

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

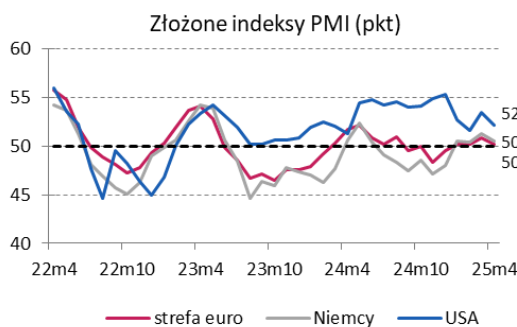
Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

Wykres tygodnia



W tym tygodniu spośród publikacji makro wyróżniają się wstępne dane PMI za kwiecień dla strefy euro i Stanów Zjednoczonych. Według ankiety Bloomberg złożony wskaźnik obrazujący łącznie nastroje w przemyśle i usługach obniża się zarówno dla strefy euro jak i dla USA, potwierdzając negatywny wpływ amerykańskiej polityki celnej. Perspektywy inflacji w USA i strefie euro różnią się. EBC obniżyło stopy procentowe, a USA stabilizuje je.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Czy gospodarka strefy euro dalej rośnie na początku 2Q 2025?

Poprzedni tydzień to czas stabilizowania się nastojów rynkowych dotyczących polityki celnej Stanów Zjednoczonych. W kalendarzu danych makro najważniejsze było natomiast posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, które zgodnie z oczekiwaniami zakończyło się siódmą w tym cyklu obniżką stóp procentowych. W efekcie stopa depozytowa, tj. podstawowa stopa procentowa banku centralnego strefy euro, kształtuje się na poziomie 2,25%. EBC zareagował na ryzyka dla gospodarki wynikające z wojen handlowych, co nie stanowi niespodzianki. W komunikacie po kwietniowej decyzji napisano, że „zwiększona niepewność prawdopodobnie doprowadzi do spadku zaufania gospodarstw domowych i firm, a niekorzystna i zmienna reakcja rynków na napięcia handlowe może wpłynąć na zaostrzenie warunków finansowania (...) i odbić na perspektywach gospodarczych strefy euro”. Ocenę tę będą weryfikować wstępne dane PMI, które poznamy w środę. Według konsensusu prognoz złożony wskaźnik PMI obrazujący łącznie nastroje w przemyśle i usługach Eurolandu obniżył się w kwietniu do 50,2 pkt z 51,0 pkt w marcu. Realizacja tej prognozy oznaczałaby, że zmiany w polityce handlowej na świecie i niepewność z nią związana już teraz obniża aktywność gospodarczą. Naszym zdaniem wpisywałoby się to w dość łagodną retorykę EBC, i tym samym rynkowe oczekiwania dalszych obniżek stóp procentowych w tym roku. Według rynków do końca 2025 r. stopa depozytowa zostanie obniżona do 1,50%, co jest zgodne z naszymi założeniami.

Presja kosztowa w centrum uwagi amerykańskich danych PMI

Również w środę poznamy wyliczenia indeksów PMI dla przemysłu i usług w USA w kwietniu. Według konsensusu prognoz włożony wskaźnik PMI obniżyć się ma do 52,2 pkt z 53,5 pkt. Realizacja tych prognoz oznaczałaby, że co prawda gospodarka amerykańska utrzymuje się na ścieżce wzrostu na początku 2Q 2025, choć wzrost ten hamuje, w wyniku dokonanych już podwyżek ceł przez administrację D.Trumpa oraz niepewności związanej z przyszłością. Najciekawszymi informacjami dotyczącymi tych danych będzie zapewne wskaźnik cen komponentów produkcji (input prices). Dane PMI nie powinny modyfikować oczekiwań rynkowych, według których w najbliższym czasie Fed będzie kontynuował politykę wait-and-see, podobnie jak na posiedzeniu w marcu. Oczekiwania na II poł. roku są już naszym zdaniem bardziej niepewne, gdyż Fed może coraz bardziej kłaść nacisk na sytuację na rynku pracy.

Spodziewamy na marzec głębszy spadek sprzedaży detalicznej

We wtorek rano poznaliśmy część danych z krajowej gospodarki w marcu. Produkcja przemysłowa wzrosła o 2,5% r/r po spadku o 1,9% r/r miesiąc wcześniej. Okazało się to negatywną niespodzianką, podobnie jak dane o produkcji budowlano-montażowej. Dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw były natomiast bliskie oczekiwaniom. Przeciętne zatrudnienie spadło o 0,9% r/r po spadku w tym samym tempie miesiąc wcześniej. Wzrost przeciętnej płacy spowolnił natomiast do 7,7% r/r z 7,9% r/r w lutym. Dla pełnego obrazu 1Q 2025 czekamy jeszcze na dane o sprzedaży detalicznej, które poznamy w środę o godz. 10:00. Spodziewamy się jej spadku w marcu o 1,6% r/r po spadku o 0,5% r/r. Realizacja naszej prognozy oznaczałaby, że sprzedaż detaliczna w 1Q 2025 rosła wolniej niż kwartał wcześniej, wraz z niższą dynamiką płac oraz bardziej ostrożnym niż wydawało się kwartał temu podejściem konsumentów do swoich wydatków. Komplet danych za marzec powinien potwierdzić wolniejszy wzrost PKB w 1Q 2025 niż w 4Q 2024, gdy wyniósł 3,4% r/r. Nie spodziewamy się, aby dane te wpływały na oczekiwania, że Rada Polityki Pieniężnej na posiedzeniu w maju obniży stopy procentowe o 50 pkt baz.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2752	-0.1%
USD/PLN	3.7176	-0.9%
CHF/PLN	4.5823	-0.6%
EUR/USD	1.1500	0.7%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.72	-12
WIBOR 3M	5.49	-9

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.34	-9
5Y	4.67	-9
10Y	5.22	-3

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.08	2
5Y	4.00	0
10Y	4.37	0

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.47	-9
US 10Y	4.43	-3

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	96092.9	5.5
DAX	21154.5	3.8
S&P 500	5158.2	-3.8

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

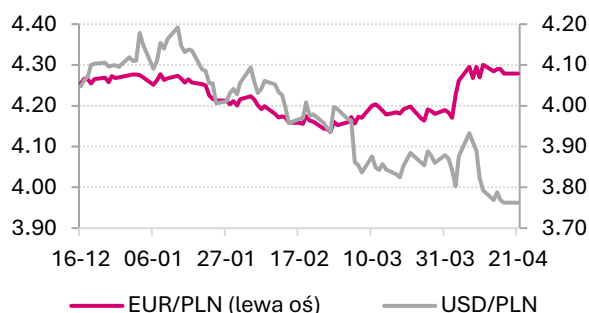
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN		Złoty pozostawał dosyć stabilny przez większość minionego tygodnia. Zmienność na regionalnych walutach stopniowo się obniżała w tym dla złotego z najwyższych poziomów od końca 2023 r. Kurs EURPLN utrzymywał się przedziale 4,26-4,30 mimo dalszego stopniowego osłabienia dolara. Krajowe dane makro pokazały, że aktywność w przemyśle jest dosyć słaba, a spowolnienie płać jest kontynuowane, co sugeruje, że przestrzeń do ewentualnego odreagowania stóp rynkowych w tym tygodniu może być ograniczona. W tym tygodniu kurs EURPLN utrzyma się naszym zdaniem w przedziale 4,26-4,30.
USD/PLN		Zakładana przez nas stabilizacja złotego do euro jak i możliwe umocnienie dolara do euro wskazują na perspektywę wzrostu kursu USDPLN w tym tygodniu w kierunku 3,75.
EUR/USD		W ubiegłym tygodniu dolar kontynuował trend spadkowy, co odzwierciedlało obawy o wpływ wojny handlowej na globalny wzrost i obrazowało odwrót od dolara i amerykańskich aktywów w obliczu większej niepewności co do kształtowania się przyszłej polityki gospodarczej w USA i spadku zaufania wobec aktualnej administracji. Obrazowało to zaburzenie historycznej korelacji między indeksem dolara a różnicą rentowności obligacji amerykańskich i niemieckich. Kurs EURUSD wzrósł do ponad 1,15. Indeks dolara jest na wyprzedanych technicznie poziomach, co sugeruje, że w najbliższym czasie mogłoby dojść do przynajmniej czasowego odreagowania, szczególnie biorąc pod uwagę realne stopy dolarowe. Sprzyjać temu mogłyby słabsze dane PMI dla strefy euro oraz niższy indeks Ifo oraz ewentualnie kolejne wypowiedzi ze strony przedstawicieli EBC na temat potencjalnych obniżek stóp i wstrzemięźliwość Fed w tym zakresie. Wydaje się jednak, że w długim terminie trend wzrostowy kursu EURUSD powinien się utrzymać, więc ewentualna korekta kursu EURUSD z obecnych poziomów nie powinna być duża.

Rynek obligacji

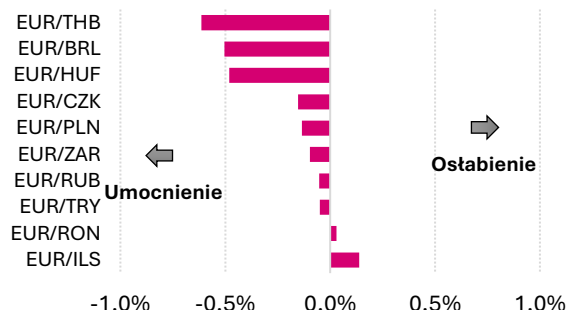
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)		W minionym tygodniu stawki FRA lekko się obniżyły. Choć spadkowy ruch po piwocie prezesa NBP wytracił impet to przy braku istotnego impulsu, który mógłby odwrócić dotychczasowe tendencje stawki rynkowe stopniowo przesunęły się w dół łącznie o ok. 5-13 pb. Stawki IRS również obniżyły się o ok. 2-15 pb w tym głównie na krótkim końcu krzywej, a rentowności obligacji nawet do ok. 16 pb na krótkim końcu krzywej. W efekcie doszło do dalszego wystramiania krzywych w tym także krzywej asset swap. Stawki FRA wyceniają już stopę referencyjną NBP na poziomie ok. 3,25% w perspektywie przyszłego roku. Wobec tego, że nasz scenariusz bazowy przewiduje, że stopy obniżą się w nieco mniejszym zakresie i w wolniejszym tempie niż zakłada rynek sądzimy, że potencjał do dalszego spadku stawek rynkowych jest stosunkowo ograniczony. Z drugiej strony wydaje się, że trudno będzie o istotną korektę stóp rynkowych w górę przed kolejnym posiedzeniem RPP w maju, kiedy to coraz większa liczba uczestników rynku zakłada obniżkę stóp ze strony RPP. W podobną stronę działają opublikowane za marzec dane o produkcji przemysłowej oraz oczekiwana przez nas słabość w sprzedaży detalicznej. Zakładamy wobec tego utrzymanie stóp rynkowych na niskich poziomach w tym tygodniu przy dosyć sporym wystromieniu krzywych. Spready kredytowe asset swap mogą zostać utrzymane na podwyższonym poziomie wobec nadchodzących aukcji (resort finansów oferuje 7-12 md zł na przetargu 23.04).
10Y DE (%)		Choć rentowności niemieckich obligacji obniżają się od początkowych dni marca i sytuacja techniczna wskazuje, że są one już dosyć nisko to nie widać obecnie powodów fundamentalnych do istotnej korekty. Przy słabszych odczytach indeksów Ifo i PMI rentowności niemieckich obligacji mogą utrzymać się na niskich poziomach. Być może na korektę stóp w górę trzeba będzie jeszcze poczekać szczególnie wobec możliwości realokacji w portfelach inwestorów od aktywów amerykańskich w kierunku m.in. europejskich. Rentowności 10-letnich niemieckich obligacji mogą się jeszcze obniżyć.
10Y US (%)		Przecena na amerykańskim rynku długu wytraciła impet. Na krótkim końcu krzywej doszło do lekkiego spadku rentowności, ale na dłuższym końcu krzywej rentowności wzrosły o kolejne kilka punktów bazowych. Prezes Fed J. Powell w ostatnim wypowiedziach podkreśla, że nie spieszy mu się do obniżek stóp procentowych, co wskazuje na ograniczone pole do spadku krótkoterminowych stóp. Z drugiej strony mamy potencjał do spadku cen ropy w reakcji postępy w rozmowach między USA i Iranem w sprawie programu jądrowego i oczekiwany spadek indeksu ISM. Rozważania rynku na temat końca wyjątkowości USA i amerykańskich aktywów amerykańskich USA oraz zbliżenia ich statusu do aktywów gospodarek rozwijających się będą ograniczać potencjał do spadku rentowności na długim końcu krzywej. Mniejszy apetyt na amerykański dług mogą generować kolejne komentarze D. Trumpa nawołujące do obniżek stóp i sugestie o możliwym odwołaniu prezesa J. Powella. To będzie przeciwwagą dla toczących się rozmów USA z partnerami handlowymi z Unii Europejskiej, Japonii i innymi krajami.

Wykresy rynkowe

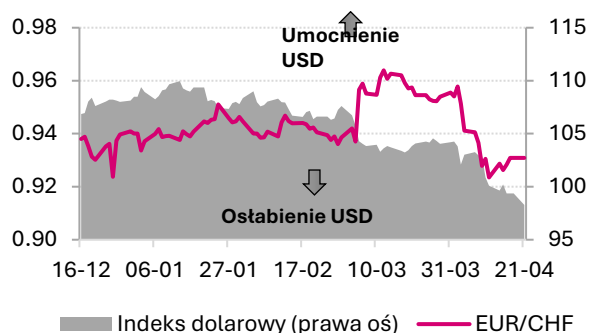
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



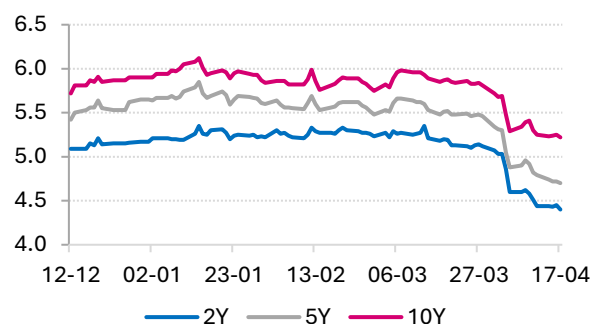
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



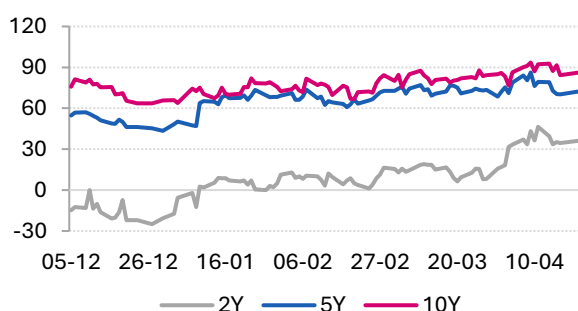
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



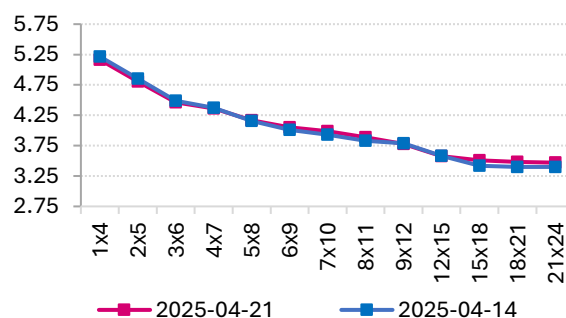
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



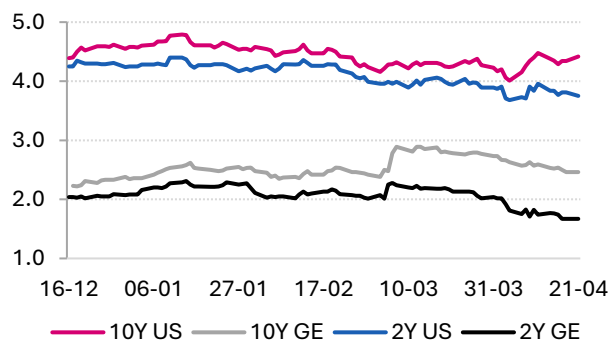
Krajowe stawki asset swap [%]



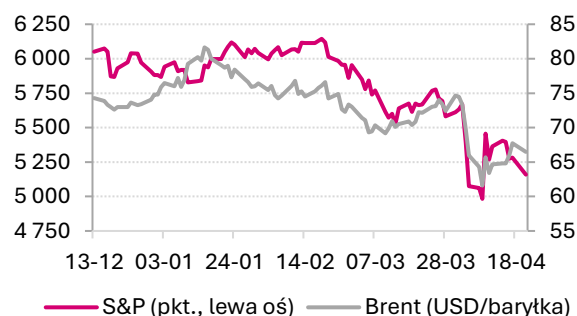
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 21 kwietnia					
Dzień wolny - Poniedziałek Wielkanocny					
03:00 Stopa pożyczkowa - jednoroczna Chiny	Chiny	Kwiecień	3.10%	3.10%	
Wtorek 22 kwietnia					
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Marzec	-0.9%	-0.9%	-0.9%
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Marzec	-2.0%	3.7%	3.6%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Marzec	-1.3%	-1.1%	-1.1%
10:00 Wynagrodzenie r/r	Polska	Marzec	7.9%	7.7%	7.4%
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Marzec	0.0%	5.7%	5.4%
16:00 Indeks zaufania konsumentów wst.	EZ	Kwiecień	-14.5	-15.8	
Środa 23 kwietnia					
09:30 Indeks PMI dla przemysłu wst.	Niemcy	Kwiecień	48.3	47.6	
09:30 Indeks PMI dla usług wst.	Niemcy	Kwiecień	50.9	50.1	
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Marzec	-0.5%	0.4%	-1.6%
10:00 Indeks PMI dla przemysłu wst.	EZ	Kwiecień	48.6	47.9	
10:00 Indeks PMI dla usług wst.	EZ	Kwiecień	51.0	50.5	
11:00 Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Kwiecień			
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Marzec	9.1%	9.7%	10.0%
15:45 Indeks PMI dla przemysłu wst.	USA	Kwiecień	50.2	49.4	
15:45 Indeks PMI dla usług wst.	USA	Kwiecień	54.4	52.8	
20:00 Beżowa księga Fed	USA	Kwiecień			
Czwartek 24 kwietnia					
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Marzec	5.4%	5.3%	5.3%
10:00 Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Kwiecień	86.7	85.2	
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m s.a. wst.	USA	Marzec	1.0%	1.8%	
Piątek 25 kwietnia					
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan fin.	USA	Kwiecień	50.8	50.7	
Poniedziałek 28 kwietnia					
Brak ważnych publikacji					

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.