

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

14 kwietnia 2025

Biuro Analiz Makroekonomicznych

research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA

Ekonomista

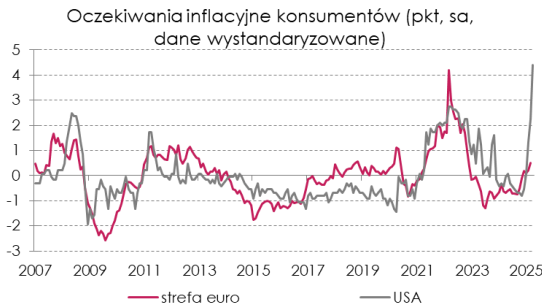
Andrzej Kamiński

Ekonomista

Antoni Zalewski

Analityk

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Po zaostrzeniu polityki celnej USA silnie wzrosły oczekiwania inflacyjne amerykańskich konsumentów, co wpisuje się w prognozę stabilizacji stóp procentowych Fed na posiedzeniu w maju. Nie mamy jeszcze kwietniowych danych dla strefy euro, ale oczekiwania inflacyjne w unii walutowej zapewne tak silnie nie wzrosną. Mniejsze obawy inflacyjne pozwolą Europejskiemu Bankowi Centralnemu obniżyć w tym tygodniu stopy proc.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

EBC zapewne obniży w tym tygodniu stopy procentowe

W tym tygodniu, podobnie jak w poprzednim, dane oraz wydarzenia ekonomiczne schodzą raczej na drugi plan. Rynki finansowe będą najpewniej zdominowane przez doniesienia dotyczące polityki handlowej na świecie. W kalendarium wyróżnia się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. Powszechnie oczekuje się obniżki stóp procentowych o 25 pkt baz. W konsekwencji stopa depozytowa wyniosłaby 2,25%. Najciekawiej zapowiada się retoryka bankierów centralnych w kontekście wojny handlowej USA, niepewności gospodarczej i czynników ryzyka dla wzrostu PKB. Według oczekiwań rynkowych, poza kwietniową obniżką, w tym roku ma dojść do jeszcze dwóch cięć stóp procentowych. W efekcie stopa depozytowa miałaby osiągnąć w grudniu poziom 1,75%. Według naszego scenariusza stopa ta osiągnie na koniec 2025 r. 1,50%. Przemawia za tym silny wzrost niepewności, który zapewne jeszcze przez jakiś czas będzie oddziaływał negatywnie na sentyment gospodarczy. Powinien potwierdzić to indeks ZEW za kwiecień, który poznamy we wtorek. Co więcej, wyższe cła na europejskie towary sprowadzane do USA będą ograniczać popyt Amerykanów hamując produkcję w unii walutowej. Jednocześnie dane o inflacji i płacach coraz bardziej udowadniają wygasanie presji inflacyjnej w strefie euro, a wdrożenie pakietu fiskalnego Niemiec to odległa perspektywa. Ponownie podkreślamy jednak niepewność co do scenariusza bazowego.

Gospodarka Chin mocna w 1Q 2025, ale co dalej?

W tym tygodniu poznamy dane o PKB w 1Q 2025 w Chinach, drugiej największej gospodarki na świecie. Według konsensusu prognoz wzrost ma spowolnić do 5,1% r/r z 5,4% w 4Q 2024, a w ujęciu kw/kw do 1,4% kw/kw z 1,6% kw/kw. Niezłemu wzrostowi sprzyjał w 1Q 2025 eksport, który w samym marcu wzrósł o 12,4% r/r po wzroście o 2,3% r/r poprzednio. Sprzyjał temu zapewne zwiększony popyt przed ogłoszeniem przez USA tzw. ceł odwetowych. Początek 2Q 2025 to czas eskalacji wojny handlowej między Państwem Środka a USA, która doprowadziła do tego, że stawka celna na chińskie towary sprowadzane do USA osiągnęła 145%! Wydarzenia te zapewne już teraz hamują gospodarkę Chin i naszym zdaniem realizacja planu tamtejszych władz o wzroście PKB w tym kraju w 2025 r. o 5,0% jest już mało realna. Skala spowolnienia wzrostu będzie zależała od ostatecznego kształtu relacji handlowych między tymi krajami, a czas ich ustalenia pozostaje niezmany, podobnie jak planowanego przez władzę kolejnego pakietu wsparcia gospodarki. Wydaje nam się, że prędzej czy później zostanie osiągnięte porozumienie, a równowaga w wymianie towarowej między Chinami i USA osiągnie nowy punkt równowagi, oczywiście niżej niż przed II kadencją D.Trumpa.

Szczegółowe dane o krajowej inflacji w marcu bez wpływu na rynki

Uzupełnieniem danych z globalnej gospodarki, będą szczegółowe dane o inflacji CPI w marcu, które poznamy we wtorek. Według szybkiego szacunku GUS wyniosła ona 4,9% r/r, podobnie jak w dwóch wcześniejszych miesiącach. Najciekawsze będą dane o inflacji cen usług, która pozostaje najbardziej uporczywa. W kolejnych miesiącach inflacja CPI będzie stopniowo się obniżała, tym bardziej, że ostatnie tygodnie przyniosły wyraźny spadek cen paliw. W miesiącach letnich wskaźnik CPI zbliży się do górnego ograniczenia odchyłań inflacji od celu NBP. Wtorkowa publikacja nie powinna istotnie wpłynąć na rynki finansowe. Po kwietniowej konferencji prezesa NBP rynki nasiliły oczekiwania co do tempa i skali cięć stóp proc. W Polsce. Cięcie stóp proc. możliwe jest już w maju. O tempie i skali cięć przesądzą natomiast dane z krajowego rynku pracy oraz ścieżka dezinflacji w kolejnych miesiącach.

| Kursy walut | | Δ % |
|-------------|--------|-------|
| EUR/PLN | 4.2814 | 0.1% |
| USD/PLN | 3.7503 | -3.5% |
| CHF/PLN | 4.6086 | 0.9% |
| EUR/USD | 1.1417 | 3.8% |

| Rynek Pieniężny | (%) | Δ bps |
|-----------------|------|-------|
| WIBOR 1M | 5.84 | -1 |
| WIBOR 3M | 5.58 | -11 |

| Obligacje PL | (%) | Δ bps |
|--------------|------|-------|
| 2Y | 4.43 | -12 |
| 5Y | 4.76 | -9 |
| 10Y | 5.25 | -4 |

| IRS PLN | (%) | Δ bps |
|---------|------|-------|
| 2Y | 4.06 | -18 |
| 5Y | 4.00 | -9 |
| 10Y | 4.37 | -1 |

| Obligacje bazowe | (%) | Δ bps |
|------------------|------|-------|
| DE 10Y | 2.56 | 7 |
| US 10Y | 4.46 | 55 |

| Giełdy | pkt. | Δ % |
|---------|---------|-----|
| WIG | 93017.3 | 6.0 |
| DAX | 20814.0 | 5.2 |
| S&P 500 | 5363.4 | 5.7 |

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

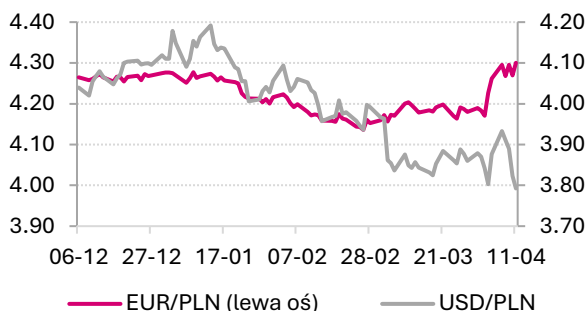
| Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień | | |
|--|----------|---|
| | Kierunek | Uzasadnienie |
| EUR/PLN | | Po osłabieniu w miniony poniedziałek na przestrzeni minionego tygodnia kurs złotego pozostawał względnie stabilny wobec euro. Złoty umocnił się w połowie tygodnia w reakcji na poprawę apetytu na ryzyko przy czasowym zawieszeniu ceł USA. Jednak to umocnienie okazało się przejściowe. Poprawa nastrojów obserwowana na początku tego tygodnia może sprzyjać odreagowaniu złotego, ale zasadniczo nie spodziewamy się aby było ono znaczące. Choć implikowana zmienność w regionie nieco się obniżyła to jest wciąż stosunkowo wysoka. Obniżka stóp w strefie euro może zwiększyć na jakiś czas krótkoterminowy dysparytet stóp wobec euro co może sprzyjać złotemu tak jak ewentualne odreagowanie krajowych FRA z obecnych niskich poziomów. Polska gospodarka notuje stosunkowo wysoki wzrost gospodarczy w tym roku przy braku strukturalnych nierównowag, a ekspozycja wzrostu na cła amerykańskie nie jest wysoka, więc choć wpływ wojny handlowej na aktywa gospodarek wschodzących może być istotny to reakcja złotego może być względnie umiarkowana. W tym tygodniu kurs EURPLN może utrzymać się poniżej 4,30. |
| USD/PLN | | Odreagowanie zarówno złotego do euro jak i dolara do euro wskazują na perspektywę stabilizacji kurs USDPLN. Zakładamy względną stabilizację USDPLN w tym tygodniu w przedziale 3,76-3,78. |
| EUR/USD | | Ubiegły tydzień stał pod znakiem stopniowego osłabiania się amerykańskiej waluty. Kurs EURUSD stopniowo rósł w ciągu tygodnia z okolic 1,095 w stronę 1,14, a w podobnej skali, j. ok. 3,5% tracił cały indeks dolarowy DXY. To pokłosie wprowadzenia przez D. Trumpa wyższych od oczekiwań ceł odwetowych. Choć zostały one częściowo czasowo zawieszane na 3 miesiące wobec większości krajów, to utrzymały się w stosunku do Chin. Ranga wydarzenia jest duża a niepewność wobec dalszego rozwoju sytuacji i polityki gospodarczej USA wysoka, co prowadzi do erozji zaufania wobec amerykańskich aktywów i odrotu od dolara. W tym tygodniu na rynkach finansowych nastroje mogą być nieco lepsze niż w ubiegłym tygodniu, czemu pomagają mogą doniesienia o otwartości Białego Domu na porozumienie z Chinami. Lekkim powodem do optymizmu jest częściowe zawieszenie ceł wzajemnych na część urządzeń elektronicznych i technologicznych na ok. 1-2 miesiące. To wspiera nastroje na rynkach akcji w poniedziałek i może poprawiać apetyt na ryzyko w dalszej części tygodnia. To może z kolei pomóc dolarowi odrobić część strat. Spadkowi kursu EURUSD sprzyjać może także obniżka stóp przez EBC oczekiwana na czwartkowym posiedzeniu. Niepewność co do rozwoju „wojny handlowej” jest na tyle wysoka, że raczej trudno oczekiwać trwałej poprawy nastrojów wobec amerykańskiej waluty, a euro może zyskać status alternatywnej waluty bezpiecznej przystani w dłuższym terminie. |

Rynek obligacji

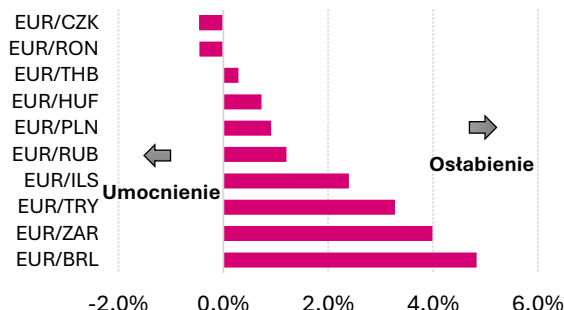
| Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień | | |
|--|----------|--|
| | Kierunek | Uzasadnienie |
| 10Y PL (%) | | W minionym tygodniu stawki FRA pozostawały względnie stabilne z lekkim spadkiem na tenorze 1x4 i wzroście dla 21x24. Krzywa IRS obniżyła się o ok. 10-20 pb przy lekkim stromieniu i większym spadku na krótkim końcu krzywej. Spadek rentowności obligacji był zbliżony o ok. 7-17 pb, choć spready kredytowe asset swap nieznacznie wzrosły w obliczu ogólnie panującej niepewności. Dwuletnie swap są na linii wsparcia ze stycznia 2022, 5-letnie na wsparciu z grudnia 2023, a 10-letnie blisko dotków z III kw. ubiegłego roku. Wobec szans na poprawę nastrojów w tym tygodniu widzimy potencjał do lekkiego odreagowania stawek rynkowych w górę. Wobec tego, że spready kredytowe są na wysokich poziomach przy większym ruchu na rynku swap jest szansa na ich nieznaczne zawężenie. W tym tygodniu nie ma przetargu, ale jeszcze dwa zostały zaplanowane do końca miesiąca, więc część uczestników rynku może szykować się do zakupu papierów skarbowych na aukcjach, co może sprzyjać spadkom cen. |
| 10Y DE (%) | | Po sporym spadku rentowności niemieckich w poprzednim tygodniu w ostatnich dniach niemieckie stopy były względnie stabilne. Wciąż widzimy przestrzeń do odreagowania, ale przy oczekiwanej obniżce stóp przez EBC trudno oczekiwać sporego ruchu na krótkim końcu. Natomiast pewien ruch w górę byłby możliwy na dłuższym końcu krzywej. Nie spodziewamy się jednak aby ewentualne ruchy były duże. |
| 10Y US (%) | | Wprowadzenie ceł przez amerykańską administrację doprowadziło do skokowego wzrostu rentowności amerykańskich. W ciągu tygodnia rentowności 10-letnich obligacji wzrosły o ok. 50 pb, przy wzroście na krótkim końcu krzywej o ok. 28 pb. Uspokojenie nastrojów potencjalnie dawałoby przestrzeń do lekkiego wypłaszczenia krzywej i spadku długoterminowych rentowności, czemu sprzyjałyby także m.in. odczyt słabszego wzrostu produkcji przemysłowej. Wydaje się jednak, że potrzeba by było czegoś więcej niż chwilowe uspokojenie nastrojów aby poprawić długoterminowe perspektywy amerykańskiego długu. Najbliższe posiedzenie Fed zaplanowane na maj, a rynki spodziewają się obniżki w czerwcu, gdyż dodatkowe cła bynajmniej niż przybliżają momentu obniżki stóp, gdyż Fed chciałby poczekać z ewentualną decyzją na wyższe odczyty inflacji i materializację ryzyk dla wzrostu PKB. |

Wykresy rynkowe

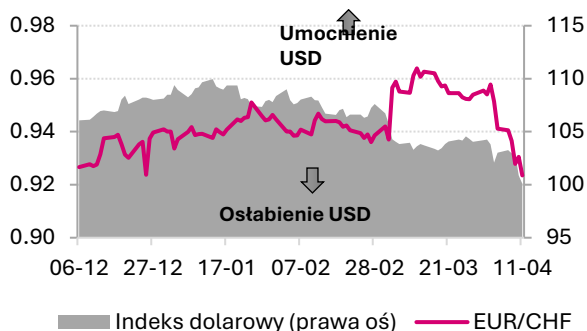
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



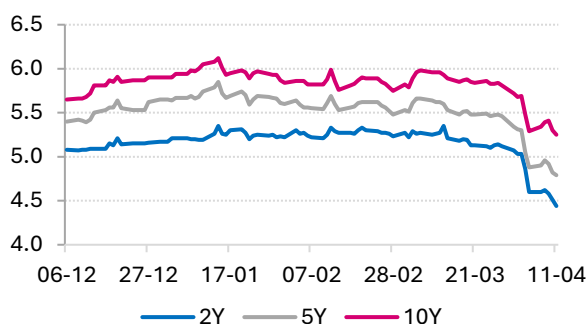
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



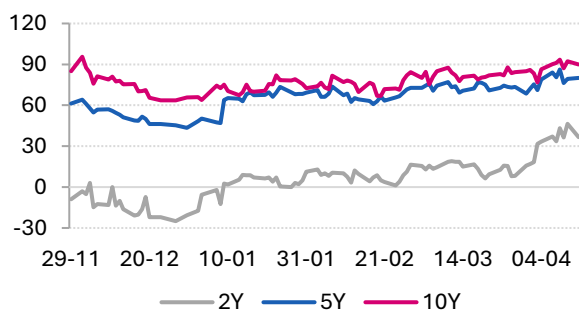
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



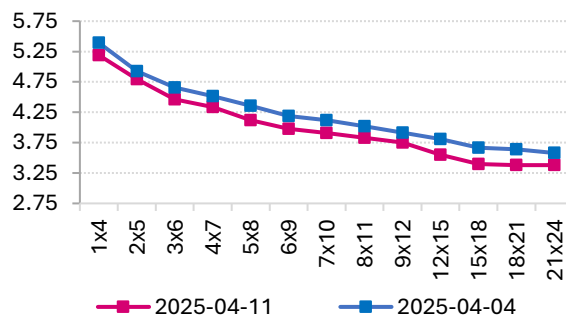
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



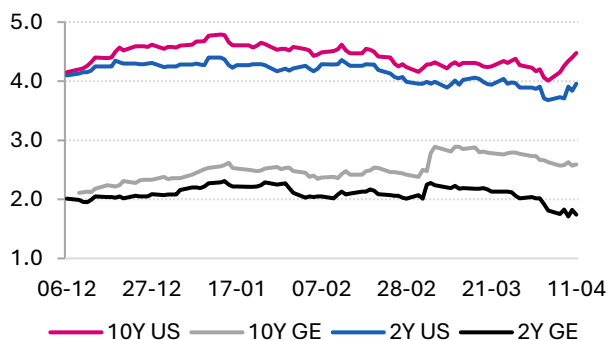
Krajowe stawki asset swap [%]



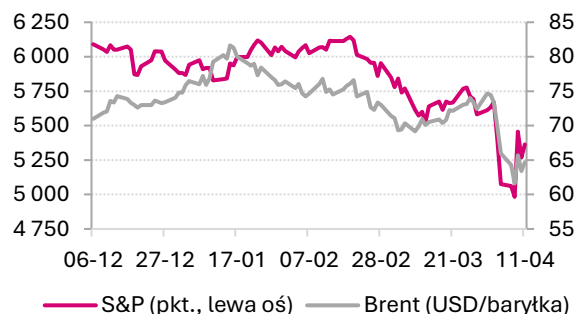
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 14 kwietnia | | | | | |
| 00:00 Eksport r/r | Chiny | Marzec | 2.3% | 4.8% | |
| 00:00 Import r/r | Chiny | Marzec | -8.4% | -1.4% | |
| Wtorek 15 kwietnia | | | | | |
| 08:45 Inflacja CPI r/r fin. | Francja | Marzec | 0.8% | 0.8% | |
| 10:00 Inflacja CPI r/r fin. | Polska | Marzec | 4.9% | 4.9% | 4.9% |
| 11:00 Indeks instytutu ZEW | Niemcy | Kwiecień | 51.6 | 5.0 | |
| 11:00 Produkcja przemysłowa m/m s.a. | EZ | Luty | 0.8% | -0.4% | |
| Środa 16 kwietnia | | | | | |
| 04:00 Produkcja przemysłowa r/r | Chiny | Marzec | 5.9% | 5.6% | |
| 04:00 Sprzedaż detaliczna r/r | Chiny | Marzec | 4.0% | 4.2% | |
| 04:00 PKB r/r | Chiny | Q1 | 5.4% | 5.1% | |
| 11:00 Inflacja HICP r/r fin. | EZ | Marzec | 2.2% | 2.2% | |
| 14:00 Inflacja bazowa r/r | Polska | Marzec | 3.6% | 3.6% | 3.5% |
| 14:30 Sprzedaż detaliczna m/m | USA | Marzec | 0.2% | 1.3% | |
| 15:15 Produkcja przemysłowa m/m | USA | Marzec | 0.7% | -0.3% | |
| Czwartek 17 kwietnia | | | | | |
| 14:15 Decyzja EBC ws. stóp procentowych (stopa depozycji) | EZ | Kwiecień | 2.50% | 2.25% | 2.25% |
| 14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych | USA | 12 kwietnia | 223 tys. | 225 tys. | |
| 14:45 Wystąpienie prezeski EBC Ch. Lagarde | EZ | Kwiecień | | | |
| Piątek 18 kwietnia | | | | | |
| Wielki Piątek, brak publikacji najważniejszych danych | | | | | |
| Poniedziałek 21 kwietnia | | | | | |
| Dzień wolny - Poniedziałek Wielkanocny | | | | | |
| 03:00 Stopa pożyczkowa - jednoroczna Chiny | | Kwiecień | 3.10% | | |

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 | 5.1 | 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 | 5.00 | 4.50 |
| WIBOR 1M | %, k.o. | 6.93 | 5.80 | 5.82 | 4.82 | 5.83 | 5.84 | 5.82 | 5.82 | 5.85 | 5.32 | 5.09 | 4.58 |
| WIBOR 3M | %, k.o. | 7.02 | 5.88 | 5.84 | 4.83 | 5.88 | 5.85 | 5.85 | 5.84 | 5.84 | 5.31 | 5.07 | 4.45 |
| WIBOR 6M | %, k.o. | 7.14 | 5.82 | 5.80 | 4.69 | 5.86 | 5.86 | 5.85 | 5.80 | 5.76 | 5.21 | 5.01 | 4.46 |
| 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 | 1.97 | 1.68 | 1.53 |
| 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.