



# Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski  
Główny Ekonomista  
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA  
Ekonomista

Andrzej Kamiński  
Ekonomista

Antoni Zalewski  
Analityk

25 kwietnia 2025

## Informacje na dziś

- US:** Dziś o godzinie 16:00 poznamy finalne wyliczenie indeksu Uniwersytetu Michigan za kwiecień. Wskaźnik ten informuje o nastrojach konsumentów w USA. Odczyt wstępny pokazał wartość 50,8 pkt wobec 57,0 pkt w marcu. Poza wyraźnym spadkiem głównego indeksu odnotowano także kolejny znaczny wzrost oczekiwań inflacyjnych (1-roczone wyniosły 6,7% po 5,0% w marcu).

## Wydarzenia i komentarze

- PL:** Stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się w marcu do 5,3% z 5,4% miesiąc wcześniej. Spadek ten przypisujemy obserwowanemu w przeszłości dla kwietnia sezonowemu zwiększeniu zapotrzebowania na pracowników. Po korekcie tego efektu stopa bezrobocia wyniosła 5,1% pozostając na tym poziomie od niemal roku. Zaostrzenie polityki celnej przez USA zwiększa niepewność co do aktywności gospodarczej, a przez to dla rynku pracy. W badaniach koniunktury za kwiecień firmy z przemysłu i handlu wskazywał na słabsze niż przed miesiącem oczekiwania co do zatrudnienia. Zmiany te były jednak niewielkie. Spodziewamy się, że stopa bezrobocia będzie pozostawała względnie stabilna w kolejnych miesiącach, a dostosowanie kosztów pracy przez firmy do ewentualnie niższej aktywności gospodarczej będzie przebiegało bardziej przez mniejszą skalę podwyżek płac niż poprzez zmniejszenie liczby zatrudnionych.
- PL:** Syntetyczny wskaźnik koniunktury GUS obrazującego aktywność łącznie dla czterech sektorów: przemysłu, budownictwa, handlu detalicznego i usług obniżył się w czerwcu do 96,7 pkt z 97,7 pkt miesiąc wcześniej. Spadek ten wynika jednak tylko z pogorszenia nastrojów w przemyśle, co przypisujemy przede wszystkim niepewności związanej ze zmianami w polityce celnej na świecie. Krajowa gospodarka wchodzi w 2Q 2023 z łagodnym wzrostem.
- PL:** Wartość nowych zamówień w przemyśle wzrosła w marcu o 27,4% r/r po spadku o 2,2% r/r w lutym. W szczególności zamówienia na eksport wzrosły o 13,6% r/r po wzroście o 1,3% r/r. Dane wyglądają mocno, aczkolwiek musimy zwrócić uwagę na efekt niskiej bazy odniesienia z marca 2024 r. Sugeruje to, że dane są pod wpływem układu świąt wielkanocnych w 2024 i 2025 r., a kwiecień przyniesie odreagowanie w dół. Tym bardziej, że wskaźnik koniunktury GUS obrazujący bieżące zamówienia w sektorze wyraźnie obniżył się w kwietniu. Tym samym dane za marzec o zamówieniach, naszym zdaniem, nie stanowią sygnału trwalszej poprawy aktywności w tym sektorze.
- GE:** Indeks instytutu Ifo wzrósł w kwietniu o 0,2 pkt do poziomu 86,9 pkt. Stanowi to zaskoczenie, gdyż oczekiwany był spadek po wyraźnym zaostrzeniu polityki celnej na świecie. Rozbicie sektorowe pokazuje mieszany obraz niemieckiej gospodarki. Oczekiwania pogarszają się w przemyśle i handlu, a w sektorze budowlanym stają się bardziej optymistyczne, co przypisać można planowanym dużym inwestycjom w infrastrukturę. W przypadku subindeksu sytuacji bieżącej, najbardziej poprawiła się ocena koniunktury w przedsiębiorstwach przemysłowych, co zapewne w części wynika ze zwiększonej produkcji na eksport, korzystając z zawieszenia tzw. "ceł odwetowych" przez USA.

## Rynki na dziś

Wczorajsza sesja giełdowa w USA zakończyła się wzrostami trzeci dzień z rzędu, co dobrze wróży dziś sesji europejskiej. Agencja Reutersa podała, powołując się na źródła, że administracja Trumpa rozważy obniżenie stawek celnych na importowane towary chińskie do ok. 50-65% z 145%, w oczekiwaniu na rozmowy z Pekinem. "Financial Times" podał, że prezydent USA planuje zwolnić producentów samochodów z części ceł. W Azji nastrojom sprzyjały doniesienia Bloomberg o tym, że rząd Chin rozważa zawieszenie 125% stawki celnej na niektóre towary importowane z USA. Widzimy wobec tego szanse na lekkie odreagowanie złotego na dzisiejszej sesji. Ruch wzrostowy na krajowym rynku stopy procentowej może jeszcze potrwać przez jakiś czas, natomiast skala ruchu w górę będzie ograniczona przez oczekiwanie na obniżkę stóp procentowych na nadchodzącym posiedzeniu w maju. Zasadniczo jednak rynek wycenia bardzo dużo jeśli chodzi o obniżki w tym roku, więc pole do spadku stóp też pozostaje ograniczone.

| Kursy walut |        | Δ %   |
|-------------|--------|-------|
| EUR/PLN     | 4.2845 | -0.1% |
| USD/PLN     | 3.7750 | 0.9%  |
| CHF/PLN     | 4.5692 | -0.5% |
| EUR/USD     | 1.1358 | -0.9% |

| Rynek Pieniężny | (%)  | Δ bps |
|-----------------|------|-------|
| WIBOR 1M        | 5.73 | 1     |
| WIBOR 3M        | 5.47 | -1    |

| Obligacje PL | (%)  | Δ bps |
|--------------|------|-------|
| 2Y           | 4.37 | 10    |
| 5Y           | 4.69 | 8     |
| 10Y          | 5.25 | 8     |

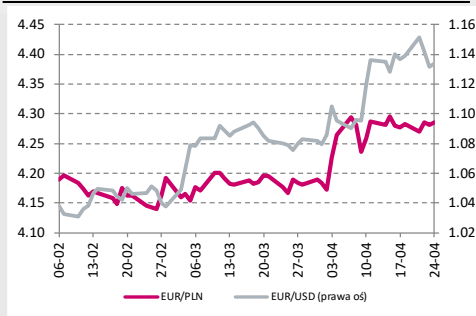
| IRS PLN | (%)  | Δ bps |
|---------|------|-------|
| 2Y      | 4.05 | 11    |
| 5Y      | 3.97 | 3     |
| 10Y     | 4.35 | 8     |

| Obligacje bazowe | (%)  | Δ bps |
|------------------|------|-------|
| DE 10Y           | 2.51 | 6     |
| US 10Y           | 4.33 | -6    |

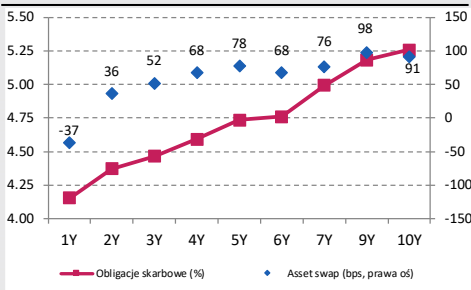
| Giełdy  | pkt.    | Δ % |
|---------|---------|-----|
| WIG     | 99675.8 | 2.6 |
| DAX     | 21962.0 | 3.1 |
| S&P 500 | 5375.9  | 1.7 |

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

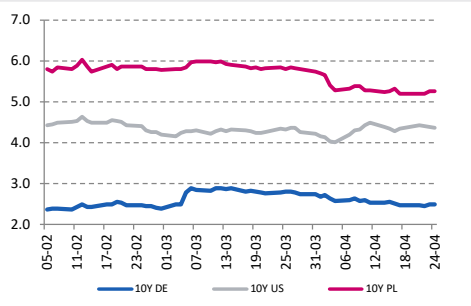
## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



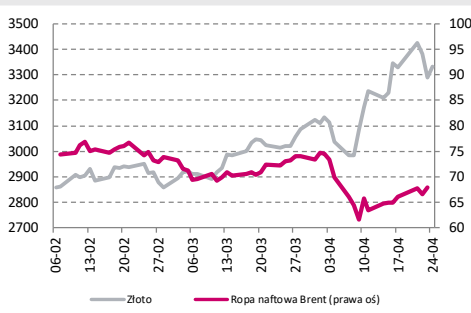
## Krajowy rynek stopy procentowej



## Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



## Ceny surowców [USD]



## Rynek krajowy

Wczorajsza sesja była wyjątkowo spokojna. Zachowanie giełd na europejskich rynkach było mieszane z lekkim wzrostem WIG. Waluty regionu w tym złoty marginalnie zyskiwały na wartości. Kurs EURPLN obniżył się do ok. 4,273. Na krajowym rynku stopy procentowej notowano niewielkie wzrosty już drugi dzień z rzędu mimo kolejnych gołębih wypowiedzi z RPP. P. Litwiniuk sugerował, że są warunki do obniżki stóp proc. o 50 pb. na posiedzeniu RPP w maju lub ewentualnie po 25 pb w maju i czerwcu, a kolejne cięcia możliwe byłyby na jesieni, w całym 2025 r. łącznie o 100-125 pb. Według PAP na posiedzeniu RPP w III ponownie odrzucono wniosek J. Tyrowicz o podwyżkę stóp o 200 pb. Wczoraj BGK sprzedał obligacje 4 serii za 2,07 mld zł przy popycie 2,37 mld zł a na aukcja dodatkowej kolejne 478 mln zł. Ministerstwo Finansów poinformowało, że zaoferuje do sprzedaży 28 kwietnia obligacje o łącznej wartości 6-10 mld zł serii OK0127, WZ0330, PS0730, DS0432, DS1034 i WS0447.

## Rynki zagraniczne

Kurs EURUSD pozostawał wyjątkowo stabilny w pobliżu 4,137 przez większość dnia. Nieco słabsze dane z rynku nieruchomości w USA zostały zrównoważone przez lepsze dane o zamówieniach na dobra trwałe. W trackie dnia zostały opublikowane lepsze od prognoz dane o niemieckim Ifo, ale bez dużego wpływu na rynek. Chiny zażądały, aby USA wycofały wszystkie jednostronne taryfy celne i zaprzeczyły, że były prowadzone rozmowy w sprawie osiągnięcia porozumienia handlowego. Rentowności na rynkach bazowych obniżyły się o kilka punktów bazowych. Gołębio nastawiony Olli Rehn zauważył, że EBC nie powinien wykluczać większego cięcia, ten nastrój podzielił również główny ekonomista EBC, Phillip Lane.

## Kalendarium

| Wskaźnik/Wydarzenie                                     | Kraj   | Okres    | Poprzednie dane | Aktualne dane | Konsensus rynkowy | Bank Millennium prognoza |
|---------------------------------------------------------|--------|----------|-----------------|---------------|-------------------|--------------------------|
| 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%           | 3.10%         | 3.10%             |                          |
| Wtorek 22 kwietnia                                      |        |          |                 |               |                   |                          |
| 10:00 Zatrudnienie r/r                                  | Polska | Marzec   | -0.9%           | -0.9%         | -0.9%             | -0.9%                    |
| 10:00 Produkcja przemysłowa r/r                         | Polska | Marzec   | -2.0%           | 2.5%          | 3.7%              | 3.6%                     |
| 10:00 Inflacja PPI r/r                                  | Polska | Marzec   | -1.3%           | -1.1%         | -1.1%             | -1.1%                    |
| 10:00 Wynagrodzenia r/r                                 | Polska | Marzec   | 7.9%            | 7.7%          | 7.7%              | 7.4%                     |
| 10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r                 | Polska | Marzec   | 0.0%            | -1.1%         | 5.7%              | 5.4%                     |
| 16:00 Indeks zaufania konsumentów wst.                  | EZ     | Kwiecień | -14.5           | -16.7         | -15.8             |                          |
| Środa 23 kwietnia                                       |        |          |                 |               |                   |                          |
| 09:30 Indeks PMI dla przemysłu wst.                     | Niemcy | Kwiecień | 48.3            | 48.7          | 47.6              |                          |
| 09:30 Indeks PMI dla usług wst.                         | Niemcy | Kwiecień | 50.9            | 49.7          | 50.1              |                          |
| 10:00 Sprzedaż detaliczna r/r                           | Polska | Marzec   | -0.5%           | -0.3%         | 0.4%              | -1.6%                    |
| 10:00 Indeks PMI dla przemysłu wst.                     | EZ     | Kwiecień | 48.6            | 48.7          | 47.9              |                          |
| 10:00 Indeks PMI dla usług wst.                         | EZ     | Kwiecień | 51.0            | 49.7          | 50.5              |                          |
| 11:00 Przetarg sprzedaży obligacji                      | Polska | Kwiecień |                 |               |                   |                          |
| 14:00 Podaż pieniądza M3 r/r                            | Polska | Marzec   | 9.1%            | 10.3          | 9.7%              | 10.0%                    |
| 15:45 Indeks PMI dla przemysłu wst.                     | USA    | Kwiecień | 50.2            | 50.7          | 49.4              |                          |
| 15:45 Indeks PMI dla usług wst.                         | USA    | Kwiecień | 54.4            | 51.4          | 52.8              |                          |
| 20:00 Beżowa księga Fed                                 | USA    | Kwiecień |                 |               |                   |                          |
| Czwartek 24 kwietnia                                    |        |          |                 |               |                   |                          |
| 10:00 Stopa bezrobocia                                  | Polska | Marzec   | 5.4%            | 5.3%          | 5.3%              | 5.3%                     |
| 10:00 Indeks instytutu Ifo                              | Niemcy | Kwiecień | 86.7            | 86.9          | 85.2              |                          |
| 14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m s.a. wst. | USA    | Marzec   | 0.9%            | 9.2%          | 1.8%              |                          |
| Piątek 25 kwietnia                                      |        |          |                 |               |                   |                          |
| 16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan fin.                 | USA    | Kwiecień | 50.8            |               | 50.7              |                          |
| Poniedziałek 28 kwietnia                                |        |          |                 |               |                   |                          |

Brak ważnych publikacji

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

**Millennium**  
bank