



Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

3 kwietnia 2025

Informacje na dziś

- **PL:** Na godz. 15:00 zaplanowana jest konferencja prezesa Narodowego Banku Polskiego A.Glapińskiego po wczorajszej decyzji Rady Polityki Pieniężnej, która zgodnie z oczekiwaniami utrzymała stopy procentowe. Konferencja zapowiada się ciekawie, gdyż w komunikacie Rada przedstawiła sporo łagodniejszą retorykę niż przed miesiącem, a D.Trump ogłosił wyższe niż oczekiwano stawki cel na import.
- **US:** O godz. 16:00 poznamy natomiast wyliczenie za marzec indeksu ISM dla usług w Stanach Zjednoczonych. Według konsensusu prognoz wskaźnik ma obniżyć się do 53,1 pkt z 53,5 pkt w lutym. Dane za marzec będziemy rozpatrywać pod kątem ewentualnego wpływu słabszych nastrojów w przemyśle i handlu na sektor usług, zatrudniający ok. 80% wszystkich pracujących.

Wydarzenia i komentarze

- **US:** Zgodnie z zapowiedziami prezydent USA ogłosił wprowadzenie lub podwyższenie cel na import towarów do USA na wiele gospodarek. Skala podwyżek w stosunku do niektórych krajów okazała się wyższa od oczekiwań. Domyśla stawka celna to 10%, ale dla Unii Europejskiej to 20%, dla Chin 34% (przy czym wcześniej wynosiła ona 20%) i Japonii 24%. 10% stawka celna ma zacząć obowiązywać już 5 kwietnia, a wyższe 9 kwietnia. Na ten moment nie wiemy, na jaki czas nowe amerykańskie taryfy mają obowiązywać i czy po negocjacjach handlowych zostaną złagodzone. Zaznaczmy, że część towarów ma jednak zostać wyłączona z nowych regulacji (np. farmaceutyki, półprzewodniki). Nie wiemy jaką odpowiedź zaproponują inne gospodarki w tym Unia Europejska, stąd wpływ zmian w amerykańskiej polityce celnej na gospodarkę światową pozostaje niepewny. Nowe cła i odpowiedzi innych krajów będą jednak negatywnie wpływać na wymianę handlową, globalny wzrost i wyższą inflację, aczkolwiek w krótkim okresie. Polski Instytut Ekonomiczny przedstawił jeden ze scenariuszy, według którego nowe cła USA spowolniłyby wzrost PKB o ok. 0,4 pkt proc., a sektory potencjalnie najbardziej dotknięte to górnictwo i wydobywanie, usługi sektora transportowego oraz motoryzacja. Warto przy tym dodać, że polska gospodarka odczuje skutki wyższych cel w znacznie mniejszym stopniu niż większość gospodarek UE. Biorąc pod uwagę potencjalny wpływ na PKB i inflację, polityka celna USA nie zmienia naszych oczekiwań co do stóp procentowych NBP w tym roku.
- **PL:** Zgodnie z oczekiwaniami ekonomistów i inwestorów Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe Narodowego Banku Polskiego na niezmiennym poziomie. W efekcie, kwiecień jest dziewiętnastym z rzędu miesiącem stabilizacji stopy referencyjnej na poziomie 5,75%. Zmiany w komunikacie, podkreślające m.in. niższą od oczekiwań inflację i dynamikę aktywności gospodarczej w 1Q 2025 oraz słabnący wzrost płac, miały ewidentnie łagodniejszą wymowę. Rada podkreśla jednak dalej, że czynnikiem niepewności pozostaje wpływ inflacji na oczekiwania inflacyjne i presję płacową. Łagodniejsza retoryka, naszym zdaniem, pokazuje, że drobnymi kroczkami zbliża się obniżka stóp procentowych. Według nas wznowienie cyklu obniżek rozpocznie się jednak na początku II poł. roku.

Rynki na dziś

Dzisiejsza sesja będzie pod dominującym wpływem wzrostu awersji do ryzyka w reakcji na ogłoszone przez prezydenta Trumpa cła na szereg gospodarek. Wzrost obaw o perspektywę globalnej gospodarki sprzyja wycenie bezpiecznych aktywów - franka szwajcarskiego, jena, obligacji skarbowych. Negatywna presja może pojawić się także na złocie, choć polska waluta jest w ostatnich dniach odporna na zawirowania globalne. Z tego też powodu nie spodziewamy się istotnej przeceny złota, a kurs EUR/PLN powinien w naszej ocenie utrzymać się w przedziale konsolidacji 4,16-4,20. Gotłębna narracja Rady Polityki Pieniężnej oraz spadki rentowności na rynkach globalnych mogą natomiast wesprzeć spadki rentowności polskiego długu.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.1736	-0.3%
USD/PLN	3.8576	-0.5%
CHF/PLN	4.3652	-0.6%
EUR/USD	1.0823	0.3%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.86	0
WIBOR 3M	5.85	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.98	0
5Y	5.28	-1
10Y	5.67	1

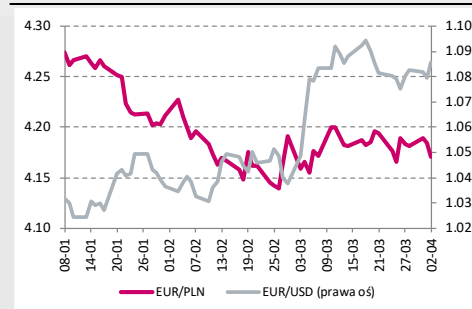
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.84	1
5Y	4.57	0
10Y	4.78	0

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.67	2
US 10Y	4.15	1

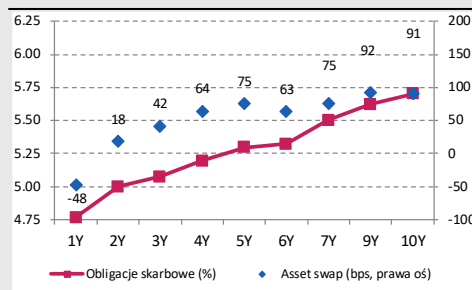
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	97964.0	0.5
DAX	22390.8	-0.7
S&P 500	5671.0	0.7

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

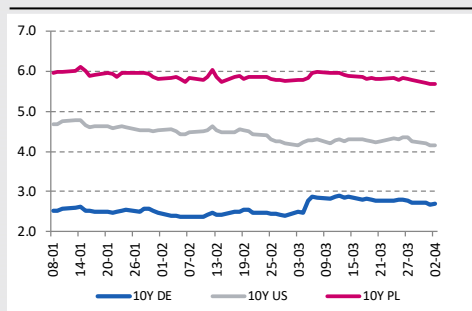
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



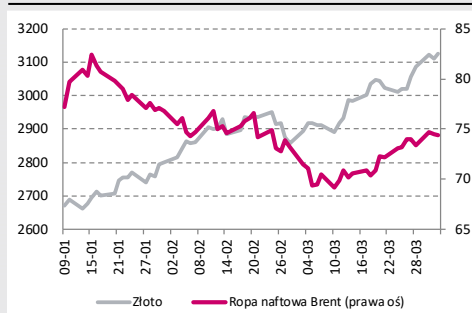
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Wczorajsza sesja stała trochę nieoczekiwanie pod znakiem umocnienia walut regionu i to mimo, że można byłoby zakładać, że w tzw. „Dzień Wyzwolenia” i oczekiwanie na ogłoszenie przez D. Trumpa cel na import towarów do USA przyczyni się do wzrostu awersji do ryzyka i negatywnego zachowania aktywów gospodarek wschodzących. Tymczasem złoty i forint zyskiwały stopniowo na wartości, co mogło wynikać z osłabienia dolara na światowych rynkach, a to z kolei zwykle sprzyja rynkom wschodzącym - rosnący kurs EURUSD sprzyja walutom regionu. Kurs EURPLN obniżył się w ciągu dnia z 4,183 do ok. 4,17, w podobnej skali umocnił się forint a korona notowała mniejsze wahania. Kurs USDPLN spadł do ok. 3,84 z 3,88. Złotemu nie zaszkodził spadek krajowych stóp rynkowych, który dominował w pierwszej części dnia. Rentowności obligacji początkowo spadały w reakcji na sytuację na rynkach bazowych, choć w drugiej połowie dnia korekta stóp w górę na rynku niemieckim i amerykańskim wpłynęła też na krajowym rynku. Na koniec dnia rentowność 10-latk wynosiła ok. 5,74% tj. ok. 4 pkt. baz. powyżej wtorkowego zamknięcia. Komunikat RPP nie miał dużego wpływu na rynek, gdyż pod koniec sesji stopy rynkowe nieznacznie rosły mimo gołębih zmian w komunikacie. W pierwszej reakcji na ogłoszenie podwyższenia cel importowych przez D. Trumpa reakcja rynków jest negatywna, co przekłada się na osłabienie walut regionu (kurs EURPLN ok. 4,18) przy kontynuacji osłabienia dolara do euro. Zakres zmian jest póki co stosunkowo niewielki.

Rynki zagraniczne

W trakcie wczorajszej sesji eurodolar stopniowo rósł do 1,086 z 1,078. Przez pewien czas oczekiwanie na cła, które były zapowiadane przez D. Trumpa pozytywnie wpływały na dolara, gdyż rynek zakładał, że podwyższona inflacja mogłaby odsunąć w czasie obniżki stóp w USA. Ostatnio jednak na pierwszy plan mogły wysunąć się obawy o wzrost gospodarczy i spadki rentowności w USA. Wczoraj rentowności amerykańskich Treasuries lekko spadały na otwarciu, ale w dalszej części sesji wzrosły w reakcji na lepsze dane o zatrudnieniu ADP (+155 tys. wobec oczekiwanych 115 tys.). Poza tym rynki wyczekiwały na komunikat prezydenta USA D. Trumpa w sprawie cel, z dużą niepewnością co do ostatecznego kształtu zmian w zakresie polityki celnej i rozwoju tzw. „wojny handlowej”. Pierwsza reakcja rynku na wystąpienie D. Trumpa to spadki na rynkach akcji w Azji przy spadkach futures na indeksy amerykańskie, spadły też rentowności obligacji w USA i tracił przez to dolar. Wobec wzrostu awersji do ryzyka zyskiwał japoński jen i umacniały się tamtejsze obligacje. Dziś rynki mogą pozostawać pod wpływem decyzji USA o dodatkowych cłach i w najbliższym czasie nastroje mogą być zdominowane przez obawy o dalszy rozwój napięć w globalnym handlu.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 28 marca						
13:30 Inflacja PCE r/r	USA	Luty	2.5%	2.5%	2.5%	
Poniedziałek 31 marca						
03:30 Indeks NBS PMI dla przemysłu	Chiny	Marzec	50.2	50.5	50.5	
03:30 Indeks NBS PMI dla usług	Chiny	Marzec	50.4	50.8	50.5	
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Marzec	4.7%	4.9%	5.1%	4.9%
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Marzec	2.3%	2.2%	2.2%	
Wtorek 01 kwietnia						
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Marzec	50.6	50.7	50.9	51.3
10:00 Indeks PMI dla przemysłu fin.	EZ	Marzec	47.6	48.7	48.7	
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Marzec	2.3%	2.2%	2.2%	
16:00 Indeks ISM dla przemysłu	USA	Marzec	50.3	49.0	50.3	
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Luty	7.740 mln	7.568 mln	7.600 mln	
Środa 02 kwietnia						
Decyzja RPP ws. stóp procentowych	Polska	Kwiecień	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%
14:15 Raport ADP	USA	Marzec	77 tys.	155 tys.	111 tys.	
16:00 Zamówienia w przemyśle m/m	USA	Luty	1.8%	0.6%	0.6%	
Czwartek 03 kwietnia						
10:00 Indeks PMI dla usług fin.	EZ	Marzec	50.6		50.4	
13:30 Protokół z posiedzenia EBC	EZ	Marzec				
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	29 marca	224 tys.		225 tys.	
15:00 Konferencja prezesa NBP	Polska	Kwiecień				
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 m/m	USA	Marzec	151 tys.		140 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%			

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