. Uni. Michigan wst.	USA	Kwiecień	5.0%			
Poniedziałek 14 kwietnia						
Eksport r/r	Chiny	Marzec	2.3%		4.8%	
Import r/r	Chiny	Marzec	-8.4%		-1.4%	

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