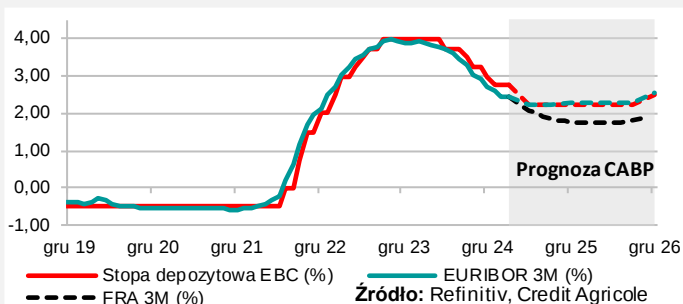


W tym tygodniu

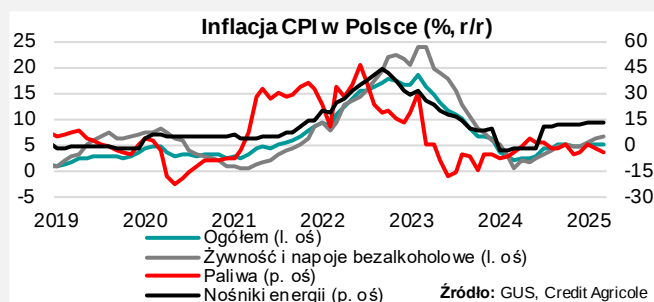
Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Oczekujemy, że EBC pozostawi stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Tym samym główna stopa procentowa wyniesie 2,65%, a stopa depozytowa 2,50%. Uważamy, że z



uwagi na wydarzenia ostatniego miesiąca, a w szczególności wzrost napięć w światowym handlu w związku z polityką celną administracji Donalda Trumpa i uchwalenie pakietu fiskalnego w Niemczech, marcowa projekcja EBC jest już nieaktualna. Oba wydarzenia mogą oddziaływać w kierunku podwyższenia prognozowanej ścieżki inflacji w strefie euro. Dlatego uważamy, że EBC będzie wolał wstrzymać się z decyzją o obniżce stóp do momentu publikacji czerwcowej projekcji. Ponadto, jest możliwe, że do czerwcowego posiedzenia dojdzie do porozumienia w kwestii ceł na linii USA – UE, co ponownie zmieniłoby perspektywę gospodarki strefy euro. Uważamy, że podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szefowa EBC Ch. Lagarde nie zarysuje konkretnego scenariusza w kwestii perspektyw łagodzenia polityki pieniężnej w nadchodzących miesiącach, natomiast zasygnalizuje, że brak kwietniowej obniżki nie oznacza zakończenia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w strefie euro. W tym kontekście zwróci ona najprawdopodobniej uwagę na konieczność analizy napływających danych makroekonomicznych. Podtrzymujemy naszą prognozę, że EBC obniży stopy procentowe w czerwcu. Nasza prognoza zakładająca brak obniżki stóp procentowych jest odmienna od konsensusu rynkowego (obniżka o 25 pb), tym samym jej realizacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i cen polskich obligacji. Dostrzegamy jednak istotne ryzyko, że EBC zdecyduje się na dalsze złagodzenie polityki pieniężnej w tym tygodniu.

W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA. Zgodnie z konsensusem rynkowym, nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w marcu o 1,3% m/m wobec wzrostu o 0,2% w lutym. Pomimo przyspieszenia wzrostu w marcu dane nie zmieniają naszego scenariusza zakładającego spowolnienie konsumpcji w USA w I kw. Rynek oczekuje, że produkcja przemysłowa spadła o 0,3% m/m w marcu wobec wzrostu o 0,7% w lutym, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury (indeks ISM w marcu ukształtował się poniżej granicy 50 pkt.) sygnalizującymi ograniczony potencjał do wzrostu aktywności w tym sektorze. Zgodnie z konsensusem, dane dotyczące nowych pozwoleń na budowę (1455 tys. w marcu wobec 1459 tys. w lutym) oraz liczby rozpoczętych budów (1410 tys. wobec 1501 tys.) wskażą łącznie na utrzymującą się osłabioną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Naszym zdaniem publikacje danych z USA będą miały ograniczony wpływ na rynki finansowe.

We wtorek opublikowane zostaną finalne dane o inflacji w Polsce. Oczekujemy, że inflacja ukształtowała się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS i wyniosła 4,9% r/r w marcu (tyle samo co w lutym). Zgodnie ze wstępnymi danymi w kierunku wzrostu inflacji ogółem oddziaływały wyższe dynamiki cen żywności i nośników energii, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływała niższa dynamika cen paliw



oraz niższa inflacja bazowa. Dane o finalnej inflacji będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

 **Dzisiaj rano opublikowane zostały dane dotyczące handlu zagranicznego w Chinach.** Saldo bilansu handlowego spadło w marcu do 102,6 mld USD wobec 170,5 mld USD w okresie styczeń-luty. Dynamika importu wzrosła w marcu do -4,3% r/r wobec -8,4% w okresie styczeń-luty. W danych na uwagę zasługuje wyraźny spadek importu surowców rolnych z USA, co można tłumaczyć wzrostem napięć na linii USA-Chiny. Z kolei eksport wzrósł do 12,4% r/r wobec 2,3% w okresie styczeń-luty, co w dużym stopniu wynikało z przyspieszonych zamówień ze strony amerykańskich firm chcących zdążyć przed wprowadzeniem podwyższonych ceł wzajemnych i sektorowych zapowiadanych przez administrację D. Trumpa. Kolejne istotne dane z Chin zostaną opublikowane w środę. Oczekujemy, że dynamika PKB Chin w I kw. 2025 r. spadła do 5,2% r/r wobec 5,4% w IV kw. 2024 r. (1,3% kw/kw wobec 1,6% w IV kw.). Oczekujemy również, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 6,2% r/r w marcu z 5,9% w okresie styczeń-luty, z uwagi na poprawę koniunktury w przetwórstwie. Oczekujemy, że wzrost inwestycji w aglomeracjach miejskich spowolnił nieznacznie w marcu do 4,0% r/r wobec 4,1% łącznie w styczniu i lutym. Z kolei tempo wzrostu sprzedaży detalicznej przyspieszyło naszym zdaniem do 4,5% r/r w marcu wobec 4,0% w okresie styczeń-luty. Wsparcie dla wzrostu sprzedaży stanowiły działania rządu chińskiego wspierające popyt krajowy. Należy jednocześnie pamiętać, że dane, które zostaną opublikowane w tym tygodniu dotyczą okresu sprzed zaostrzenia wojny handlowej na linii USA-Chiny. Dane z Chin będą w naszej ocenie neutralne dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

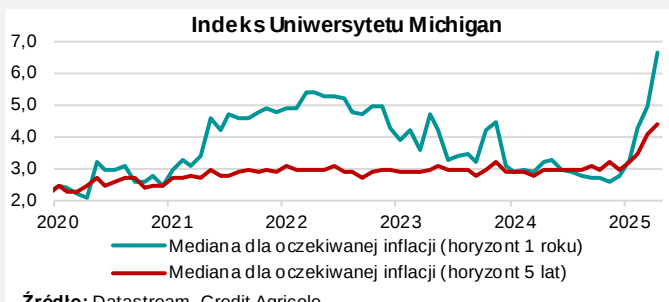
 **W ubiegłym tygodniu prezydent D. Trump ogłosił 90-dniowe zawieszenie „ceł wzajemnych” dla ponad 70 krajów (z wyłączeniem Chin), ogłoszonych podczas „Dnia Wyzwolenia” dwa tygodnie temu (por. MAKROMapa z 07.04.2025).** Jednocześnie USA zwiększyły (w kilku krokach) cła na import z Chin do 145%. Chiny odpowiedziały podniesieniem ceł na towary z USA do 125%, wcześniej deklarując gotowość do „walki do końca”. Unia Europejska, choć początkowo zapowiedziała cła odwetowe w wysokości 25% na towary z USA o wartości 22 mld EUR, zdecydowała się na 90-dniowe opóźnienie ich wprowadzenia, odpowiadając na gest USA. Mimo to, nadal obowiązują 10% cła na wszystkie towary ogłoszone podczas „Dnia Wyzwolenia”, 25% cła na samochody, stal i aluminium. Eskalacja napięć pomiędzy USA a Chinami i UE będzie kluczowa dla perspektyw światowego handlu i wzrostu gospodarczego na świecie w najbliższych kwartałach. Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą ogłoszone przez USA cła stanowią element negocjacji i mają na celu zmuszenie partnerów handlowych do rozmów, stąd nie należy traktować ich jako docelowych. Wsparcie dla takiej oceny stanowi 90-dniowe zawieszenie ceł dla większości krajów. Warto zwrócić uwagę, że mimo utrzymania twardej retoryki wobec Chin, ton D. Trumpa wobec reszty świata uległ w weekend pewnemu złagodzeniu. Zasygnalizował on bowiem możliwość wyjątków od 10% taryfy bazowej dla niektórych krajów, określając ją raczej jako „pułap minimalny” niż nienaruszalny standard. W MAKROMapie z 07.04.2025 przedstawiliśmy nasze szacunki wskazujące, że sumaryczny wpływ amerykańskich ceł na import z UE oraz ewentualnych odwetowych ceł ze strony UE (przed ubiegłotygodniową eskalacją wojny celnej pomiędzy USA i Chinami) byłby lekko negatywny dla inflacji w strefie euro (obniżyłby naszą ścieżkę inflacji o 0,2 pkt. proc. na koniec 2026 r.) i perspektyw wzrostu gospodarczego (dynamika PKB niższa o 0,3-0,4 pkt. proc.). Jednakże, biorąc pod uwagę zaostrzenie polityki handlowej na linii USA-Chiny, istnieje ryzyko, że wpływ ten może być silniejszy niż wcześniej zakładaliśmy. Jeśli nie dojdzie do porozumienia między USA a Chinami, możliwe jest dalsze osłabienie chińskiej gospodarki, spadek cen surowców energetycznych oraz zwiększona penetracja rynku UE przez

tańsze chińskie towary, co może wywierać dodatkową presję na europejskich producentów i wpływać negatywnie na inflację i wzrost gospodarczy w regionie. Warto zwrócić uwagę, że Chiny już rozpoczęły działania osłonowe wobec negatywnego wpływu ceł – zapowiedziano przyspieszenie wdrożenia pakietu stymulacyjnego obejmującego m.in. luzowanie polityki fiskalnej i pieniężnej. Oczekiwane są również nowe ulgi podatkowe dla eksporterów oraz wsparcie dochodów gospodarstw domowych, w tym dotacje na opiekę nad dziećmi. Jednocześnie ponad 200 chińskich spółek państwowych i prywatnych ogłosiło programy skupu akcji własnych, co ma wspierać nastroje na rynkach finansowych. Dalszy przebieg wojny celnej jest obciążony dużą niepewnością, która będzie sprzyjała podwyższonej zmienności na rynkach finansowych. Przykładem ilustrującym podwyższony poziom niepewności są cła na niektóre sprzęty elektroniczne. W piątek D. Trump ogłosił wyjątek od ceł dla niektórych sprzętów elektronicznych importowanych z Chin, podczas gdy w niedzielę stwierdził, że to wyłączenie będzie miało tylko przejściowy charakter.

W ubiegłym tygodniu opublikowano **Minutes** z marcowego posiedzenia FOMC. Zgodnie z zapisem dyskusji członkowie FOMC są zgodni, że należy się wstrzymać z kolejnymi decyzjami dotyczącymi obniżek stóp procentowych, aż widoczny będzie postęp w jej zbieganiu do celu inflacyjnego. Jednocześnie większość członków FOMC uważa, że Rezerwa Federalna powinna przyjąć ostrożne nastawienie w polityce pieniężnej, tak aby móc uwzględnić w niej cła zapowiadane przez administrację D. Trumpa, które stanowią ryzyko w górę dla oczekiwanej przez nich ścieżki inflacji. Treść **Minutes** jest spójna z wypowiedziami J. Powella na konferencji po marcowym posiedzeniu, który powtórzył wówczas, że Rezerwa Federalna nie musi się spieszyć z obniżkami stóp procentowych i jest w na tyle komfortowej sytuacji, że może przyjąć strategię *wait and see*, szczególnie w obliczu wysokiej niepewności regulacyjnej związanej z działaniami administracji D. Trumpa. Obok ceł, istotnym tematem jaki pojawił się w dyskusji członków FOMC, było ryzyko wystąpienia stagflacji w USA. Dostrzegamy ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w 2025 r. Rezerwa Federalna obniży stopy procentowe łącznie o 50pb (o 25pb w czerwcu i o 25pb we wrześniu), co sprowadzi stopę funduszy federalnych do 4,00%.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.

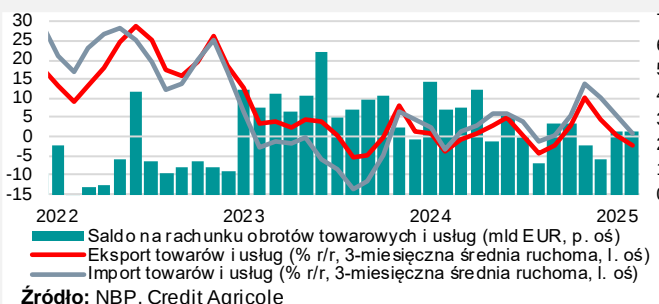
Inflacja CPI w USA zmniejszyła się w marcu do 2,4% r/r wobec 2,8% w lutym, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (2,6%). W kierunku spadku inflacji oddziaływało zmniejszenie dynamiki cen nośników energii, a także niższa inflacja bazowa, która zmniejszyła się w marcu do 2,8% r/r wobec 3,1% w lutym, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływała wyższa dynamika cen żywności. Odsezonowane tempo wzrostu cen bazowych spadło w marcu do 0,2% m/m wobec 0,4% w lutym, co wskazuje na osłabienie presji inflacyjnej w amerykańskiej gospodarce. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w kwietniu do 50,8 pkt. wobec 57,0 pkt. w marcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (54,0 pkt.) i naszej prognozy (54,7 pkt.). Tym samym wskaźnik osiągnął drugi najniższy poziom w historii szeregu. Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Zgodnie z raportem, gospodarstwa domowe wyrażały obawy o swoją sytuację finansową i warunki na rynku pracy w związku z działaniami D. Trumpa. Podawana wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan mediana dla oczekiwanej inflacji w horyzoncie 1 roku zwiększyła się w kwietniu do 6,7% r/r wobec 5,0% w marcu, osiągając najwyższy poziom od listopada 1981 r. Silny wzrost oczekiwań inflacyjnych w ostatnich miesiącach wskazuje, że amerykańscy konsumenci obawiają się proinflacyjnego charakteru ostatnich decyzji administracji D. Trumpa (obejmujących



Źródło: Datastream, Credit Agricole

m.in. zaostrenie polityki migracyjnej, cła ogłoszone w „Dniu Wyzwolenia”). W świetle napływających informacji dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika PKB w całym 2025 r. obniży się do 1,7% wobec 2,8% w 2024 r., a w 2026 r. wzrośnie do 2,2%

Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszyło się w lutym do -220 mln EUR wobec 558 mln EUR w styczniu (rewizja w górę z -168 mln EUR), kształtując się powyżej oczekiwań rynku (-414 mln EUR) i naszej prognozy (-800 mln EUR). Spadek salda na rachunku obrotów bieżących wynikał ze zmniejszenia

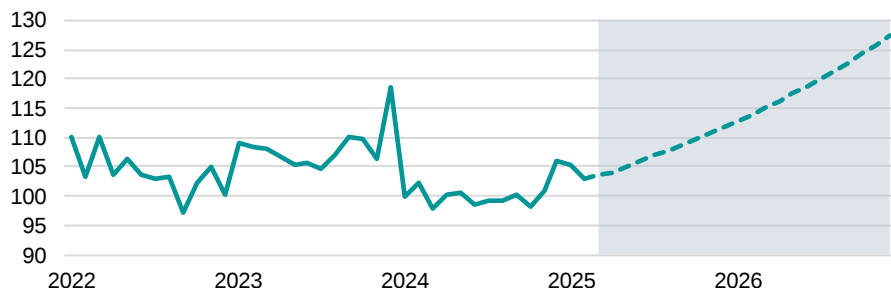


saldo dochodów pierwotnych oraz usług (odpowiednio o 1012 mln EUR i 305 mln EUR niższe niż w styczniu), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe salda obrotów towarowych oraz dochodów wtórnych (odpowiednio o 289 mln EUR oraz 250 mln EUR wyższe niż w styczniu). Jednocześnie w lutym odnotowano spadek dynamiki eksportu towarów (-1,4% r/r wobec 0,2% w styczniu) oraz wzrost dynamiki importu towarów (2,3% wobec 8,9%). Warto zauważyć, że zgodnie z komunikatem, istotnym źródłem spadku eksportu, podobnie jak w poprzednich miesiącach, była niższa sprzedaż w kategorii obejmującej środki transportu (m.in. auta osobowe, akumulatory elektryczne, samochody dostawcze, ciągniki drogowe oraz części samochodowe). Uważamy, że kolejne kwartały mogą przynieść dalsze pogłębienie deficytu w obrotach towarowych. Sprzyjać temu będzie prognozowana przez nas kontynuacja ożywienia popytu wewnętrznego w Polsce, przy niskim wzroście popytu zewnętrznego. Prognozujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zwiększyło się w I kw. do 0,3% wobec 0,1% w IV kw.

W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały dane z niemieckiej gospodarki. Produkcja przemysłowa zmniejszyła się w lutym o 1,3% m/m wobec wzrostu o 2,0% w styczniu, kształtując się znacząco poniżej oczekiwań rynku (-0,9%). Spadek produkcji przemysłowej wynikał przede wszystkim z niższej produkcji w budownictwie. Saldo handlowe zwiększyło się w lutym do 17,7 mld EUR wobec 16,2 mld EUR w styczniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (17,0 mld EUR). Jednocześnie odnotowano zwiększenie dynamiki eksportu (1,8% m/m w lutym wobec 0,0% w styczniu) oraz obniżenie dynamiki importu (0,7% wobec 5,0%), które w obu przypadkach ukształtowały się powyżej oczekiwań rynku (odpowiednio 1,5% i 0,1%). W kolejnych miesiącach w kierunku spadku obrotów w niemieckim handlu zagranicznym oddziaływać będzie odnotowany w ostatnim czasie wzrost napięć w światowym handlu, związany z polityką celną administracji D. Trumpa. Mimo tego, w nadchodzących kwartałach oczekujemy zwiększenia dynamiki PKB Niemiec, związanego z luzowaniem polityki fiskalnej przez rząd Niemiec (por. MAKROmapa z 31.03.2025), niemniej czynnikiem ryzyka pozostaje wpływ możliwego zaostrenia polityki handlowej na linii USA-UE na gospodarkę Niemiec.

Czy brak kruszywa uniemożliwi boom w budownictwie?

Produkcja budowlano-montażowa w Polsce (01.2024 = 100, SA)

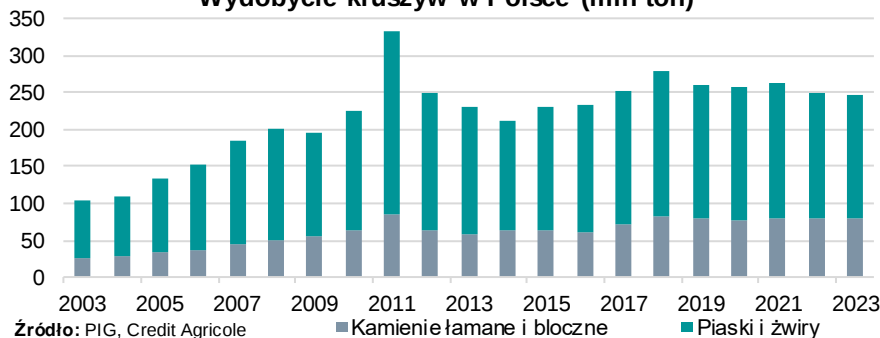


Źródło: GUS, Credit Agricole

ramach perspektywy 2014-2020 oczekujemy, że wykorzystanie funduszy UE wyraźnie przyspieszy w 2025 r. i utrzyma się na wysokim poziomie 2026 r. Zakładamy, że ożywienie inwestycji publicznych będzie dodatkowo wspierane przez kumulację projektów realizowanych w ramach KPO (w związku z koniecznością ich rozliczenia w 2026 r.). W połączeniu z efektami niskiej bazy z 2024 r. oczekujemy, że inwestycje publiczne wzrosną w ujęciu realnym w dwucyfrowym tempie w 2025 r. Realizacja inwestycji infrastrukturalnych będzie silnym wsparciem dla aktywności w budownictwie. Ponadto, w kierunku wzrostu produkcji budowlano-montażowej oddziaływać będzie ożywienie w budownictwie mieszkaniowym (por. MAKROmapa z 10.03.2025). Silne zwiększenie aktywności w budownictwie będzie oddziaływało w kierunku wzrostu popytu na pracę w tym sektorze, jak również w kierunku wzrostu popytu na materiały budowlane. Uważamy, że pod koniec 2026 r., w szczytowej fazie ożywienia w budownictwie, produkcja będzie o ok. 20% wyższa od obecnego poziomu. Dostrzegamy jednak ryzyko dla materializacji takiego scenariusza związane z ograniczeniami podażowymi w zakresie dostępności siły roboczej i materiałów.

W MAKROmapie z 02.12.2024 przedstawiliśmy wyniki naszej analizy, które sygnalizowały, że w 2026 r. może brakować ok. 54,3 tys. pracowników w budownictwie, co będzie stanowiło ok. 7% bieżącego zatrudnienia w tej branży. Uważamy, że niedobór ten będzie w istotnym stopniu zaspokajany wzrostem zatrudnienia obcokrajowców i ostatecznie nie będzie on stanowił istotnej bariery ograniczającej ożywienie w budownictwie. Uwzględniając perspektywę zaostrzenia polityki migracyjnej uważamy, że w przypadku dużych projektów inwestycyjnych, wykonawcy będą próbować łagodzić niedobory kadrowe decydując się na sprowadzanie tymczasowych pracowników tylko na czas trwania realizacji inwestycji. Rozwiązania te były już z powodzeniem wdrażane przy kilku większych inwestycjach w Polsce.

Wydobycie kruszyw w Polsce (mln ton)

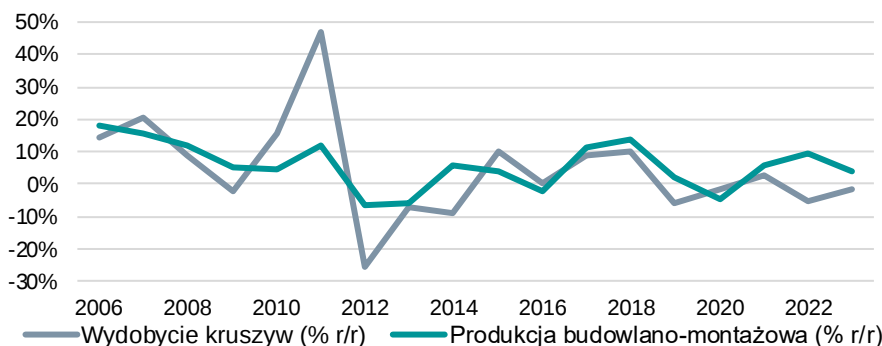


Źródło: PIG, Credit Agricole

2005-2011 w branży miał miejsce szybki wzrost wydobycia, związany z wysokim zapotrzebowaniem na kruszywo generowanym przez ożywienie w budownictwie po wejściu Polski do Unii Europejskiej oraz

Kolejnym problemem podażowym dla oczekiwanego przez nas boomu w budownictwie może być dostępność materiałów, w tym przede wszystkim kruszyw. Podstawowe typy kruszyw to kamienie łamane i bloczne, piaski oraz żwiry. Zgodnie z danymi Polskiego Instytutu Geologicznego (PIG), w 2023 r. wydobycie kruszyw wynosiło 246,7 mln ton. W latach

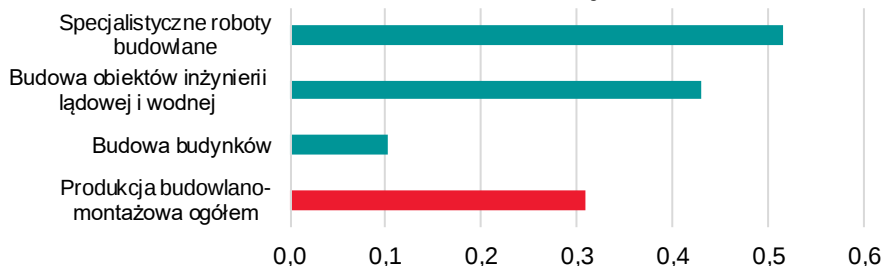
program budowy dróg na Euro 2012. W ostatnich latach wydobycie kruszyw utrzymywało się na względnie stabilnym poziomie (por. wykres).



Źródło: PIG, GUS, Credit Agricole

budowlanych (0,72) oraz w mniejszym stopniu dla dynamiki budowy obiektów inżynierii lądowej i wodnej (0,52).

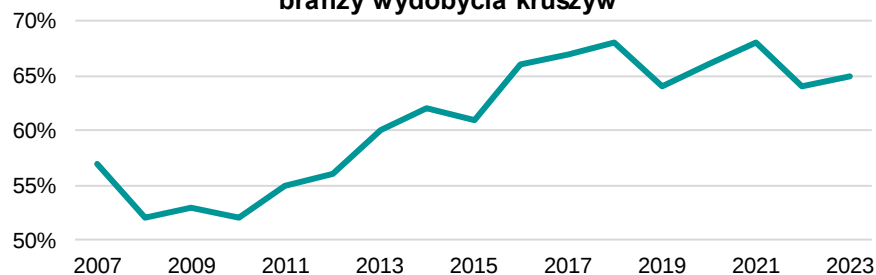
Elastyczność wydobycia kruszyw względem zmian produkcji budowlano-montażowej



Źródło: Credit Agricole

prowadzonych prac, w przypadku specjalistycznych robót budowlanych oraz budowy obiektów inżynierii lądowej i wodnej zapotrzebowanie na kruszywa jest odpowiednio większe (por. wykres). Z kolei dynamika budowy budynków ma dużo mniejszy wpływ na dynamikę wydobycia kruszyw.

Wskaźnik umorzenia rzeczowych składników majątku trwałego w branży wydobycia kruszyw



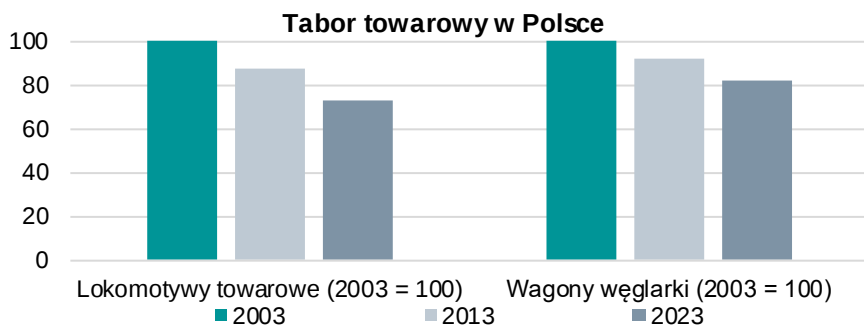
Źródło: PONTinfo, Credit Agricole

surowce. Obok inwestycji związanych z podnoszeniem potencjału produkcyjnego, konieczna będzie również realizacja szeroko zakrojonych inwestycji odtworzeniowych związanych z zastępowaniem maszyn, urządzeń technicznych i środków transportu nabytych w latach 2004-2011, kiedy miał miejsce szybki wzrost wydobycia w branży. Od tego czasu istotnie wzrósł wskaźnik umorzenia rzeczowych składników majątku trwałego, który w ostatnich latach kształtuje się na poziomie ok. 65-67%, co oznacza, że majątek rzeczowy w branży istotnie się zestarzał, i jego duża część może wkrótce wymagać wydatków związanych z wymianą lub naprawami i renowacją.

Z uwagi na ważną rolę jaką kruszywo odgrywa w procesie budowlanym, tempo wzrostu wydobycia kruszyw wykazywało w ostatnich latach dodatnią korelację z dynamiką produkcji budowlano-montażowej ogółem (współczynnik korelacji liniowej wyniósł 0,64). Zależność ta była w szczególności silna w przypadku dynamiki specjalistycznych robót

Korzystając z modelowania ekonometrycznego uzyskaliśmy szacunki elastyczności wydobycia kruszyw względem zmian w produkcji budowlano-montażowej. Z naszych szacunków wynika, że wzrost dynamiki produkcji budowlano-montażowej o 1 pkt. proc. oddziałuje w kierunku wzrostu dynamiki wydobycia kruszyw o ok. 0,3 pkt. proc. Z uwagi na specyfikę

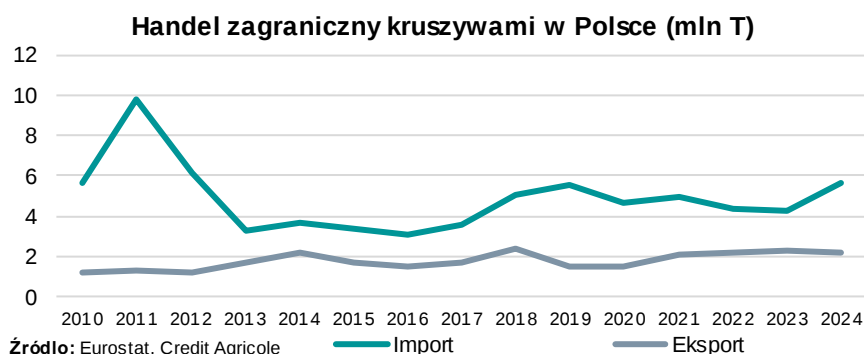
Prognozowany przez nas wzrost produkcji budowlano-montażowej, w dużej mierze wynikający z realizacji inwestycji infrastrukturalnych, będzie oddziaływał w kierunku istotnego zwiększenia popytu na kruszywa. Jednocześnie istnieje szereg problemów, mogących spowolnić dostosowanie się podaży do zwiększonego popytu na te



Źródło: UTK, Credit Agricole

substytucja transportem drogowym, jednak byłaby ona istotnie droższa niż transport drogą kolejową, zwiększając koszty pozyskania kruszywa dla sektora budowlanego. Dodatkową trudnością jest centralne położenie województw ubogich w kruszywa, utrudniające wykorzystywanie importowanych kruszyw – wydobyte kruszywa kamiennych skupione jest na południu kraju, z kolei na północy wydobywane są istotne ilości piasków i żwirów.

Wyzwaniem może okazać się również ograniczona liczebność taboru kolejowego. Zgodnie z danymi Urzędu Transportu Kolejowego (UTK) od dłuższego czasu trwa spadek zarówno liczby lokomotyw, jak i wagonów węglarek, podczas gdy kruszywa odpowiadają za ok. 19% tonokilometrów w transporcie kolejowym. Możliwa jest

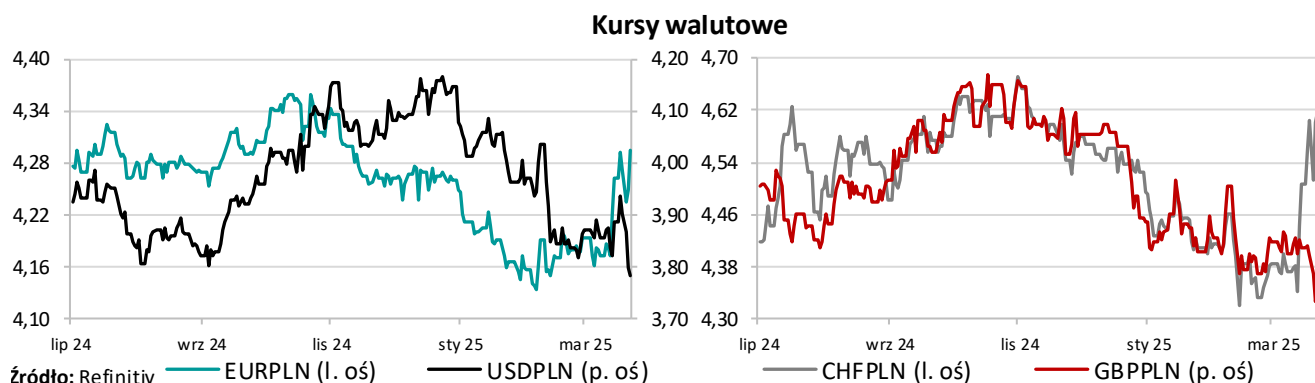


Źródło: Eurostat, Credit Agricole

Uzupełnienie krajowej podaży kruszywa importem nie jest możliwe na dużą skalę. Saldo eksportu i importu kruszyw jest niskie, stanowiąc ok. 1-2% wydobycia w kruszyw w Polsce. Transport międzynarodowy kruszyw wiązałby się z istotnym wzrostem kosztów transportu. Średnia długość trasy kolejowej przewozu kruszyw to w ostatnich latach ok. 200 km, a trasy

sprowadzające kruszywo z zza granicy byłyby istotnie dłuższe, przy czym na długich dystansach transport drogowy kruszyw jest znacząco droższy od kolejowego.

Dane dotyczące wydobycia kruszyw w 2024 r. nie zostały jeszcze opublikowane, natomiast oczekujemy, że obniżyło się ono znacząco wraz z odnotowanym w ub. r. spadkiem produkcji budowlano-montażowej. Tym samym w przypadku realizacji naszego scenariusza dla produkcji-budowlanej, wydobyte kruszywa osiągnie w 2025 r. poziom podobny do tego z 2023 r. Dopiero w 2026 r. popyt na kruszywa istotnie przekroczy średnią z ostatnich lat (zgodnie z naszymi szacunkami o ok. 5%), tym samym zwiększając prawdopodobieństwo wystąpienia problemów z dostępnością tego surowca, co może stanowić barierę dla oczekiwanego przez nas boomu w budownictwie.


Kolejny tydzień podwyższonej zmienności kursu złotego


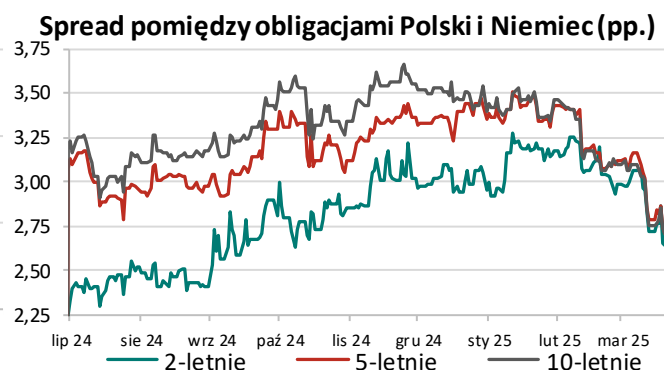
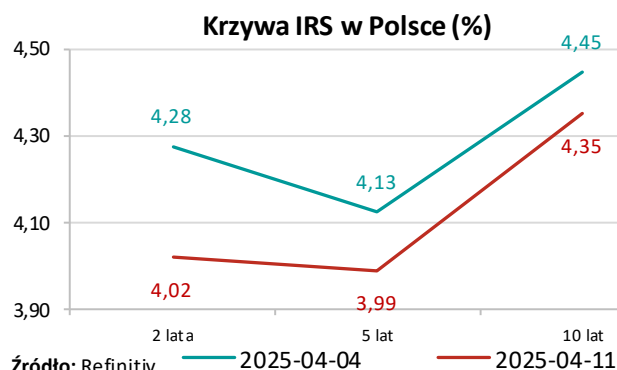
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2954 (osłabienie złotego o 0,8%). Przez cały tydzień kurs złotego wobec euro charakteryzował się dużą zmiennością. W poniedziałek obserwowano jego dalsze osłabienie, a kurs EURPLN przejściowo przekroczył poziom 4,30 (najwyżej od przełomu listopada i grudnia 2024 r.) czemu sprzyjała rosnąca awersja do ryzyka oraz oczekiwania na obniżki stóp procentowych przez NBP. We wtorek złoty lekko się umocnił, częściowo dzięki przejściowej poprawie nastrojów na rynkach akcji, jednak w środę powróciła presja na jego osłabienie i kurs EURPLN ponownie wzrósł z 4,27 do około 4,29. Wieczorne doniesienia o decyzji D. Trumpa o 90-dniowym zawieszeniu ceł przyczyniły się do przejściowego, wyraźnego umocnienia złotego (spadek kursu EURPLN o ok. 6 groszy). Czwartek przyniósł jednak korektę – waluty regionu, w tym złoty ponownie osłabiały się w reakcji na nasilenie napięć na linii USA–Chiny, pozostając na podwyższonych poziomach również w piątek.

Warto zwrócić uwagę, że przez cały tydzień kurs EURUSD, jak również rentowności amerykańskich obligacji, kształtowały się w trendzie wzrostowym. Taka sytuacja, w której dolar traci na wartości mimo wzrostu globalnej awersji do ryzyka, a jednocześnie rosną rentowności obligacji skarbowych USA, świadczy o malejącym zaufaniu inwestorów do amerykańskich aktywów – również w ich tradycyjnej roli „bezpiecznej przystani”. W odpowiedzi na obserwowaną wyprzedaż aktywów prezes Fed w Bostonie S. Collins zadeklarowała gotowość banku centralnego do interwencji w przypadku wystąpienia zaburzeń rynkowych, przypominając jednocześnie o szerokim wachlarzu narzędzi dostępnych poza konwencjonalną polityką stóp procentowych.

W tym tygodniu kluczowe dla inwestorów będą informacje dotyczące napięć w światowym handlu. Duża niepewność w tym zakresie będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynku walutowym. Ponadto, nasza prognoza zakładająca brak obniżki stóp procentowych przez EBC w tym tygodniu jest odmienna od konsensusu rynkowego (obniżka o 25 pb) i jej realizacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego.



Dalszy spadek stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,02 (spadek o 26pb), 5-letnie do 3,99 (spadek o 14pb), a 10-letnie do 4,35 (spadek o 10pb). Spadek stawek IRS był obserwowany na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Spadek rentowności na rynkach bazowych wynikał z obaw inwestorów o perspektywę wzrostu gospodarczego na świecie w związku z istotnym zwiększeniem napięć w światowym handlu.

Duża niepewność w zakresie globalnej polityki handlowej będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynku długu w tym tygodniu. Ponadto, materializacja naszej prognozy zakładającej utrzymanie niezmiennego poziomu stóp przez EBC będzie oddziaływała w kierunku wzrostu stawek IRS.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25	mar 25	kwi 25
Stopa referencyjna NBP* (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,29	4,33	4,27	4,30	4,29	4,28	4,28	4,35	4,30	4,27	4,21	4,19	4,19	4,26
Kurs USDPLN*	3,97	4,06	3,94	4,02	3,96	3,87	3,85	4,00	4,06	4,13	4,06	4,04	3,87	3,86
Kurs CHFPLN*	4,40	4,41	4,36	4,47	4,50	4,56	4,54	4,64	4,60	4,54	4,46	4,46	4,38	4,57
Inflacja CPI (r/r, %)	2,0	2,4	2,5	2,6	4,2	4,3	4,9	5,0	4,7	4,7	4,9	4,9	4,9	4,9
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,6	4,1	3,8	3,6	3,8	3,7	4,3	4,1	4,3	4,0	3,7	3,6	3,4	3,4
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-5,7	7,8	-1,6	0,0	5,3	-1,3	-0,5	4,7	-1,3	0,3	-0,9	-1,9	4,9	4,9
Inflacja PPI (r/r, %)	-9,9	-8,5	-7,0	-5,8	-5,1	-5,5	-6,2	-5,1	-3,8	-2,7	-1,0	-1,3	-0,9	-0,9
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	6,0	4,3	5,4	4,7	5,0	3,2	-2,2	2,3	3,4	2,7	6,1	0,6	1,2	1,2
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	12,0	11,3	11,4	11,0	10,6	11,1	10,3	10,2	10,5	9,8	9,2	7,9	7,9	7,9
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,3	5,1	5,0	4,9	5,0	5,0	5,0	4,9	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,3
Saldo ROB (mln EUR)	1293	922	-468	-142	-491	-2276	-1160	1510	313	-1119	558	-220		
Eksport (r/r, % EUR)	-8,6	8,3	-5,3	-6,6	5,8	-2,3	1,5	2,6	-2,6	0,4	0,2	-1,4		
Import (r/r, % EUR)	-6,5	6,0	1,4	1,9	9,7	5,5	5,6	6,2	-0,8	3,4	8,9	2,3		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym												
Wskaźnik	2024				2025				2024	2025	2026	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	2,1	3,2	2,7	3,2	3,1	3,3	3,4	3,6	2,9	3,5	3,3	
Konsumpcja (% r/r)	4,4	4,6	0,3	3,5	2,5	2,1	2,0	1,8	3,1	2,2	2,9	
Inwestycje (% r/r)	1,9	3,2	0,1	1,3	5,6	7,7	8,6	7,6	1,5	7,9	7,3	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	2,1	2,9	-0,7	0,5	4,6	5,7	4,3	7,1	1,2	5,3	5,5	
Import (ceny stałe, % r/r)	2,3	5,7	1,9	3,3	4,9	5,3	4,3	3,9	3,3	4,5	4,6	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,7	2,6	0,2	1,8	1,5	1,2	1,2	0,9	1,8	1,3	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,2	0,5	0,0	0,3	0,7	1,2	1,4	1,8	0,3	1,3	1,2
	Eksport netto (pp.)	0,0	-1,3	-1,5	-1,3	0,1	0,5	0,1	1,8	-1,0	0,6	0,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,6	1,3	0,5	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	4,9	5,0	5,1	5,3	4,9	4,9	4,9	5,1	4,9	4,8	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	-0,2	0,9	1,5	0,4	-0,2	-0,5	-0,5	-0,5	0,7	-0,4	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,4	14,7	13,4	12,4	10,1	8,3	7,1	6,5	13,7	8,0	6,0	
Inflacja CPI (%)*	2,8	2,5	4,5	4,8	4,9	4,4	3,2	3,2	3,6	3,9	2,8	
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,88	5,85	5,85	5,84	5,84	4,85	4,85	4,85	5,84	4,85	4,36	
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	4,75	4,75	5,75	4,75	4,25	
EURPLN**	4,29	4,30	4,28	4,27	4,19	4,20	4,20	4,20	4,27	4,20	4,16	
USDPLN**	3,97	4,02	3,85	4,13	3,87	3,89	3,82	3,75	4,13	3,75	3,78	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ		WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 14.04.2025 r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Marzec	170,5	83,9	77,0
Wtorek 15.04.2025 r.						
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Marzec	4,9	4,9	4,9
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Luty	0,8		0,2
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Kwiecień	51,6		9,3
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	-20,0		-12,4
Środa 16.04.2025 r.						
4:00	Chiny	PKB (% r/r)	I kw.	5,4	5,2	5,1
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Marzec	4,0	4,5	4,2
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Marzec	4,1	4,0	4,1
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Marzec	5,9	6,2	5,6
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Luty	35,4		
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Marzec	2,2	2,2	2,2
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Marzec	3,6	3,4	3,4
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Marzec	0,2		1,4
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Marzec	78,2		77,9
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Marzec	0,7		-0,2
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Luty	0,3		0,2
Czwartek 17.04.2025 r.						
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	223,0		
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Marzec	1459		1450
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Marzec	1501		1420
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Kwiecień	12,5		2,0
15:15	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Kwiecień	2,65	2,65	2,40

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus Refinitiv