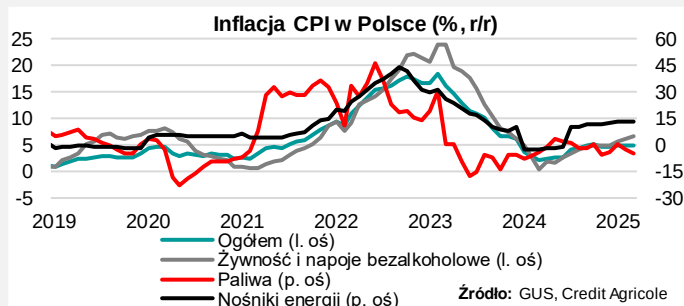


W tym tygodniu

W środę poznamy wstępne dane o kwietniowej inflacji w Polsce.

Oczekujemy, że roczna dynamika cen obniżyła się w kwietniu do 4,3% r/r wobec 4,9% w marcu. W dużym stopniu wynikało to z efektów wysokiej bazy w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” związanych z przywróceniem 5% stawki VAT na podstawowe produkty żywnościowe w kwietniu 2024 r. Nasza prognoza jest zgodna z konsensusem rynkowym, a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

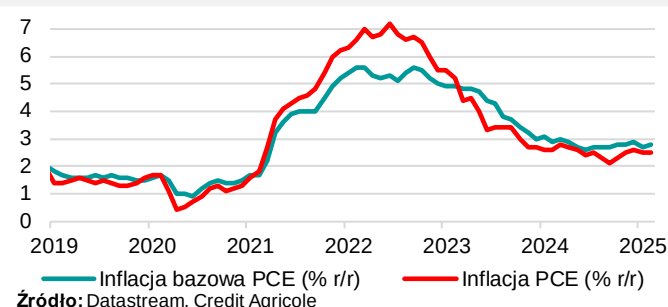


W środę opublikowane zostaną wyniki badań koniunktury w chińskim przetwórstwie.

Rynek oczekuje spadku zarówno indeksu NBS PMI (49,9 pkt. w kwietniu wobec 50,5 pkt. w marcu), jak i indeksu Caixin PMI (50,2 pkt. wobec 51,2 pkt.). Pogorszenie koniunktury będzie odzwierciedlać odnotowany w kwietniu silny wzrost napięć w światowym handlu. Uważamy, że dane z Chin będą neutralne dla rynków finansowych.

W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.

Prognozujemy, że inflacja PCE ogółem obniżyła się w marcu do 2,3% wobec 2,5% w lutym, przy jednoczesnym spadku inflacji bazowej PCE do 2,6% z 2,8%. Dane wskażą zatem na lekkie obniżenie presji inflacyjnej. Uważamy, że zgodnie ze wstępnym szacunkiem



sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB zmniejszyło się w I kw. do 0,8% wobec 2,4% w IV kw., głównie za sprawą niższego wkładu eksportu netto. Oczekujemy, że zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło o 150 tys. osób w kwietniu wobec wzrostu o 228 tys. w marcu, przy stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 4,2%. Przed publikacją danych nt. zatrudnienia poza rolnictwem dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 103 tys. w kwietniu wobec wzrostu 155 tys. w marcu). W tym tygodniu opublikowany zostanie również indeks ISM dla przetwórstwa. Oczekujemy, że spadnie on do 48,0 pkt. w kwietniu wobec 49,0 pkt. w marcu, co będzie spójne z regionalnymi wynikami badań koniunktury. Z kolei indeks zaufania konsumentów Conference Board (90,0 pkt. w kwietniu wobec 92,9 pkt. w marcu) zasygnalizuje dalsze pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych. Nasza prognoza PKB w USA I kw. kształtuje się powyżej konsensusu rynkowego (0,2%), stąd jej realizacja może sprzyjać spadkowi kursu EURUSD, a w konsekwencji również osłabieniu złotego i wzrostowi rentowności polskich obligacji.

W tym tygodniu opublikowane zostaną ważne dane z Europy.

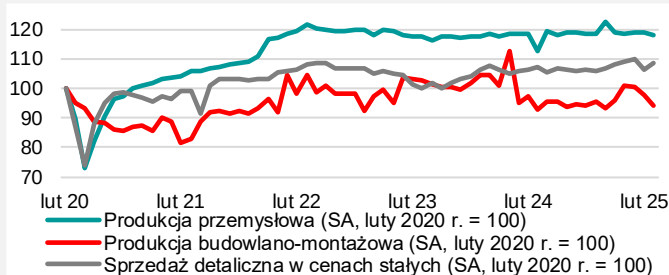
Oczekujemy, że kwartalna dynamika PKB w strefie euro nie zmieniła się w I kw. w porównaniu do IV kw. i wyniosła 0,2%, natomiast PKB w Niemczech zwiększył się o 0,1% w I kw. wobec spadku o 0,2% w IV kw. W środę poznamy wstępny szacunek inflacji w Niemczech. Oczekujemy, że roczna dynamika cen w Niemczech zmniejszyła się w kwietniu do 2,2% r/r wobec 2,3% w marcu, co wynikało przede wszystkim ze spadku dynamiki cen energii. Z kolei w czwartek poznamy wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro. Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zmniejszyło się w kwietniu do 2,1% r/r wobec 2,2% w marcu, na co złożyły się niższa dynamika cen nośników

energii oraz wyższa inflacja bazowa (2,7% r/r wobec 2,4%). Nasze prognozy są zbliżone do konsensusu, stąd ich materializacja byłaby neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.

✓ **W piątek opublikowany zostanie indeks PMI dla polskiego przetwórstwa, który zwiększył się naszym zdaniem w kwietniu do 50,9 pkt. wobec 50,7 pkt. w marcu.** Oczekiwany przez nas wzrost indeksu będzie spójny z istotną poprawą wskaźników PMI dla przetwórstwa strefy euro, w tym Niemiec (patrz poniżej). Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu (50,4 pkt.), a tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

✓ **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w marcu o 2,5% r/r wobec spadku o 1,9% w lutym, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (3,6%) i znacząco poniżej naszej prognozy (4,9%).** Istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy



lutym a marcem był efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Do znaczącego zwiększenia rocznej dynamiki produkcji w marcu przyczyniła się również niska ubiegłoroczna baza. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zmniejszyła się w marcu o 0,7% m/m. Tym samym marcowa produkcja była o 3,7% niższa od globalnego maksimum odnotowanego w październiku 2024 r. Z uwagi na oddziaływanie korzystnych efektów kalendarzowych oraz wpływ niskiej ubiegłorocznej bazy wzrost rocznej dynamiki produkcji przemysłowej odnotowano we wszystkich głównych segmentach przemysłu, tj. w branżach eksportowych, w branżach powiązanych z budownictwem oraz pozostałych kategoriach (por. MAKROpuls z 22.04.2025). Z kolei dynamika produkcji budowlano-montażowej zmniejszyła się w marcu do -1,1% r/r wobec 0,0% w lutym, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (5,7%) oraz naszej prognozy (7,5%). Spadek dynamiki produkcji budowlano-montażowej pomiędzy lutym a marcem nastąpił mimo oddziaływania wspomnianego wyżej efektu statystycznego w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych oraz niskiej ubiegłorocznej bazy. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa w marcu zmniejszyła się o 3,7% m/m. W konsekwencji, marcowa aktywność w budownictwie była najniższa od października 2024 r. Podtrzymujemy jednak ocenę, że środki unijne, które napływają do Polski w ramach Krajowego Planu Odbudowy oraz Wieloletnich Ram Finansowych 2021-2027, będą dynamizować aktywność w budownictwie w najbliższych kwartałach. Nadal oczekujemy, że inwestycje infrastrukturalne będą głównym czynnikiem wzrostu produkcji budowlano-montażowej, a rola inwestycji mieszkaniowych gospodarstw domowych oraz inwestycji przedsiębiorstw pozostanie ograniczona (por. MAKROpuls z 22.04.2025). Marcowe dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej wskazują na ryzyko w dół dla naszej prognozy PKB w I kw. (3,1% r/r wobec 3,4% w IV kw. ub. r.).

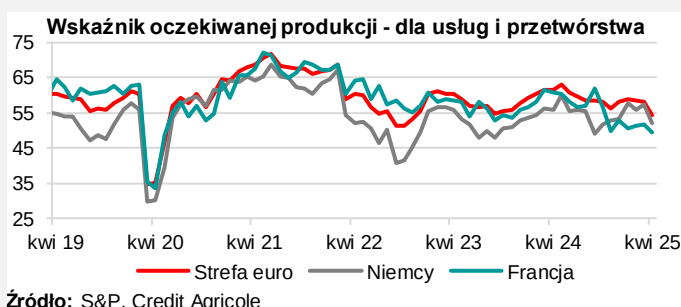
✓ **Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce nie zmieniła się w marcu w porównaniu do lutego i wyniosła 0,6%, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (1,5%) oraz naszej prognozy (1,2%).** Dynamika sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych zwiększyła się w marcu do -0,3% r/r (zgodnie z naszą prognozą) wobec -0,5% w lutym. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zwiększyła się w marcu w porównaniu do lutego o 1,9%. Mimo odnotowanego wzrostu, sprzedaż detaliczna pozostaje poniżej swojego

rekordowego poziomu obserwowanego na przełomie 2024/2025. W danych na szczególną uwagę zasługuje silne zwiększenie dynamiki sprzedaży w kategoriach obejmujących dobra trwałego użytku: „pojazdy samochodowe, motocykle i części” oraz „meble, rtv, agd”. Jest to spójne z obserwowanym w ostatnim czasie wzrostem wskaźnika koniunktury konsumenckiej „dokonywanie ważnych zakupów” i świadczy o poprawiającym się popycie konsumpcyjnym (por. MAKROpuls z 23.04.2025). Potwierdziła się zatem nasza ocena sprzed miesiąca, że odnotowany w lutym silny spadek dynamiki sprzedaży detalicznej stanowił korektę po zaskakująco dużym wzroście dynamiki sprzedaży w styczniu i nie oznaczał odwrócenia trendu wzrostowego i trwałego spowolnienia wzrostu konsumpcji. Pewne ryzyko dla takiej oceny stanowi odnotowane w kwietniu pogorszenie koniunktury konsumenckiej, które miało szeroki zakres i dotyczyło większości raportowanych przez GUS wskaźników. Uważamy, że w dużym stopniu wynikało ono z obaw gospodarstw domowych o wpływ wzrostu napięć geopolitycznych na ich sytuację. Dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika konsumpcji obniży się w I kw. 2025 r. do 2,5% r/r wobec 3,5% w IV kw. 2024 r., a w całym 2025 r. zmniejszy się do 2,2% wobec 3,1%.

Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się w marcu do 7,7% r/r wobec 7,9% w lutym, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (7,8%) i naszej prognozy (7,9%). Naszym zdaniem lekkie zmniejszenie rocznej dynamiki płac było wypadkową niskiej ubiegłorocznej bazy i słabnącej presji płacowej, związanej głównie z restrukturyzacją w sektorze przedsiębiorstw. W ujęciu realnym, tempo wzrostu wynagrodzeń w firmach zmniejszyło się do 2,7% r/r w marcu (najniżej od września 2023 r.) wobec 2,9% w lutym. Z kolei dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w marcu w porównaniu do lutego i wyniosła -0,9% r/r, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku i poniżej naszej prognozy (-0,8%). W ujęciu miesięcznym zatrudnienie zmniejszyło się w marcu o 7,5 tys. osób. Obserwowana w ostatnich kwartałach tendencja do spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw jest efektem oddziaływania niekorzystnych czynników podażowych (zmniejszającego się zasobu siły roboczej ze względu na osiąganie wieku emerytalnego przez roczniki z wyżu demograficznego) oraz popytowych (słabego popytu zewnętrznego, niskiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych w przetwórstwie i związanego z tym niskiego popytu inwestycyjnego ze strony przedsiębiorstw), będących główną przyczyną redukcji zatrudnienia w przetwórstwie, handlu i usługach (por. MAKROpuls z 22.04.2025). Oczekujemy, że odwrócenie tendencji spadkowej dla zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw nastąpi najwcześniej w IV kw. br. wraz ze wzrostem popytu zewnętrznego i inwestycji publicznych.

Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się w kwietniu do 50,1 pkt. wobec 50,9 pkt. w marcu, kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (50,3 pkt.). Tym samym, mimo odnotowanego w kwietniu spadku, indeks od czterech

miesięcy kształtuje się powyżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od zmniejszenia aktywności. Obniżenie indeksu wynikało z niższej wartości jego składowej dla aktywności biznesowej w usługach, podczas gdy przeciwny wpływ miał wzrost składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. W ujęciu geograficznym spadek zagregowanego indeksu PMI odnotowano w Niemczech, we Francji, jak i w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem. W danych na uwagę zasługuje silne obniżenie składowej zagregowanego indeksu PMI dla oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12 miesięcy, która osiągnęła najniższą wartość od listopada 2022 r. Wynikało to w dużym stopniu z nasilenia obaw ankietowanych firm o wpływ polityki



Źródło: S&P, Credit Agricole

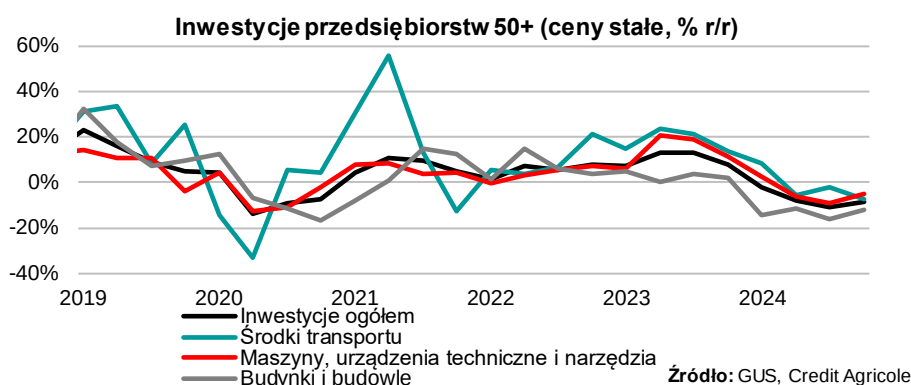
gospodarczej administracji D. Trumpa oraz napięć geopolitycznych na perspektywy wzrostu gospodarczego. Z punktu widzenia polskiego przetwórstwa i handlu zagranicznego kluczowa jest analiza sytuacji w niemieckim przetwórstwie, gdzie indeks PMI zmniejszył się w kwietniu do 48,0 pkt. wobec 48,3 pkt. w marcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku 47,6 pkt. Jego spadek wynikał z niższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji oraz czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla zatrudnienia i zapasów. W danych warto zwrócić uwagę na pierwszy od lutego 2022 r. (czyli od wybuchu wojny na Ukrainie) wzrost nowych zamówień eksportowych. W kwietniu zwiększyły się również składowe zarówno dla zapasów dóbr pośrednich, jak i dóbr finalnych, co może sugerować, że firmy zakładają dalsze ożywienie popytu. Wskazuje to, że niemieckie przetwórstwo jak na razie pozostaje odporne na wzrost napięć w światowym handlu. Ze względu na wysoką niepewność dotyczącą dalszej polityki gospodarczej administracji D. Trumpa dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro wyniesie 0,1% w II kw. wobec 0,2% w I kw., a w całym 2025 r. PKB wzrośnie o 1,0% r/r wobec 0,8% w 2024 r.

Indeks Ifo obrazujący nastroje w niemieckim przetwórstwie, budownictwie, handlu i usługach zwiększył się w kwietniu do 86,9 pkt. wobec 86,7 pkt. w marcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (85,2 pkt.). Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowej dla oceny bieżącej sytuacji, podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek składowej dla oczekiwań. W ujęciu sektorowym poprawę koniunktury odnotowano w usługach i budownictwie, podczas gdy sytuacja w przetwórstwie i handlu uległa pogorszeniu. W świetle opublikowanych w ubiegłym tygodniu wstępnych indeksów PMI dla Niemiec (patrz powyżej) dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą w I kw. 2025 r. niemiecki PKB zwiększy się o 0,1% kw/kw wobec spadku o 0,2% w IV kw. 2024 r., a w całym 2025 r. wzrośnie o 0,1% wobec spadku o 0,2% w 2024 r.

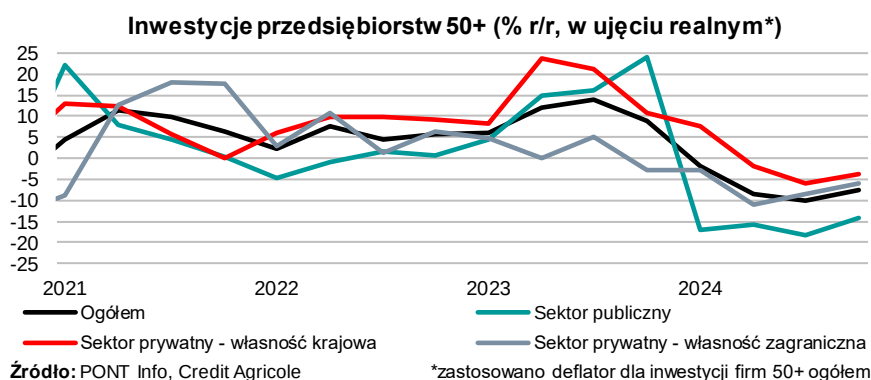
W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z USA. Zamówienia na dobra trwałe zwiększyły się w marcu o 9,2 m/m wobec wzrostu o 0,9% w lutym (rewizja w dół z 1,0%), kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (2,0%). Wyższe zamówienia na dobra trwałe były w dużym stopniu efektem zwiększonych zamówień na samoloty. Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe spadła w marcu do 0,0% wobec 0,7% w lutym. Jednocześnie roczna dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe zwiększyła się w marcu do 1,9% wobec 1,5% w lutym. Wzrost odnotowała także jej 3-miesięczna średnia ruchoma. Uwzględniając jednak wzrost napięć w światowym handlu uważamy jednak, że kolejne miesiące przyniosą pogorszenie perspektyw inwestycji w USA. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane dotyczące sprzedaży nowych domów, która zwiększyła się w marcu do 724 tys. wobec 674 tys. w lutym (rewizja w dół z 676 tys.), wskazując na lekki wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Podtrzymujemy jednak naszą ocenę, zgodnie z którą perspektywy wzrostu aktywności na rynku nieruchomości w USA pozostają niekorzystne ze względu na podwyższone oprocentowanie kredytów mieszkaniowych. Na osłabienie koniunktury konsumenckiej wskazał natomiast finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w kwietniu do 52,2 pkt. wobec 57,0 pkt. w marcu i 50,8 pkt. we wstępnym szacunku (por. MAKROmapa z 27.03.2025), osiągając najniższy poziom od czerwca 2022 r. Wyniki badań koniunktury wskazują, że amerykańscy konsumenci w coraz większym stopniu dostrzegają ryzyko, że polityka administracji D. Trumpa może doprowadzić do recesji oraz nasilenia presji inflacyjnej. Uwzględniając silny wzrost niepewności oraz napięć w światowym handlu związanych z polityką administracji D. Trumpa dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprawowane do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zwiększy się w II kw. do 1,5% wobec 0,8% w I kw., a w całym 2025 r. obniży się do 1,7% wobec 2,8% w 2024 r.

W oczekiwaniu na ożywienie inwestycji w sektorze przedsiębiorstw

Zgodnie z danymi GUS realne inwestycje przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 osób zmniejszyły się w IV kw. o 8,4% r/r wobec spadku o 10,8% w III kw. Tym samym był to już czwarty kwartał z rzędu, w którym odnotowano ich spadek w ujęciu rocznym. Przedmiotem poniższej analizy jest analiza bieżących tendencji w inwestycjach przedsiębiorstw oraz ocena ich średnioterminowych perspektyw.

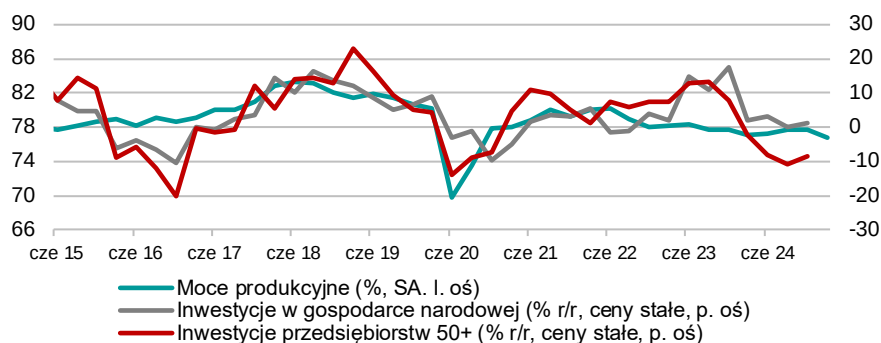


Spadek inwestycji przedsiębiorstw odnotowano we wszystkich głównych kategoriach: "budynki i budowle" (-12,2% r/r w IV kw. wobec -16,4% w III kw.), "maszyny, urządzenia techniczne i narzędzia" (-5,1% wobec -9,2%) oraz "środki transportu" (-7,6% wobec -2,3%), przy czym w pierwszych dwóch wymienionych kategoriach doszło do jego nieznacznego spowolnienia.



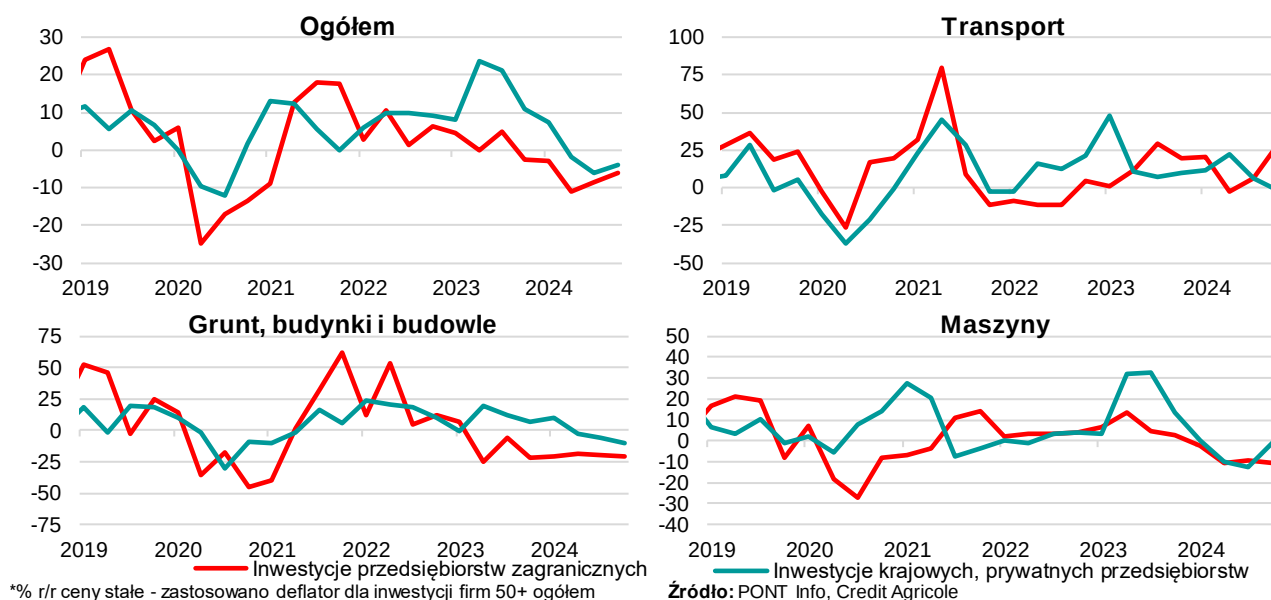
Z szerokim spadkiem inwestycji w ujęciu realnym, choć w wolniejszym tempie niż w III kw., mieliśmy do czynienia również w podziale uwzględniającym formy własności przedsiębiorstw. Zgodnie z danymi PONT Info, w cenach stałych obniżenie inwestycji odnotowano zarówno w przypadku inwestycji przedsiębiorstw o dominującym udziale sektora publicznego (-14,3% w IV kw. wobec -18,3% w III kw.),

firmach prywatnych krajowych (-3,8% wobec -6,0%) i firmach prywatnych zagranicznych (-6,0% wobec -8,5%). Relatywnie silny spadek dynamiki inwestycji w firmach o dominującym udziale sektora publicznego wynikał z obniżonej absorpcji środków unijnych pomiędzy perspektywami finansowymi 2014-2020 i 2021-2027 (por. MAKROMapa z 25.03.2024).



Uważamy, że istotnym czynnikiem ograniczającym aktywność inwestycyjną pozostaje niskie wykorzystanie mocy wytwórczych (por. MAKROMapa z 08.07.2024). Wsparcie dla takiej oceny stanowią dane GUS, zgodnie z którymi odsezonowane wykorzystanie mocy wytwórczych w przetwórstwie w ostatnich kwartałach kształtuje się w trendzie spadkowym i

obecnie wynosi ok. 76,8% (dla porównania, przed wybuchem pandemii było to 80,7%). Oznacza to, że firmy nie zderzają się z barierą w postaci wysokiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych, która w przeszłości była głównym czynnikiem skłaniającym firmy do zwiększenia nakładów inwestycyjnych.



W danych o inwestycjach przedsiębiorstw 50+ na szczególną uwagę zasługują różnice dotyczące tego, w co inwestują firmy prywatne krajowe i zagraniczne. W przypadku firm krajowych obserwowany jest silny wzrost dynamiki inwestycji w kategorii „maszyny, urządzenia techniczne i narzędzia” (-0,7% r/r w IV kw. wobec -12,4% w III kw.). Z kolei w przypadku firm zagranicznych mamy do czynienia z wyraźnym wzrostem inwestycji w kategorii „środki transportu” (28,6% r/r w IV kw. wobec 6,2% w III kw.).

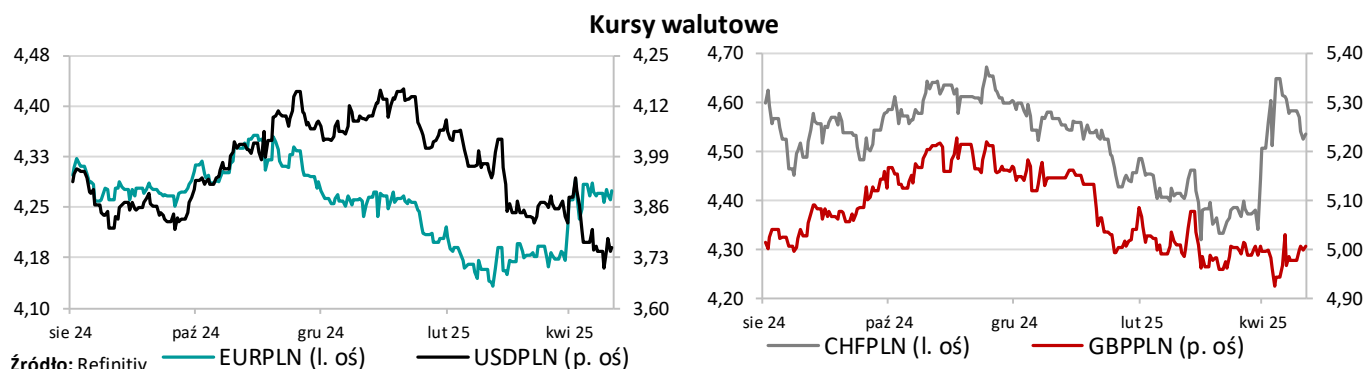
W celu zrozumienia, z czego wynikają wspomniane różnice, przeanalizowaliśmy szczegółowe dane PONT Info nt. inwestycji w poszczególnych sekcjach PKD. W przypadku firm zagranicznych, głównym źródłem wzrostu inwestycji w kategorii „środki transportu” była branża PKD „64.91 Leasing finansowy” (w ujęciu nominalnym wartość inwestycji zwiększyła się w IV kw. o 144,9% r/r i wyniosła 2243,8 mln zł). Uważamy, że złożyły się na to następujące czynniki. Po pierwsze, firmy leasingowe pod koniec 2024 r. zwiększały zapasy pojazdów chcąc zabezpieczyć się przed wzrostem ich cen ze względu na wprowadzone od stycznia 2025 r. nowe limity emisji spalin (wraz z zaostrożaniem norm emisji spalin rosną koszty produkcji samochodów). Po drugie, firmy leasingowe mogły zwiększać zapasy samochodów elektrycznych przygotowując się do nowego programu „NaszEauto”, który wszedł w życie w lutym br. (zastąpił on program „Mój Elektryk” i obejmuje on dopłaty do zakupu/leasingu samochodów elektrycznych). Po trzecie, firmy leasingowe mogły zwiększać zapasy pojazdów w oczekiwaniu na ożywienie popytu, po tym jak od 1 stycznia br. zniesiono obowiązek naliczania składki zdrowotnej przy sprzedaży środków trwałych wykupionych z leasingu (może to skłaniać część firm do sprzedaży starych samochodów i zakupu/leasingu nowych). Z tego powodu można oczekiwać, że silny wzrost inwestycji w IV kw. w tej kategorii miał jednorazowy charakter i ich dynamika silnie wyhamowała w I kw. br.

Z kolei w przypadku firm krajowych większość danych dotyczących struktury inwestycji w kategorii „maszyny, urządzenia techniczne i narzędzia” jest objęta tajemnicą statystyczną, co uniemożliwia odpowiedź na pytanie, które branże PKD odpowiadały za odnotowany w IV kw. silny wzrost dynamiki inwestycji w tej kategorii. Uwzględniając jednak relatywnie niskie wykorzystanie mocy wytwórczych, jak również moment cyklu koniunktury, w którym znajduje się polskie przetwórstwo, można założyć, że

inwestycje te miały przede wszystkim charakter odtworzeniowy lub były związane z procesami restrukturyzacyjnymi w tym sektorze.

Dane o inwestycjach przedsiębiorstw 50+ w IV kw. stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą realna dynamika inwestycji przedsiębiorstw ogółem zwiększyła się w IV kw. 2024 r. do -1,8% wobec -3,9% w III kw. 2024 r., a w kolejnych kwartałach 2025 r. wyniesie odpowiednio: 4,0% w I kw., 5,7% w II kw., 6,5% w III kw. oraz 4,0% w IV kw. 2025 r. Wzrostowi dynamiki inwestycji przedsiębiorstw sprzyjać będą efekty niskiej bazy z 2024 r., inwestycje skierowane na zwiększenie wydajności, a także tzw. efekt „wpychania” związany ze zwiększeniem inwestycji firm w reakcji na wyższe inwestycje publiczne (przeciwieństwo efektu „wypychania” - efekt zakładający, że inwestycje przedsiębiorstw mają często charakter komplementarny względem inwestycji publicznych, jak np. budowa stacji paliw w odpowiedzi na budowę autostrady – por. MAKROmapa z 13.02.2017). Jest to spójne z naszą prognozą inwestycji ogółem, zgodnie z którą zwiększą się one o 7,9% w 2025 r. oraz o 7,3% w 2026 r. wobec wzrostu o 1,5% w 2024 r.

Sytuacja w światowym handlu w centrum uwagi

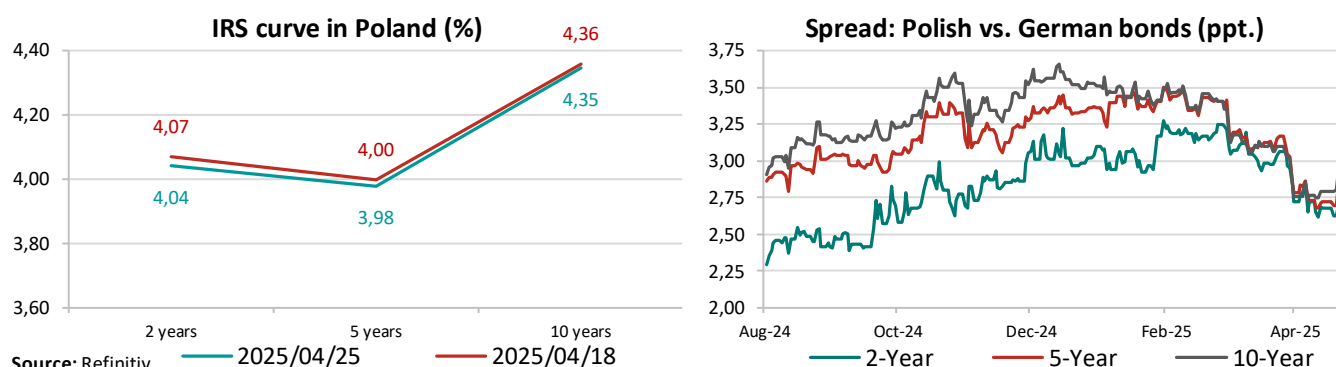


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2759 (osłabienie złotego 0,1%). W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN był relatywnie stabilny, mimo bogatego kalendarza krajowych publikacji. Mieliśmy natomiast do czynienia z lekkim umocnieniem dolara względem euro, czemu sprzyjało złagodzenie retoryki administracji D. Trumpa względem Chin.

W tym tygodniu kluczowe dla inwestorów pozostaną informacje dotyczące napięć w światowym handlu. Duża niepewność w tym zakresie będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynku walutowym. Ponadto w kierunku osłabienia złotego może oddziaływać zaplanowana na środę publikacja PKB w USA, podczas gdy przeciwny wpływ może mieć zaplanowana na piątek publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa.



Kolejne dni mogą przynieść lekki wzrost stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,04 (spadek o 3pb), 5-letnie do 3,98 (spadek o 2pb), a 10-letnie do 4,35 (spadek o 1pb). W ubiegłym tygodniu stawki IRS charakteryzowały się niską na tle ostatnich tygodni zmiennością, mimo licznych publikacji makroekonomicznych.

Duża niepewność w zakresie globalnej polityki handlowej może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynku długu w tym tygodniu. Ponadto, wzrostowi stawek IRS może sprzyjać zaplanowana na środę publikacja danych o PKB w USA oraz przewidziana na piątek publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa.

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	4,27
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	3,76
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	4,53
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	
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	3,6	
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	2,5	
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	-1,1	
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	0,6	
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	7,7	
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	-0,9	
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	
Saldo ROB (mIn 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)	2,2	3,2	2,8	3,4	3,1	3,3	3,4	3,6	2,9	3,5	3,3	
Konsumpcja (% r/r)	4,3	4,5	0,2	3,5	2,5	2,1	2,0	1,8	3,1	2,2	2,9	
Inwestycje (% r/r)	3,6	3,9	-4,3	-6,9	5,6	7,7	8,6	7,6	-2,2	7,9	7,3	
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	3,3	4,5	0,0	0,2	4,6	5,7	4,3	7,1	2,0	5,3	5,5	
Import (ceny stałe, %, r/r)	2,9	7,6	3,1	3,5	4,9	5,3	4,3	3,9	4,2	4,5	4,6	
Wkłady do wzrostu PKB												
	Spożycie prywatne (pp.)	2,6	2,6	0,1	1,7	1,5	1,2	1,2	0,9	1,7	1,3	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,5	0,6	-0,7	-1,7	0,7	1,2	1,4	1,8	-0,4	1,3	1,2
	Eksport netto (pp.)	0,4	-1,3	-1,6	-1,6	0,1	0,5	0,1	1,8	-1,1	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**
Wtorek 29.04.2025 r.						
11:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Marzec	4,0		4,0
12:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Kwiecień	-0,73		
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Luty	0,5		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Kwiecień	92,9	90,0	86,8
Środa 30.04.2025 r.						
3:30	Chiny	Indeks NBS PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	50,5		49,9
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	51,2		50,2
10:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	I kw.	-0,2		0,2
10:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Kwiecień	4,9	4,3	4,3
11:00	Strefa euro	Wstępny szacunek PKB (% kw/kw)	I kw.	0,2	0,2	0,2
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Kwiecień	2,3	2,2	2,1
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Kwiecień	155		103
14:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	I kw.	2,4	0,8	0,2
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Kwiecień	47,6		45,4
16:00	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Marzec	2,5	2,3	2,2
16:00	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Marzec	2,8	2,6	2,6
16:00	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Marzec	0,1		
Czwartek 01.05.2025 r.						
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	50,7		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	49,0	48,0	48,0
Piątek 02.05.2025 r.						
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	50,7	50,9	50,4
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	48,0	48,0	48,0
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	48,7	48,7	48,7
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Kwiecień	2,2	2,1	2,1
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Marzec	6,1		6,1
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Kwiecień	4,2	4,2	4,2
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Kwiecień	228	150	120
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Marzec	0,6		4,5

* 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