

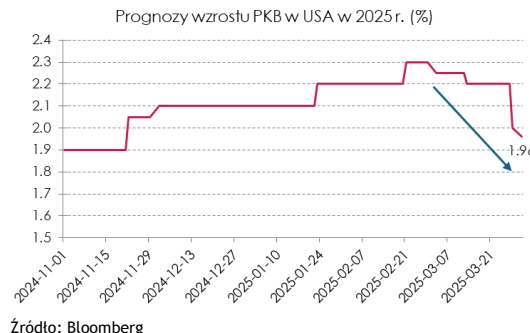
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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

Wykres tygodnia



W tym tygodniu w centrum uwagi rynków będzie polityka handlowa Stanów Zjednoczonych, które zapowiedziały wprowadzenie ceł na wiele gospodarek. Rosnąca niepewność co do polityki USA psuje nastroje wśród amerykańskich firm i gospodarstw domowych, co przekłada się na niższe prognozy PKB. Solidny rynek pracy, pozwala Fed utrzymywać stopy procentowe, w reakcji na upórzywą.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Największa salwa w obecnej wojnie handlowej USA?

W tym tygodniu kluczowe wydają się ewentualne doniesienia dotyczące amerykańskiej polityki celnej. Po tym jak w ub. środę D.Trump podpisał wprowadzenie 25% ceł na import do USA aut (wejdą w życie 3 kwietnia), ten tydzień ma przynieść ogłoszenie, jak się wydaje, najcięższej do tej pory salwy w wojnie handlowej USA. 2 kwietnia mają się bowiem zrealizować wcześniejsze zapowiedzi o wprowadzeniu ceł odwetowych na wiele gospodarek, co oznacza de facto nowy reżim celny USA. Według niego taryfy importowe mają objąć wszystkie kraje, gdzie do tej pory obowiązywały cła na import z USA. Nie jest jednak wcale pewne kiedy i w jakiej skali zostaną wprowadzone nowe cła. Nieprzewidywalność polityki celnej oraz jej potencjalnie proinflacyjny wpływ był jednym z argumentów dla Fed za stabilizowaniem stóp procentowych w tym roku, pomimo niższych prognoz wzrostu gospodarczego. Dane z tego tygodnia będziemy interpretować właśnie w kontekście aktualności scenariusza członków Fed dla amerykańskiej gospodarki. W tygodniu poznamy wyliczenia najważniejszych wskaźników koniunktury dla USA, tj. indeksów ISM dla przemysłu i usług. Zbliżone do nich wskaźniki PMI pokazały ponowne kurczenie się w marcu aktywności w sektorze wytwórczym, przy optymistycznych informacjach z sektora usług. W piątek poznamy natomiast dane z rynku pracy. Według konsensusu prognoz liczba etatów wzrosła o 130 tys. m/m po wzroście o 151 tys. m/m w lutym, choć oczekiwania te są niepewne w związku ze zmianami zatrudnienia w administracji federalnej. W przypadku stopy bezrobocia oczekuje się wzrostu do 4,2% z 4,1%. Tym samym, nie wydaje nam się, aby dane z tego tygodnia znacząco zmieniały rynkową wycenę ścieżki stóp procentowych Fed. Według niej najbliższe posiedzenie Fed przyniesie kolejną stabilizację stóp procentowych, a do końca roku stopy obniżą się o 50-75 pkt proc.

Stopy procentowe w kwietniu bez zmian

W środę kończy się kolejne w tym roku posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, które powinno przynieść utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Decyzja ta nie powinna wpłynąć na rynki finansowe, ponieważ takie są także oczekiwania ekonomistów i analityków. Potencjalnie ciekawy może być komunikat, w którym Rada może odnieść się do niższych niż założono w projekcji odczytów inflacji w 1 kw. br., a także silniejszego wyhamowania dynamiki płac w lutym. Z tych też powodów ciekawie zapowiada się konferencja prasowa prezesa A. Głapińskiego. Opublikowane w ostatnich tygodniach dane z polskiej gospodarki wspierają rozpoczęcie dyskusji polityki pieniężnej, choć w naszej ocenie do wyborów prezydenckich RPP będzie chciała utrzymywać stopy proc. na niezmiennym poziomie. Cykl obniżek będzie w naszej ocenie wznowiony w lipcu, kiedy RPP będzie dysponowała nową projekcją makroekonomiczną. Podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający cięcia stóp w tym roku o 100 pkt. baz. w II poł. 2025 r. Rok 2026 powinien przynieść dalsze obniżki stóp proc.

Optymizm z danych PMI bez przełożenia na twarde dane z przemysłu

We wtorek o godz. 9:00 poznamy wyliczenie indeksu PMI za marzec. Nasza prognoza wynosi 51,3 pkt wobec 50,6 pkt miesiąc wcześniej, po raz drugi w tym cyklu przewyższając 50 pkt. Za wzrostem indeksu przemawia poprawa analogicznego wskaźnika dla Niemiec, a także niezły wzrost ocenianej przez firmy ankietowane przez GUS bieżącej produkcji. Pomimo spodziewanej poprawy indeksu PMI nie sądzimy, aby produkcja przemysłowa uniknęła w 1Q 2025 stagnacji. Oczekiwania na dalszą przyszłość są raczej optymistyczne, choć wyższa niż zwykle niepewność utrzymuje się.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,1887	0,1%
USD/PLN	3,8649	0,4%
CHF/PLN	4,3802	0,8%
EUR/USD	1,0838	-0,4%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,82	-4
WIBOR 3M	5,85	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,05	-14
5Y	5,47	-5
10Y	5,83	-6

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,98	-3
5Y	4,77	-4
10Y	4,99	-6




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,79	-7
US 10Y	4,29	-2

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	97610,5	-0,4
DAX	22992,5	-0,7
S&P 500	5667,6	0,5




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

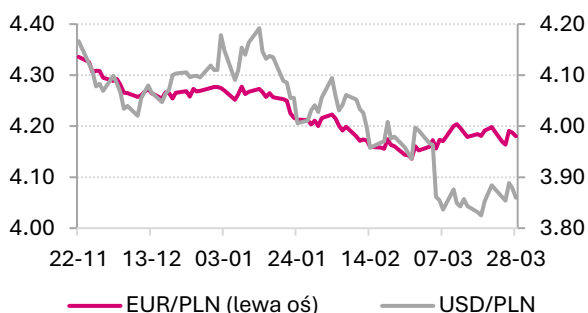
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Wycena złotego konsekwentnie pozostaje zdominowana przez aspekty geopolityczne, w szczególności te związane z przyszłością Ukrainy, ale i światową polityką celną. Kurs EUR/PLN utrzymuje się w narysowanym przez nas przed miesiącem paśmie 4,10 - 4,20. Wartość polskiej waluty pozostaje zmienna, choć utrzymuje się obecnie w górnym zakresie kanału. Kalendarium makroekonomicznych publikacji tego tygodnia nie zadecyduje naszym zdaniem o znaczących ruchach złotego. Przed nami co prawda posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (środa) i konferencja prasowa prezesa NBP (czwartek). Nie uważamy jednak - mimo napływających wypowiedzi części członków Rady sugerujących możliwość cięć stóp procentowych w 2025 roku - by oba wydarzenia miały istotnie wpływać na wartość złotego. Przypomnijmy, iż ledwie trzy tygodnie temu Rada zapoznała się z najnowszym zestawem prognoz makroekonomicznych, a czynniki niepewności (m.in. ceny energii), na które wskazywał A.Głapiński pozostają „w mocy”. Z tego powodu nie oczekujemy zwrotu w narracji pozwalającego na zmiany wyceny polskich aktywów.
USD/PLN 	Podtrzymujemy naszą opinię wyrażoną w poprzednich raporcie, gdy pisaliśmy, iż zmiany kursu USD/PLN powinny być niewielkie a zakres ruchu wzrostowego powinien wyczerpywać się w okolicy 3,90. Ten tydzień jawi się dla amerykańskiej waluty dość intensywnie zważywszy na zaplanowane na środę ogłoszenie znaczących ceł na wielu partnerów handlowych USA. W naszej ocenie jednak zakres ruchu USD/PLN nie powinien trwale przekroczyć wspomnianego poziomu.
EUR/USD 	Uważamy, iż przed eurodolarem powrót do spadków. Wynikać to będzie z faktu, iż w tym tygodniu przedstawione mają zostać prawdopodobnie najcięższej do tej pory salwy w wojnie handlowej USA. Już w środę mają się zrealizować zapowiedzi o wprowadzeniu ceł odwetowych na wiele gospodarek. O ile rynek ma świadomość tych działań, to jednak aspekt niepewności powinien sprzyjać utrzymaniu apetytu na dolara. Dane makroekonomiczne zejdą zatem na drugi plan. Nie sposób jednak przejść obojętnie wobec piątkowego raportu z rynku pracy USA. Będzie on ważną wskazówką dla inwestorów obawiających się znaczącego spowolnienia wzrostu gospodarczego Stanów Zjednoczonych. Podsumowując przed nami okres podwyższonej zmienności eurodolara wynikającej przede wszystkim z polityki handlowej USA. W naszej ocenie kurs EUR/USD będzie próbował zakotwiczyć się poniżej poziomu 1,0780, co utrzymywałoby na gruncie technicznym prodolarowy obraz notowań.

Rynek obligacji

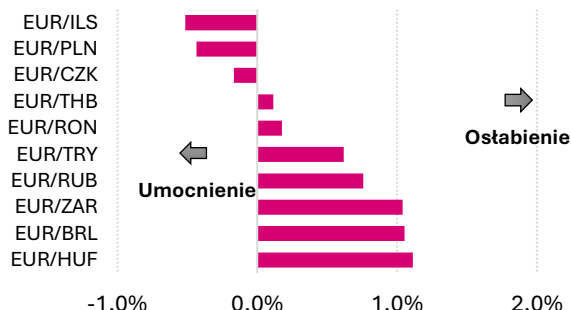
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Dochodowość polskiej krzywej pogłębia trend zniżki kierując się - w przypadku 10-latki - w okolice 5,75%. Ruch ten jest zgodny, naszym zdaniem, ze wskazaniami fundamentalnymi, tj. realizacją ponad połowy potrzeb pożyczkowych przewidzianych na ten rok, rekordowo wysoką poduszką płynnościową na rachunkach Ministerstwa Finansów, czy prawdopodobnymi planami (te poznamy już dziś) niewielkiego ograniczenia w 2Q 2025 emisji długu w stosunku do pierwszych miesięcy tego roku. To wszystko wspiera obraz stopniowego spadku dochodowości. Tym bardziej, iż wśród inwestorów utrzymują się oczekiwania odnośnie do cięć stóp procentowych w Polsce w drugiej jego części roku. Co więcej, trend zniżki dochodowości wzmacnia zachowanie rynku niemieckiego Bunda, gdzie również obserwujemy spadek rentowności wzdłuż całej krzywej. Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (środa), jak również konferencja prasowa prezesa Narodowego Banku Polskiego (czwartek) nie wpłyną naszym zdaniem na bieżący trend na rynku skarbowych papierów wartościowych.
10Y DE (%) 	Rentowności Bunda „topnieje” realizując zyski po spektakularnym wzroście dochodowości z początku marca, gdy polityczna zgoda na znaczące poluzowanie reguł fiskalnych doprowadziła do gwałtownego wzrostu dochodowości. Obecnie - poza realizacją zysków - dominuje przekonanie, iż w kwietniu Europejski Bank Centralny obniży stopy procentowe (jeszcze do niedawna inwestorzy obstawiali pauzę w cyklu). Tym bardziej, iż zaplanowane na ten tydzień ogłoszenie nowych amerykańskich ceł może spotęgować obawy dotyczące kondycji europejskiej gospodarki. Efektem będzie zejście dochodowości niemieckiego długu skarbowego na niższe poziomy.
10Y US (%) 	To będzie naszym zdaniem tydzień podwyższonej zmienności amerykańskiego długu. Dochodowość 10-latki oscyluje wokół poziomu 4,20%, ale w najbliższych dniach napotka na liczne impulsy mogące wpływać na jej zachowanie. Pierwszym i najważniejszym będą informacje o skali ceł, jakie w środę mają ogłosić Stany Zjednoczone. Drugim będą dane makro a konkretnie raport z rynku pracy USA (piątek), który pozwoli ocenić kondycję zatrudnienia, ale i płac w amerykańskiej gospodarce, co będzie istotnym argumentem za zmianą bądź utrzymaniem bieżących oczekiwań odnośnie do decyzji Fed.

Wykresy rynkowe

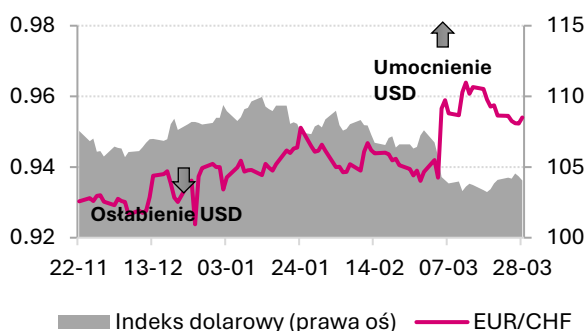
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



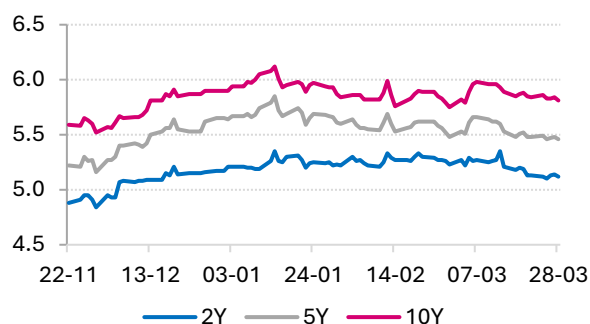
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



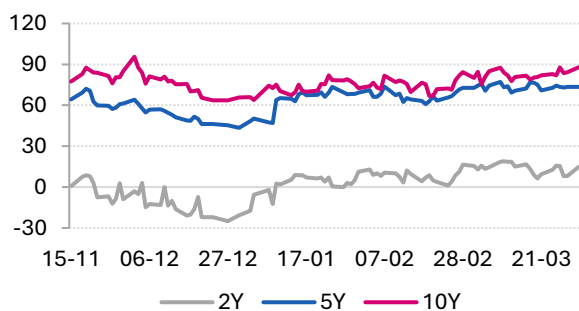
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



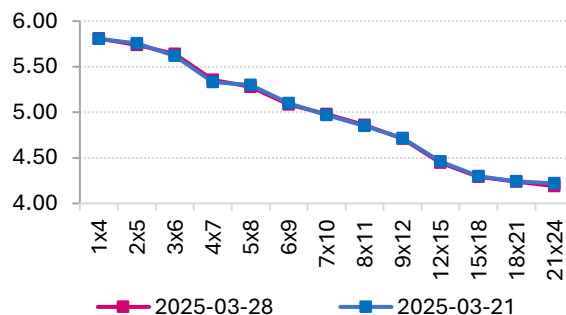
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



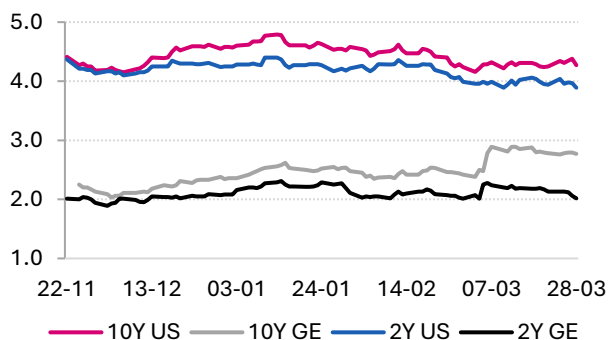
Krajowe stawki asset swap [%]



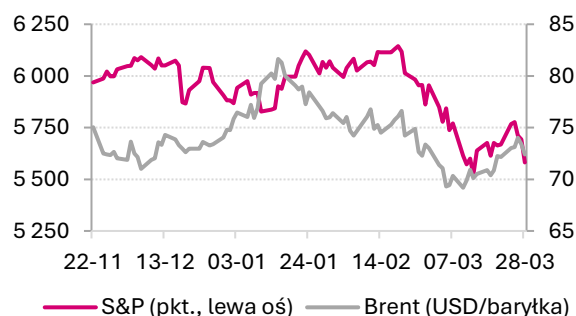
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, LSEG Data & Analytics

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 31 marca					
03:30 Indeks NBS PMI dla przemysłu	Chiny	Marzec	50.2	50.5	
03:30 Indeks NBS PMI dla usług	Chiny	Marzec	50.4	50.5	
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Marzec	4.7%	4.9%	4.9%
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Marzec	2.3%	2.3%	
Wtorek 01 kwietnia					
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Marzec	50.6	50.5	51.3
09:55 Indeks PMI dla przemysłu fin.	Niemcy	Marzec	46.5	48.3	
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%	
11:00 Stopa bezrobocia	EZ	Luty	6.2%	6.2%	
15:45 Indeks PMI dla przemysłu fin.	USA	Marzec	52.7	49.8	
16:00 Indeks ISM dla przemysłu	USA	Marzec	50.3	50.3	
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Luty	7.74 mln	7.60 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 na dobra trwałego użytku m/m s.a. fin.	USA	Luty	0.9%		
16:00 Zamówienia w przemyśle m/m	USA	Luty	1.7%	0.6%	
Czwartek 03 kwietnia					
Konferencja prezesa NBP	Polska	Kwiecień			
09:55 Indeks PMI dla usług fin.	Niemcy	Marzec	51.1	50.2	
10:00 Indeks PMI dla usług fin.	EZ	Marzec	50.6	50.4	
13:30 Raport Challengeera	USA	Marzec	172 tys.		
13:30 Protokół z posiedzenia EBC	EZ	Marzec			
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	29 marca	224 tys.	225 tys.	
15:45 Indeks PMI dla usług fin.	USA	Marzec	51.0	54.3	
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	USA	Marzec	151 tys.	128 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%		

Dane i prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
PKB	% r/r	5.3	0.1	2.9	3.7	2.1	3.2	2.7	3.2	3.5	3.3	3.9	3.6
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.2	5.1	5.1	5.0	5.3	4.9	5.0	5.1	5.3	4.9	4.9	5.0
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	14.4	11.4	3.6	4.7	2.8	2.5	4.5	4.8	5.3	4.9	4.2	4.4
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	98.7	82.0	79,7	73.6	81.5	84.8	78.7	73.9	72.9	73.3	73.9	74.2
Stopa referencyjna	%, k.o.	6.75	5.75	5.75	4.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.25	4.75
WIBOR 1M	%, k.o.	6.93	5.80	5.82	4.82	5.83	5.84	5.82	5.82	5.85	5.73	5.31	4.82
WIBOR 3M	%, k.o.	7.02	5.88	5.84	4.83	5.88	5.85	5.85	5.84	5.85	5.76	5.26	4.83
WIBOR 6M	%, k.o.	7.14	5.82	5.80	4.69	5.86	5.86	5.85	5.80	5.77	5.42	5.22	4.69
EUR/PLN	k.o.	4.69	4.35	4.27	4.30	4.30	4.31	4.28	4.27	4.28	4.30	4.31	4.30
USD/PLN	k.o.	4.40	3.94	4.10	4.00	3.99	4.03	3.82	4.10	4.09	4.04	4.02	4.00
EUR/USD	k.o.	1.07	1.10	1.04	1.08	1.08	1.07	1.12	1.04	1.05	1.06	1.07	1.08
EURIBOR 3M	%, k.o.	2.13	3.91	2.71	1.83	3.89	3.71	3.28	2.71	2.22	1.94	1.88	1.83
SOFR 3M	%, k.o.	3.62	5.36	4.69	3.84	5.35	5.35	5.31	4.69	4.27	4.03	3.84	3.84

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium, śr.o. - średnio w okresie, k.o. - na koniec okresu
 Źródło: GUS, NBP, LSEG Datastream, Macrobond, Bank Millennium SA

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.