



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

4 kwietnia 2025

Informacje na dziś

- US:** Dziś o godz. 14:30 poznamy dane z rynku pracy w Stanach Zjednoczonych w marcu. 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. Znacząco obniżyła się ona po eskalacji wojny handlowej przez D.Trumpa, która oddziaływała w kierunku wyższej inflacji. Obawa o oczekiwania inflacyjne amerykańskich gospodarstw domowych najpewniej będzie skłaniała Fed do stabilizowania stóp procentowych w najbliższych miesiącach, jeśli pozwolą na to nadal solidne dane z rynku pracy. Według rynków najbliższe posiedzenie Fed w maju przyniesie stabilizację stóp procentowych, a do wznowienia cięć mogłoby dojść w czerwcu. Natomiast do końca roku stopy mają spaść o 100 pkt baz.

Wydarzenia i komentarze

- PL:** Wczorajsza konferencja prezesa Narodowego Banku Polskiego A.Głapińskiego podsumowująca kwietniowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej przyniosła wyraźne złagodzenie narracji względem poprzednich miesięcy wskazując na radykalną zmianę sytuacji. 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 rozpoczęcie cięć stóp procentowych nastąpi wcześniej niż dotychczas zakładaliśmy. Także skala łącznego rozluźnienia może być nieco głębsza niż zakładane przez nas dotychczas 100 pkt. baz. Sądzymy, że cięcie 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.
- US:** Indeks ISM dla sektora usług w Stanach Zjednoczonych, zatrudniającego 80% pracujących w tej gospodarce, obniżył się w marcu do 50,8 pkt z 53,5 pkt, do najniższej wartości od 9 miesięcy. Dane okazały się słabsze od oczekiwań. Wraz z analogicznymi danymi z przemysłu, pokazują one na spowolnienie wzrostu gospodarki jeszcze zanim D.Trump ogłosił eskalację wojny handlowej. Największe od wieku importowe stawki celne, jeśli zostaną utrzymane przez dłuższy czas, najpewniej znacząco spowolnią wzrost, potencjalnie wprowadzając amerykańską gospodarkę w recesję.
- EZ:** Indeks PMI dla usług w strefie euro wyniósł wg finalnych danych 51,0 pkt wobec 50,6 miesiąc wcześniej. Końcowe dane są wyższe niż wstępne wyliczenie (50,4 pkt). Dane PMI wskazują na ożywienie gospodarki strefy euro w 1Q 2025, po stagnacji kwartał wcześniej. Gdyby utrzymały się amerykańskie cła dla Unii Europejskiej w zapowiadzianych w środę wysokościach, to strefa odczułaby negatywny ich wpływ, choć byłby on relatywnie mniejszy niż inne gospodarki.

Rynki na dziś

Krajowe stawki swap i rentowności obligacji są już na dosyć niskich poziomach i sytuacja techniczna wskazuje, że w krótkim terminie przestrzeń do ich dalszego spadku jest stosunkowo ograniczona. Natomiast waga wydarzeń z ostatnich dwóch dni takich jak podwyższenie ceł w USA czy istotna zmiana retoryki Rady Polityki Pieniężnej sugerują, że zanim dojdzie do korekty stóp w dół dotychczasowe tendencje rynkowe mogą być kontynuowane jeszcze przez jakiś czas. Podobnie w przypadku złotego osłabienie wobec euro może jeszcze potrwać, a istotne poziomy oporu to ok. 4,23-4,25.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2224	1.2%
USD/PLN	3.8094	-1.2%
CHF/PLN	4.4420	1.8%
EUR/USD	1.1095	2.5%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.78	-20
5Y	5.02	-26
10Y	5.45	-22

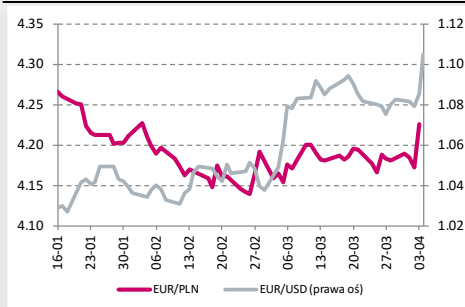
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.52	-32
5Y	4.37	-20
10Y	4.60	-19

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.65	-3
US 10Y	4.04	-11

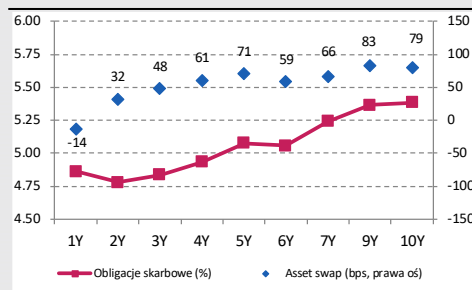
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	94482.1	-3.6
DAX	21717.4	-3.0
S&P 500	5396.5	-4.8

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

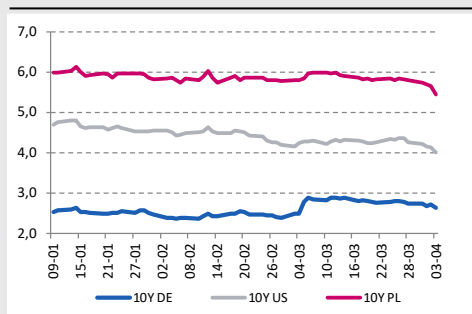
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



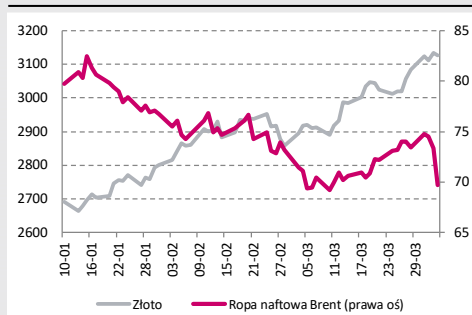
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Wczoraj kurs złotego do euro był stosunkowo stabilny w pierwszej części dnia, ale wyraźnie osłabił się w pod koniec sesji w reakcji na znaczące złagodzenie komunikacji prezesa NBP. EURPLN oscylował w okolicy 4,18, a później wzrósł do ok. 4,226. Kurs USDPLN obniżył się do ok. 3,80 z 3,88, w związku z osłabieniem dolara na rynkach międzynarodowych. Na wartości traciły także forint i czeska korona. Zasadniczo wczorajsza sesja stała pod znakiem słabych nastrojów w reakcji na wprowadzenie przez D. Trumpa cel na import towarów. Spadki stawek FRA osiągnęły wczoraj 20-30 pkt baz., stawki swap i rentowności obligacji również obniżyły się o 15-30 pkt baz. Wsparciem dla takiego zachowania była reakcja rynków bazowych na amerykańskie cła, ale tendencja spadkowa znacząco przybrała na sile w trakcie wystąpienia prezesa Narodowego Banku Polskiego, który zasygnalizował zmianę nastawienia Rady Polityki Pieniężnej na bardziej gołębie dopuszczając możliwość obniżek stóp w krokach o 50 pb już w 2Q 2025. Na koniec dnia rentowność 10-latki wynosiła ok. 5,48%, tj. ok. 26 pkt. baz. poniżej śródownego zamknięcia.

Rynki zagraniczne

W reakcji na podwyższenie cel przez USA doszło do wyraźnego pogorszenia sytuacji na rynkach akcji. Na sesji europejskiej spadki indeksów akcyjnych wyniosły 1-3,5%, na sesji amerykańskiej ok. 4-5,5%. Na rynkach walutowych największym przegranym eskalacji „wojny handlowej” był amerykański dolar, który tracił wobec większości walut. Negatywnie na dolara wpłynął też głębszy od oczekiwań spadek indeksu ISM dla usług USA. Z kolei wygranym było euro, które zyskiwało do pozostałych głównych par walut i walut gospodarek wschodzących. Sprzyjały temu nieco lepsze od oczekiwań PMI dla europejskiego przemysłu. Kurs EURUSD wzrósł do ok. 1,10 z 1,08. Wyraźnie zyskiwały także japoński jen i frank szwajcarski w związku ze zwiększeniem popytu na bezpieczne aktywa. Na bazowych rynkach długu doszło do dalszego spadku rentowności w tym już na samym otwarciu. Łącznie rentowności 10-letnich obligacji Niemiec obniżyły się o ok. 6-10 pb, a w USA o ok. 10-15 pb.

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	51.0	50.4	
13:30 Protokół z posiedzenia EBC	EZ	Marzec				
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	29 marca	225 tys.	219 tys.	225 tys.	
15:00 Konferencja prezesa NBP	Polska	Kwiecień				
16:00 Indeks ISM dla usług	USA	Marzec	53.5	50.8	53.1	
Piątek 04 kwietnia						
08:00 Zamówienia w przemyśle m/m s.a.	Niemcy	Luty	-5.5%	0.0%	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

Millennium
bank