

Celny rollercoaster

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Na światowych giełdach panował wczoraj istny rollercoaster. W pierwszej części dnia niepokój inwestorów nasilił się po zdecydowanej reakcji odwetowej Chin na dodatkowe cła wprowadzone przez USA. Ceny ropy brent spadły poniżej 60 USD po raz pierwszy od lutego 2021. Na czerwono świeciły się parkiety w Europie, indeks Stoxx Europe spadł o 3% a WIG i WIG20 w ciągu dnia straciły po ok. 2%. Dolar osłabiał się wobec euro. Zmianę nastrojów w kierunku euforii przyniosła decyzja D.Trumpa o zredukowaniu ceł „wzajemnych” (poza tymi nałożonymi na Chiny) do poziomu 10% na okres 90 dni. Po decyzji S&P 500 wzrósł o ponad 9%, co było najsilniejszym odreagowaniem od czasów GFC. Złoty tracił wczoraj względem euro (EURPLN zakończył sesję w okolicy 4,29) i lekko umocnił wobec dolara (USDPLN pod koniec dnia oscylował wokół 3,89). Zmiany rentowności obligacji, zarówno na rynkach bazowych, jak i w Polsce były relatywnie niewielkie.
- Kluczową publikacją dnia jest amerykańska inflacja CPI za marzec. Konsensus zakłada, że wskaźnik ogółem obniżył się do 2,6% r/r z 2,8% r/r w lutym, a inflacja bazowa spadła do 3,0% r/r z 3,1% r/r. Spadek inflacji może zwiększyć apetyt rynkowy na obniżki stóp procentowych w USA, jednak Fed znajduje się obecnie w bardzo niekomfortowej sytuacji, która może wymagać ostrożnego działania. Z jednej strony inflacja pozostaje powyżej celu a impet procesów dezinflacyjnych osłabł w ostatnich miesiącach. Dodatkowo, nałożone przez D.Trumpa cła doprowadzą do skokowego wzrostu inflacji (nawet jeśli D.Trump zawiesił część z nich na 90 dni). Jednocześnie gwałtowna podwyżka ceł jest negatywnym szokiem dla zagregowanego popytu w gospodarce, a rozpoczynająca się wojna celna zwiększa ryzyko recesji w USA.
- Rynek pracy jak na razie był odporny na działania administracji D.Trumpa i podwyższoną niepewność, taki obraz najpewniej potwierdzą dzisiejsze tygodniowe dane o wnioskach o zasiłek (oczekiwane 224 tys. wobec 219 tys. tydzień wcześniej).
- Drugi szacunek inflacji w Czechach nie powinien budzić większych emocji. Dane flash wskazały na jej stabilizację na poziomie 2,7% r/r.

Biurowo Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

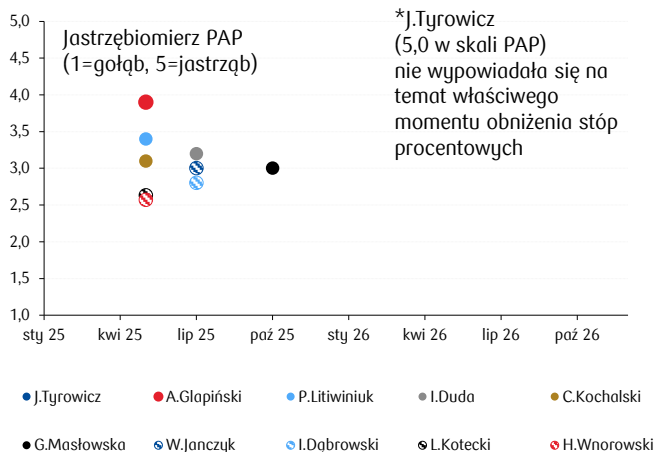
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

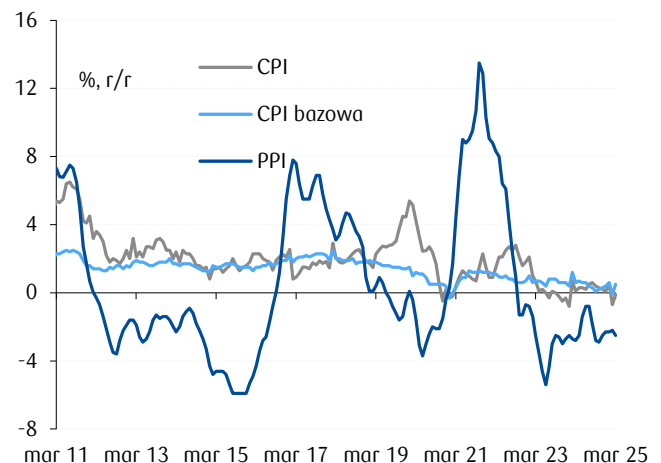
	Wartość 2025-04-09	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2965	0,7
USDPLN	3,8923	-0,5
CHFPLN	4,6306	1,6
GBPPLN	4,9599	-0,6
EURUSD	1,1039	1,2
Obligacje:		
PL2Y	4,58	-1
PL5Y	4,96	-4
PL10Y	5,44	2
DE10Y	2,58	-4
US10Y	4,27	0
Indeksy akcyjne:		
WIG	87 988,6	-2,7
DAX	19 670,9	-3,0
S&P500	5 456,9	9,5
Nikkej**	32 700,8	3,1
Shanghai Comp.**	3 124,8	-1,9
Surowce:		
Złoto	3075,14	2,4
Ropa Brent	65,48	4,2

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.

Deklarowany przez członków RPP najwcześniejszy możliwy moment obniżenia stóp procentowych



Inflacja w Chinach



PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **USA:** D.Trump zdecydował się zawiesić na 90 dni obowiązywanie podwyższonych ceł wzajemnych dla państw, które nie nałożyły na USA ceł odwetowych. Oznacza to redukcję ceł nałożonych podczas Dnia Wyzwolenia do podstawowego poziomu 10%. Jednocześnie prezydent zdecydował się podnieść cła odwetowe na Chiny do 125pp (wcześniej 104pp) jako kolejny krok eskalujący konflikt celny. D.Trump powiedział, że ponad 75 państw zgłosiło się do jego administracji w sprawie negocjacji barier handlowych. Swoją decyzję uzasadnił tym, że „ludzie trochę się wystraszyli” konsekwencji ceł i „trzeba być elastycznym”. Kilka godzin przed ogłoszeniem swojej decyzji D.Trump zachęcał z kolei w mediach społecznościowych do „bycia spokojnym”, wskazywał, że teraz jest najlepszy czas do inwestowania oraz że „wszystko będzie dobrze”.
- **CHN-USA:** Jeszcze przed ogłoszeniem decyzji D.Trumpa, Chiny w odpowiedzi na dodatkowe cła nałożone przez USA zwiększyły swoje taryfy celne dla USA o kolejne 50pp do poziomu 84%. Tym samym efektywna stawka celna USA na import z Chin wyniosła 104,3%, a Chin na import z USA 106,6% (wg PIIIE) – przed uwzględnieniem podwyżki ceł przez D.Trumpa do 125pp. Chiny zapowiedziały również, że pozwą USA do Światowej Organizacji Handlu i dodały sześć amerykańskich firm do listy niewiarygodnych podmiotów i 12 firm do listy kontroli eksportu. Sekretarz Skarbu USA (S.Bessent) ocenił, że „eskalacyjny ruch Chin jest ich stratą” a brak chęci do negocjacji jest „niefortunny”. S.Bessent ostrzegł Pekin przed próbą obniżania wartości juana w odpowiedzi na amerykańskie cła, sygnalizując, że będzie to wymagało dalszego zwiększenia ceł przez USA.
- **POL:** Minister finansów, A.Domański, ocenił, że decyzja USA o odroczeniu wejścia w życie wyższych stawek celnych to pierwszy krok w kierunku deeskalacji.
- **POL:** L.Kotecki (RPP) powiedział, że w maju Rada nie będzie dyskutować czy obniżyć stopy, tylko o dwóch rzeczach - o skali obniżki majowej i o tym, czy będzie to jednorazowe dostosowanie czy początek cyklu. Jeżeli będzie to jednorazowe dostosowanie, to skala obniżki będzie większa, w przypadku cyklu, pierwszy krok będzie bardziej ostrożny. Sam L.Kotecki skłaniałby się w kierunku rozpoczęcia cyklu obniżek, o łącznej skali 100pb do końca roku. Mu obecnie zakładamy, że RPP w maju obniży stopu o 50pb, a w drugiej części roku dokona jeszcze dwóch obniżek po 25pb.
- **EUR:** F.Villeroy de Galhau (EBC i Bank Francji) ocenił, że nadal jest przestrzeń do obniżek stóp procentowych w strefie euro, a EBC w swoich decyzjach musi kierować się pragmatyzmem i zwinnością. Pragmatyzm wymaga oparcia o napływające dane gospodarce, a zwinność wymaga, by dokonać tylu obniżek, ile jest uzasadnione. W jego ocenie zmiany po 2 kwietnia faktycznie wskazują na potrzebę obniżki stóp już niedługo. W kolejnej wypowiedzi po decyzji D.Trumpa o tymczasowym wstrzymaniu ceł wzajemnych ocenił, że jest to pożądany pierwszy krok w kierunku gospodarczej normalności. O.Rehn (EBC i Bank Finlandii) powiedział, że argumenty za obniżką stóp w kwietniu stały się jeszcze silniejsze w oparciu na całościową ocenę procesów inflacyjnych i wzrostu gospodarczego w strefie euro. Z kolei, R.Holzman (EBC, Bank Austrii) podtrzymał stanowisko, że nie ma podstaw do obniżki stóp EBC w kwietniu, zwłaszcza, że cła i groźby środków zaradczych sprawiają, że prawie niemożliwe do przewidzenia jest to, czy inflacja w strefie euro będzie dalej zbliżać się do celu EBC. Rynki finansowe zaczęły w ostatnim czasie w pełni wyceniać obniżkę stóp o 25 pb na przyszłotygodniowym posiedzeniu EBC. My zakładaliśmy przerwę w cyklu, a ostrożną postawę EBC uzasadniałaby coraz mniej restrykcyjna polityka pieniężna. Biorąc pod uwagę rozmiar niepewności na rynkach, wypowiedzi przedstawicieli EBC oraz fakt, że w kwietniu najbardziej jastrzębi

członkowie Rady prezesów nie będą głosować wydaje się, że obniżka stóp jest obecnie równie prawdopodobna.

- **CHN: Inflacja w marcu wyniosła -0,1% r/r i była niższa od oczekiwań (kons.: 0,0% r/r).** Spadek cen odnotowano drugi miesiąc z rzędu, choć jego tempo było wolniejsze niż w lutym (-0,7% r/r) ze względu na wyhamowanie spadku cen żywności. Inflacja bazowa przyspieszyła do 0,5% r/r (-0,1% r/r w lutym). Deflacja utrzymała się w cenach producenta – inflacja PPI obniżyła się do -2,5% r/r. W ciągu miesiąca ceny producenta spadły o 0,4%, najszybciej od pół roku, co mogło być napędzane obawami o chiński eksport w związku z polityką celną D.Trumpa. Presja inflacyjna w Chinach pozostaje ograniczona, a zaostrzenie się relacji handlowych między USA a Chinami będzie najpewniej wzmacniać tendencje deflacyjne.
- **UE-USA: UE podjęła decyzję o nałożeniu ceł odwetowych na USA w reakcji na objęcie stali i aluminium dodatkowymi taryfami.** Stawki w wysokości do 25% obejmą amerykańskie towary o wartości 22 mld EUR i zaczną obowiązywać od połowy kwietnia (na 1 część towarów) oraz 16 maja (na wszystkie towary z listy). KE podkreśliła, że cła odwetowe mogą "zostać zawieszane w dowolnym momencie, jeśli USA zgodzą się na sprawiedliwy i zrównoważony wynik negocjacji". Na liście znalazły się m.in. produkty rolne takie jak drób, owoce, orzechy i soja, a także motocykle i jachty. UE nie odpowiedziała natomiast jeszcze na tzw. cła wzajemne (w wysokości 20%).
- **USA: Według opisu dyskusji na marcowym posiedzeniu FOMC,** na którym utrzymano stopy na niezmiennym poziomie (stopa Fed Funds w przedziale 4,25-4,50%), jego uczestnicy oceniali, że czynniki ryzyka dla wzrostu gospodarczego i zatrudnienia są skierowane w dół, przy ryzyku wyższej inflacji. Stwierdzono również, że wiele podmiotów gospodarczych postrzegało poziom i zakres zapowiedzianych lub wprowadzonych (do momentu marcowego posiedzenia) ceł jako wyższy i szerszy od oczekiwań. W czasie dyskusji zwracano uwagę, że w najbliższym czasie niezwykle trudno będzie rozróżnić pomiędzy trwałymi zmianami w procesach inflacyjnych a tymczasową reakcją na cła. Uporczywość ich oddziaływania będzie zależeć m.in. od tego w jakim stopniu taryfy będą dotyczyć dóbr pośrednich, które będą oddziaływać na koszty produkcji na różnym jej etapie. Niektórzy członkowie FOMC zwracali uwagę na możliwy dylemat związany z jednej strony z uporczywą inflacją a z drugiej ze słabszym wzrostem i zatrudnieniem. Przy wciąż dobrej bieżącej kondycji gospodarki oceniono, że Fed jest w odpowiednim położeniu, aby przyjąć postawę „wait_and_see”. Perspektywę bankierów z Rezerwy Federalnej należy analizować mając na względzie skalę zaskoczenia cłami ogłoszonymi przez Prezydenta USA 2 kwietnia (już po posiedzeniu). W tym kontekście źródłem aktualniejszych ocen będzie m.in. zaplanowana wypowiedź T.Barkina (FOMC).
- **JAP: K.Ueda (Prezes Banku Japonii)** powiedział, że stopy procentowe będą podnoszone, jeśli prognozy gospodarcze banku się spełnią. Podkreślił jednak, że poziom niepewności jest obecnie wysoki i zaznaczył, że decyzje banku będą zależne od napływających danych oraz obserwacji zmian polityki celnej.
- **GER: Liderzy CDU/CSU i SPD podpisali umowę koalicyjną,** ale rząd powstanie dopiero kiedy obie partie zaakceptują ją (w CDU mały zjazd partii, w CSU zarząd, w SPD referendum wewnątrzpartyjne). W umowie zawarto szereg potencjalnych reform/działań, m.in. założenie funduszu wsparcia dla MŚP i start-upów (10 mld EUR z sektora publicznego, 90 mld EUR z sektora prywatnego), obniżkę CIT o 5pp począwszy od 2028, obniżki stawek podatkowych dla najmniej zarabiających gospodarstw domowych. Warto pamiętać, że najważniejsze reformy nowego rządu: fundusz infrastrukturalny (500 mld EUR) i reforma hamulca zadłużeniowego umożliwiająca wzrost wydatków na zbrojenia już zostały dokonane i wdrożone. Potencjalnie F.Merz mógłby zostać wybrany i zaprzysiężony na kanclerza 7 maja.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 4 kwietnia						
GER: Zamówienia fabryczne (lut.)	8:00	% m/m	-5,5	3,5	--	0,0
GER: Zamówienia w przemyśle (lut.)	8:00	% r/r	-1,3	1,5	--	-2,1
HUN: Produkcja przemysłowa (lut.)	8:30	% r/r	-3,9	-5,5	--	-8,7
CZE: Inflacja CPI (mar., wst.)	9:00	% r/r	2,7	2,5	2,5	2,7
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (mar.)	14:30	tys.	117	138	145	228
USA: Stopa bezrobocia (mar.)	14:30	%	4,1	4,1	--	4,2
USA: Przeciętna płaca godzinowa (mar.)	14:30	% r/r	4,0	4,0	--	3,8
Poniedziałek, 7 kwietnia						
GER: Produkcja przemysłowa (lut.)	8:00	% m/m	2,0	-1,0	--	-1,3
GER: Produkcja przemysłowa (lut.)	8:00	% r/r	-1,6	-3,6	--	-4,0
GER: Eksport (lut.)	8:00	% m/m	-2,5	1,5	--	1,8
GER: Import (lut.)	8:00	% m/m	1,2	-0,4	--	0,7
ROM: Sprzedaż detaliczna (lut.)	8:00	% r/r	4,1	--	--	3,3
HUN: Sprzedaż detaliczna (lut.)	8:30	% r/r	4,7	4,0	--	3,3
CZE: Produkcja przemysłowa (lut.)	9:00	% r/r	-0,6	-2,6	--	1,5
EUR: Indeks Sentix (kwi.)	10:30	pkt.	-2,9	-9,0	--	-19,5
EUR: Sprzedaż detaliczna (lut.)	11:00	% r/r	1,8	1,9	--	2,3
ROM: Posiedzenie banku centralnego (.)	--	%	6,50	6,50	6,50	6,50
Wtorek, 8 kwietnia						
HUN: Inflacja CPI (mar.)	8:30	% r/r	5,6	5,0	--	4,7
CZE: Stopa bezrobocia (mar.)	9:00	%	4,4	4,3	--	4,3
Środa, 9 kwietnia						
USA: <i>Minutes Fed</i> (mar.)	20:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 10 kwietnia						
CHN: Inflacja PPI (mar.)	3:30	% r/r	-2,2	-2,3	--	-2,5
CHN: Inflacja CPI (mar.)	3:30	% r/r	-0,7	0,0	--	-0,1
CZE: Inflacja CPI (mar., rew.)	9:00	% r/r	2,7	2,7	--	--
USA: Inflacja CPI (mar.)	14:30	% r/r	2,8	2,6	--	--
USA: Inflacja bazowa (mar.)	14:30	% r/r	3,1	3,0	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys.	219	224	--	--
Piątek, 11 kwietnia						
ROM: Inflacja CPI (mar.)	8:00	% r/r	5,0	4,9	--	--
GER: Inflacja CPI (mar., rew.)	8:00	% r/r	2,3	2,2	--	--
GER: Inflacja HICP (mar., rew.)	8:00	% r/r	2,6	2,3	--	--
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (lut.)	10:00	mld CZK	34,08	32,0	--	--
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (lut.)	14:00	mIn EUR	-168	-414	38	--
POL: Eksport (lut.)	14:00	% r/r	-0,9	-1,2	-0,4	--
POL: Import (lut.)	14:00	% r/r	8,9	5,5	6,1	--
USA: Inflacja PPI (mar.)	14:30	% r/r	3,2	3,3	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (kwi., wst.)	16:00	pkt.	57,0	54,0	--	--

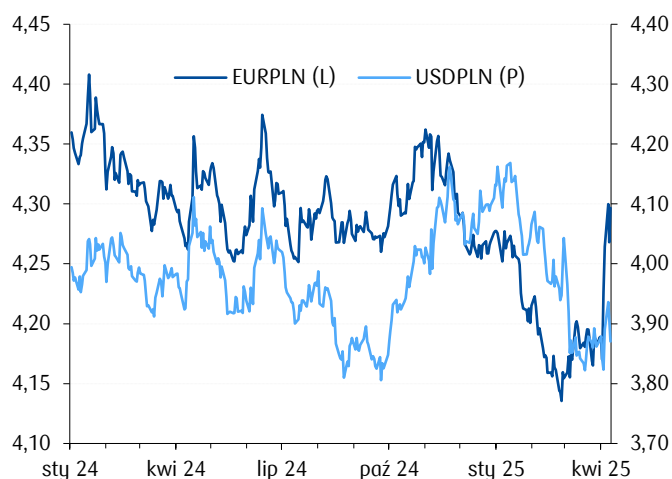
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

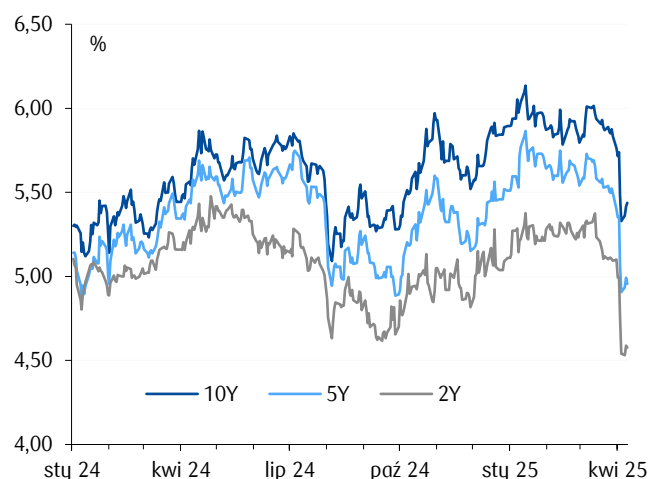
		Wartość 2025-04-09	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2965	0,7	3,0	2,4	0,7	-7,7
	USDPLN	3,8923	-0,5	1,3	1,3	-1,9	-8,7
	CHFPLN	4,6306	1,6	6,4	6,4	6,4	1,3
	GBPPLN	4,9599	-0,6	-0,7	-0,6	-0,4	-11,4
	EURUSD	1,1039	1,2	1,7	1,1	2,7	1,1
	EURCHF	0,9278	-0,9	-3,1	-3,8	-5,4	-8,9
	GBPUSD	1,2757	0,0	-1,6	-1,6	1,5	-2,5
	USDJPY	144,77	-1,8	-3,3	-2,4	-5,2	17,0
	EURCZK	25,18	0,0	0,9	0,5	-0,9	2,8
	EURHUF	409,83	0,7	2,7	2,6	4,9	8,1
Obligacje	PL2Y	4,58	-1	-42	-77	-70	-139
	PL5Y	4,96	-4	-40	-74	-56	-114
	PL10Y	5,44	2	-30	-58	-20	-16
	DE2Y	1,76	-11	-28	-47	-120	180
	DE5Y	2,09	-7	-24	-44	-36	166
	DE10Y	2,58	-4	-15	-31	15	193
	US2Y	3,73	0	-18	-27	-125	122
	US5Y	3,91	0	-4	-17	-70	120
	US10Y	4,27	0	9	-4	-27	167
Akcje	WIG	87 988,6	-2,7	-10,2	-5,8	4,2	36,9
	WIG20	2 433,8	-3,0	-11,4	-7,3	-2,7	15,5
	S&P500	5 456,9	9,5	-3,8	-2,5	5,7	21,8
	NASDAQ100	19 145,1	12,0	-2,2	-2,3	6,3	32,0
	Shanghai Composite**	3 124,8	-1,9	-6,7	-7,3	3,2	-4,8
	Nikkei**	32 700,8	3,1	-8,5	-11,2	-17,4	19,6
	DAX	19 670,9	-3,0	-12,1	-13,3	8,7	39,0
	VIX	25,19	-19,8	25,8	16,0	56,0	-0,6
Surowce	Ropa Brent	65,5	4,2	-12,6	-7,7	-27,6	-35,2
	Ropa WTI	62,6	4,3	-13,2	-7,4	-28,0	-34,9
	Złoto	3075,1	2,4	-1,6	4,8	31,9	59,4

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

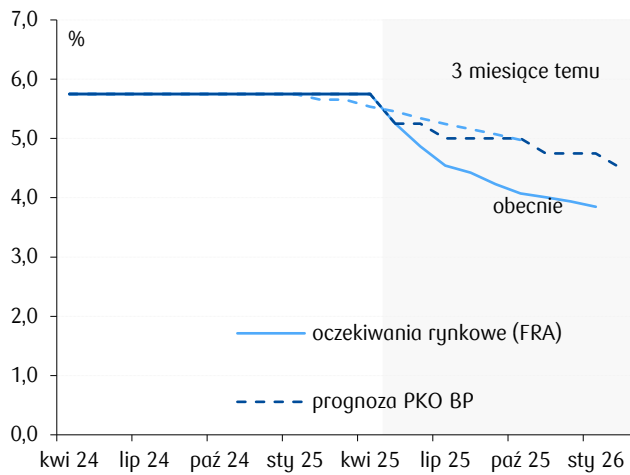
Notowania złotego wobec głównych walut



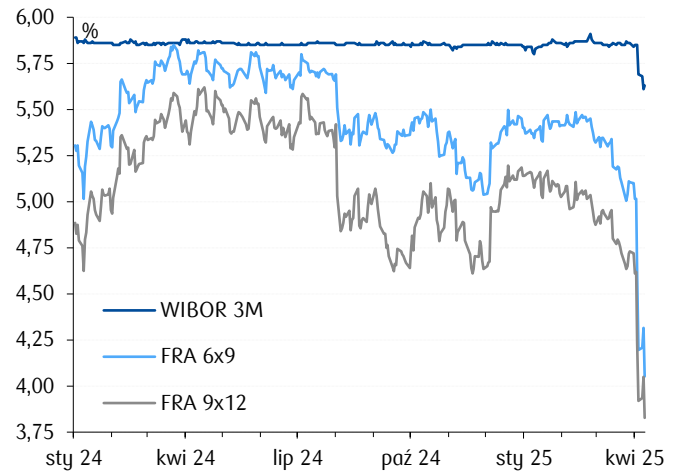
Rentowności polskich obligacji skarbowych



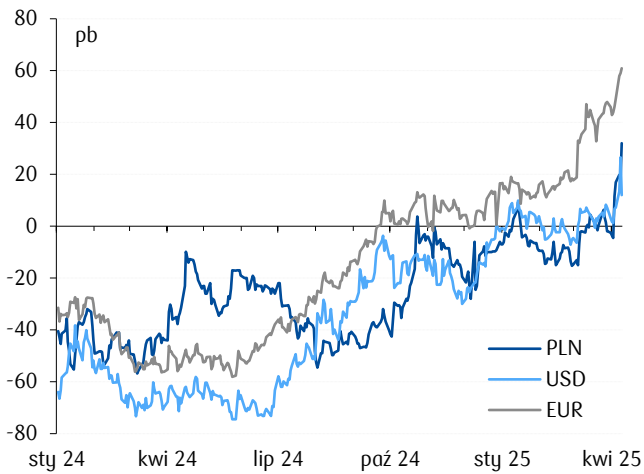
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



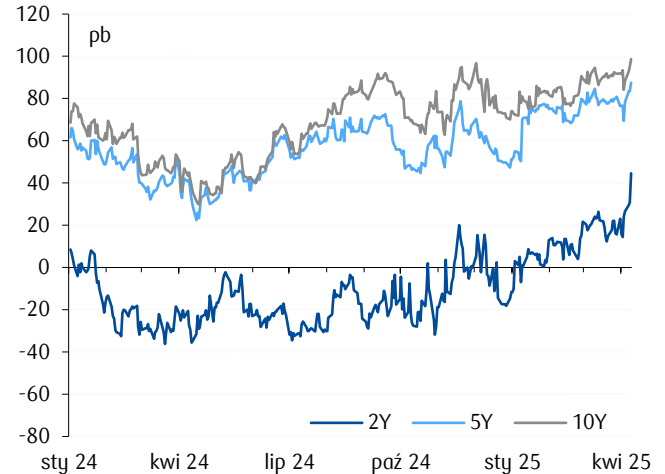
Krótkoterminowe stopy procentowe



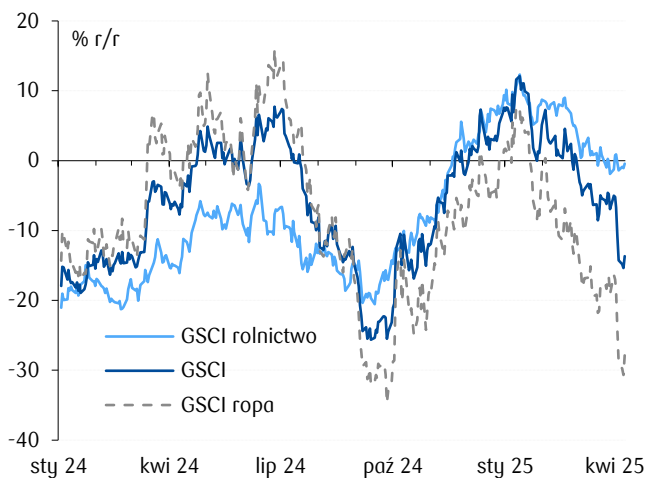
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



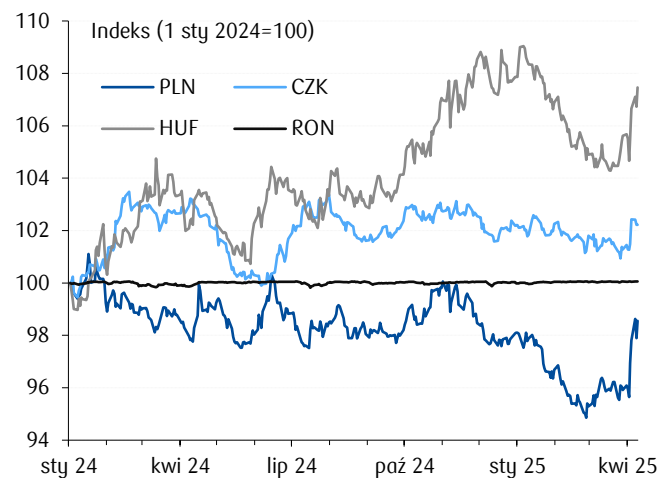
Spread asset swap dla PLN



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.

