

BIULETYN RYNKOWY

Kwiecień 2025



Bank Polski

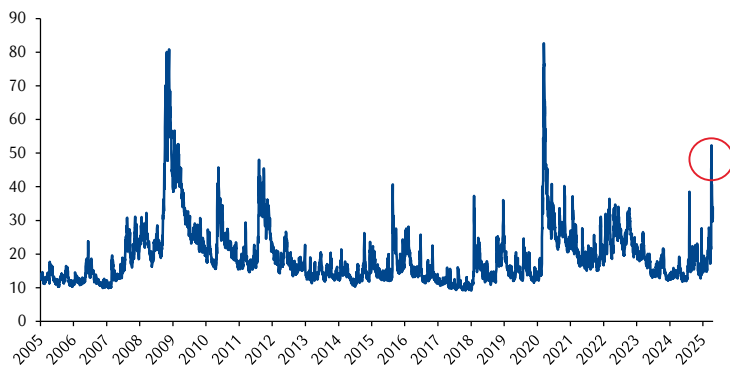
TEMAT MIESIĄCA

Nowa nadzieja czy Mroczne widmo?

- **Najwyższa niepewność na rynku od marca 2020 roku.** Od 5 lat nie widzieliśmy takiej zmienności indeksów, jaką zapewniły działania nowej administracji USA. Index VIX sięgnął 60 pkt. Przez ostatnie 20 lat tak wysokie wartości osiągnął tylko 2 razy – w kryzysie finansowym i na początku covidu.
- **Czy w USA będzie recesja?** Analitycy Goldman Sachs szacują takie ryzyko na 45%, co jest najwyższą wartością od covidu. Jeszcze bardziej pesymistyczni są analitycy JP Morgan, którzy szacują je na 60%. Zdaniem tych drugich ogólne cło na poziomie 10% oraz trzycyfrowa stawka na Chiny wystarczy, żeby gospodarka USA się skurczyła. Tym bardziej, że ich zdaniem Fed do września nie będzie obniżał stóp procentowych.
- **Czy niepewność widać po danych makro?** Tak. Indeks nastrojów amerykańskich konsumentów (Michigan) spadł w kwietniu o 11%, do drugiego najniższego poziomu w historii. Trochę niżej był jedynie w czerwcu/lipcu 2022 roku, kiedy nałożyły się na siebie skutki pandemii, rekord inflacji i wojna w Ukrainie. Mocno wzrósł też import do USA w styczniu i lutym – o około 20% w ujęciu rocznym. Jest to związane z kupowaniem „na zapas”, póki jeszcze cła nie zostały podniesione. Takie działanie ma odwrotny efekt do zamierzonego przez Trumpa – pogłębia deficyt handlowy. Może też się przełożyć na spadek PKB. Atlanta FED prognozuje, że w 1 kwartale gospodarka USA skurczy się o 2,2% (stopa uroczniona). Na początku lutego zakładano jej wzrost o 3%.
- **Mroczne widmo dla akcji, nowa nadzieja dla obligacji.** Tak można podsumować dotychczasową reakcję rynków. Akcje tracą na niepewności związanej z przychodami i kosztami spółek, obligacje zyskują na perspektywie spowolnienia gospodarczego i dalszych obniżek stóp procentowych. Szczegóły na kolejnych stronach.

WYKRES MIESIĄCA

Indeks zmienności VIX przez ostatnie 20 lat



Źródło: Bloomberg

Zmienność S&P 500 (obrazowana indeksem VIX) jest najwyższa od 5 lat. W XXI wieku była wyższa tylko na początku pandemii covid oraz w kryzysie finansowym z 2008 roku. Najbardziej zaskakuje, że tym razem nie przyszła z szoków zewnętrznych, które w swej naturze są niekontrolowane. Obecnie wahania są skutkiem ubocznym biznesowych technik negocjacyjnych, w których niepewność jest narzędziem do uzyskania lepszych warunków. Zobaczymy, na ile skutecznym.

LICZBY MIESIĄCA

4,75%

Do takiego poziomu według ekonomistów PKO mogą zostać obniżone stopy % w Polsce do końca roku. Z obecnych 5,75%. Na marcowej konferencji prezes NBP wykonał oczekiwany pivot, sugerując powrót do cyklu obniżek w najbliższych kwartałach.

60

Taką wartość osiągnął 7 kwietnia indeks zmienności VIX. Najwyższą od 5 lat.

3424

Dolarów za uncję kosztowało złoto 21 kwietnia. To kolejny rekord i 30% więcej niż cena kruszcu na początku roku.

-9%

O tyle od początku roku spadła wartość dolara w stosunku do koszyka walut (dolar index)

45%

Prawdopodobieństwo wejścia gospodarki amerykańskiej w fazę recesję w ciągu najbliższych 12 miesięcy według analityków Goldman Sachs. Miesiąc temu szacowali je na 20%.

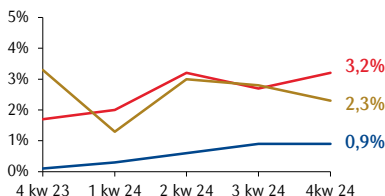
WARTO OBSERWOWAĆ

- **USA:** dane dotyczące rynku pracy, wymiany handlowej, nastrojów konsumentów, inflacji
- **EU:** rozwój sytuacji w Ukrainie
- **Chiny:** informacje o stymulacji monetarnej i fiskalnej oraz „z frontu” wojny handlowej z USA
- **Globalnie:** informacje o wprowadzeniu „ceł wzajemnych” przez USA

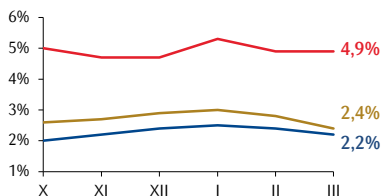
WSKAŹNIKI MAKRO

Polska — USA — Strefa Euro —

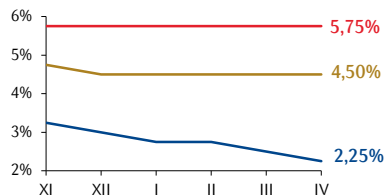
Wzrost PKB (r/r)



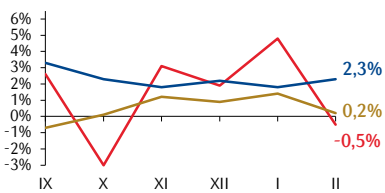
Inflacja (r/r)



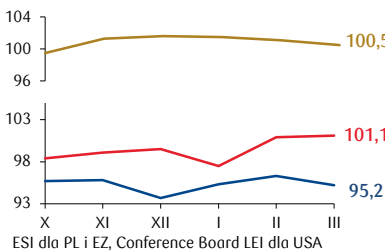
Główna stopa procentowa



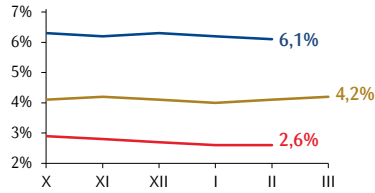
Sprzedaż detaliczna (r/r)



Wskaźniki wyprzedzające



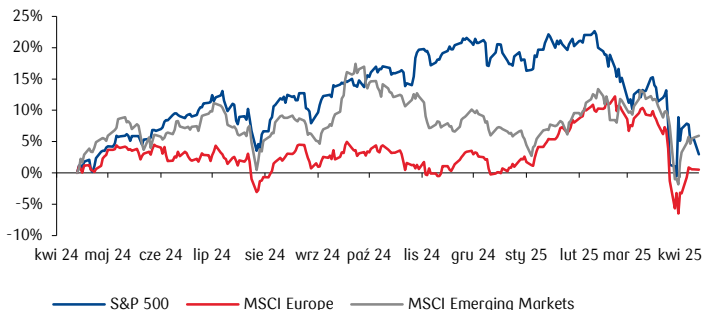
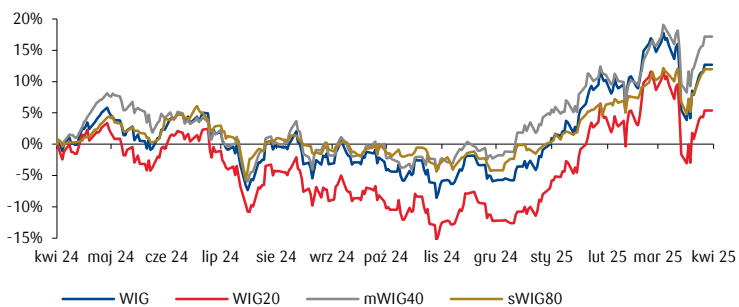
Stopa bezrobocia



Źródło: GUS, Bloomberg, PKO BP

Trajektoria inflacji w USA znajduje się na kursie spadkowym, jednak ostatnie wydarzenia związane z nałożeniem „ceł wzajemnych” rodzą uzasadnione obawy o zatrzymanie tego trendu. W zaistniałej sytuacji Fed może znaleźć się w „klinczu” – z jednej strony protekcjonizm handlowy osłabia amerykańską gospodarkę, z drugiej jednak perspektywa odbicia inflacji każe podchodzić do luzowania polityki monetarnej w bardzo ostrożny sposób. Na ten moment rynek terminowy stopy procentowej sugeruje, że Fed powróci latem do cyklu obniżek i do końca roku dokona trzech pełnych cięć głównej stopy procentowej.

RYNKI AKCJI

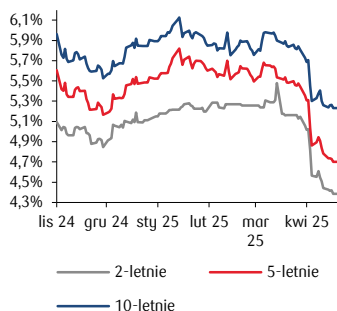


Źródło: Bloomberg, dane na 22.04.2025

Po tym gdy prezydent Trump ogłosił nowe stawki celne, giełdy zanurkowały. Następnie indeksy nieco odreagowały w reakcji na chaotycznie komunikowane korekty stawek, czasowe zwieszenie i zapowiedzi negocjacji z wybranymi krajami i blokami gospodarczymi, choć jednocześnie wojna celna z Chinami zdaje się eskalować. Patrząc od początku roku, największą ofiarą polityki Waszyngtonu stały się amerykańskie akcje. Giełdy europejskie są w okolicach zerowej stopy zwrotu, a polski parkiet wyróżnia się z blisko 20% zyskiem. Europę wspierają zapowiedzi stymulacyjnej polityki fiskalnej, a Polskę solidny wzrost gospodarczy.

RYNKI OBLIGACJI

Rentowności polskich obligacji skarbowych przez ostatnie 4 miesiące (na dzień 22.04.2025)

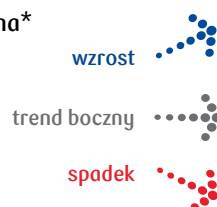


Źródło: Bloomberg

Ostatnie tygodnie okazały się bardzo korzystne dla posiadaczy polskich obligacji. Niższa od obaw inflacja i perspektywy jej spadku w kolejnych miesiącach, otworzyły pole do wznowienia cyklu obniżek stóp %. Jeszcze w marcu prezes Głapiński chłodził oczekiwania na luzowanie polityki pieniężnej, jednak w kwietniu diametralnie zmienił ton i wraz z innymi członkami RPP w istocie zapowiedział dokonanie obniżki na posiedzeniu majowym. Inwestorzy zakładają, że na tym się nie skończy, co widać w rentownościach krajowych obligacji.

OCENA PERSPEKTYWY RYNKÓW AKCJI*

Prognoza półroczna*



Polska



Atrakcyjne wyceny wskaźnikowe spółek, szansa na rozejm w Ukrainie, solidny wzrost gospodarczy na tle innych krajów europejskich



Protekcjonistyczna polityka handlowa prowadzona przez USA wobec Europy, wznowienie cyklu obniżek stóp procentowych, który może negatywnie wpłynąć na wyceny w sektorze bankowym

Rynki rozwinięte



Normalizacja poziomu wycen po gwałtownej korekcie w kwietniu, utrzymujące się solidne wyniki spółek, największe od lat plany stymulacji fiskalnej w Europie



Niepewność związana z wojną handlową, ryzyko spowolnienia gospodarki USA na skutek wprowadzenia zaporowych tariff celnych, narastające wątpliwości w kwestii „monetyzacji” AI

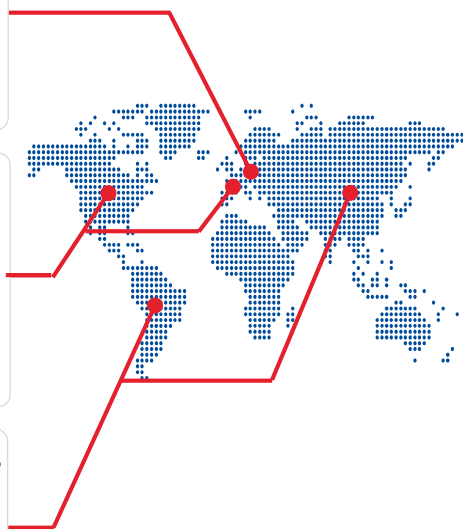
Rynki wschodzące



Niskie wyceny spółek, sukces DeepSeek’a wzmacniający wiarę w chińskie spółki technologiczne, osłabienie dolara na skutek wojny celnej



Impas w negocjacjach handlowych USA z Chinami, brak wyraźnych efektów podjętych działań stymulacyjnych w Chinach, wzrost ogólnej awersji do ryzyka, który z reguły nie służy rynkom wschodzącym



OCENA PERSPEKTYW RYNKÓW OBLIGACJI*



Polska

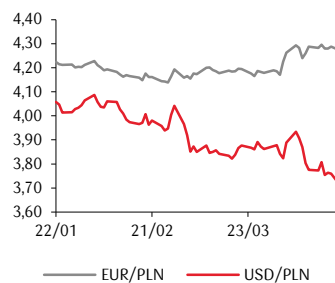


Perspektywa wznowienia cyklu obniżek na najbliższych posiedzeniach RPP, wysoka płynność systemu finansowego i solidny popyt na papiery dłużne, kontynuacja luzowania polityki monetarnej na rynkach bazowych



Utrzymująca się na podwyższonym poziomie inflacja bazowa, podwyższona podaż obligacji skarbowych ze względu na wzrost wydatków budżetowych

PERSPEKTYWY WALUT



Źródło: Bloomberg

W warunkach ogromnej zmienności panującej na rynkach, złoty osłabił się do ok. 4.30 pod presją obaw o spowolnienie, a nawet recesję w światowej gospodarce po podniesieniu przez USA tariff celnych. Dodatkowo, gołębia wolta RPP zmniejszyła nieco atrakcyjność złotego dla krótko-terminowych lokat ze strony między-narodowego kapitału. Jednocześnie złoty umocnił się do ok. 3.80 względem dolara na fali globalnego odwrotu od amerykańskich aktywów.

* Prognoza półroczna Komitetu Inwestycyjnego Banku na okres IV 2025 – X 2025

OPRACOWANIE

Biuro Strategii
Rynkowych

Departament Produktów Inwestycyjnych



Mariusz Adamiak
CFA, CIIA, DI, MPW
Dyrektor Biura
mariusz.adamiak@pkobp.pl



Łukasz Mickiewicz, CFA, DI
Menedżer ds. komunikacji
inwestycyjnej
lukasz.mickiewicz@pkobp.pl
k: 696 407 596



Patryk Pyka, DI, MPW
Ekspert ds. doradztwa
inwestycyjnego
patryk.pyka@pkobp.pl



Jakub Wawrzyk, CIIA, MPW
Specjalista
jakub.wawrzyk.2@pkobp.pl

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek z instrumentów finansowych, rekomendacja inwestycyjna, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Nie powinny też stanowić wyłącznej przesłanki przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej. Zawieranie transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe, może się wiązać z konsekwencjami podatkowymi. W celu uzyskania szczegółowych informacji w zakresie opodatkowania dochodów z inwestycji w poszczególne instrumenty finansowe, Klient powinien zasięgnąć porady profesjonalnego doradcy podatkowego, radcy prawnego lub innej osoby, uprawnionej do udzielania porad w przedmiotowym zakresie.

Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu 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.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.