

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

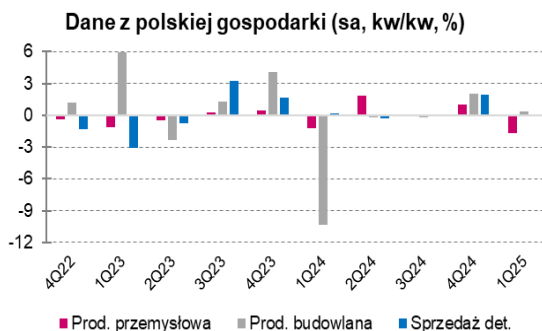
Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond, Bloomberg Bank Millennium, P- prognozaZ

Zestaw danych za marzec dopełnił obraz całego pierwszego kwartału, który nie był dobry dla polskiej gospodarki. Sytuacja w przemyśle się pogorszyła, a handel detaliczny i budownictwo pozostały praktycznie w stagnacji. Niepewność co do otoczenia globalnego, ze względu na politykę handlową USA, będą utrudniały przyspieszenie wzrostu PKB w kolejnych kwartałach. Z tego też powodu opublikowane dane wspierają oczekiwania na cięcia stóp w Polsce.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Spadek inflacji w kwietniu wzmocni oczekiwania na cięcia stóp w Polsce

W środę GUS opublikuje szybki szacunek inflacji CPI za kwiecień. Według naszej prognozy inflacja CPI obniżyła się w kwietniu do 4,3% r/r z 4,9% r/r miesiąc wcześniej, osiągając poziom najniższy od sierpnia 2024 r. To w dużej mierze efekt pogłębienia spadku cen paliw oraz obniżenia dynamiki cen żywności. Nieznacznie, w naszej ocenie wyhamowała także inflacja bazowa, która w kwietniu może otrzeć się o górne ograniczenie (3,5% r/r) dopuszczalnych odchyłeń inflacji od celu NBP. W tym tygodniu nie poznamy jednak najciekawszych danych dotyczących inflacji usług, która pozostaje najbardziej uporczywym elementem koszyka inflacyjnego. Realizacja naszej prognozy ugruntuje oczekiwania na obniżkę stóp procentowych w maju, której skala może wynieść 50 pkt. baz. Rynkowy wpływ danych nie powinien być jednak znaczny, ponieważ wyceniono już scenariusz cięcia stóp w maju o 50 pkt. baz. i do nawet nieco poniżej 4% do końca tego roku.

Indeks PMI ponownie poniżej neutralnego poziomu 50 pkt?

W piątek o godz. 9:00 poznamy wyliczenie indeksu PMI obrazującego nastroje w krajowym przemyśle w kwietniu. Według naszej prognozy wskaźnik ten wyniesie 49,8 pkt., więc powróci poniżej neutralnego poziomu 50 pkt oddzielającego ożywienie od spowolnienia, po tym jak w maju (50,7 pkt) po raz pierwszy od 3 lat przewyższył tę barierę. Za spadkiem przemawiają niższe niż przed miesiącem wskaźniki koniunktury GUS, zwłaszcza wyraźna zniżka indeksu bieżących zamówień. Wyniki PMI będą interesujące z punktu widzenia wpływu wojen celnych na produkcję w polskim sektorze wytwórczym. Czynniki ten, zwłaszcza poprzez powiązania z Niemcami, sprawia, że nadzieje na trwalsze ożywienie mogą odwlec się w przyszłość.

Słabsza wymowa danych z USA, ale Fed w maju nie zmieni stóp proc.

Emocje związane ze zmianami polityki celnej USA tymczasowo zmniejszyły się, a uwagę inwestorów bardziej niż w ostatnich tygodniach mogą przykuwać dane makro. W przypadku USA poznamy pierwsze wyliczenie PKB w 1Q 2025, przemysłowy indeks ISM, inflację PCE w marcu oraz, co naszym zdaniem najważniejsze, raport z rynku pracy w kwietniu obejmujący wyliczenie liczby etatów poza rolnictwem (non-farm payrolls). Znaczenie danych makro dodatkowo rośnie, gdyż już w przyszłym tygodniu (7 maja) decyzję co do stóp procentowych będzie podejmował Fed. Według konsensusu prognoz wymowa zestawu danych z USA będzie słabsza niż w ostatnich miesiącach, aczkolwiek stopy procentowe oraz retoryka amerykańskich bankierów centralnych pozostaną bez zmian. Utrzymują się bowiem ryzyka dla wzrostu inflacji wynikających z cel, a rynek pracy nadal najpewniej pozostaje w niezłej kondycji.

Inflacja w strefie euro w celu EBC?

Ten tydzień to także sporo danych ze strefy euro. W szczególności poznamy wstępną inflację HICP w kwietniu, która, według konsensusu rynkowego, obniżyć się ma do 2,0% r/r z 2,2% r/r miesiąc wcześniej, co oznaczałoby osiągnięcie celu inflacyjnego Europejskiego Banku Centralnego. W przypadku PKB oczekuje się wzrostu w 1Q o 0,2% kw/kw (sa) po wzroście w takiej samej skali kwartał wcześniej. Dane te będą rozpatrywane w kontekście tego, czy na posiedzeniu w czerwcu dojdzie do kolejnej obniżki stóp procentowych EBC i naszym zdaniem nie zmieniają oceny, że dezinflacja postępuje a ryzyka dla wzrostu utrzymują się. Według rynków do końca tego roku depozytowa osiągnie 1,50% z obecnego poziomu 2,25%, co jest zgodne z naszymi założeniami.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2724	-0.2%
USD/PLN	3.7700	0.1%
CHF/PLN	4.5380	-1.3%
EUR/USD	1.1332	-0.3%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.66	-11
WIBOR 3M	5.42	-12

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.32	-2
5Y	4.69	2
10Y	5.26	4

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.05	-2
5Y	3.99	-1
10Y	4.36	0

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.49	3
US 10Y	4.26	-7

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	100938.9	6.1
DAX	22418.2	5.7
S&P 500	5525.2	4.6

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

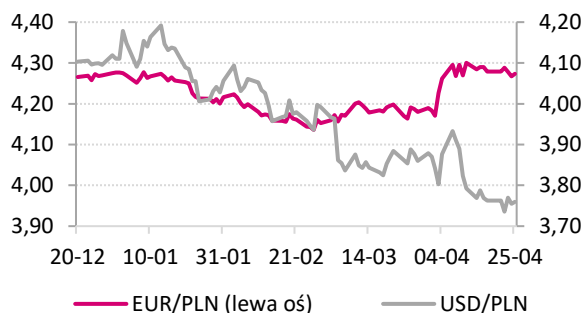
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↔	W ubiegłym tygodniu kurs złotego do euro pozostawał wyjątkowo stabilny. Kurs EURPLN wahał się w przedziale 4,26-4,30. Po ogłoszeniu cel przez D. Trumpa na początku kwietnia doszło do skokowego wzrostu zmienności na rynkach, ale apogeum zmienności kursów lokalnych walut zostało osiągnięte w połowie kwietnia i od tego czasu stopniowo się obniża, wliczając w to ubiegły tydzień. Uczestnicy rynku czekają na dalszy rozwój wydarzeń w temacie tzw. „wojny handlowej” i informacje w tym zakresie mogą być kluczowe dla średnioterminowych trendów. W tym tygodniu zakładamy stabilizację kursu EURPLN w przedziale z ubiegłego tygodnia. W przypadku sygnałów deeskalacyjnych w polityce handlowej złoty mógłby się umocnić, jednak obecnie niepewność jest na tyle duża, że naszym zdaniem nie nastąpi to zbyt szybko. Cła dla większości krajów zostały jedynie czasowo zawieszone, wobec czego w gospodarce światowej już rozpoczęły się procesy zakłócające łańcuchy dostaw, które mogą wpłynąć na aktywność w najbliższych miesiącach. Z tego względu zakładamy, że jest nieco większe prawdopodobieństwo wybicia z przedziału 4,25-4,30 w górę w kolejnych tygodniach, czemu sprzyjać może obniżka stóp w przyszłym tygodniu.
USD/PLN	↑	Zakładana przez nas stabilizacja złotego do euro jak i możliwe umocnienie dolara do euro wskazują na perspektywę wzrostu kursu USDPLN w kierunku 3,80.
EUR/USD	↓	Po tym jak trwający od połowy stycznia trend spadkowy indeksu dolara zatrzymał się na najniższych poziomach od I kw. 2022 r. ostatnie dni upłynęły na stopniowym odreagowaniu amerykańskiej waluty. Kurs EURUSD obniżył się z ok. 1,158 do ok. 1,135, czemu sprzyjał spadek globalnej zmienności oraz pewna deeskalacja napięć handlowych przynajmniej w porównaniu do okresu tuż po ogłoszeniu nowych тариф celnych USA na początku kwietnia. Wskaźniki techniczne wskazują, że dolar jest wciąż na dość słabych poziomach. Pojedynczy ton w sprawie potencjalnych porozumień handlowych mógłby sprzyjać dalszemu odreagowaniu dolara. Z drugiej strony niepewność pozostaje wysoka, cła dla większości krajów zostały jedynie czasowo zawieszone wobec czego w gospodarce światowej już rozpoczęły się procesy, zakłócające łańcuchy dostaw, które mogą wpłynąć na aktywność w najbliższych miesiącach. Ograniczając na odreagowanie dolara mogłyby w tym tygodniu wpływać słabe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem za kwiecień oraz słabsze dane o PKB za I kw. z USA. Ponadto wydaje się, że zaufanie wobec dolara i długoterminowych obligacji amerykańskich zostało nieco podkopane, co obok większej skali obniżek stóp w USA niż w strefie euro oczekiwanej w kolejnych miesiącach powinno utrzymać trend spadkowy dolara w dłuższym terminie. Wobec tego skala ewentualnego odreagowania dolara w najbliższym czasie powinna być przejściowa. Zakładamy, że w najbliższym czasie kursu EURUSD może podążać w kierunku 1,12.

Rynek obligacji

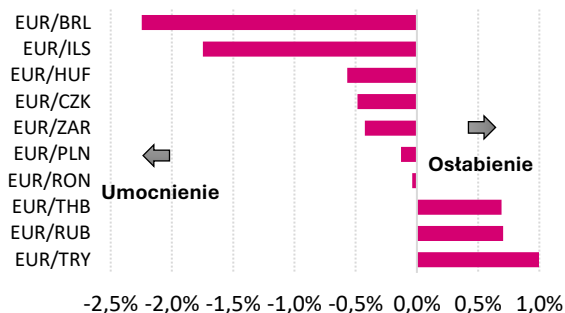
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↔	W minionym tygodniu stawki FRA lekko się obniżyły, w tym szczególnie dla tenoru 1x4 o ok. 10 pb, co wynika ze zbliżającego się posiedzenia RPP w maju, na którym oczekiwana jest obniżka stóp procentowych. Zmiany dla pozostałych tenorów były marginalne. Krzywa swap przesunęła się minimalnie w górę, a nieco bardziej krzywa rentowności obligacji, tj. o kilka punktów bazowych, czemu mogły sprzyjać aukcje długu. Sądzymy, że wobec publikacji danych inflacyjnych, które pokażą dalszy jej spadek oraz w oczekiwaniu na majowe posiedzenie ciężko będzie o poważniejsze odreagowanie stóp rynkowych w górę. W związku z tym zakładamy niewielkie wahania stóp rynkowych w tym tygodniu. Wobec tego, że rynek obecnie wycenia nawet do 200 pb obniżek stóp do końca roku a my zakładamy jedynie 125 pb to sądzymy, że jest szansa na odreagowanie stóp rynkowych w górę w perspektywie kolejnych tygodni. Jednak naszym zdaniem do większego odreagowania rentowności w górę i wypłaszczenia krzywych swap i obligacji mogłoby dojść dopiero po posiedzeniu RPP w maju, gdyby okazało się, że RPP obniży stopy jedynie o 25 pb lub o 50 bp z sygnalizacją, że kolejny ruch mógłby nastąpić np. na jesieni. Duże zapadalności obligacji i płatności kuponów na kwietniowym posiedzeniu powinny ograniczyć dalszy wzrost spreadów asset swap.
10Y DE (%)	↔	Stabilizacja na krajowym rynku była częściowo pokłosiem uspokojenia sytuacji także na bazowych rynkach długu. Po znacznym spadku od początku marca wydaje się, że rentowności niemieckich obligacji znalazły lokalny dół i odreagowały w górę o kilka punktów bazowych mimo słabych odczytów PMI, szczególnie dla usług. Przeciwno dalszemu ruchowi w górę przemawiałby spadek inflacji HICP dla strefy euro i oczekiwanie na kolejną obniżkę stóp przy gołych wypowiedziach ze strony przedstawicieli EBC.
10Y US (%)	↔	Uspokojenie nastrojów związanych z polityką celną USA i potencjalne porozumienia handlowe na horyzoncie oraz stonowanie komentarzy D. Trumpa na temat potencjalnego odwołania prezesa Fed sprzyjały spadkowi rentowności w USA w tym szczególnie na długim końcu krzywej o ok. 10 pb. W tym tygodniu kontynuacji tej tendencji mogą sprzyjać dane o PKB i zatrudnieniu poza rolnictwem z USA, które mogą być dość słabe. Wobec tego, że wciąż ryzyka dla inflacji w krótkim terminie są spore mogłoby dojść do dalszego wypłaszczenia krzywej USD. W dłuższej perspektywie wciąż istnieje czynnik ograniczający spadek amerykańskich rentowności w postaci ograniczenia dolara w rezerwach banków centralnych.

Wykresy rynkowe

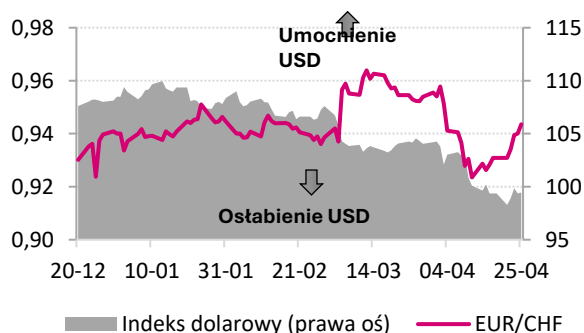
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



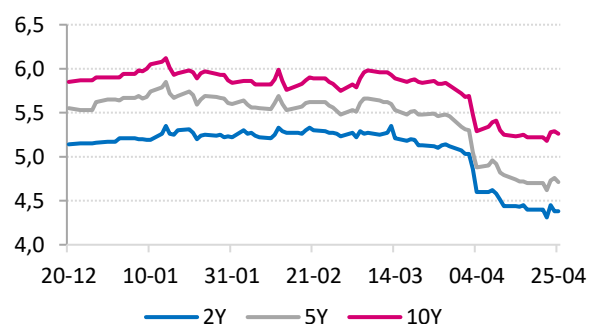
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



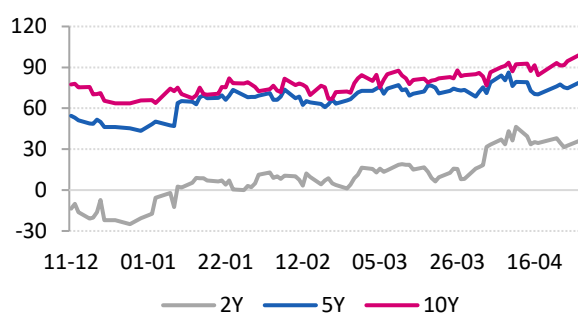
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



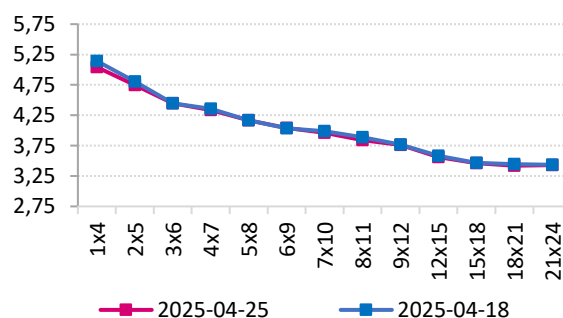
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



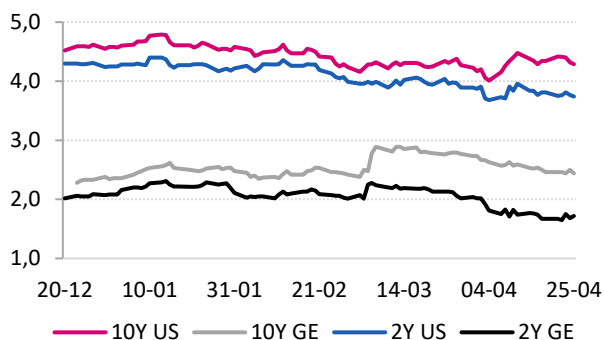
Krajowe stawki asset swap [%]



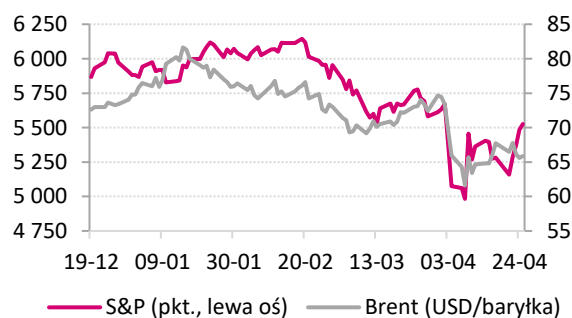
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 28 kwietnia					
Brak ważnych publikacji					
Wtorek 29 kwietnia					
12:00 Koniunktura gospodarcza	EZ	Kwiecień	95.2	94.5	
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Węgry	Kwiecień	6.50%	6.50%	
16:00 Indeks zaufania konsumentów Conference Board	USA	Kwiecień	92.9	87.0	
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Marzec	7.568 mln	7.5 mln	
Środa 30 kwietnia					
03:30 Indeks NBS PMI dla przemysłu	Chiny	Kwiecień	50.5	49.9	
03:30 Indeks NBS PMI dla usług	Chiny	Kwiecień	50.8		
08:45 Inflacja CPI r/r wst.	Francja	Kwiecień	0.8%	0.7%	
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Kwiecień	4.9%	4.3%	4.3%
10:00 PKB kw/kw s.a. wst.	Niemcy	Q1	-0.2%	0.2%	
11:00 PKB kw/kw s.a. wst.	EZ	Q1	0.2%	0.2%	
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Kwiecień	2.2%	2.0%	
14:15 Raport ADP	USA	Kwiecień	155 tys.	108 tys.	
14:30 PKB kw/kw annualizowany wst.	USA	Q1	2.4%	0.4%	
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Marzec	0.8%	0.4%	
14:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Marzec	0.1%		
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Marzec	2.5%	2.2%	
14:30 Inflacja bazowa PCE r/r	USA	Marzec	2.8%	2.6%	
Czwartek 01 maja					
Święto Pracy - dzień wolny od pracy	Polska				
00:00 Decyzja BoJ ws. stóp procentowych	Japonia	Maj	0.50%	0.50%	
16:00 Indeks ISM dla przemysłu	USA	Kwiecień	49.0	47.9	
Piątek 02 maja					
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Kwiecień	50.7	50.3	49.8
10:00 Indeks PMI dla przemysłu fin.	EZ	Kwiecień	48.7	48.7	
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Kwiecień	2.2%	2.0%	
14:30 Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym	USA	Kwiecień	228 tys.	130 tys.	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Kwiecień	4.2%	4.2%	
14:30 Płaca godzinowa m/m	USA	Kwiecień	0.3%	0.3%	
16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m s.a. fin.	USA	Marzec	9.2%		
16:00 Zamówienia w przemyśle m/m	USA	Marzec	0.6%	4.5%	
Poniedziałek 05 maja					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Maj	-19.5		

Dane i prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
PKB	% r/r	5.3	0.1	2.9	3.4	2.1	3.2	2.7	3.2	3.2	3.4	3.8	3.8
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	4.50	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	4.58	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	4.45	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	4.46	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	3.84	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	1.12	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	1.53	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 jakiejkolwiek 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.