

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

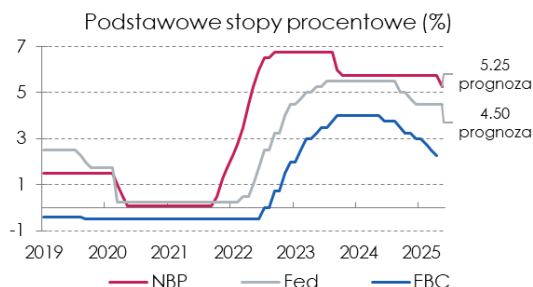
Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

Wykres tygodnia



Ten tydzień to czas posiedzeń banków centralnych. W przypadku krajowej RPP oczekujemy wznowienia cyklu obniżek stóp procentowych cięciem o 50 pkt baz. W efekcie stopa referencyjna wynosiłaby 5,25%. Natomiast w przypadku USA, gdzie nasilają się ryzyka inflacyjne, konsensus prognoz wskazuje na stabilizację stóp procentowych. Kontrastuje to z działaniami EBC, który w kwietniu po raz trzeci w tym roku obniżył koszt pieniądza.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Rada Polityki Pieniężnej wznowia cykl obniżek stóp procentowych

We wtorek rozpoczyna się posiedzenie RPP, natomiast decyzja zostanie opublikowana w środę w godzinach popołudniowych. Niższe niż prognozował NBP odczyty inflacji w pierwszych miesiącach tego roku, w połączeniu z nieco silniejszym wyhamowaniem wzrostu płac i słabszymi odczytami z gospodarki realnej, uzasadniają w naszej ocenie cięcie stóp procentowych o 50 pkt. baz. Taki jest też konsensus rynkowy i oczekiwania inwestorów. Dla perspektyw stóp proc. w kolejnych miesiącach kluczowy będzie komunikat opublikowany po posiedzeniu, a przede wszystkim konferencja prasowa prezesa NBP, która odbędzie się w czwartek o godz. 15. W naszej ocenie kolejne miesiące przyniosą dalsze łagodzenie polityki pieniężnej, choć już w łagodniejszych krokach. Biorąc pod uwagę prognozowaną przez nas ścieżkę inflacji uważamy, że RPP może dokonać jeszcze jednego cięcia o 25 pkt. baz. w czerwcu lub lipcu i powrócić do dalszych obniżek stóp procentowych po wakacjach. Do końca 2025 r. stopa referencyjna może natomiast spaść do 4,50% z 5,75% obecnie. Wyznacznikiem skali i tempa łagodzenia polityki pieniężnej, obok danych o inflacji, będą dane z rynku pracy. W warunkach ekspansywnej polityki fiskalnej proces łagodzenia warunków monetarnych powinien następować stopniowo.

Fed utrzyma w tym tygodniu stopy procentowe w obawie o wzrost inflacji

Miniony tydzień nie przyniósł przełomowych informacji dotyczących polityki celnej na świecie, a na pierwszy plan wysunęły się dane makroekonomiczne. W USA poznaliśmy pierwszy szacunek PKB w 1Q br., który spadł o -0,3% kw/kw (SAAR) po wzroście o 2,4% kw/kw kwartał wcześniej, a tym samym był słabszy od oczekiwań. Rozbicie danych pokazuje jednak, że aktywność gospodarcza nie była aż tak słaba, gdyż za spadek odpowiadał mocny wzrost importu (+40% kw/kw SAAR), który obniża PKB. To efekt intensywnych zakupów towarów z zagranicy przed zaostrzeniem polityki celnej przez amerykańską administrację. Konsumpcja gospodarstw domowych, główny motor gospodarki USA przyrosła o 1,8% kw/kw. Wzrosły też inwestycje. We wciąż niezłej kondycji jest amerykański rynek pracy. Pesymizm płynie zaś z badań koniunktury konsumenckiej, wskazujących na pogorszenie nastrojów i wzrost oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. Dodatkowo, w ankiecie ISM dla przemysłu firmy raportowały w ostatnich miesiącach szybki wzrost cen. Wobec obaw o nasilenie inflacji amerykańska Rezerwa Federalna w tę środę najpewniej utrzyma przedział dla głównej stopy procentowej na poziomie 4,25-4,50%. Jako że taka decyzja była komunikowana wcześniej przez bankierów centralnych w USA uwaga przenosi się na konferencję szefa Fed J.Powella i jego retorykę. O ile obecnie Fed koncentruje się na inflacji, o tyle w kolejnych miesiącach, wraz z napływem nowych danych, coraz bardziej będzie skupiał się, naszym zdaniem, na ryzykach dla rynku pracy. Członkowie Rezerwy Federalnej najpewniej zadecydują w dalszej części roku o cięciach stóp. Według oczekiwań rynkowych stopy procentowe w USA spadną do końca tego roku łącznie o ok. 75 pkt baz. My w naszym scenariuszu zakładamy obniżki sięgające 100 pkt baz.

Załamanie chińskiego eksportu w kwietniu

W piątek nad ranem poznamy dane o handlu zagranicznym Chin. Według konsensusu prognoz eksport wzrośnie o 0,5% r/r, po wzroście aż o 12,4% r/r w marcu, gdy silnie zwiększono sprzedaż przed wprowadzeniem cel przez USA. W przypadku importu oczekuje się pogłębienia spadku do -6,0% r/r z -4,3% r/r miesiąc wcześniej. Dane z Chin zapewne będą wpisywać się w bardziej pesymistyczne oczekiwania dla globalnej gospodarki. Przypomnijmy, że w kwietniu Międzynarodowy Fundusz Walutowy obniżył prognozę wzrostu światowego PKB w 2025 r. do 2,8% r/r z 3,2% r/r spodziewanego w styczniu.

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

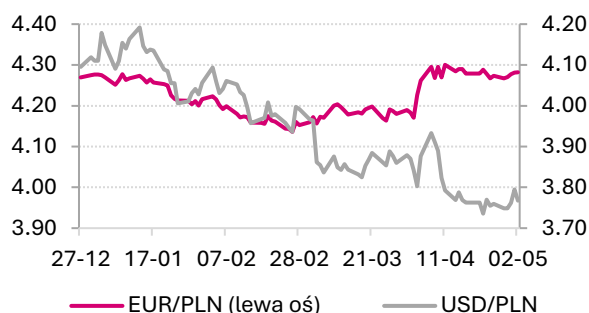
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↔	Na ten tydzień zakładamy stabilizację kursu EURPLN w przedziale 4,25-4,30. Niezależnie od skali obniżka stóp procentowych przez RPP będzie oznaczać zmniejszenie dysparytetu stóp procentowych wobec strefy euro a także USA (przy stabilizacji stóp ze strony Fed w tym tygodniu). Natomiast obniżek stóp rynek wycenia już tyle (ok. 185 pb do końca roku), że możliwa jest korekta stóp w górę o ile prezes NBP nie podtrzyma mocno gołębiego tonu, co może ograniczać negatywny wpływ samej obniżki stóp na złotego. Transakcja kapitałowa przejścia Santander Bank Polska przez Erste Bank może potrwać do końca roku, ale nie powinna mieć istotnego wpływu na złotego wobec wymiany między podmiotami zagranicznymi. Choć nieznaczny to jednak ponowny wzrost zmienności kursów walut regionalnych może wywierać lekką presję na złotego.
USD/PLN	↔	Zakładana przez nas stabilizacja złotego do euro, jak i możliwa stabilizacja euro do dolara wskazują na perspektywę stabilizacji kursu USDPLN. Zakładany przez nas przedział wahań na ten tydzień to 3,75-3,79.
EUR/USD	↔	Miniony tydzień przebiegał pod znakiem konsolidacji kurs EURUSD w przedziale 1,128-1,142 i sądzimy, że taka sytuacja może utrzymać się także w tym tygodniu w oczekiwaniu na posiedzenie Fed. Rynek nie oczekuje zmian stóp procentowych przez Fed, a do tego po lepszych od prognoz danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA za kwiecień rynek trochę ograniczył oczekiwania na obniżki także na czerwcowym posiedzeniu (pełna obniżka wyceniana dopiero w lipcu). To przy stabilizacji stóp dla euro sprzyja nieco dolarowi. Pomoc odreagować amerykańskiej walucie mogłyby także kolejne informacje na temat deeskalacji tzw. wojny handlowej w tym także z Chinami. Dla przeciwwagi lepszy od prognoz był europejski indeks Sentix i nieco lepsze dane mogą napłynąć z Niemiec (np. zamówienia w przemyśle), a indeks ISM dla usług w USA zanotuje spadek. Obok komentarzy odnośnie negocjacji w kwestiach celnych to wypowiedzi prezesa J. Powella będą kluczowe dla zachowania kursu EURUSD w kolejnych tygodniach. Rynek wycenia obecnie ok 3-4 obniżki stóp do końca roku i ok. 5 obniżek stóp do połowy przyszłego roku. W przypadku strefy euro to odpowiednio 2-3 obniżki do końca roku i łącznie do końca przyszłego roku, więc większa skala cięć dla USA powinna sprzyjać osłabieniu dolara w długim terminie. W podobnym sposób może działać ogólne osłabienie zaufania wobec polityki gospodarczej prowadzonej przez amerykańskie władze i mniejszy popyt na amerykańskie aktywa.

Rynek obligacji

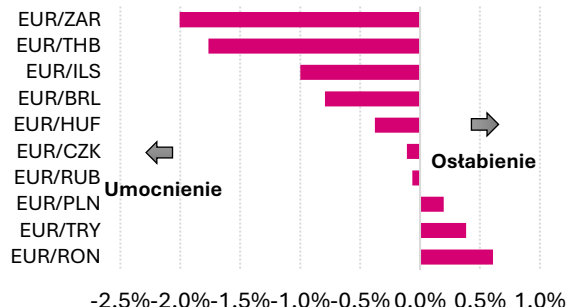
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↑	W tym tygodniu widzimy przestrzeń do odreagowania stóp rynkowych w górę. Rynkowe stopy spadły bardzo nisko w ostatnich tygodniach i ustabilizowały się na liniach wsparcia najniższych od wielu miesięcy. Posiedzenie w tym tygodniu może być bardzo istotne dla tendencji na rynku stopy w kolejnych tygodniach. W zakładanym przez nas scenariuszu RPP obniży stopy procentowe o 50 pb i kolejne 25 pb w czerwcu. Przy realizacji naszego scenariusza w maju i utrzymaniu gołębiego tonu stopy rynkowe mogłyby pozostać względnie stabilne. Natomiast wobec tego, że rynek wycenia aż 200 pb obniżek do końca roku wobec naszego scenariusza zakładającego 125 pb, przy obniżce o 25 pb lub o 50 pb w maju ale przy mało gołęsim nie korekta stóp rynkowych w górę mogłaby być spora.
10Y DE (%)	↔	Do stabilizacji na krajowym rynku ponownie przyczyniła się stabilizacja stawek na rynkach bazowych, choć w przypadku stawek niemieckich notowany był lekki wzrost stóp rynkowych, przy braku istotnych publikacji. W tym tygodniu zakładamy kontynuację tej tendencji, tj. nieznaczny wzrost stawek rynkowych przy szansach na dobre odczyty danych z Niemiec. Jednak EBC będzie dalej obniżał stopy, więc przestrzeń dla ruchu wzrostowego wydaje się ograniczona, co wspiera także spadek cen ropy.
10Y US (%)	↔	W ubiegłym tygodniu na amerykańskim rynku długu początkowy lekki spadek rentowności został zniesiony przez wzrosty w reakcji na lepsze od prognoz dane o zatrudnieniu poza rolnictwem. Kluczowym wydarzeniem dla rynku długu będzie posiedzenie Fed i prawdopodobnie neutralna komunikacja, która może sprzyjać stabilizacji rentowności w tym tygodniu. Spadek indeksu ISM dla usług i spadki cen ropy mogą ograniczać efekt lepszych danych z rynku pracy w USA.

Wykresy rynkowe

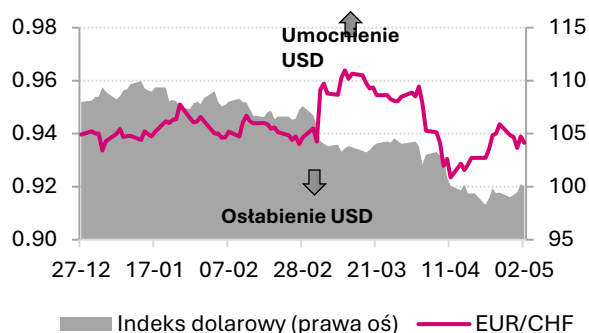
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



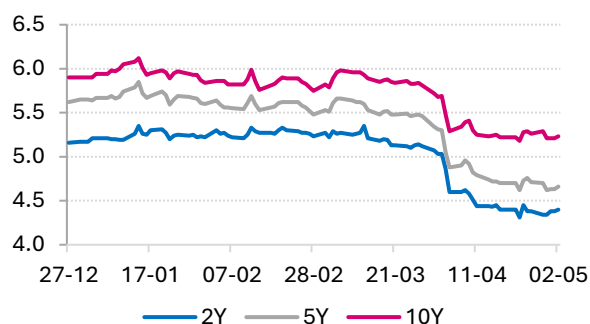
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



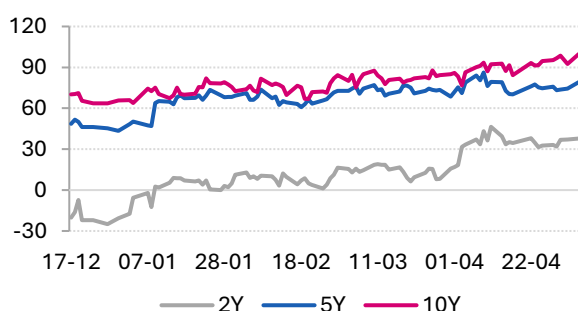
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



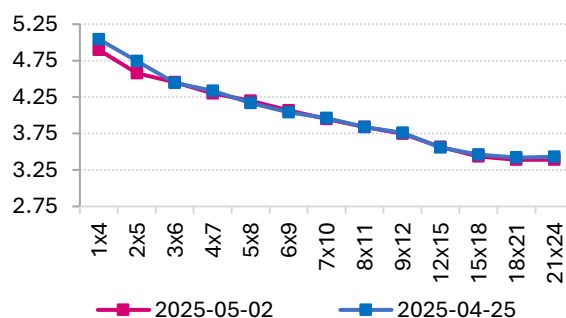
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



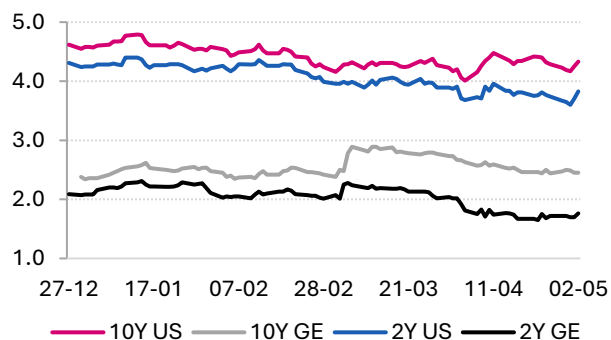
Krajowe stawki asset swap [%]



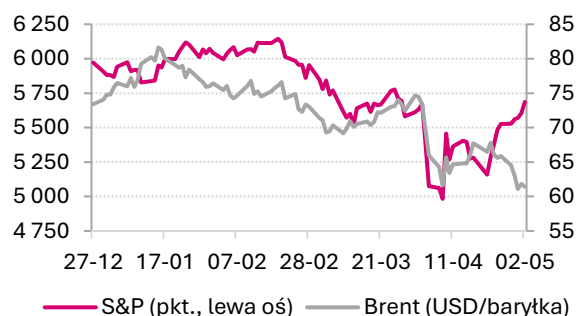
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 05 maja					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Maj	-19.5	-12.5	
15:45 Indeks PMI dla usług fin.	USA	Kwiecień	51.4		
16:00 Indeks ISM dla usług	USA	Kwiecień	50.8	50.2	
Wtorek 06 maja					
03:45 Indeks Caixin PMI dla usług	Chiny	Kwiecień	51.9		
09:00 Inflacja CPI r/r wst.	Czechy	Kwiecień	2.7%	2.1%	
09:55 Indeks PMI dla usług fin.	Niemcy	Kwiecień	48.8	48.8	
10:00 Indeks PMI dla usług fin.	EZ	Kwiecień	49.7	49.7	
Środa 07 maja					
08:00 Zamówienia w przemyśle m/m s.a.	Niemcy	Marzec	0.0%	1.3%	
11:00 Sprzedaż detaliczna r/r	EZ	Marzec	2.3%		
14:00 Decyzja RPP ws. stóp procentowych	Polska	Maj	5.75%	5.25%	5.25%
14:30 Decyzja ws. stóp procentowych	Czechy	Maj	3.75%	3.50%	
20:00 Decyzja Fed ws. stóp procentowych	USA	Maj	4.25%	4.25%	4.25%
Czwartek 08 maja					
08:00 Produkcja przemysłowa r/r s.a.	Niemcy	Marzec	-4.0%		
13:00 Decyzja BoE ws. stóp procentowych	UK	Maj	4.50%	4.25%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	3 maja	241 tys.	230 tys.	
15:00 Konferencja prezesa NBP	Polska	Maj			
Piątek 09 maja					
Decyzja S&P ws. ratingu	Polska	2025			
00:00 Eksport r/r	Chiny	Kwiecień	12.4%	0.5%	
00:00 Import r/r	Chiny	Kwiecień	-4.3%	-6.0%	
08:30 Inflacja CPI r/r	Węgry	Kwiecień	4.7%		
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Kwiecień			
Poniedziałek 12 maja					

Brak ważnych publikacji

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 jakiegokolwiek 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.