

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

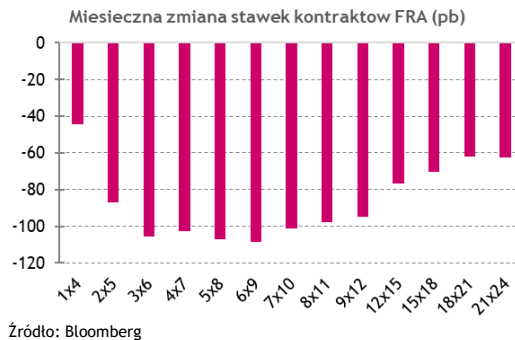
Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

Wykres tygodnia



W ubiegłym tygodniu inwestorzy zrewidowali oczekiwania co do ścieżki stóp procentowych w Polsce. To efekt zmiany narracji NBP i zapowiedzi szybszych niż zakładał rynek cięć stóp procentowych w Polsce. Nasiliły je także oczekiwania na głębsze cięcia przez Fed i EBC, w reakcji na spodziewane spowolnienie wzrostu gospodarczego w wyniku eskalacji wojen handlowych. Szybsze i nieco głębsze od oczekiwań spadki stóp procentowych w Polsce, pozbawiły złotego tarczy, która chroniła polską walutę przez zawirowaniami na rynkach globalnych.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Po radykalnym złagodzeniu nastawienia RPP zmienia się oczekiwana ścieżka stóp proc.

Ubiegły tydzień przyniósł radykalne złagodzenie narracji naszej Rady Polityki Pieniężnej. Prezes NBP powiedział, że większość członków Rady zmieniła swoje nastawienie. W tym kontekście istotna była rewizja koszyka inflacyjnego, w wyniku której obniżyła się ścieżka prognozowanej inflacji. Dodatkowo, w lutym silniej wyhamowała dynamika płac i sprzedaży detalicznej. Prezes NBP zwrócił uwagę, że stanowisko wyrażane przez niego na konferencji reprezentuje poglądy większości członków Rady. W ocenie prezesa w najbliższym czasie może pojawić się przestrzeń do dostosowania polityki pieniężnej, a skala łącznych obniżek stóp procentowych w tym roku może wynieść 100 pkt. baz. lub nieco więcej, a docelowy poziom stopy referencyjnej w 2026 to 3,50%. Biorąc pod uwagę wypowiedzi Prezesa i perspektywę wcześniejszej realizacji celu inflacyjnego zmieniliśmy zakładamy, że rozpoczęcie cięć stóp procentowych nastąpi nieco wcześniej niż dotychczas zakładaliśmy. Także skala łącznego rozluźnienia może być nieco głębsza niż zakładane przez nas dotychczas 100 pkt. baz. Sądzimy, że cięcia stóp możliwe jest już w maju, a jego skala może wynieść 25-50 pkt. baz. O skali pierwszego ruchu przesądzą dane o dynamice płac oraz inflacji CPI, w tym także inflacji bazowej. Dalsze wyhamowanie wzrostu wynagrodzeń, wsparte stabilizacją inflacji bazowej, która już w marcu osiągnęła górne ograniczenie wahań inflacji od celu NBP, może przekonać do głębszego cięcia.

Napięcia w globalnym handlu nadal w centrum uwagi

Cóż to był za tydzień. W środę prezydent Stanów Zjednoczonych D.Trump ogłosił nową politykę celną, która burzy ład w globalnym handlu stworzony de facto przez USA po II wojnie światowej. Wprowadzono minimalną stawkę celną 10% na niemal wszystkich partnerów handlowych USA (obowiązują od 5 kwietnia). Ponadto 60 państw, w tym m.in. Chiny i Unia Europejska, zostały objęte tzw. cłami odwetowymi, które mają zacząć obowiązywać 9 kwietnia. Dla Chin stawka podatku importowego ma wynosić aż 54%, a dla UE 20%. W konsekwencji efektywna stawka cel importowych USA osiągnęłyby ok. 25% i byłaby najwyższa od wieku. Z odwetem długo nie czekały Chiny, natomiast w poniedziałek zbierają się politycy europejscy, aby zdecydować o odpowiedzi na amerykańską politykę. Cła w krótkim okresie oznaczają niższy wzrost, wyższe bezrobocie i podwyższoną inflację. W tym tygodniu czekamy na informacje potwierdzające, czy zmiany w polityce handlowej USA zostaną zaimplementowane w pełni oraz jaki czas mogłyby obowiązywać. Dane, które poznamy w najbliższych dniach są na drugim planie, gdyż oddadzą nie w pełni nieaktualny obraz amerykańskiej gospodarki. W czwartek poznamy dane o inflacji CPI w marcu, która wg konsensusu prognoz obniżyła się do 2,6% r/r z 2,8% r/r miesiąc wcześniej. W piątek natomiast opublikowane zostaną wyniki badania koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan w kwietniu. Oczekuje się spadku wskaźnika nastrojów konsumenckich do 54,9 pkt z 57,0 pkt, tj do najniższej wartości od połowy 2022 r., czyli okresu inflacji najwyższej od dekad. Najciekawsze wydają się informacje o oczekiwaniach inflacyjnych gospodarstw domowych w USA, które już w marcu wzrosły. Ze względu na termin zbierania danych zapewne tylko w części uwzględnią one informacje o cłach importowych.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2785	2.4%
USD/PLN	3.8883	0.9%
CHF/PLN	4.5682	4.2%
EUR/USD	1.1003	1.5%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.85	0
WIBOR 3M	5.69	-17

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.55	-50
5Y	4.85	-53
10Y	5.29	-47

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.24	-70
5Y	4.09	-61
10Y	4.38	-53




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.53	-15
US 10Y	3.91	-28

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	89040.0	-9.0
DAX	20641.7	-8.1
S&P 500	5074.1	-9.1




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

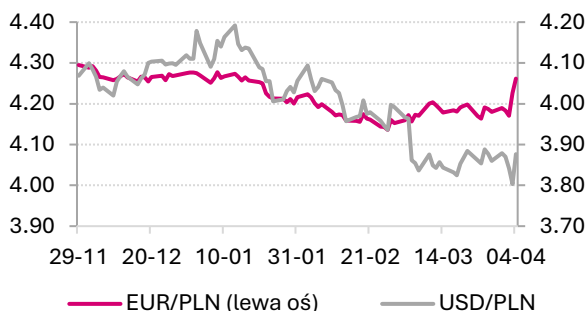
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN		Ubiegły tydzień przyniósł zmianę perspektywy złotego. To z jednej strony efekt pogorszenia uwarunkowań globalnych i wzrost awersji do ryzyka, po tym jak D. Trump ogłosił wprowadzenie wyższych od oczekiwań ceł odwetowych. Dodatkowo, silne złagodzenie narracji prezesa NBP i wcześniejsze od oczekiwań cięcia stóp procentowych, pozbawiło złotego osłony, która chroniła polską walutę przed zawirowaniami globalnymi. Inwestorzy zrewidowali już oczekiwania co do polityki RPP, wyceniając spadek stopy referencyjnej do niemal 3,50% w perspektywie najbliższych 12 miesięcy. Dlatego też czynnik stóp procentowych nie powinien w tym tygodniu dyskryminować złotego, szczególnie, że kalendarium danych makroekonomicznych jest ubogie. Głównym wyznacznikiem notowań złotego pozostanie sentyment globalny, który nie będzie sprzyjał notowaniom walut rynków wschodzących. Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania uważamy, że kurs EUR/PLN w najbliższych dniach utrzymać się będzie powyżej 4,30.
USD/PLN		Zwiększenie presji na osłabienie złotego, przy oczekiwanej wciąż wysokiej awersji do ryzyka, powinno przekładać się na wyższą kursu USD/PLN. Biorąc pod uwagę oczekiwane przez nas utrzymanie się mocnego euro względem dolara, zakres możliwej wyższości pary USD/PLN nie powinien być duży. Biorąc jednak pod uwagę skalę niepewności, zmienność notowań pozostanie wysoka.
EUR/USD		Rynek walutowy pozostaje po wpływie awersji do ryzyka i wysokiej niepewności. Zwyczajowo towarzyszyło temu umocnienie dolara. Obecnie jednak wysoka niepewność co do polityki prezydenta D. Trumpa może powstrzymać część inwestorów przed lokowaniem kapitału w dolarze. Dlatego też głównym beneficjentem eskalacji wojen handlowych było euro. Szczególnie, że perspektywa silnego wyhamowania wzrostu gospodarczego w USA i wzrost ryzyka recesji, a w konsekwencji możliwe silniejsze niż wcześniej oczekiwano cięcia stóp procentowych przez Fed nie sprzyjają notowaniom USD. Po dotarciu kursu EUR/USD do technicznego oporu w okolicach 1,1150 możliwe jest zatrzymanie się wzrostu eurodolara i utrzymywanie się w okolicach 1,11. Szczególnie, że inwestorzy wycenili już scenariusz agresywnych cięć stóp przed Fed. Biorąc pod uwagę niepewność co do kształtu polityki gospodarczej USA, zmienność na rynku pozostanie wysoka, a dla inwestorów ważne będą ewentualne wypowiedzi przedstawicieli Fed, która pozwolą ocenić reakcję na kształt nowej polityki gospodarczej prezydenta Trumpa.

Rynek obligacji

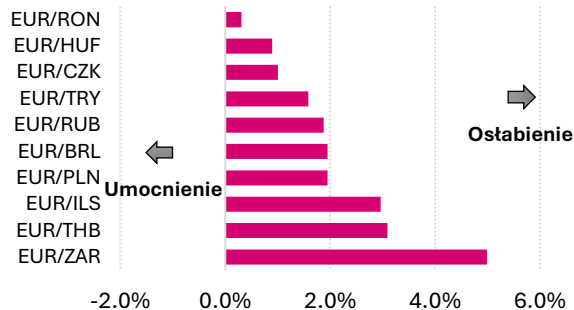
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)		Spadek stóp rynkowych zanotowany w ubiegłym tygodniu był spektakularny. Krzywa swap obniżyła się o ok. 60-90 pb z większym spadkiem krótkoterminowych stóp. Rentowność 10-letniej obligacji obniżyła się do ok. 4,44% z ok. 5,10%. To częściowo pokłósie spadku rentowności na rynkach bazowych, wpływu eskalacji napięć handlowych na perspektywy globalnego wzrostu gospodarczego, a także krajową koniunkturę. Stawki swap dla wszystkich głównych tenorów 2-, 5-, 10- dotknęły linii wsparcia wyznaczonej przez dolki z sierpnia i września 2024 r. Spadek rentowności obligacji wyniósł ok 50-70 pb. Wobec tego jest szansa przynajmniej na krótkoterminowe odciążenie rentowności w górę. Sprzyjać temu może oczekiwanie na przetarg zamiany zaplanowany na środę i ewentualne zahamowanie spadków na rynkach bazowych.
10Y DE (%)		Ogłoszenie nowych celów przez administrację amerykańską doprowadziło do zakończenia wzrostowego trendu rentowności obligacji niemieckich, który trwał od początku roku. W ostatnich dniach rentowności 10-letnich obligacji niemieckich obniżyły się o ok. 15 pb. W segmencie 2-latek spadek był dwukrotnie większy, a rynek zwiększył skalę wycenianych w tym roku cięć stóp w strefie euro z 50 pb do ponad 75 pb. Sądzymy, że po sporym spadku jest szansa na odciążenie stóp w górę, szczególnie w przypadku stawek długoterminowych, ale wobec tego że wejście w życie podwyższonych celów zostało zaplanowane na ten tydzień, a wiele krajów może decydować się na dalszą eskalację ewentualne odciążenie stóp w górę mogłoby być krótkotrwałe.
10Y US (%)		Spadek stóp rynkowych w USA był głębszy niż w strefie euro i sięgnął ok. 30-40 pb, a skala wycenianych przez rynek obniżek stóp wzrosła z niespełna 75 pb do nieco ponad 100 pb. Ostatnie komentarze prezesa Fed J. Powella wskazywały, że w krótkim terminie będzie zwracał uwagę na wpływ celów na inflację. Publikowany w tym tygodniu odczyt CPI w USA może pokazać jej dalszy spadek, ale rynek może po tej publikacji zwracać uwagę na wzrost prognoz inflacji w tym roku w górę. Wobec tego spadek rentowności 10-letnich może się zatrzymać w kolejnych dniach. W dłuższej perspektywie, o ile nie dojdzie do deeskalacji „wojny handlowej” można oczekiwać dalszego spadku rentowności wobec tego, że cła mają mieć według rynkowych szacunków największy ujemny wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego w USA. Najbliższe posiedzenie Fed zaplanowane na maj, a rynki spodziewają się obniżki w czerwcu.

Wykresy rynkowe

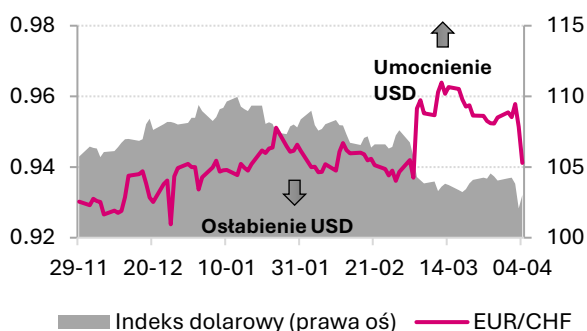
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



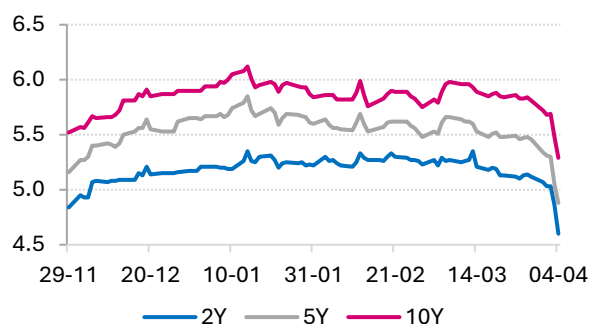
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



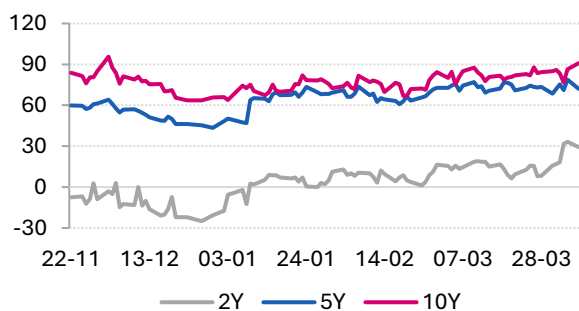
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



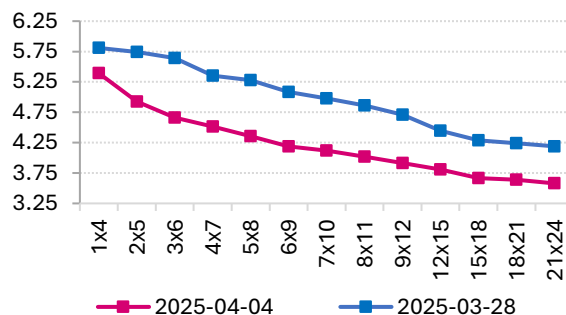
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



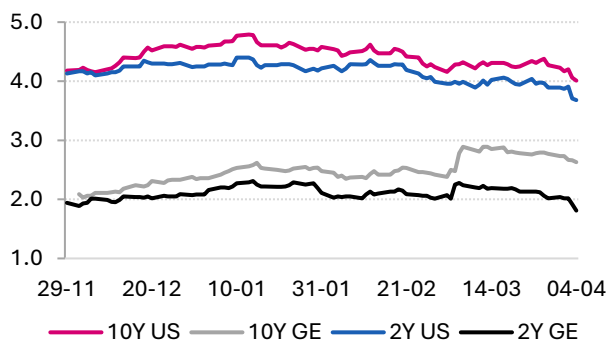
Krajowe stawki asset swap [%]



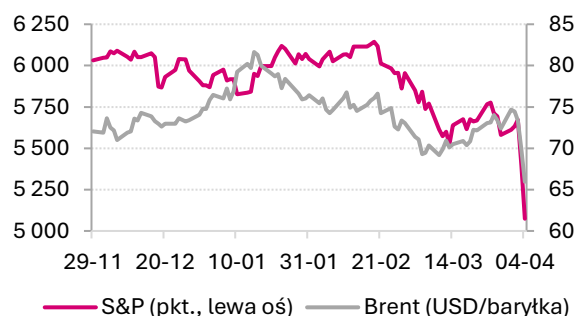
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 07 marca					
08:00 Produkcja przemysłowa m/m s.a.	Niemcy	Luty	2.0%	-1.0%	
10:30 Indeks Sentix	EZ	Kwiecień	-2.9	-12.0	
11:00 Sprzedaż detaliczna r/r	EZ	Luty	1.5%	1.9%	
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Rumunia	Maj	6.50%	6.50%	
Wtorek 08 kwietnia					
08:30 Inflacja CPI r/r	Węgry	Marzec	5.6%	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%	0.0%	
03:30 Inflacja PPI r/r	Chiny	Marzec	-2.2%	-2.3%	
09:00 Inflacja CPI r/r fin.	Czechy	Marzec	2.7%		
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	5 kwietnia	219 tys.	225 tys.	
14:30 Inflacja CPI r/r n.s.a.	USA	Marzec	2.8%	2.6%	
14:30 Inflacja bazowa CPI r/r n.s.a.	USA	Marzec	3.1%	3.0%	
Piątek 11 kwietnia					
08:00 Inflacja CPI r/r fin.	Niemcy	Marzec	2.2%	2.2%	
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-roczone oczekiwania inflacyjne wg. Uni. Michigan wst.	USA	Kwiecień	5.0%		
Poniedziałek 14 kwietnia					
00:00 Eksport r/r	Chiny	Marzec	2.3%	4.8%	
00:00 Import r/r	Chiny	Marzec	-8.4%	-1.4%	

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	5.0	5.0	5.1
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	14.4	11.4	3.6	4.3	2.8	2.5	4.5	4.8	4.9	4.5	3.8	3.9
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	98.7	82.0	79,7	67.2	81.5	84.8	78.7	73.9	74.8	65.5	64.4	63.9
Stopa referencyjna	%, k.o.	6.75	5.75	5.75	4.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.25	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	5.34	5.33	4.83
WIBOR 3M	%, k.o.	7.02	5.88	5.84	4.83	5.88	5.85	5.85	5.84	5.84	5.31	5.22	4.71
WIBOR 6M	%, k.o.	7.14	5.82	5.80	4.69	5.86	5.86	5.85	5.80	5.76	5.24	5.18	4.62
EUR/PLN	k.o.	4.69	4.35	4.27	4.30	4.30	4.31	4.28	4.27	4.18	4.30	4.30	4.30
USD/PLN	k.o.	4.40	3.94	4.10	4.00	3.99	4.03	3.82	4.10	3.86	3.87	3.84	3.84
EUR/USD	k.o.	1.07	1.10	1.04	1.08	1.08	1.07	1.12	1.04	1.08	1.11	1.11	1.12
EURIBOR 3M	%, k.o.	2.13	3.91	2.71	1.83	3.89	3.71	3.28	2.71	2.34	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	4.35	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.