

Gołębi zwrot w Polsce i dzień wyzwolenia w Ameryce

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Ogłoszony wczoraj (o 22 czasu polskiego) przez Prezydenta USA pakiet cel przełożył się na silny wzrost awersji do ryzyka i przepływ kapitału w kierunku bezpieczniejszych aktywów. Kontrakty na S&P 500 obniżyły się o ponad 3,5%, a na Nasdaq 100 o 4,5%. Dolar silnie osłabił się względem euro. Złoty względem euro był stabilny i silnie umocnił się względem dolara. Rentowności amerykańskich *Treasuries* silnie obniżyły się wzdłuż całej długości krzywej, zaś rentowności krajowych papierów były stabilne.
- Dziś w centrum zainteresowania znajdzie się konferencja Prezesa NBP, szczególnie w kontekście istotnych zmian w wymowie komunikatu po wczorajszym posiedzeniu. W naszej ocenie zmiany wykraczały poza aktualizację danych i sygnalizują złagodzenie nastawienia Rady. Pytanie, czy znajdzie ono także odzwierciedlenie w komentarzach Prezesa NBP.
- W danych z USA przed jutrzejszym raportem NFP warto zwrócić uwagę na tygodniowe informacje o zasiłkach dla bezrobotnych (konsensus zakłada stabilizację liczby nowych wniosków na poziomie ok. 225 tys.) oraz dane o bilansie handlowym za luty (powinny potwierdzić niewielki spadek deficytu).
- W strefie euro opublikowane zostaną *minutes* z ostatniego posiedzenia EBC, dane o inflacji PPI (która najpewniej wzrosła do ok. 2,8% r/r) oraz rewizje usługowych indeksów PMI za marzec (wstępne publikacje pokazały niewielkie spadki przy utrzymaniu się nieznacznie ponad progiem 50 pkt.).
- Na dziś zaplanowane są kolejne wystąpienia przedstawicieli EBC (I.Schnabel, L.deGuindos) oraz Fed (L.Cook, P.Jefferson).

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe na niezmienionym poziomie, a decyzja była zgodna z oczekiwaniami. Dostrzegamy jednak wyraźną zmianę w oficjalnej komunikacji Rady, co tylko zwiększa nasze przekonanie, że pierwsza obniżka stóp NBP nastąpi na posiedzeniu w lipcu (po zapoznaniu się przez RPP z kolejną projekcją),

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

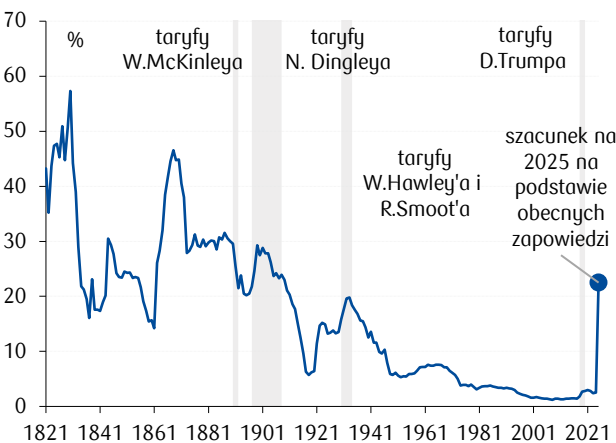
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-04-02	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,1700	-0,3
USDPLN	3,8411	-0,7
CHFPLN	4,3532	-0,7
GBPPLN	4,9960	-0,3
EURUSD	1,0857	0,4
Obligacje:		
PL2Y	5,00	0
PL5Y	5,36	0
PL10Y	5,74	2
DE10Y	2,73	4
US10Y	4,18	2
Indeksy akcyjne:		
WIG	97 963,9	0,5
DAX	22 390,8	-0,7
S&P500	5 671,0	0,7
Nikkei**	34 653,2	-3,0
Shanghai Comp.**	3 333,1	-0,5
Surowce:		
Złoto	3125,82	-0,2
Ropa Brent	74,95	0,6

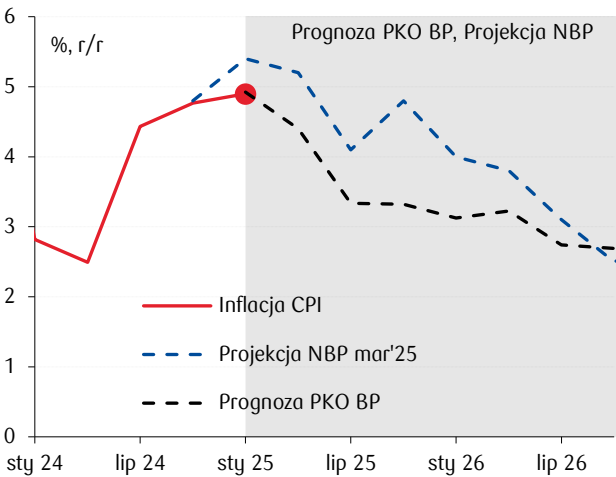
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Średnia stawka celna na import towarów do USA



Źródło: Tax Foundation, NBP, GUS, PKO Bank Polski.

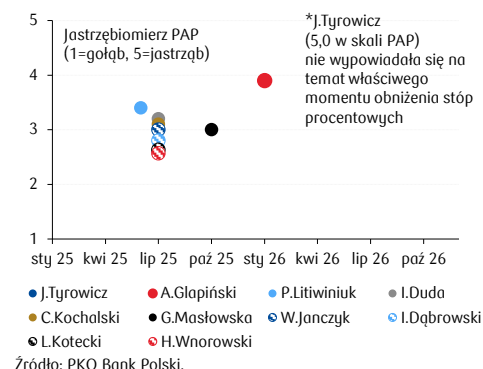
Inflacja CPI na tle projekcji NBP i prognozy PKO BP



a łączna skala obniżek w 2025 sięgnie 75pb. Więcej w Makro Flash: [Gołąb wykluwa się z jastrzębiego jaja](#).

- USA:** Prezydent USA D.Trump w ramach tzw. „dnia wyzwolenia Ameryki” zapowiedział wprowadzenie ceł, w tym powtórzył zapowiedź 25% cła na import samochodów do USA oraz ogłosił nowe cła „wzajemne” (stanowiące, według deklaracji USA, połowę zsumowanych ceł i pozacelnych barier handlowych stosowanych przez inne kraje) na (niemal) wszystkie państwa, z którymi Stany Zjednoczone prowadzą wymianę handlową. **Minimalna stawka ceł dla wszystkich krajów wyniosła 10%, choć na wiele państw nałożono stawki wyższe, aż do 50%, m.in. na Chiny (34%, stawka ta zostanie dodana do ogłoszonych wcześniej 20%, łącznie 54%), Unię Europejską (20%), Koreę Południową (25%), Japonię (24%), Brazylię (10%), Wietnam (46%, mimo niedawnego obniżenia ceł, które Wietnam nakłada na import z USA), Tajwan (32%), Indie (26%), Szwajcarię (31%), Izrael (17%), UK (10%).** Na liście państw objętych cłami „wzajemnym” jest również Ukraina (10%), lecz nie ma na niej Kanady i Meksyku (które są już objęte innymi cłami), a także Rosji (choć deficyt handlowy USA względem Rosji w 2024 wyniósł 2,5 mld USD). Efektywnie stawki celne dla większości państw zwiększono proporcjonalnie do stosunku deficytu handlowego USA względem danego państwa podzielonego przez wartość importu USA z danego państwa, przy minimalnej dodatkowej stawce na poziomie 10%. Jednocześnie D.Trump ogłosił wycofanie (od 2 maja) zwolnienia z cła na przesyłki o niskiej wartości z Chin (dotychczas przesyłki o wartości poniżej 800 USD były zwolnione z cła). **Podstawowa stawka celna w wysokości 10% ma wejść w życie 5 kwietnia, a wyższe cła „wzajemne” 9 kwietnia.** Import samochodów nie będzie objęty dodatkowymi cłami „wzajemnymi”, jednak 25% cła na import samochodów wejdą w życie już 3 kwietnia. Z ceł „wzajemnych” wyłączone są również półprzewodniki, wyroby farmaceutyczne, miedź, drewno, a także surowce energetyczne i minerały niewystępujące w USA. Amerykańska administracja przekazuje, że cła zostaną wprowadzone, aby zmniejszyć deficyt handlowy USA, zmusić przedsiębiorstwa do przeniesienia produkcji do Stanów Zjednoczonych, naprostować nieuczciwe praktyki handlowe (o które D.Trump oskarża m.in. UE), a także zwiększyć przychody budżetu USA, co miałyby pozwolić sfinansować obniżki podatków. **Średnia stawka celna na import towarów do USA wyniesie około 22,5% i będzie najwyższa od ponad 115 lat, wyższa niż podczas I i II wojny światowej (por. wykres na pierwszej stronie).** [Szacunki The Budget Lab](#) wskazują, że z powodu wprowadzonych ceł, w krótkim terminie poziom cen wzrośnie o 2,4% (z czego aż 1,3% wynika z ceł ogłoszonych 2 kwietnia). Cła nieproporcjonalnie silnie dotkną odzież i tekstylia, a ich ceny wzrosną o około 17%. Z powodu wszystkich ceł wzrost PKB w USA w 2025 będzie niższy o 0,9pp (a 0,5pp różnicy wynika z samych ceł ogłoszonych 2 kwietnia), a w długim okresie PKB USA będzie niższy o 0,6%.
- CHN:** Chiny, w odpowiedzi na zwiększenie przez USA cła na import z tego państwa o dodatkowe 34pp do 54%, wezwały do natychmiastowego wycofania decyzji grożąc podjęciem odwetu w celu ochrony swoich interesów. Po ogłoszeniu przez D.Trumpa pierwszych 10% ceł na chiński import w lutym, Pekin odpowiedział wprowadzeniem 15% cła na import węgla i LNG oraz 15% cła na import ropy i maszyn rolniczych z USA, a zwiększenie amerykańskiego cła na chiński import do 20% spotkało się z wprowadzeniem przez Chiny kolejnych ceł w wysokości 10-15% na import produktów rolnych.
- UE:** Przewodnicząca KE poinformowała, że UE kończy prace nad pierwszym pakietem ceł na USA. Po wprowadzeniu przez USA 12 marca wyższego cła U.von der Leyen zapowiedziała cła odwetowe o wartości 26 mld EUR, w tym odwieszenie ceł z czasów pierwszej kadencji D.Trumpa o wartości 8 mld EUR i wprowadzenie nowych ceł na import o wartości 18 mld EUR na wyroby ze stali i aluminium, tekstylia, wyroby skórzan, urządzenia gospodarstwa

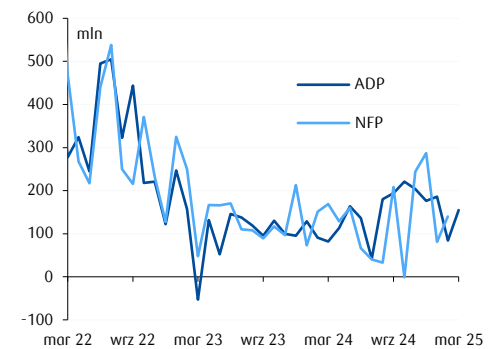
Deklarowany przez członków RPP najwcześniejszy możliwy moment obniżenia stóp procentowych



domowego, narzędzia domowe, tworzywa sztuczne, produkty drewniane, drób, wołowinę, niektóre owoce morza, orzechy, jaja, nabiał, cukier i warzywa. **Unijne cła mają wejść w życie 13 kwietnia.**

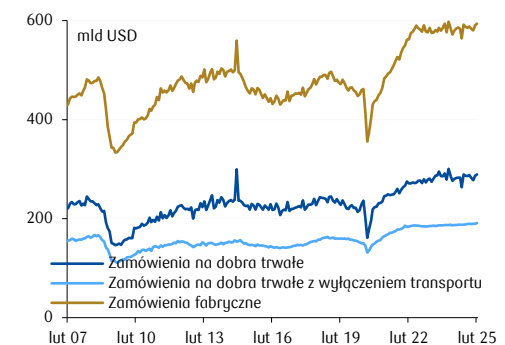
- **USA:** Według doniesień Politico D.Trump miał powiedzieć najbliższemu otoczeniu, że w nadchodzących tygodniach E.Musk przestanie sprawować urząd dyrektora Departamentu Efektywności Rządowej (DOGE – Dept. of Government Efficiency).
- **USA:** Zatrudnienie w sektorze prywatnym w marcu wzrosło wg raportu ADP o 155 tys., silniej niż oczekiwano (kons.: 120 tys.). Poprawa w marcu to odbicie po słabszym lutym, kiedy dane były pod wpływem trudnych warunków pogodowych. Największy wzrost zatrudnienia obserwowany był w firmach zajmujących się usługami profesjonalnymi i biznesowymi, działalnością finansową oraz – drugi miesiąc z rzędu – w przedsiębiorstwach przemysłowych. Dane sygnalizują, że pomimo przejściowych zawirowań, popyt na pracę pozostaje stabilny, choć z potwierdzeniem tej tezy czekamy do jutrzejszego raportu NFP. Pozytywną informacją dla Fed, zwłaszcza jeśli potwierdzą ją oficjalne statystyki NFP, jest słabnięcie presji płacowej. **Wzrost wynagrodzeń w marcu spowolnił** – osoby zmieniające pracę zarabiałły więcej o średnio 6,5% r/r (vs 6,8% r/r w lutym), a ci, którzy pozostali u dotychczasowego pracodawcy, o 4,6% r/r (vs 4,7% r/r w lutym).
- **USA:** Zamówienia w przemyśle amerykańskim w lutym wzrosły o 0,6% m/m, powyżej oczekiwań na poziomie 0,5% m/m, po lepszym niż szacowano wcześniej styczniu (finalnie 1,8% m/m). Był to m.in. efekt utrzymania solidnego popytu na dobra trwałe (1% m/m) po silnym wzroście w styczniu (o 3,3% m/m). Lutowe dane nie znalazły się pod wpływem jednorazowych większych zamówień – po wyłączeniu dużych zamówień na środki transportu wzrost był również solidny, wyniósł 0,7% m/m wobec 0,1% m/m w styczniu.
- **EUR:** Prezes EBC, Ch.Lagarde, zwróciła uwagę, że walka EBC z inflacją jeszcze się nie zakończyła, choć postępy dezinflacyjne są zadowalające (w marcu inflacja w strefie euro wynosiła 2,2% r/r). Ostatnie ostrożne wypowiedzi przedstawicieli EBC wpisują się w nasz scenariusz paury w cyklu obniżek stóp na najbliższym posiedzeniu.

Zatrudnienie w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Zamówienia w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 28 marca						
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (mar.)	11:00	pkt.	96,3	96,9	--	95,2
USA: Dochody Amerykanów (lut.)	13:30	% m/m	0,7	0,4	--	0,8
USA: Wydatki Amerykanów (lut.)	13:30	% m/m	-0,3	0,5	--	0,4
USA: Deflator PCE (lut.)	13:30	% r/r	2,5	2,5	--	2,5
USA: Inflacja bazowa PCE (lut.)	13:30	% r/r	2,7	2,7	--	2,8
Poniedziałek, 31 marca						
HUN: Saldo handlowe (lut.)	8:30	mIn EUR	919	1425	--	1140
POL: Inflacja CPI (mar., wst.)	10:00	% r/r	4,9	5,0	5,0	4,9
GER: Inflacja CPI (mar., wst.)	14:00	% r/r	2,3	2,2	--	2,2
GER: Inflacja HICP (mar., wst.)	14:00	% r/r	2,6	2,4	--	2,3
Wtorek, 1 kwietnia						
CHN: PMI w przetwórstwie (mar.)	3:45	pkt.	50,8	50,6	--	51,2
POL: PMI w przetwórstwie (mar.)	9:00	pkt.	50,6	51,1	50,9	50,7
GER: PMI w przetwórstwie (mar., rew.)	9:55	pkt.	46,5	48,3	--	48,3
EUR: PMI w przetwórstwie (mar., rew.)	10:00	pkt.	47,6	48,7	--	48,6
EUR: Inflacja HICP (mar., wst.)	11:00	% r/r	2,3	2,2	--	2,2
EUR: Inflacja bazowa (mar., wst.)	11:00	% r/r	2,6	2,5	--	2,4
USA: PMI w przetwórstwie (mar., rew.)	15:45	pkt.	52,7	49,8	--	50,2
USA: Raport JOLTS (lut.)	16:00	mIn	7,76	7,68	--	7,57
USA: ISM w przetwórstwie (mar.)	16:00	pkt.	50,3	49,5	--	49,0
Środa, 2 kwietnia						
USA: Raport ADP (mar.)	14:15	tys.	77	120	--	155
USA: Zamówienia fabryczne (lut.)	16:00	% m/m	1,8	0,5	--	0,6
USA: Zamówienia na dobra trwałe (lut., rew.)	16:00	% m/m	3,3	0,9	--	1,0
POL: Stopa referencyjna NBP	--	%	5,75	5,75	5,75	5,75
Czwartek, 3 kwietnia						
GER: PMI w usługach (mar., rew.)	9:55	pkt.	51,1	50,2	--	--
EUR: PMI w usługach (mar., rew.)	10:00	pkt.	50,6	50,4	--	--
EUR: Inflacja PPI (lut.)	11:00	% r/r	1,8	2,8	--	--
EUR: Minutes EBC (mar.)	13:30	--	--	--	--	--
USA: Bilans handlowy (lut.)	14:30	mld USD	-131,4	-123,4	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	224	225	--	--
Piątek, 4 kwietnia						
GER: Zamówienia fabryczne (lut.)	8:00	% m/m	-7,0	3,5	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (lut.)	8:00	% r/r	-2,6	1,5	--	--
HUN: Produkcja przemysłowa (lut.)	8:30	% r/r	-3,9	-5,5	--	--
CZE: Inflacja CPI (mar., wst.)	9:00	% r/r	2,7	25	2,5	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (mar.)	14:30	tys.	151	138	145	--
USA: Stopa bezrobocia (mar.)	14:30	%	4,1	4,1	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (mar.)	14:30	% r/r	4,0	4,0	--	--

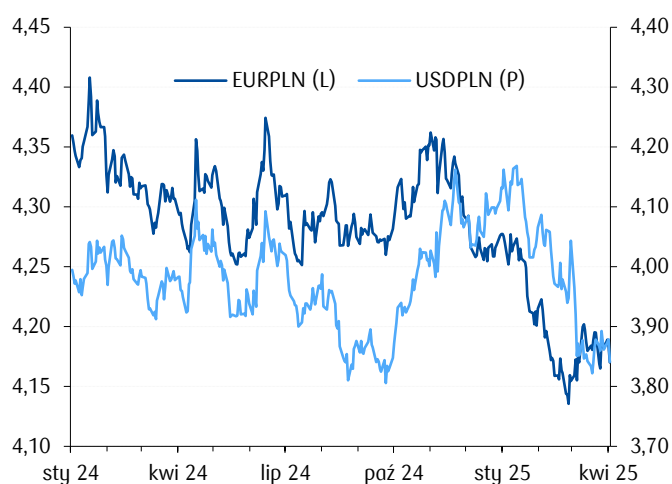
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

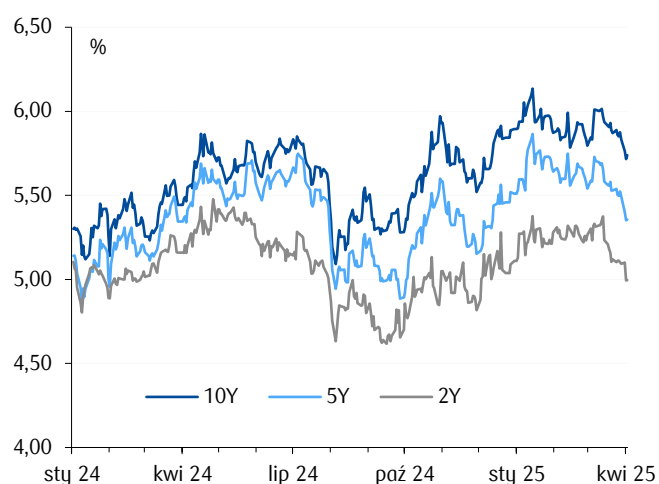
		Wartość 2025-04-02	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,1700	-0,3	-0,5	0,4	-2,9	-10,1
	USDPLN	3,8411	-0,7	-1,1	-0,5	-3,2	-7,6
	CHFPLN	4,3532	-0,7	-1,0	0,2	-0,6	-3,4
	GBPPLN	4,9960	-0,3	-0,4	0,6	-0,3	-8,5
	EURUSD	1,0857	0,4	0,7	0,9	0,3	-2,8
	EURCHF	0,9579	0,4	0,5	0,1	-2,3	-7,0
	GBPUSD	1,2966	0,3	0,6	0,8	2,7	-1,6
	USDJPY	149,73	0,3	-0,6	0,5	-1,4	22,7
	EURCZK	24,95	0,0	0,3	-0,1	-1,6	2,1
	EURHUF	399,15	-0,8	-0,3	0,2	1,6	8,6
Obligacje	PL2Y	5,00	0	-12	-32	-21	-60
	PL5Y	5,36	0	-14	-31	-2	-26
	PL10Y	5,74	2	-11	-20	25	53
	DE2Y	2,04	2	-8	-20	-79	203
	DE5Y	2,33	3	-8	-14	-5	183
	DE10Y	2,73	4	-6	-6	33	207
	US2Y	3,91	3	-12	-9	-77	158
	US5Y	3,95	3	-14	-13	-38	150
	US10Y	4,18	2	-16	-10	-16	183
Akcje	WIG	97 963,9	0,5	-0,6	6,4	18,2	48,6
	WIG20	2 748,0	0,5	-0,8	6,0	12,9	26,1
	S&P500	5 671,0	0,7	-0,7	-2,9	8,8	23,2
	NASDAQ100	19 581,8	0,7	-1,7	-5,1	7,8	29,9
	Shanghai Composite**	3 333,1	-0,5	-1,1	-0,3	8,6	2,0
	Nikkei**	34 640,1	-3,0	-8,9	-7,4	-12,2	23,6
	DAX	22 390,8	-0,7	-2,0	-3,0	21,9	53,3
	VIX	20,02	-2,4	6,3	0,6	28,0	-9,3
Surowce	Ropa Brent	75,0	0,6	1,6	8,2	-16,1	-33,9
	Ropa WTI	72,1	0,7	3,0	8,3	-16,4	-33,1
	Złoto	3125,8	-0,2	3,6	6,9	36,9	61,3

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, **zamknięcie dnia bieżącego.

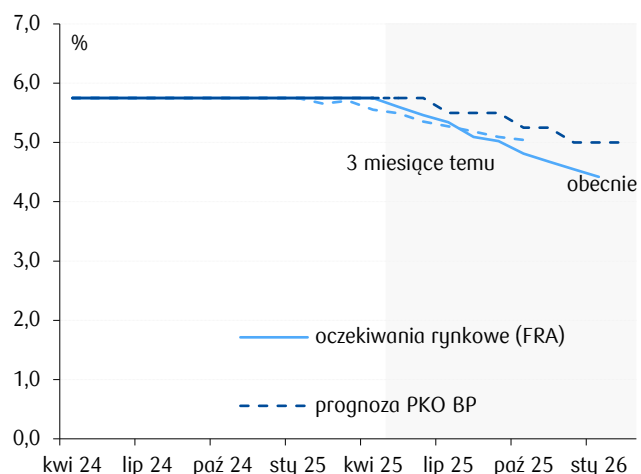
Notowania złotego wobec głównych walut



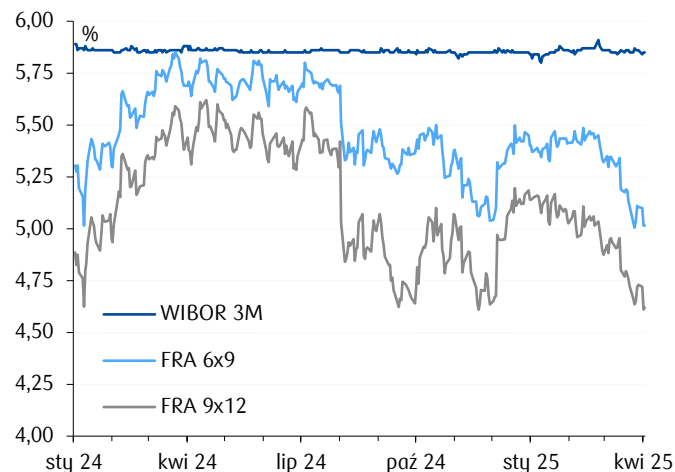
Rentowności polskich obligacji skarbowych



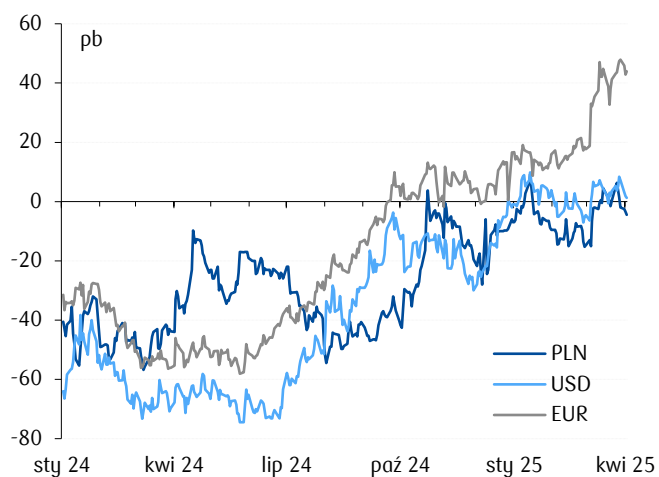
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



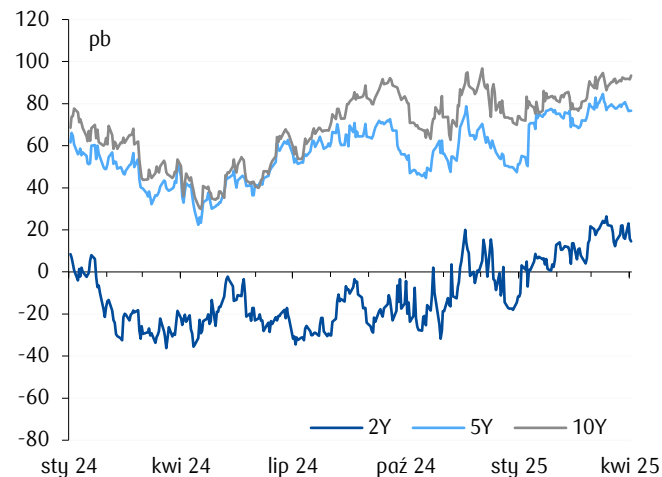
Krótkoterminowe stopy procentowe



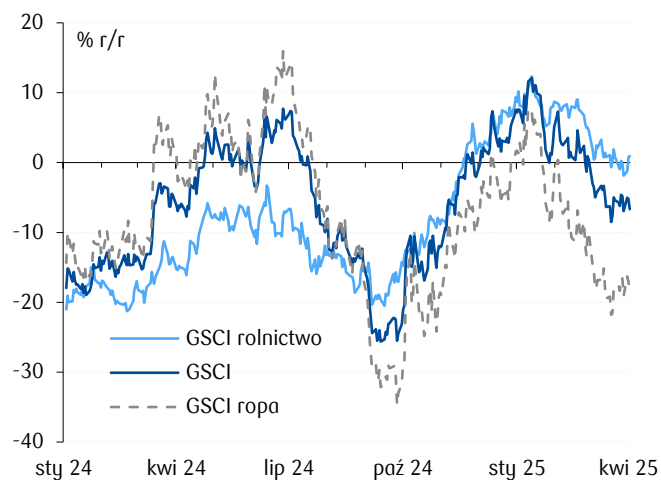
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



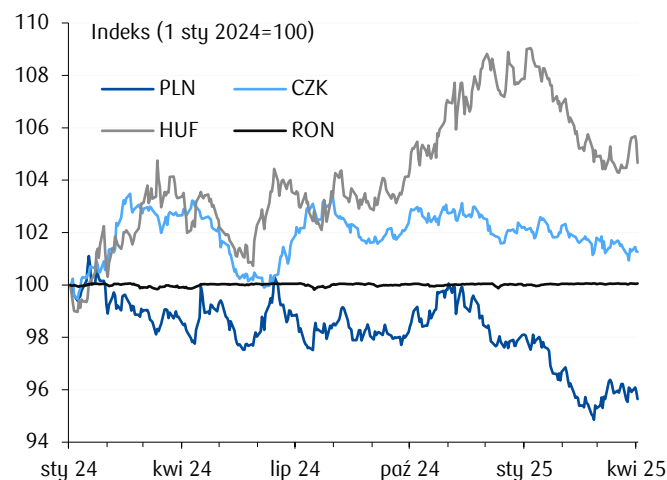
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel: 22 521 80 84
email: analizy.makro@pkobp.pl

Główny Ekonomista. Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84
-------------	--	--------------

Biuro Analiz Makroekonomicznych	analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
--	--	--------------

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:

analizy.makro@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na X/Twitterze oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:

 @PKO_Research



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

Informacje i zastrzeżenia:

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 instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. 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.