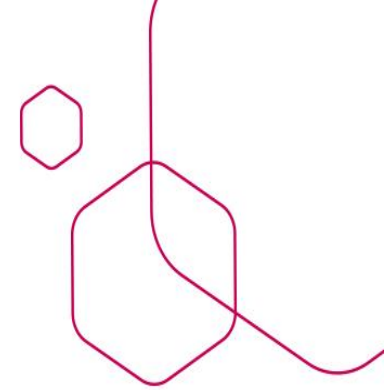




Makro i Rynek

Stabilny wzrost w Polsce w niestabilnym otoczeniu

Bank Millennium
Biuro Analiz Makroekonomicznych

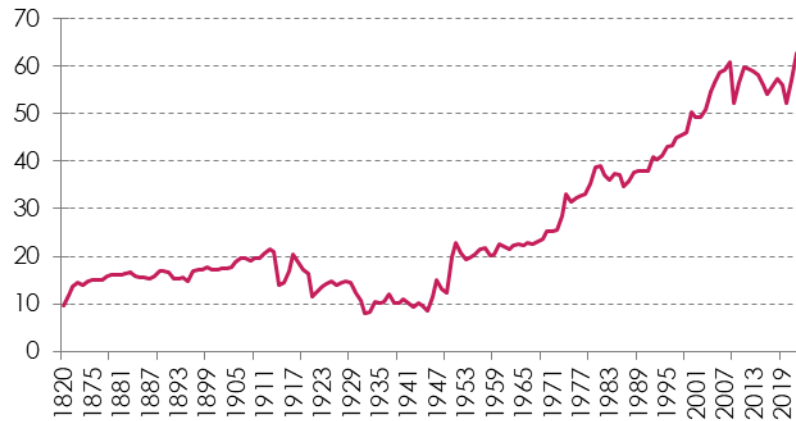
maj 2025

Spis treści

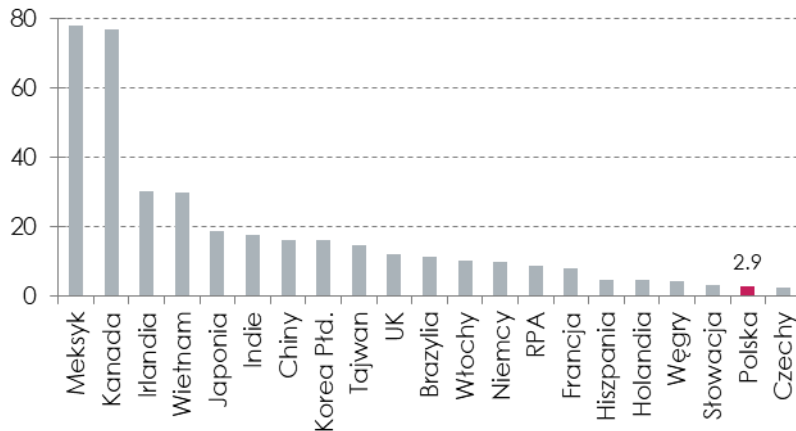
<u>Gospodarka globalna</u>	3-7
<u>PKB w Polsce</u>	8-10
<u>Fundusze UE</u>	11
<u>Rynek pracy</u>	12
<u>Inflacja</u>	13-14
<u>Polityka monetarna</u>	15
<u>Rynek walutowy EUR/PLN</u>	16
<u>Krajowy rynek obligacji</u>	17-18
<u>Dane i prognozy</u>	19

Gospodarka globalna – Początek 2025 r. to czas wzrostu niepewności w gospodarce światowej i realizowania się geopolitycznych czynników ryzyka związanych z prezydenturą D.Trumpa

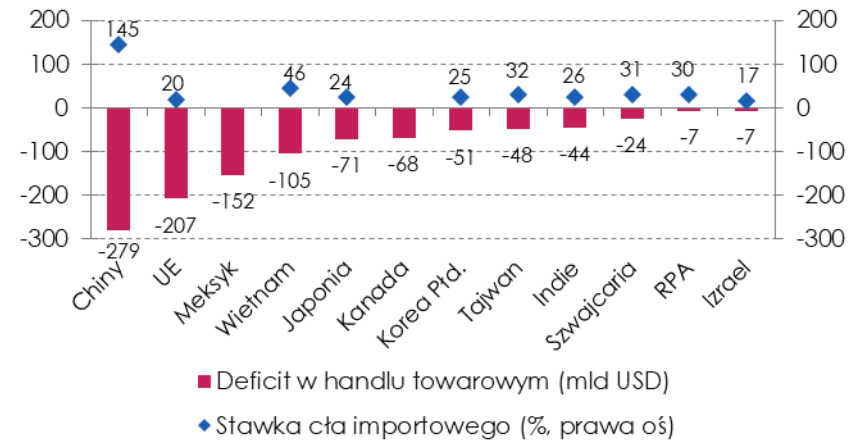
Indeks otwartości handlu (% PKB) *



Udział eksportu towarów do USA jako procent całości eksportu towarów wybranych gospodarek w 2022 r.



Deficyt USA w handlu towarami w 2023 r. oraz proponowane stawki ceł importowych

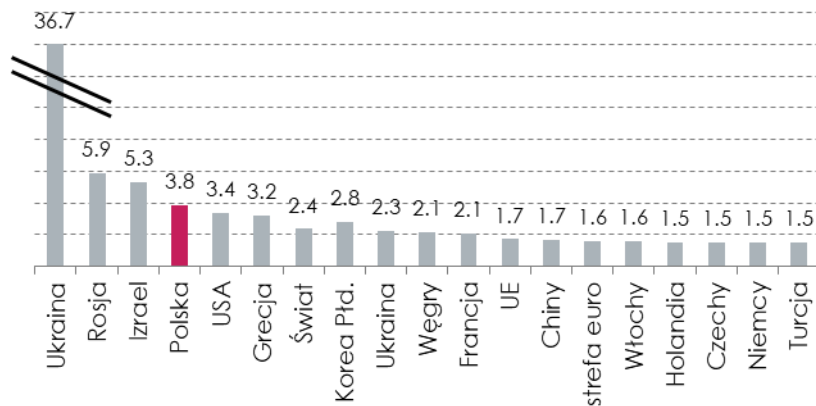


- 1Q i początek 2Q 2025 to w gospodarce światowej czas realizowania się geopolitycznych czynników ryzyka sygnalizowanych na przełomie roku i dużo wyższej niż zwykle niepewności. Prezydent USA D.Trump wprowadził zmiany w polityce migracyjnej, a także w administracji federalnej. Zaangażował się także w próbę zakończenia wojny na Ukrainie i Bliskim wschodzie.
- Najważniejsza dla globalnej gospodarki i rynków finansowych okazała się amerykańska polityka celna, która zmieniała się niczym roller-coaster. Zmian było bardzo duża, a najważniejsze z nich to wprowadzenie w kwietniu dla wszystkich partnerów handlowych (z wyjątkiem Meksyku i Kanady objętych innymi regulacjami) 10-procentowej powszechnej stawki podatku importowego. Jeszcze w marcu zaczęły obowiązywać 25-proc. stawki na sprowadzane auta na stal i aluminium. D.Trump wprowadził też dla 60 krajów tzw. „cła odwetowe”, które następnie zostały zawieszone na 90 dni, a władze objętych nimi państw zobowiązały się do negocjacji handlowych. Wyjątkiem są Chiny, dla których przewidziano stawkę taryf celnych wynoszącą 145%! D.Trump eskaluje wojnę handlową z Chinami, aczkolwiek zmiany w polityce celnej należy rozpytywać jako część szerszej zmiany roli USA władzie geopolitycznym. **Polityka ceł na świecie, naszym zdaniem, będzie pozostawała bardzo istotnym czynnikiem niepewności dla gospodarki światowej jeszcze przez dłuższy czas.**

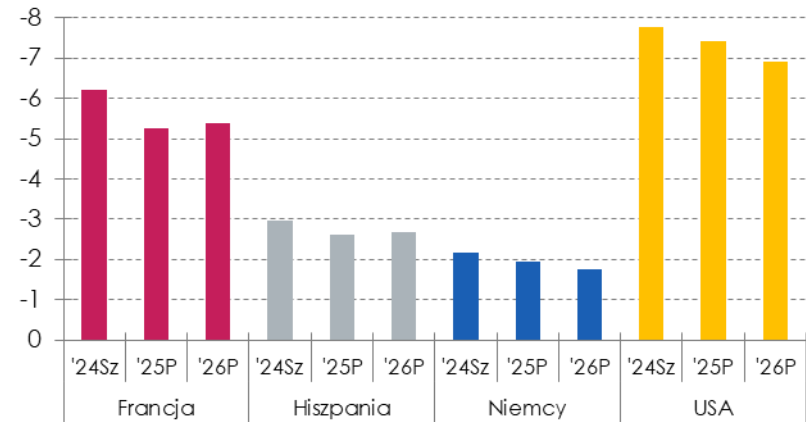
*Indeks ten definiowany jest jako suma eksportu i importu towarów oraz usług w stosunku do PKB
Źródło: Macrobond, Bank Millennium, UNCTAD, Our World in Data

Gospodarka globalna – Unia Europejska, zwłaszcza Niemcy, reagują na słabość gospodarki i zmieniającą się geopolitykę

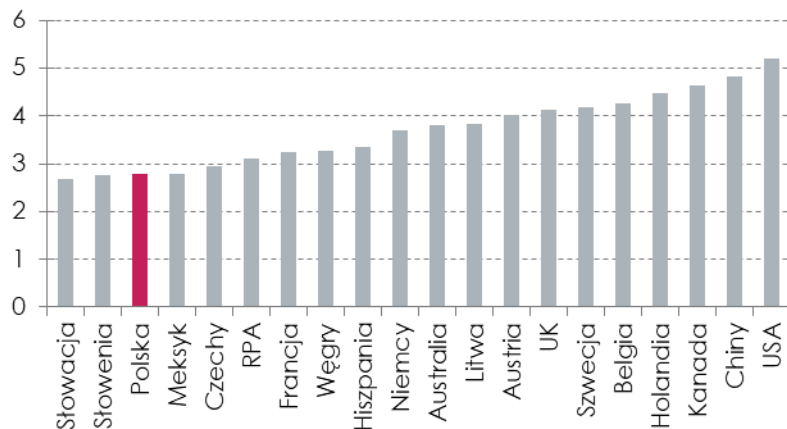
Wydatki militarne w 2023 r. (% PKB)



Deficyt sektora finansów publicznych (general government) i jego prognozy KE (% PKB)



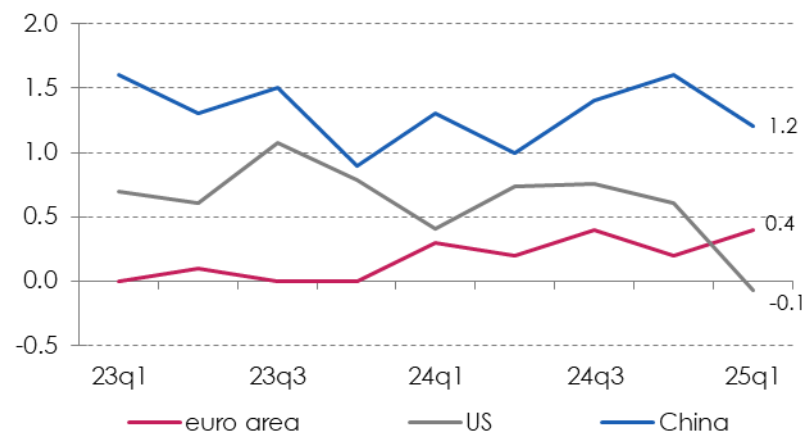
Indeks obciążeń firm przez regulacje rządowe (im większy tym obciążenia mniejsze, pkt)



- Początek drugiej kadencji D.Trumpa jako prezydenta USA przyćmił istotne zmiany polityce w Niemczech. Tamtejsze wybory wygrało **CDU/CSU, które w kwietniu zawiązały koalicję z SPD**. Układ tylko dwóch partii jest dobrą wiadomością dla rynków finansowych, gdyż potencjalnie pozwala na mniejsze kompromisy i szybsze podejmowanie decyzji. Co więcej, jeszcze w parlamencie starej kadencji głosami CDU, SPD i Zielonych przegłosowano zmiany w niemieckiej konstytucji wyłączające spod limitów zadłużenia wydatki na obronność (wojsko, obrona cywilna, cyberbezpieczeństwo, pomoc Ukrainie). Zmiany te jeden z elementów tzw. „pakietu finansowego”. Drugim są plany utworzenia funduszu o wartości 500 mld EUR, umożliwiającego w ciągu 12 lat finansowanie wydatków na inwestycje infrastrukturalne i ochronę klimatu. Bardzo dobra sytuacja fiskalna Niemiec pozwala na realizację tego programu, który zapewne pobudzi popyt konsumpcyjny i inwestycyjny w gospodarce, która w dwóch ostatnich latach kurczyła się. **Wydatki wpływ realizacji tego pakietu wykracza jednak już poza 2025 r.** Implementacji pakietu sprzytałoby także przyspieszenie procesu inwestycyjnego np. poprzez zmianę procedur i regulacji oraz, szerzej, zwiększenia **efektywności biurokracji. Kwestia ta dotyczy wielu gospodarek europejskich, w tym polskiej.** Działania Niemiec wpisują się w szerszy plan UE zwiększenia wydatków militarnych, w tym poprzez poluzowanie reguł fiskalnych.

Gospodarka globalna – Cła USA psuły perspektywy gospodarcze na świecie jeszcze zanim weszły w życie

Dynamika PKB (sa, % kw/kw)



- Działania D.Trumpa, zwłaszcza zmiany w polityce celnej, zaczęły negatywnie oddziaływać na gospodarkę USA, która zaczęła zdradzać oznaki dojrzałej fazy w cyklu koniunkturalnym zanim jeszcze władzę przejęła nowa administracja. **W 1Q 2025 gorsze nastroje konsumenckie przekładały się na słabszą konsumpcję prywatną, głównego motora gospodarki USA, pomimo nadal solidnego rynku pracy. Jednocześnie bardzo silnie wzrósł import. W efekcie PKB w USA skurczył się w 1Q 2025 o 0,1% kw/kw po wzroście o solidne 0,6% kw/kw w 4Q 2024.**
- W przypadku strefy euro polityka D.Trumpa zbiegła się z początkową fazą ożywienia gospodarczego, której pomagały obniżki stóp procentowych EBC oraz powołania rządów we Francji i Niemczech. Sprzyjało to poprawie nastrojów, a obrazujący to złożony indeks PMI średnio przewyższył w 1Q 2025 neutralny poziom 50,0 pkt. PKB strefy euro urosł w tym okresie o 0,4% kw/kw po wzroście o 0,2 kw/kw, co okazało się pozytywną niespodzianką. Gospodarka chińska urosła natomiast między styczniem a marcem o 1,2% kw/kw, wspierana stymulusem gospodarczym i zwiększeniem produkcji przed zmianami w polityce celnej USA.

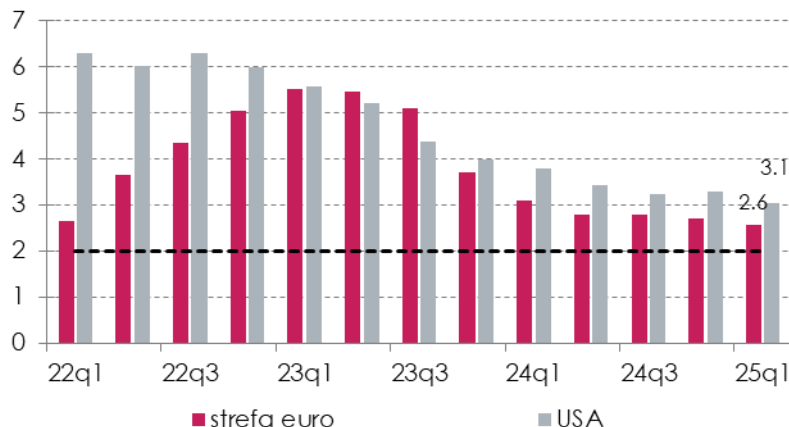
Wskaźnik oczekiwań gospodarczych Sentix (pkt)



- Polityka USA psuje nastroje gospodarcze. Obrazujący oczekiwaną przez ekspertów sytuację gospodarczą wskaźnik firmy Sentix obniżył się na początku kwietnia w przypadku USA do -42,0 pkt z -17,8 pkt w marcu, co było najniższym poziomem od października 2008 r. Co więcej, mocne pogorszenie prognoz dotyczyło strefy euro, Japonii i innych krajów azjatyckich. **Maj przyniósł odreagowanie, ale wskaźniki nie wróciły do poziomów z marca.**
- **Oczekiwania dla gospodarki światowej są bardzo niepewne.** Wskazać możemy, że w teorii wyższe cła oddziałują stagflacyjnie na gospodarkę podnosząc inflację i osłabiając wzrost. Sądzymy zatem, że wzrost globalnej gospodarki może spowolnić względem 2024 r. gdy wyniósł według Międzynarodowego Funduszu Walutowego 3,2%. Według symulacji Komisji Europejskiej, jeśli cła USA wprowadzone do tej pory byłyby tymczasowe, to amerykański PKB byłby mniejszy na koniec 2027 r. o 0,8-1,4 pkt proc., W przypadku unijnego PKB wpływ ten byłby już tylko nieznaczny (0,2 pkt proc.). Gdyby jednak zmiany okazały się długotrwałe, gospodarka światowa silnie by spowolniła. Zaznaczmy, że symulacje te nie uwzględniają innych czynników potencjalnie potęgujące oddziaływanie ceł (np. słabsze nastroje, zatory łańcuchów dostaw, zmniejszenie roli dolara).

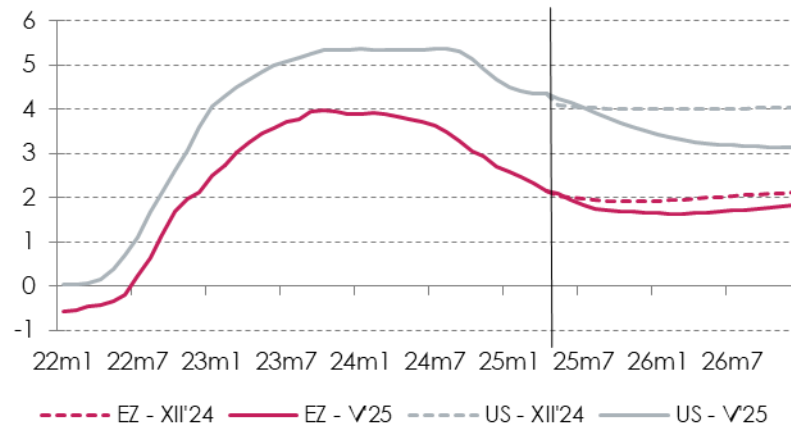
Gospodarka globalna – Jak na stagflacyjne ryzyka zareagują banki centralne?

Inflacja bazowa (% r/r)



- W strefie euro inflacja konsumencka mierzona wskaźnikiem HICP wyniosła średnio w 1Q 2025 2,3% r/r wobec 2,2% r/r kwartał wcześniej, a dla Stanów Zjednoczonych indeks CPI stabilizował się na 2,7% r/r. Obniżyły się natomiast w 1Q wskaźniki inflacji bazowej, a skala zniżki, okazała się dla USA pozytywną niespodzianką. **Co prawda, dynamika cen w tych gospodarkach nadal przewyższała cele inflacyjne, ale trend dezinflacji utrzymywał się.** W przypadku Chin w 1Q 2025 odnotowano natomiast deflację cen konsumenckich.
- Jeszcze przed zaostreniem polityki celnej przez USA oczekiwania dla inflacji za oceanem i dla strefy euro coraz bardziej się różniły. W unii walutowej płace, których wzrost w 4Q 2024 wyhamował do 5,0% r/r z 5,5% r/r kwartał wcześniej zwiększały szanse na obniżanie się inflacji w kierunku celu. EBC na trzech posiedzeniach w tym roku każdorazowo obniżał stopy proc. o 0,25 pkt baz., w wyniku czego stopa depozytowa wynosi 2,25%. Ryzyka inflacyjne w USA związane z polityką D.Trumpa, zwłaszcza celną i migracyjną, powstrzymywały Fed przed obniżkami stóp procentowych w pierwszych miesiącach tego roku.

Rewizja wycenianych przez rynek finansowy ścieżek stóp procentowych (EURIBOR 3M, SOFR 3M, %)



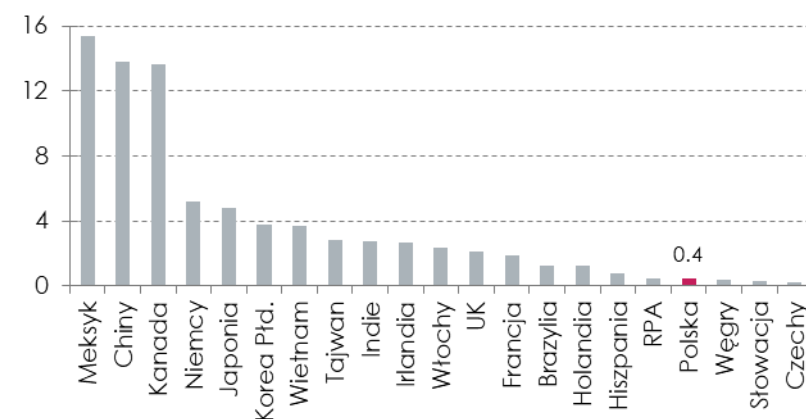
- Podwyżki ceł USA, działania odwetowe Chin oraz bardzo wysoka niepewność wpłynęły na perspektywy gospodarcze, co skutkowało też zmianą oczekiwań co do polityki pieniężnej najważniejszych banków centralnych. Wpływ ten nie jest jednak taki sam dla wszystkich krajów. Zwiększone ryzyka stagflacyjne dotyczą m.in. USA. Stąd oczekiwania stabilizacji stóp procentowych Fed w najbliższych miesiącach. W dłuższym okresie jednak Rezerwa Federalna najpewniej skupi się bardziej na ryzykach dla stałszego rynku pracy niż nasilonej inflacji i będzie obniżał stopy procentowe. **Zakładamy, że w tym roku przedział dla podstawowej stopy procentowej w USA zostanie obniżony z obecnego 4,25-4,50% o 100 pkt baz. i o kolejne 75 pkt baz. w 2026 r. osiągając przedział 2,50-2,75%, zgodny z nieznacznym akomodacyjnym nastawieniem Fed.** W przypadku strefy euro ryzyka dla inflacji wydają się sporo mniejsze, aczkolwiek po już dokonanym łagodzeniu polityki pieniężnej kończy się powoli przestrzeń do cięć stóp proc. **Nasz scenariusz zakłada, że stopa depozytowa EBC zostanie obniżona w tym roku jeszcze o 75 pkt baz., osiągając docelowy poziom 1,50%.** Podkreślamy prognozy co do polityki pieniężnej pozostają wysoce niepewne.

Gospodarka globalna – wykresy

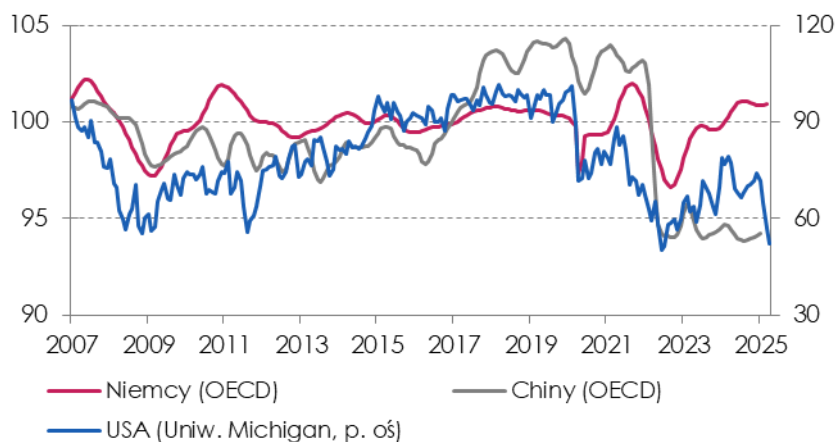
Indeks niepewności* dotyczącej polityki handlowej na świecie wg OECD (grudzień 2022=100, pkt)



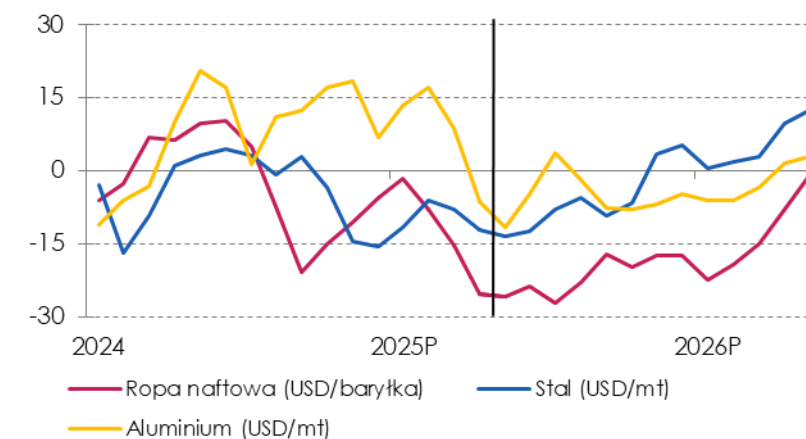
Wybrane kierunki importu towarów Stanów Zjednoczonych w 2023 r. (%)



Wskaźniki ufności konsumenckiej (pkt)

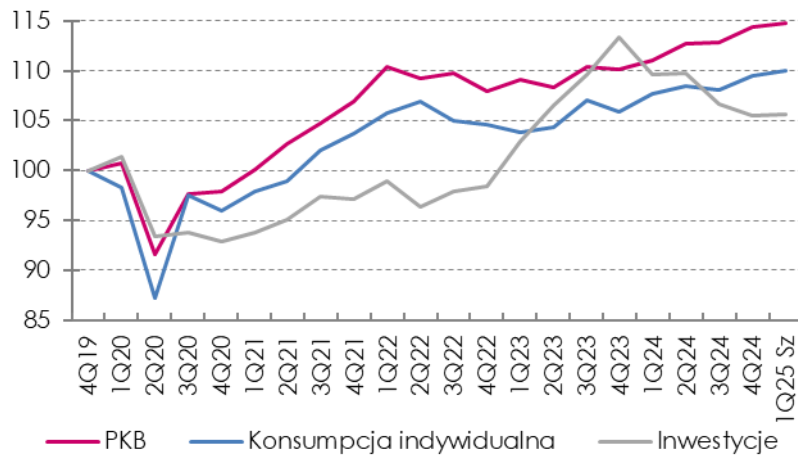


Inflacja r/r cen wybranych surowców i jej prognozy z kontraktów futures (% r/r)



PKB w Polsce – Po dobrej końcówce 2024 r., początek roku 2025 przyniósł stabilizację aktywności ekonomicznej. Dynamika PKB w 2025 roku przyspieszy, choć w nieco mniejszej skali niż oczekiwania z początku roku.

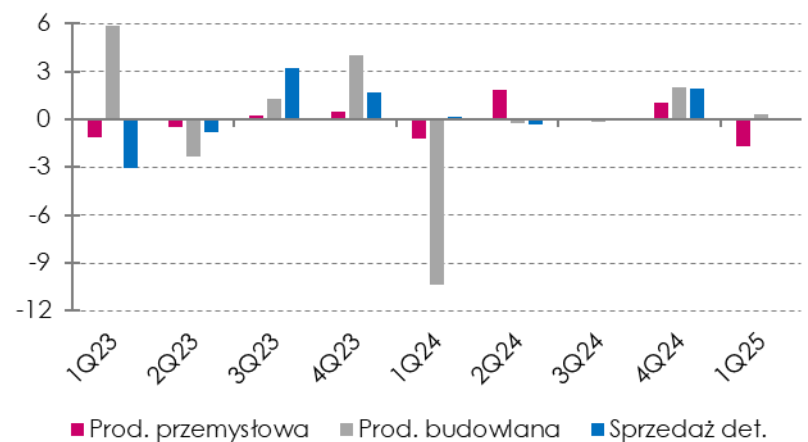
PKB i jego główne komponenty (dane odsezonowane, sa, 4Q2019=100)



Niepewność jako bariera działalności gospodarczej (%)



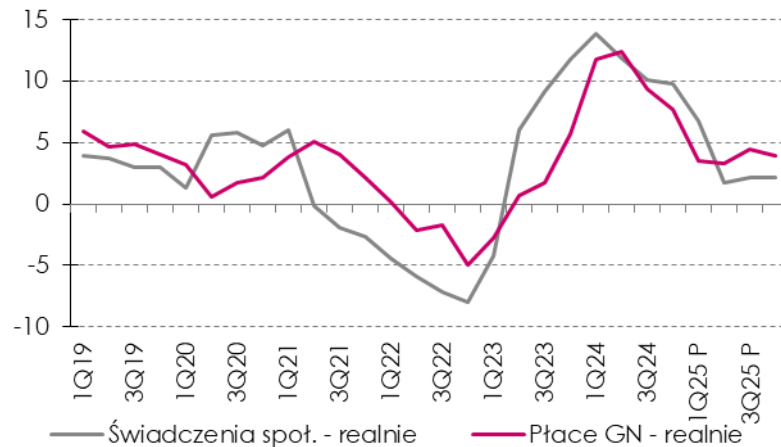
Dane z polskiej gospodarki (% kw/kw, dane odsezonowane)



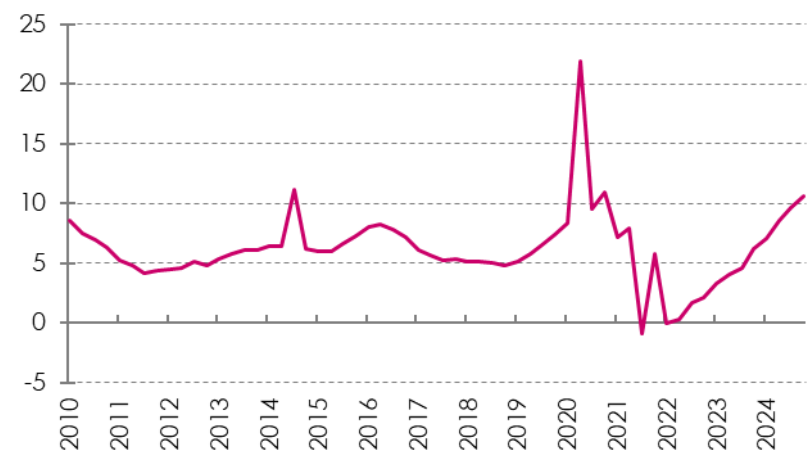
- Po odrodzeniu koniunktury pod koniec ubiegłego roku, w pierwszych miesiącach 2025 r. aktywność ekonomiczna w polskiej gospodarce nieco osłabła. Widoczne to było w wielu obszarach gospodarki. Dane o sprzedaży detalicznej wskazują na stagnację konsumpcji towarów, choć wciąż relatywnie korzystniej kształtuje się konsumpcja usług. Łączna dynamika konsumpcji indywidualnej wyhamuje do 2,6% r/r z 3,5% r/r kwartał wcześniej. Wyniki produkcji budowlano-montażowej wskazują na opóźniające się odbicie inwestycji w środki trwałe. Wzrostu PKB nie wspiera przemysł, który cierpi na recesji niemieckiego przemysłu. W rezultacie wzrost PKB w 1Q br wyniesie według naszych szacunków 3,2% r/r wobec 3,4% r/r w 4Q 2024.
- Podtrzymujemy naszą ocenę, iż wzrost gospodarczy w 2025 r. przyspieszy do 3,4% z 2,9% w 2024 r., czyli nie tak silnie jak wcześniej oczekiwaliśmy. Mniej optymistyczne oczekiwania to nie tylko efekt słabszego początku roku, ale też wzrostu niepewności odnośnie perspektyw globalnej gospodarki po eskalacji wojen handlowych przez administrację USA. Wpływ przez powiązania handlowe nie powinien być znaczny, jednak niepewność co do ostatecznego kształtu polityki celnej USA może opóźniać decyzje inwestycyjne firm. Pakiet inwestycyjny w Niemczech i złagodzenie reguł fiskalnych w UE będą miały pozytywny wpływ na gospodarkę, choć będzie on widoczny dopiero od przyszłego roku.

PKB w Polsce – Wciąż wysoka skłonność do oszczędzania ogranicza konsumpcję indywidualną. Opóźnia się odrodzenie inwestycji, jednak wyraźny ich wzrost w 2025 r. pozostaje scenariuszem bazowym.

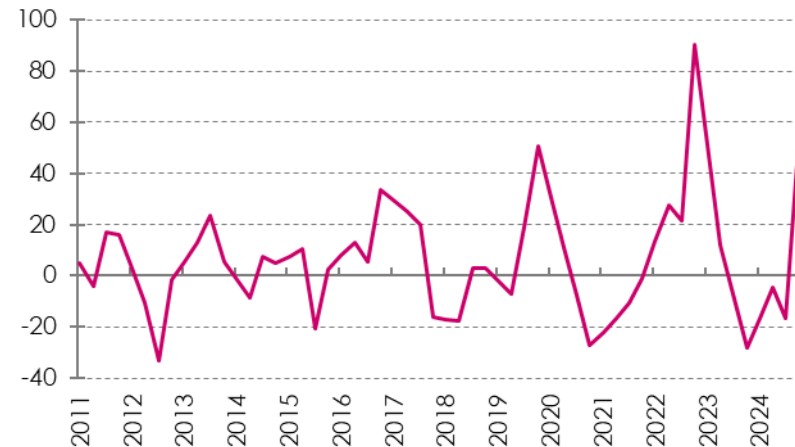
Realna dynamika dochodów gospodarstw domowych (% r/r)



Stopa oszczędności gospodarstw domowych (% dochodu rozporządzalnego, średnia krocząca 4Q)



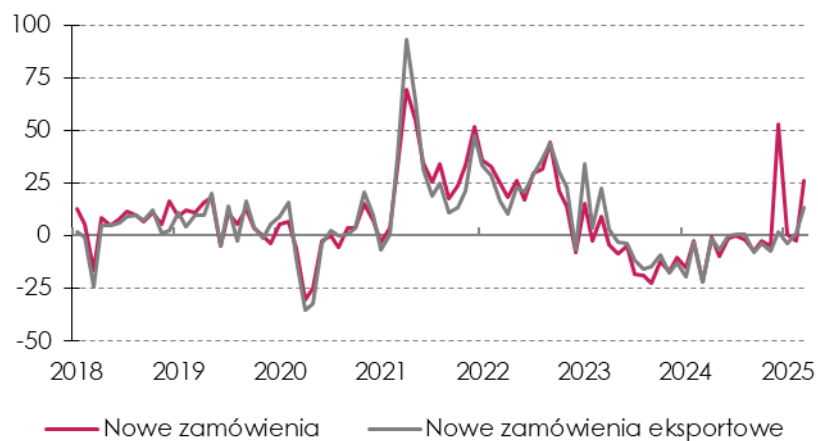
Wartość kosztorysowa inwestycji (% r/r)



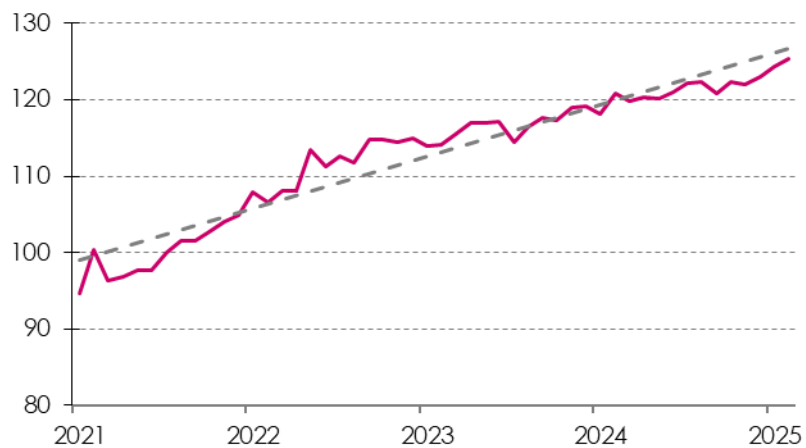
- Konsumpcja indywidualna pozostanie ważnym filarem gospodarki, choć jej prognozę na ten rok skorygowaliśmy w dół do 3,1%. To efekt nieco silniejszego wyhamowania realnej dynamiki dochodów realnych oraz wciąż wysokiej skłonności do oszczędzania gosp. domowych, która kształtuje się zauważalnie powyżej średniej długoterminowej. Zakładamy, że wraz z cięciami stóp procentowych skłonność do akumulacji oszczędności osłabnie, szczególnie, że utrzymanie niskiego bezrobocia powinno nasilać obaw o utratę pracy, a przez to poprawić nastroje konsumentów i ich skłonność do konsumpcji. Niższa inflacja natomiast będzie sprzyjała stabilizacji realnej dynamiki dochodów. W rezultacie konsumpcja indywidualna pozostanie solidnym motorem gospodarki.
- Nieco mniej korzystnie niż pod koniec 2024 r. prezentują się także perspektywy inwestycji w środki trwałe, choć w dalszym ciągu oczekujemy ich wyraźnego przyspieszenia względem poprzedniego roku. Rozruch inwestycji współfinansowanych ze środków UE, włączając KPO, następuje bowiem nieco wolniej od założeń. Dodatkowo niepewność co do uwarunkowań makroekonomicznych i przyszłego popytu studi zapał przedsiębiorstw do rozpoczęcia projektów inwestycyjnych. Niemniej, dane o wartości kosztorysowanej noworozpoczętych inwestycji, a dodatkowo dane o wartości podpisanych wniosków na dofinansowanie, uzasadniają oczekiwania przyspieszenia inwestycji w dalszej części roku.

PKB w Polsce – wykresy

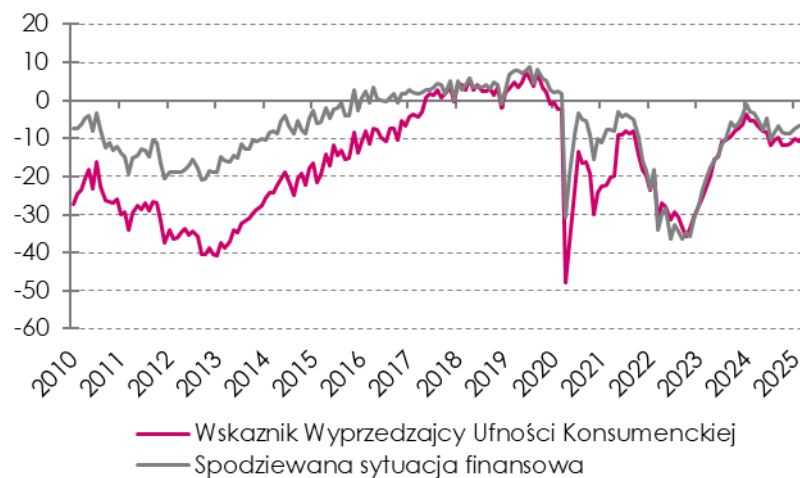
Zamówienia w polskim przemyśle (% r/r)



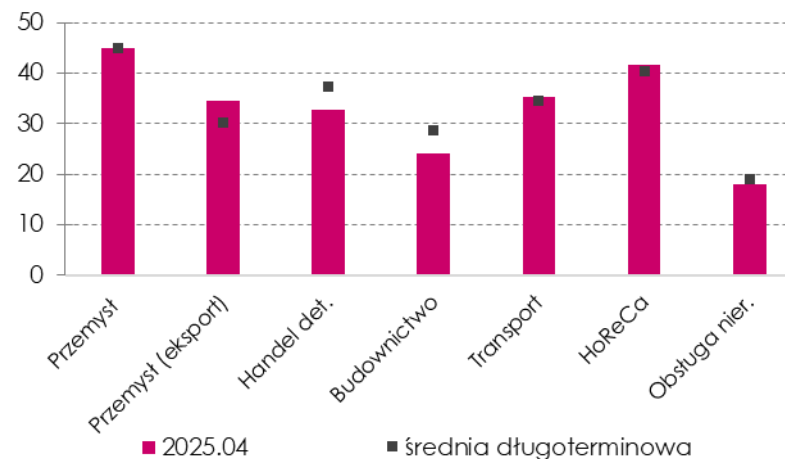
Produkcja usług rynkowych (indeks 2021=100, dane odsezonowane)



Wskaźniki ufności konsumenckiej (pkt)

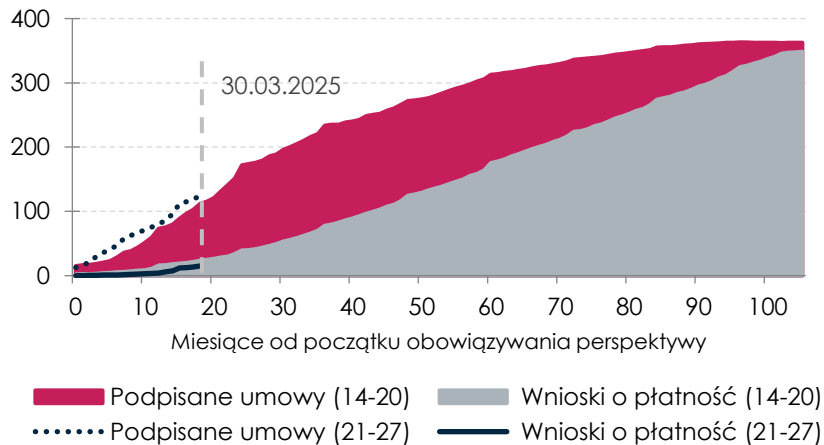


Niedostateczny popyt jako bariera prowadzenia działalności gospodarczej (% przedsiębiorstw)

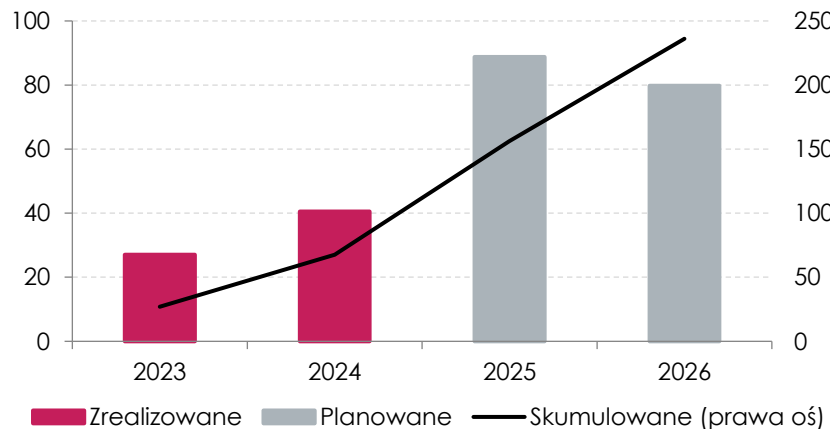


Fundusze UE – Środki z Krajowego Planu Odbudowy będą neutralizować przestój w napływie funduszy strukturalnych

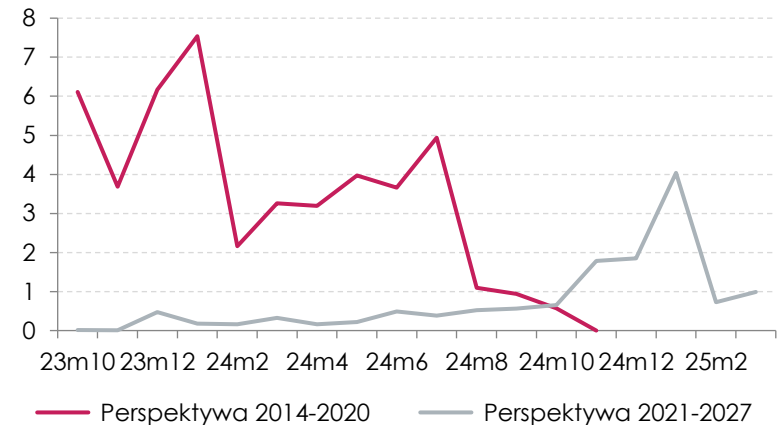
Fundusze strukturalne UE (ujęcie narastającym od początku obowiązywania p. finansowej, mld PLN)



Roczna wartość wniosków o płatności z KPO, zrealizowane i plany MFIPR (mld PLN)



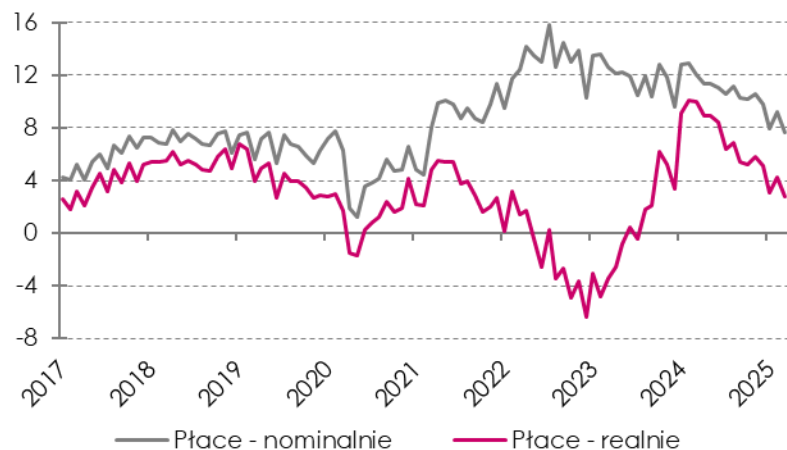
Miesięczna wartość wniosków o płatności z funduszy strukturalnych UE (mld PLN)



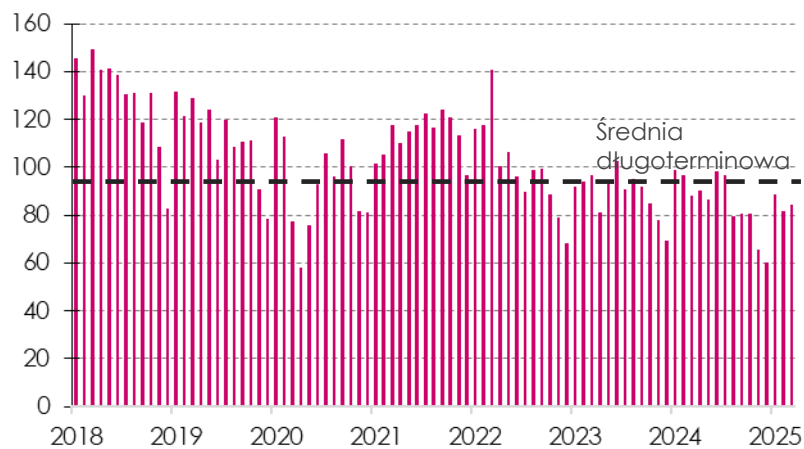
- **Początek 2025 roku pozostawał okresem mniejszego napływu funduszy strukturalnych UE do Polski.** Pod koniec 2024 roku zakończono wypłacanie funduszy z perspektywy finansowej 2014-2020. Fundusze z perspektywy 2021-2027 nie zaczęły jeszcze tak szeroko napływać, niemniej umowy są podpisywane. W stosunku do perspektywy 2014-2020 podpisywanie umów przebiega szybciej, a wypłata środków – wolniej. Sugeruje to możliwość większego napływu środków w nadchodzących kwartałach
- **Pod koniec 2024 roku do Polski napłynęły fundusze z 2. i 3. wniosku o płatność z Krajowego Planu Odbudowy (łącznie ok. 40 mld złotych).** Przed końcem roku wysłano 4. i 5. wniosek, opiewające łącznie na ok. 30 mld złotych. Wnioski powinny zostać rozpatrzone i fundusze wypłacone w najbliższych miesiącach (2Q 2025). Na razie realizacja KPO odbywa się zgodnie z ambitnym planem MFIPR.
- **Duży napływ środków z UE stymulujący inwestycje w 2025 i 2026 roku pozostaje naszym scenariuszem bazowym.** W 1Q 2025 przestój w wypłatach z funduszy strukturalnych był neutralizowany przez wypłaty środków z KPO. W 2Q 2025 i być może 3Q 2025 ten stan powinien się utrzymać.

Rynek pracy – Bezrobocie utrzymuje się na niskim poziomie, podczas gdy presja płacowa obniżyła się nieco bardziej niż oczekiwania z początku roku.

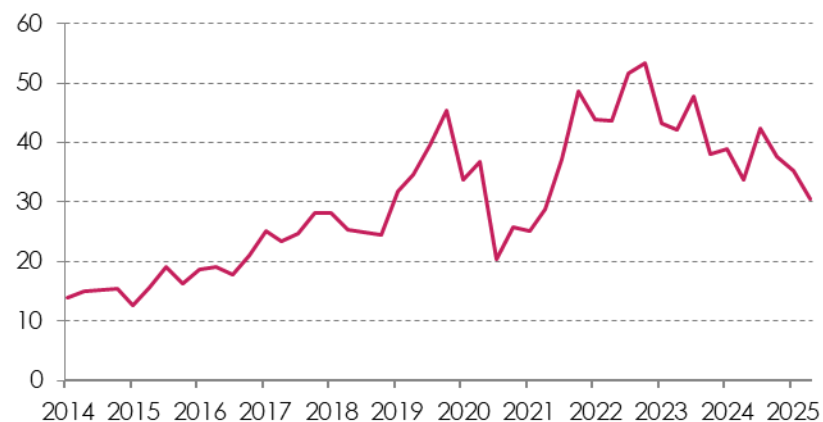
Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw (% r/r)



Liczba ofert pracy zgłoszonych w ciągu miesiąca do urzędów pracy (tys.)



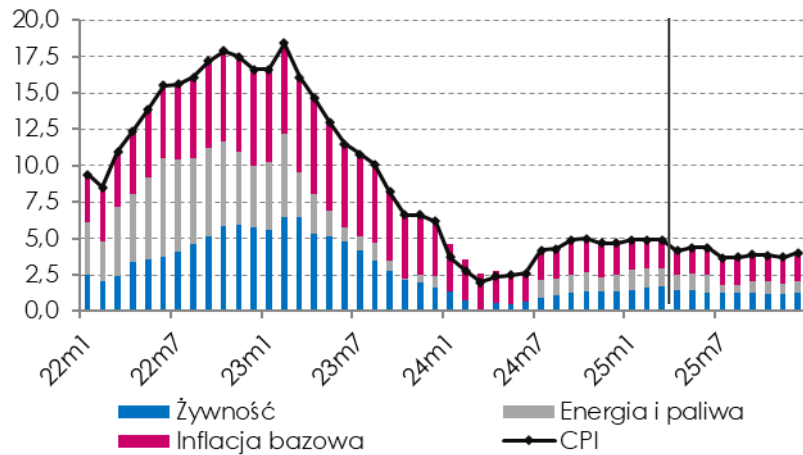
Przedsiębiorstwa prognozujące wzrost płac (% przedsiębiorstw ogółem, dane odsezonowane)



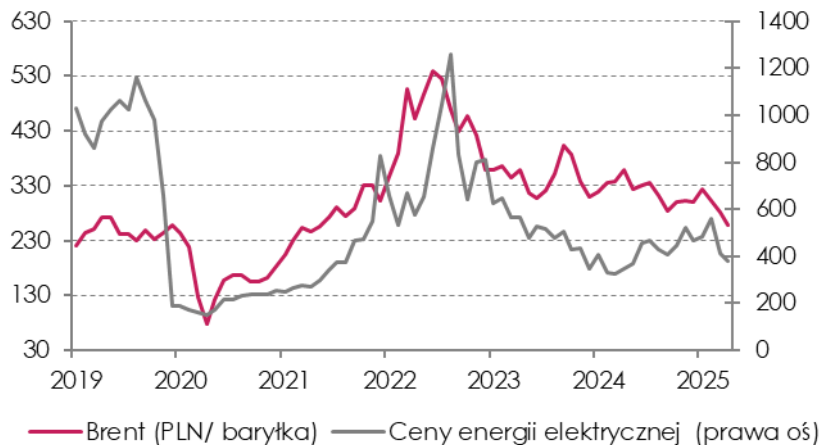
- Sytuacja na rynku pracy w pierwszych miesiącach 2025 r. pozostawała względnie stabilna. Stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec kwietnia wyniosła 5,2% wobec 5,2% na koniec grudnia 2024 r. Nieco wzrosła natomiast stopa bezrobocia po odsezonowaniu, jednak jej zmiany nie były znaczne. Popyt na pracę nieco osłabł, co widoczne jest w nieznacznych spadkach liczby pracujących wg. BAEL. Także w tym przypadku skala zmian nie jest duża. Nieco obniżyła się liczba ofert pracy, ich liczba jest poniżej średniej długoterminowej. W badaniach koniunktury nie obserwujemy sygnałów wyraźnej redukcji zatrudnienia, więc sytuacja na rynku pracy w kolejnych miesiącach powinna pozostać stabilna. Oczekujemy, że stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec 2025 r. wyniesie 5,1%.
- Początek 2025 r. przyniósł nieco silniejsze obniżenie presji płacowej w sektorze przedsiębiorstw. W marcu dynamika średniej płacy w tej grupie firm wyniosła 7,7% r/r wobec 9,8% w grudniu 2024 r. Badania koniunktury, a szczególnie wyniki Szybkiego monitoringu NBP sugerują dalsze stopniowe wygasanie presji płacowej. Odsetek przedsiębiorstw planujących podwyżki wynagrodzeń spadł w 1Q br., do poziomu najniższego od początku 2021 r. Obniża się także skala planowanych podwyżek płac. To efekt ostudzenia popytu na pracę, a także niższej inflacji, która ogranicza oczekiwania płacowe pracowników.

Inflacja – Aktualizacja wag w koszyku inflacyjnym, spadki cen ropy naftowej na rynkach międzynarodowych oraz wyhamowanie dynamiki płac sprzyjają powrotowi inflacji do celu NBP szybciej niż oczekiwaliśmy na początku roku

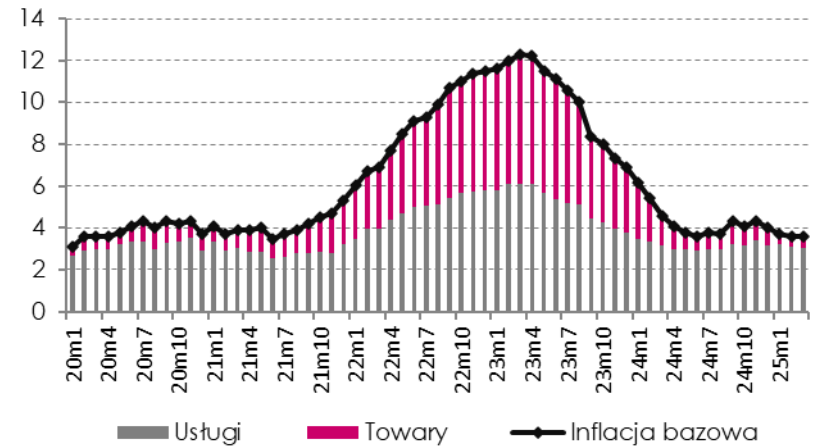
Inflacja CPI (% r/r), jej struktura oraz prognozy



Ceny energii elektrycznej na rynku hurtowym (PLN, kWh) oraz ropy naftowej



Inflacja bazowa i jej struktura (% r/r)



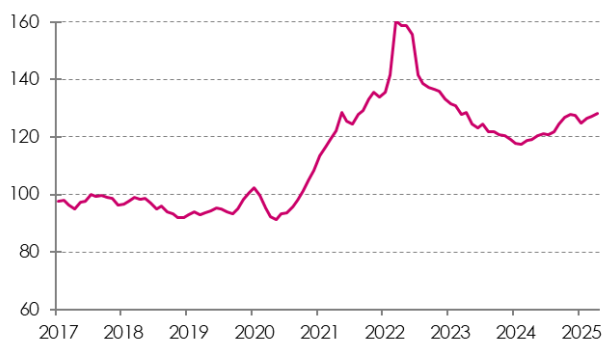
- Pierwszy kwartał 2025 r. przyniósł pozytywną niespodziankę inflacyjną i mniejszy niż spodziewaliśmy się wzrost inflacji. To w głównej mierze efekt aktualizacji przez GUS wag w koszyku inflacyjnym, w wyniku której styczniowy szacunek inflacji okazał się aż o 0,4 pkt. proc. niższy w stosunku do wyliczeń w oparciu o stare wagi. W kwietniu natomiast wskaźnik CPI obniżył się do 4,2% r/r. W kierunku wyższej inflacji oddziałują przede wszystkim czynniki podażowe – ceny żywności oraz nośników energii. Obniżają się natomiast ceny paliw. W kwietniu wyhamowała też inflacja bazowa, która według naszych szacunków wyniosła ok. 3,5% r/r, ocierając się o górną granicę celu NBP. O ile niska presja cenowa utrzymuje się w przypadku towarów, to inflacja cen usług pozostaje uporczywa.
- Zakładamy, że inflacja CPI osiągnęła tegoroczny szczyt i najbliższe miesiące przyniosą jej spadek.** Tym bardziej, że obniżyły się ceny paliw na rynkach międzynarodowych. W przeliczeniu na złote, cena za baryłkę ropy Brent spadła o 25%. Dezinflacji sprzyjać też będzie mocny złoty. Nieco wyraźniejsze niż zakładaliśmy pod koniec minionego roku może być także osłabienie presji cenowej na poziomie inflacji bazowej, gdyż silniejszy spadek dynamiki płac osłabi dynamikę cen usług. Tendencje na hurtowym rynku energii elektrycznej sugerują zaś niewielki proinflacyjny wpływ ewentualnego zniesienia działań osłonowych. **W rezultacie, trwały powrót inflacji do celu NBP przybliżył się względem oczekiwań z początku tego roku.**

Inflacja w Polsce – w wykresach

Heatmapa procesów inflacyjnych w Polsce

	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04
Inflacja CPI m/m (3mma)	100,4	100,4	100,3	100,3	100,5	100,5	100,4	100,5	100,5	100,5	100,2	100,3	100,3	100,5	100,4	100,5	100,3
Ceny usług (3mma)	100,3	100,6	100,9	100,8	100,7	100,4	100,5	100,6	100,7	100,7	100,4	100,3	100,2	100,5	100,7	100,7	
Inflacja bazowa netto m/m (3mma)	100,3	100,2	100,4	100,5	100,6	100,4	100,3	100,2	100,3	100,3	100,3	100,3	100,2	100,2	100,3	100,4	
Inflacja bazowa bez cen adm. m/m (3mma)	100,4	100,4	100,2	100,2	100,6	100,5	100,5	100,1	100,1	100,1	100,1	100,3	100,3	100,4	100,4	100,4	
Ceny towarów - bazowe m/m (3mma)	100,3	99,9	99,9	100,2	100,4	100,4	100,2	99,9	99,9	100,0	100,3	100,3	100,2	99,9	99,9	100,0	
Ceny żywności m/m (3mma)	100,5	100,7	100,2	100,1	100,5	100,8	101,1	100,2	100,0	99,9	100,3	100,6	100,6	100,9	100,7	100,7	
PPI ogółem m/m (3mma)	98,9	98,5	98,9	99,2	100,0	99,8	100,1	99,9	99,8	99,6	99,9	100,1	100,1	99,9	99,8	99,8	
PPI przetwórstwo przem. m/m (3mma)	98,9	99,0	99,4	99,7	100,0	99,7	100,0	99,8	99,8	99,6	100,0	100,2	100,2	100,0	99,8	99,7	
Ropa Brent w PLN m/m (3mma)	91,6	94,1	99,9	103,1	104,0	99,1	99,4	97,9	99,0	95,3	96,4	99,1	101,9	102,8	100,1	98,0	92,8
Ceny energii elektrycznej w PLN m/m (3mma)	88,6	99,4	92,8	99,0	95,6	103,8	112,3	110,7	106,2	96,3	98,8	107,2	105,4	103,5	102,8	97,8	92,6
Indeks FAO m/m (3mma)	99,3	99,1	99,1	100,0	100,5	100,9	100,6	100,5	100,3	101,0	101,6	101,6	100,8	99,4	99,7	99,9	100,9
Ceny importu m/m (3mma)	99,7	97,2	98,9	97,7	99,4	99,8	99,7	99,7	100,1	100,1	100,4	100,8	102,3	102,4			
Indeks spodziewanych cen - handel det. (pkt) *	3,9	9,5	7,3	2,6	4,6	-0,3	-3,1	0,0	-1,6	-4,2	-2,3	-0,5	0,2	6,0	2,6	0,9	-0,1
Indeks spodziewanych cen - przemysł (pkt) *	4,6	6,6	5,6	1,4	-1,2	-1,4	-3,5	-2,1	-2,0	-2,3	-4,2	-0,9	2,0	5,3	1,8	0,2	-0,4

Indeks cen żywności FAO

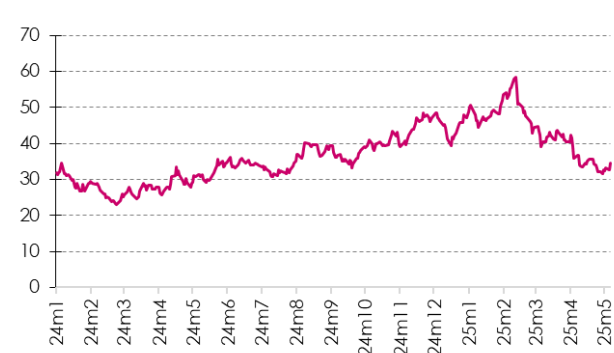


Źródło: Macrobond, Bloomberg
* Odchylenie od średniej wieloletniej

Indeks cen producenta – PPI (% r/r)

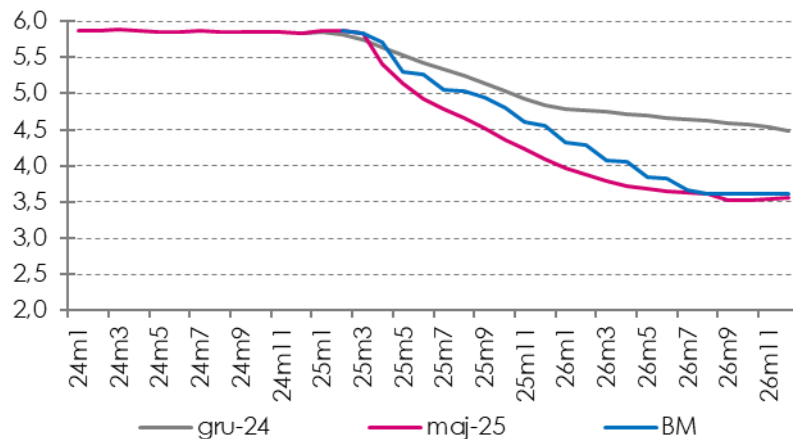


Ceny gazu naturalnego (Dutch TTF, EUR/MWh)

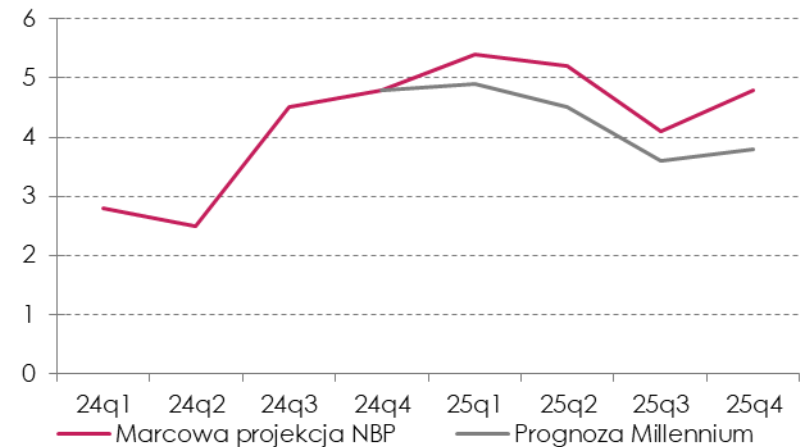


Polityka monetarna – W maju RPP obniżyła stopy o 50 pkt. baz., natomiast kolejne cięcia stóp będą łagodniejsze i rozłożone w czasie.

Oczekiwania rynkowe co do stóp procentowych w Polsce na tle prognozy Banku Millennium (%)



Marcowa projekcja inflacji CPI na tle aktualnej prognozy inflacji Banku Millennium (% r/r)



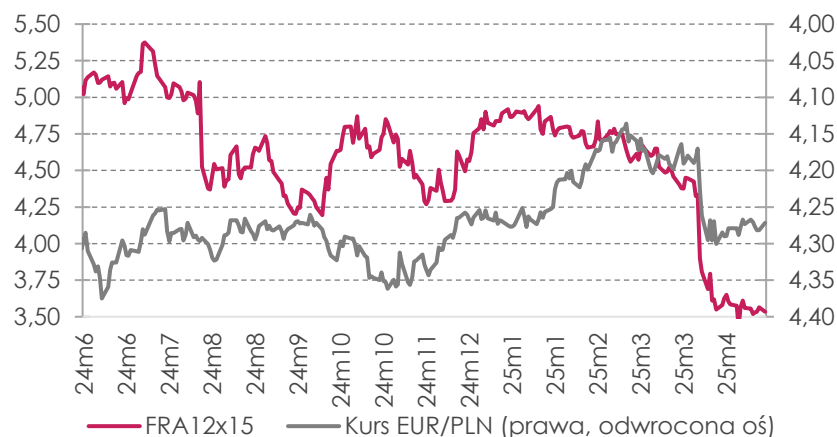
Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych (GUS)



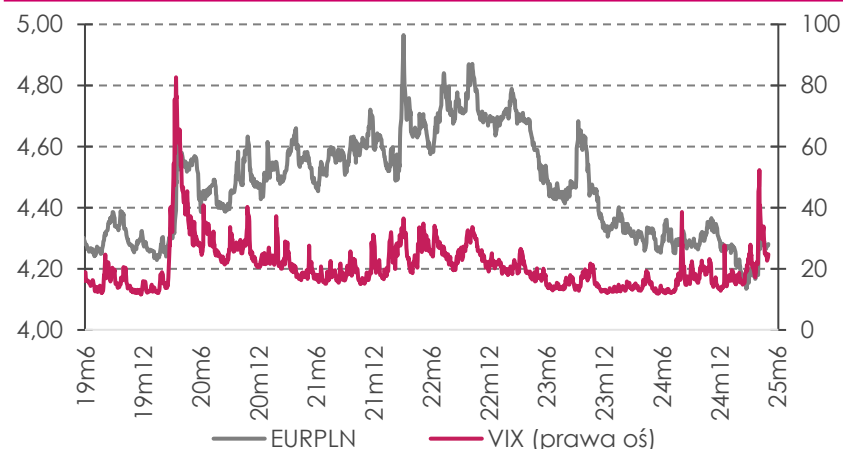
- Kwiecniowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej przyniosło radykalny zwrot w jej narracji, gdyż wyraźnie zasygnalizowano możliwość cięć stóp procentowych już w maju. Komunikacja ta potwierdziła się, a stopy proc. zostały obniżone o 50 pkt. baz. Zdaniem Rady, nieco niższa od oczekiwań ścieżka inflacji, silniejsze wyhamowanie wzrostu płac, a jednocześnie słabsze dane o aktywności gospodarczej uzasadniły, zdaniem Rady, dostosowanie w polityce pieniężnej.
- Użyte w komunikacie słowo „dostosowanie” sugeruje, iż RPP nie widzi potrzeby szybkich i silnych cięć stóp procentowych. O ile więc majowa decyzja oznacza rozpoczęcie cyklu obniżek, o tyle kolejne ruchy będą miały mniejszą skalę niż w maju i będą rozłożone w czasie. Potwierdziły to komentarze prezesa A. Głapińskiego w trakcie konferencji prasowej. Bardziej ostrożna postawa RPP wynika z wciąż podwyższonych oczekiwań inflacyjnych, niepewnego otoczenia regulacyjnego, a także luźnej polityki fiskalnej. Tempo kolejnych obniżek będzie uzależnione od publikowanych danych z gospodarki, w szczególności inflacji i płac. Biorąc pod uwagę scenariusz makroekonomiczny uważamy, że RPP może obniżyć stopy o 25 pkt. baz. w lipcu, choć decyzja ta pozostaje niepewna. Kolejnych cięć oczekujemy w miesiącach jesiennych. Na koniec roku spodziewamy się stopy referencyjnej na poziomie 4,50%, co jest zgodne z naszymi oczekiwaniami z grudnia, choć tempo luzowania pozostaje niepewne.

Rynek walutowy EUR/PLN – Złoty może pozostać dosyć stabilny w dalszej części roku

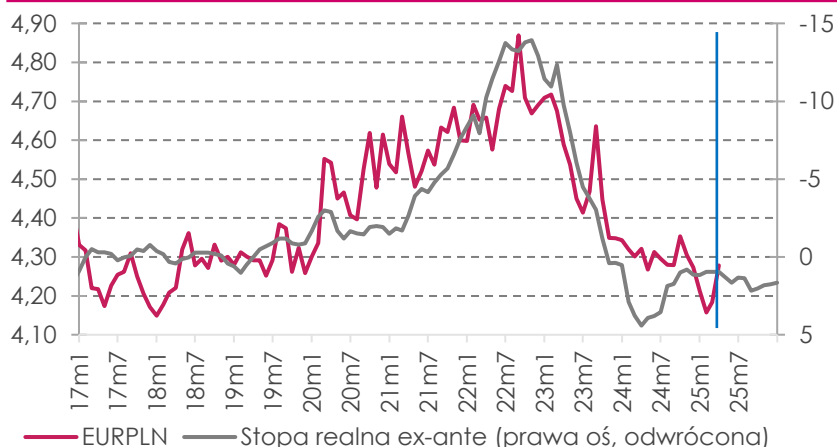
Kurs EUR/PLN oraz notowania krajowych kontraktów FRA 12x15 (%)



Brak eskalacji wojny handlowej może sprzyjać spadkowi zmienności



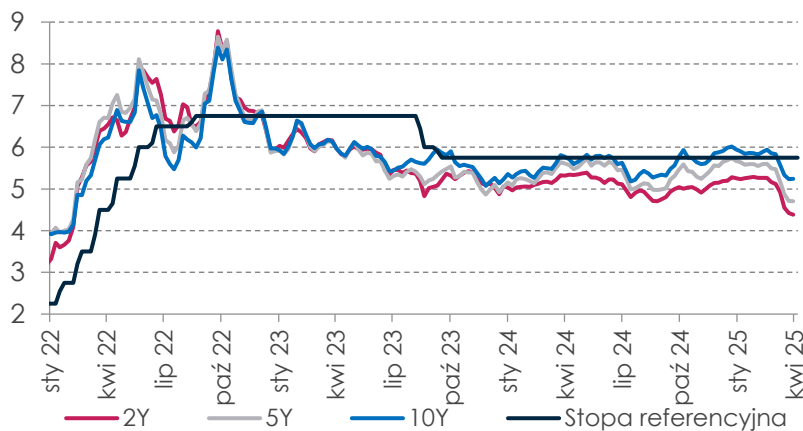
Kurs EUR/PLN a stopa realna ex-ante (%)



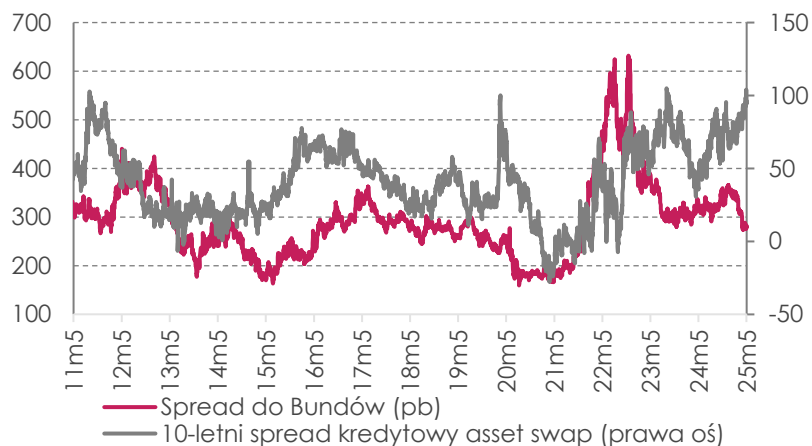
- Złoty umocnił się w I kw. osiągając przejściowo poziom ok. 4,12 wobec euro dzięki optymistycznym perspektywom dla europejskiej gospodarki po ogłoszeniu niemieckiego planu stymulacyjnego i nadziejom na rozwiązanie konfliktu w Ukrainie. Stało się tak pomimo stopniowej aprecjacji dolara. Ogłoszenie nowych ceł przez USA spowodowało osłabienie złotego i dolara.
- Zakładamy stabilizację złotego w kolejnych kwartałach wspieraną przez dosyć mocny wzrost PKB, wciąż relatywnie wysoki dysparytet stóp wobec strefy euro i duży napływ funduszy UE kompensujący pogorszenie na rachunku obrotów bieżących. Wsparciem dla złotego będzie ograniczenie rynkowych oczekiwań na obniżki stóp NBP skutkujące wzrostem rynkowych stóp procentowych i zakładana stopniowa deeskalacja „wojny handlowej”.
- Nasz model wartości godziwej kursu EUR/PLN wskazuje na lekkie przewartościowanie złotego, a kurs opłacalności eksportu wskazuje na niewielki potencjał do aprecjacji. Na stabilizację nominalnego kursu EURPLN wskazuje także utrzymanie realnej stopy procentowej na stabilnym nieznacznie dodatnim poziomie. Wsparciem dla złotego w długim terminie mogłoby być zakładane umocnienie euro do dolara przy ponownym spadku korelacji złotego z dolarem, która wzrosła do najwyższego poziomu od roku.

Krajowy rynek obligacji – Możliwa kontynuacja ruchu wzrostowego stóp rynkowych

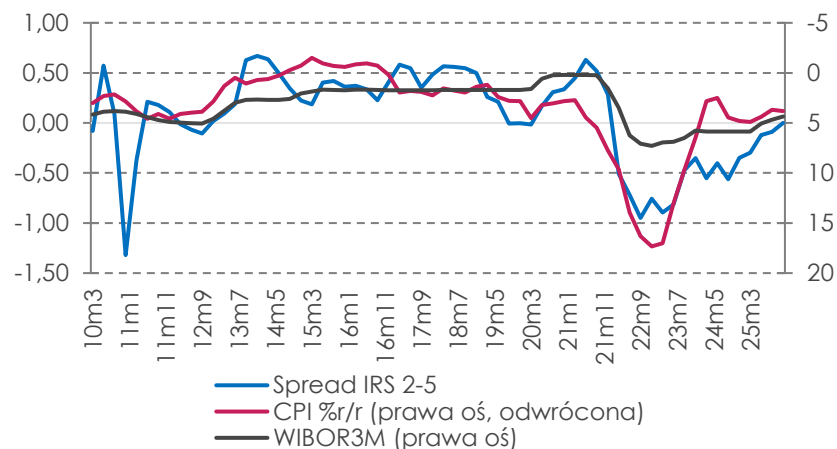
Rentowności polskich obligacji (%)



Spread do Bundów i spready asset swap (pkt. baz.)



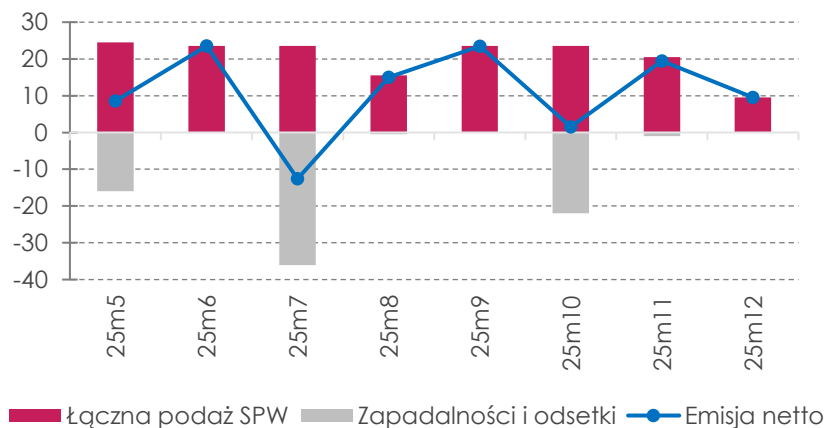
Inflacja CPI i nachylenie krzywej swap (pkt. proc.)



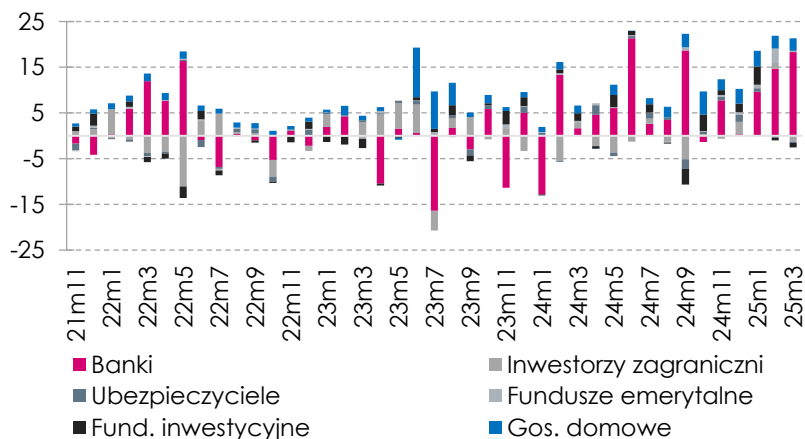
- W I kw. stopy rynkowe zanotowały niewielkie spadki, a dopiero w kwietniu po tym jak prezes NBP zmienił wyraźnie nastawienie RPP na gołębie, wskazując m.in. na niższą ścieżkę CPI doszło do znacznego spadku stóp rynkowych. Obniżka stóp w maju o 50 pb była zgodna z oczekiwaniami, komunikat wskazywał na dostosowanie stóp, a komunikacja prezesa NBP była mało gołębia. W takich uwarunkowaniach widzimy przestrzeń do dalszego odreagowania stóp rynkowych w górę, wobec tego, że rynek wciąż wycenia więcej obniżek stóp (ok. 125 pb) do końca roku niż nasz scenariusz bazowy, tj. ok. 75 pb. Wobec tego założenia sądzimy, że jest przestrzeń do przejściowego wypłaszczenia krzywej swap, choć nasz model wskazuje na kontynuację stromienia w dłuższym terminie do końca roku.
- Wzrostowi rentowności w perspektywie najbliższych tygodni mógłby sprzyjać wzrost rentowności w Niemczech w przypadku stopniowej deeskalacji wojny handlowej oraz utrzymaniu planu stymulacji fiskalnej. Spread do Bundów może stabilizować się poniżej 300 pb. Spready kredytowe asset swap są na lokalnych górkach, a większa korekta w górę stawek IRS może działać w kierunku ich zmniejszenia.

Krajowy rynek obligacji – Mniejsza ale wciąż spora podaż obligacji netto w 2Q br.

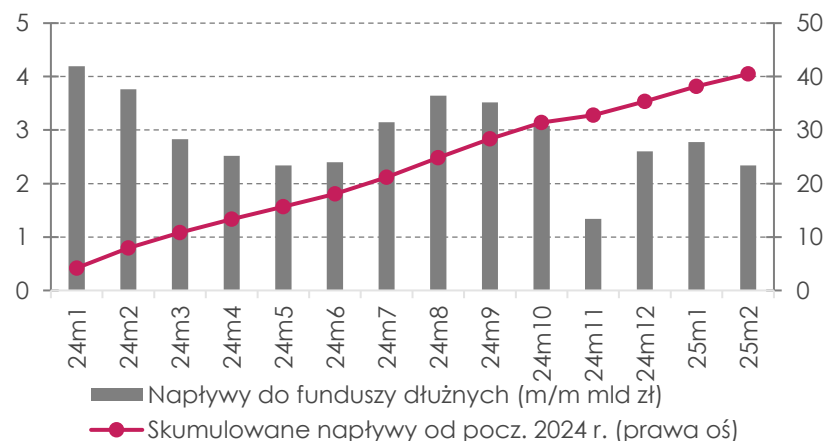
Emisje netto krajowych SPW w 2025 r. (mld PLN, prognoza Banku Millennium)



Miesięczna zmiana portfela obligacji skarbowych w zależności od typu inwestora (mld PLN)



Napływy środków do funduszy inwestycyjnych (mld PLN)



- Spodziewamy się mniejszych emisji netto krajowych SPW w dalszej części roku w związku z tym, że zwykle kumulacja emisji przypada na I kw., a stopień realizacji potrzeb pożyczkowych jest dosyć wysoki (62%). Najbliższe dwa miesiące będą stały pod znakiem dodatniej podaży netto, co może spowalniać spadek spreadów kredytowych asset swap. Banki komercyjne pozostały głównym nabywcą krajowych obligacji w pierwszych miesiącach roku, a udział instrumentów dłużnych w aktywach banków przekroczył udział kredytów dla sektora niefinansowego. To potencjalnie mogłoby sugerować nieco mniejszy popyt w kolejnych miesiącach, ale perspektywa spadku stóp procentowych i fakt, że BGK sfinansował już większość tegorocznych potrzeb w ramach funduszy FPC, FP i KFD przy braku planów emisji obligacji w EUR i USD może oznaczać potencjalnie większe zainteresowanie krajowym długiem skarbowym.
- Utrzymanie sporych napływów do krajowych funduszy inwestycyjnych powinno wspierać popyt na dług. Perspektywa obniżek stóp procentowych stawia pod znakiem zapytania realizację planu sprzedaży obligacji detalicznych (sprzedaż w I kw. ok. 17 mld PLN vs. roczny plan 73 mld PLN). Zakupy długu przez inwestorów zagranicznych mogą być mniejsze niż w ubiegłym roku wobec podwyższonych rentowności na rynkach bazowych, ale perspektywa obniżek stóp powinna naszym zdaniem zapewnić dodatnie zakupy netto.

Dane i prognozy

		2022	2023	2024	2025	2026	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
PKB	% r/r	5,3	0,2	2,9	3,4	3,1	-0,5	-0,5	0,6	1,2	2,2	3,2	2,8	3,4	3,2	3,3	3,6	3,7
Popyt krajowy	% r/r	4,8	-3,0	4,2	5,3	3,3	-5,0	-2,6	-3,7	-1,1	1,9	4,9	4,6	5,3	4,9	4,6	5,5	5,2
Spożycie w sektorze gosp. domowych	% r/r	5,2	-0,3	3,1	3,2	3,1	-1,3	-2,2	1,6	0,7	4,3	4,5	0,2	3,5	2,6	2,9	3,4	3,5
Inwestycje w środki trwałe	% r/r	1,7	12,7	-2,2	6,7	5,5	1,7	14,9	11,3	17,7	3,6	3,9	-4,3	-6,9	3,4	5,7	8,2	8,4
Wkład eksportu netto	pkt proc.	0,6	2,6	-1,1	-1,6	-0,2	4,4	2,0	4,3	2,3	0,4	-1,3	-1,6	-1,6	-1,6	-1,2	-1,7	-1,4
Inflacja CPI *	% r/r	14,4	11,4	3,6	4,2	3,1	17	13,1	9,7	6,5	2,8	2,5	4,5	4,8	4,9	4,4	3,6	3,7
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	16,6	6,2	4,7	3,8	2,6	16,1	11,5	8,2	6,2	2,0	2,6	4,9	4,7	4,9	4,4	3,7	3,8
Inflacja bazowa *	% r/r	9,1	10,1	4,1	3,7	3,3	12,0	11,6	9,7	7,4	5,4	3,8	3,9	4,3	3,6	3,7	3,7	3,6
Stopa bezrobocia rejestrowanego	% k.o.	5,2	5,1	5,1	5,1	5,0	5,4	5,1	5,0	5,1	5,3	4,9	4,9	5,1	5,3	5,0	5,0	5,1
Place w gospodarce narodowej	% r/r	12,0	13,1	13,7	8,2	6,8	14,3	13,8	11,0	12,0	14,4	14,7	13,4	12,4	10,0	7,8	7,5	7,3
Saldo C/A	% PKB	-2,2	1,8	0,2	-1,1	-1,0	-0,5	0,2	1,1	1,8	1,6	1,3	0,4	0,2	-0,4	-0,8	-1,0	-1,1
Saldo sektora general government	% PKB	-3,4	-5,3	-6,6	-6,2	5,6	-	-	-	-5,3	-	-	-	-6,6	-	-	-	-6,2
Stopa referencyjna	% k.o.	6,75	5,75	5,75	4,50	3,50	6,75	6,75	6,00	5,75	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	4,57	3,58	6,84	6,86	6,04	5,80	5,83	5,84	5,82	5,82	5,85	5,32	5,07	4,57
WIBOR 3M	% k.o.	7,02	5,88	5,84	4,44	3,64	6,89	6,90	5,77	5,88	5,88	5,85	5,85	5,84	5,84	5,31	4,96	4,44
WIBOR 6M	% k.o.	7,14	5,82	5,80	4,34	3,69	6,95	6,95	5,63	5,82	5,86	5,86	5,85	5,80	5,76	5,04	4,74	4,34
Obligacja 2-letnia	% k.o.	6,77	5,12	5,17	3,90	3,75	6,11	5,84	5,04	5,12	5,14	5,13	4,76	5,17	5,07	4,15	4,00	3,90
Obligacja 10-letnia	% k.o.	6,92	5,20	5,90	5,00	4,70	6,03	5,76	5,90	5,20	5,43	5,74	5,24	5,90	5,72	5,20	5,10	5,00
EUR/PLN	k.o	4,69	4,35	4,27	4,30	4,25	4,68	4,45	4,64	4,35	4,30	4,31	4,28	4,27	4,18	4,25	4,27	4,30
USD/PLN	k.o	4,40	3,94	4,10	3,74	3,60	4,29	4,11	4,37	3,94	3,99	4,03	3,82	4,10	3,86	3,73	3,71	3,74
EUR/USD	k.o.	1,07	1,10	1,04	1,15	1,18	1,09	1,08	1,06	1,10	1,08	1,07	1,12	1,04	1,08	1,14	1,15	1,15
EURIBOR 3M	% k.o.	2,13	3,91	2,71	1,57	1,57	3,04	3,58	3,95	3,91	3,89	3,71	3,28	2,71	2,34	1,99	1,64	1,57
LIBOR 3M USD/SOFR 3M (od 07.2023 roku)	% k.o.	3,62	4,69	4,69	3,57	2,81	4,51	5,00	5,27	5,36	5,35	5,35	5,31	4,69	4,35	4,32	4,09	3,57

Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Szare pola – prognozy Banku Millennium, k.o. - koniec okresu; * - średnio w okresie, kursy walutowe - fixing NBP
Prognozy Banku Millennium zostały sporządzone w oparciu o dane i informacje dostępne do dnia 16 grudnia 2024 r.

BIURO ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

Bank Millennium SA

www.bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl

Cezary Chrapek, CFA

Ekonomista

cezary.chrapek@bankmillennium.pl

Andrzej Kamiński

Ekonomista

andrzej.kaminski@bankmillennium.pl

Antoni Zalewski

Analityk

antoni.zalewski@bankmillennium.pl

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, w tym udzielonej w ramach doradztwa inwestycyjnego, podatkowego, prawnego; ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiejkolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Została ona wydana wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, czy dokonywania transakcji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Nie stanowi ona analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Nie stanowi ona również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku, ani „badania inwestycyjnego” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy – w tym nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych. Informacje podane w analizie Banku nie uwzględniają indywidualnych okoliczności odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom. Niniejsza analiza nie powinna stanowić jedynej przesłanki do podjęcia decyzji inwestycyjnej przez odbiorcę. Decyzja inwestycyjna w odniesieniu do instrumentu finansowego lub inwestycji powinna być podjęta na podstawie opublikowanej dokumentacji emisyjnej. Ostateczna decyzja zawarcia transakcji należy wyłącznie do inwestora. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem straty, w tym całości wartości zainwestowanego kapitału, lub, w niektórych przypadkach, kwot przekraczających tę wartość. Fakty przedstawione w niniejszej analizie pochodzą oparte są na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne oraz na informacjach publicznie dostępnych – do jej sporządzenia nie wykorzystano żadnych informacji poufnych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, aby zawarte informacje nie były 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. Informacje zawarte w tej analizie są aktualne na datę utworzenia dokumentu i mogą ulec zmianie w przyszłości. Bank nie zobowiązuje się do ich aktualizowania. Bank nie udziela w odniesieniu do niniejszej analizy żadnych gwarancji, wyrażonych wprost ani dorozumianych, dotyczących jej przydatności do określonego celu. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych, indeksów lub wyników finansowych – nie stanowią one pewnego wskaźnika na przyszłość, w tym nawet co do podobnego zachowania instrumentów lub indeksów finansowych, gdyż wszelkie takie założenia są ze swej natury niepewne i obciążone ryzykiem błędu. Prezentowane informacje, czy przykłady użyte w niniejszym materiale mogą opierać się na przyjęciu pewnych założeń, np. co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. Z uwagi na to, że przyjęte teoretyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste wyniki związane z instrumentami, indeksami lub wskaźnikami finansowymi mogą istotnie odbiegać od prezentowanych założeń co do okoliczności mogących mieć wpływ na ich poziomy. Wszelkie odniesienia dotyczące poziomu kursów walutowych, cen surowców lub innych wskaźników ekonomicznych, nie odnoszą się do instrumentów finansowych opartych o te wskaźniki bazowe. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktami interesów. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Bank Millennium S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Stanisława Żaryna 2A, 02-593 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII