

Tegoroczny szczyt inflacji poniżej 5%?

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Początek tygodnia przyniósł powrót nadziei, że polityka handlowa USA będzie mniej dotkliwa dla amerykańskich firm niż się obawiano. Złagodzenie stanowiska D.Trumpa w sprawie ceł na elektronikę i półprzewodniki sprzyjało wzrostom spółek technologicznych. Wzrosty na giełdach europejskich (Stoxx Europe) przekroczyły 2%, na GPW WIG20 wzrósł o blisko 3%. Dolar pozostawał w lekkim trendzie deprecjacyjnym, a rentowności obligacji na rynkach bazowych spadały. Złoty umacniał się wobec głównych walut (EURPLN pod koniec sesji zbliżał się do 4,28 a USDPLN do 3,76). Rentowności krajowych SPW obniżyły się przede wszystkim na krótkim końcu krzywej.
- **Dziś ciekawą publikacją będzie indeks ZEW z Niemiec, który mógł wyraźnie spaść w kwietniu** w związku z chaosem związanym z cłami nakładanymi przez USA - **wg konsensusu w okolice 10 pkt**, a więc poziomu obserwowanego ostatnio w styczniu br. Od początku roku indeks nastrojów inwestorów rósł, w marcu osiągając poziom najwyższy od 2 lat (51,6 pkt.), co było efektem entuzjazmu związanego z porozumieniem w sprawie wielomiliardowego pakietu budżetowego.
- **Dane o produkcji przemysłowej w strefie euro za luty potwierdzą najpewniej wciąż słabą aktywność branży.** Według konsensusu produkcja przemysłowa obniżyła się o 0,8% m/m po stagnacji w styczniu.
- **Oczekujemy, że krajowa inflacja CPI w marcu wyniosła 0,1% m/m i 4,9% r/r** (w ujęciu r/r bez zmian względem lutego i stycznia), tak jak wskazał wstępny szacunek. W scenariuszu bazowym zakładamy, że marzec przyniósł szczyt inflacji w tym roku, więc jeśli wstępny szacunek zmaterializuje się, to bariera 5% r/r nie zostanie w 2025 przekroczona. W kolejnych miesiącach inflacja będzie spadać, a latem powróci do górnego przedziału odchyłań od celu NBP.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL: W.Janczyk (RPP) ocenił, że istnieje duża szansa na obniżkę stóp na najbliższych posiedzeniach RPP, a do końca roku możliwe jest cięcie o 50-100 pb.** Przedstawiciel RPP dodał, że zejście ze stopami do 3,5% w 2026 to

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

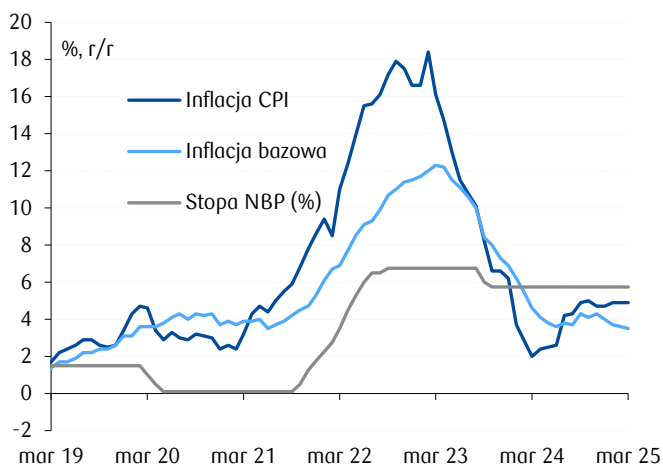
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-04-14	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2835	-0,4
USDPLN	3,7682	-0,7
CHFPLN	4,6103	-0,9
GBPPLN	4,9758	0,8
EURUSD	1,1368	0,3
Obligacje:		
PL2Y	4,43	-5
PL5Y	4,78	-4
PL10Y	5,27	-2
DE10Y	2,52	-1
US10Y	4,37	-9
Indeksy akcyjne:		
WIG	93 759,4	2,9
DAX	20 954,8	2,9
S&P500	5 406,0	0,8
Nikkei**	34 313,7	1,0
Shanghai Comp.**	3 260,5	-0,1
Surowce:		
Złoto	3209,41	-0,8
Ropa Brent	64,88	0,2

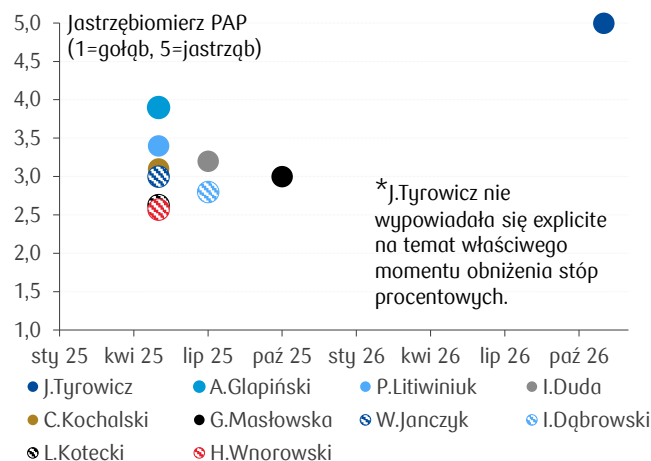
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Inflacja na tle stopy NBP*



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski, * dla inflacji bazowej szacunek PKBO BP.

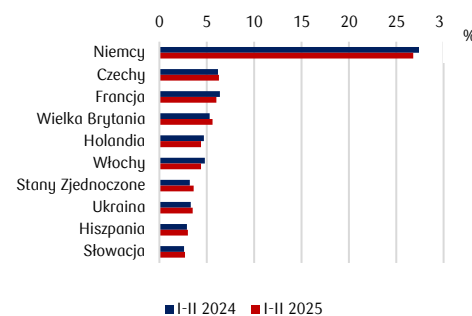
Deklarowany przez członków RPP najwcześniejszy możliwy moment obniżenia stóp procentowych



obecnie trudny do realizacji scenariusz. W.Janczyk zwrócił uwagę, że ofensywna polityka celna USA, wg dostępnych obecnie szacunków, będzie powodować spowolnienie gospodarki światowej, w tym gospodarek państw europejskich, do których Polska eksportuje towary i usługi, co może ograniczać aktywność ekonomiczną przedsiębiorstw i zmniejszać skłonność do zakupów ze strony konsumentów. Jednocześnie podkreślił, że podwyższona inflacja jest wciąż wyzwaniem globalnym.

- **POL:** Rząd chce w 2q25 przyjąć przepisy, na mocy których rozpoczęcie obowiązywania zmienionych w taryfach cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych nastąpi 1 października 2025 (w miejsce obecnej daty 1 lipca 2025). Ma to na celu wg MKiS pełniejsze odzwierciedlenie niższych cen rynkowych w taryfach.
- **POL:** Udział Niemiec w eksporcie z Polski w okresie styczeń-luty 2025 wyniósł 26,8%, tj. o 0,6 pp mniej niż przed rokiem. W analogicznym okresie zmniejszył się również udział Francji (o 0,4pp do 6% w 2025), Holandii (o 0,3pp do 4,4%) oraz Włoch (o 0,4pp do 4,4%). **Jednocześnie więcej eksportowaliśmy do USA** (wzrost udziału o 0,4pp do 3,6%, możliwy efekt zakupów zapobiegawczych przed wprowadzeniem ceł), **Wielkiej Brytanii** (o 0,3pp do 5,6%). Marginalnie wzrósł także udział Czech Ukrainy, Hiszpanii i Słowacji.
- **POL:** MFiPR podało, że do 13 kwietnia podpisano umowy na unijne dofinansowanie projektów, które wykorzystają 40,2% dostępnej puli środków z polityki spójności UE na lata 2021-2027.
- **USA:** R.Bostic (Atlanta Fed bez prawa głosu w FOMC) ocenił, że polityka handlowa D.Trumpa wprowadziła gospodarkę w stan głębokiej pauzy, więc w tych warunkach bank centralny powinien wstrzymać się z decyzjami, aż sytuacja będzie bardziej klarowna. Ch.Waller (Zarząd Fed, z prawem głosu w FOMC) stwierdził, że oddziaływanie ceł na inflację będzie przejściowe. Ch.Waller nakreślił dwa scenariusze – w pierwszym z wyższymi i bardziej trwałymi ciążącymi inflacja wzrośnie do 4-5%, a następnie na skutek spowolnienia gospodarki i wzrostu bezrobocia obniży się; w drugim przy niższych ciążącymi inflacja wzrośnie do 3% i potem spadnie. Według Wallera w obu tych scenariuszach stopy będą obniżane, kwestią do rozważenia jest natomiast moment tych obniżek.
- **USA:** S.Witkoff, specjalny wysłannik ds. Bliskiego Wschodu stwierdził, że porozumienie z Rosją "wyłania się", choć nie chciał zdradzić jego szczegółów. Stwierdził, że umowa pokojowa dotyczy przede wszystkim "tzw. pięciu terytoriów", czyli anektowanych przez Rosję obwodów Ukrainy.

Zmiany struktury eksportu Polski w 2025 vs 2024



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 11 kwietnia						
ROM: Inflacja CPI (mar.)	8:00	% r/r	5,0	4,9	--	4,9
GER: Inflacja CPI (mar., rew.)	8:00	% r/r	2,3	2,2	--	2,2
GER: Inflacja HICP (mar., rew.)	8:00	% r/r	2,6	2,3	--	2,3
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (lut.)	10:00	mld CZK	34,08	32,0	--	43,8
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (lut.)	14:00	mld EUR	-168	-414	38	200
POL: Eksport (lut.)	14:00	% r/r	-0,9	-1,2	-0,4	-1,4
POL: Import (lut.)	14:00	% r/r	8,9	5,5	6,1	2,3
USA: Inflacja PPI (mar.)	14:30	% r/r	3,2	3,3	--	2,8
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (kwi., wst.)	16:00	pkt.	57,0	54,0	--	50,8
Wtorek, 15 kwietnia						
ROM: Produkcja przemysłowa (lut.)	8:00	% r/r	2,1	-1,3	--	--
POL: Inflacja CPI (mar., rew.)	10:00	% r/r	4,9	4,9	4,9	--
GER: Indeks instytutu ZEW (kwi.)	11:00	pkt.	51,6	10,0	--	--
EUR: Produkcja przemysłowa (lut.)	11:00	% r/r	0,0	-0,8	--	--
Środa, 16 kwietnia						
CHN: Wzrost PKB (1q)	4:00	% r/r	5,4	5,2	--	--
EUR: Inflacja HICP (mar., rew.)	11:00	% r/r	2,3	2,2	--	--
EUR: Inflacja bazowa (mar., rew.)	11:00	% r/r	2,4	2,4	--	--
POL: Inflacja bazowa (mar.)	14:00	% r/r	3,6	3,5	3,4	--
USA: Sprzedaż detaliczna (mar.)	14:30	% m/m	0,2	1,4	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (mar.)	14:30	%, m/m	0,3	0,4	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (mar.)	15:15	% m/m	0,7	-0,2	--	--
Czwartek, 17 kwietnia						
GER: Inflacja PPI (mar.)	8:00	% r/r	0,7	0,4	--	--
EUR: Stopa depozytowa EBC	14:15	%	2,50	2,25	2,50	--
EUR: Stopa refinansowa EBC	14:15	%	2,65	2,40	2,65	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (mar.)	14:30	mld	1,501	1,41	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (mar., wst.)	14:30	mld	1,459	1,45	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys	223	225	--	--

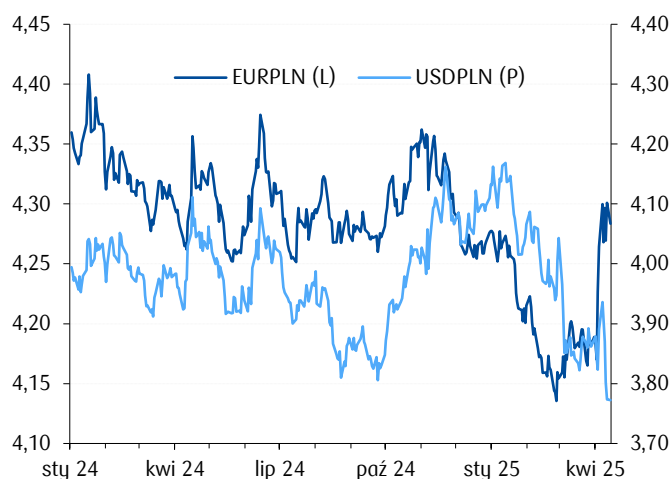
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

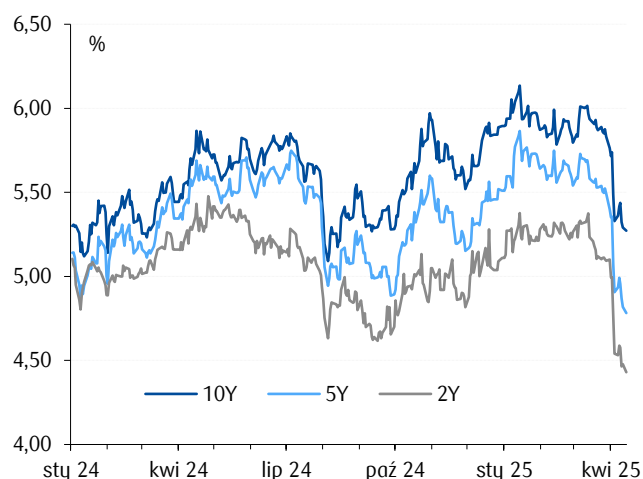
		Wartość 2025-04-14	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2835	-0,4	-0,4	2,4	-0,5	-8,0
	USDPLN	3,7682	-0,7	-4,3	-1,6	-7,0	-11,8
	CHFPLN	4,6103	-0,9	0,9	6,1	4,0	0,4
	GBPPLN	4,9758	0,8	-0,6	-0,1	-1,3	-10,8
	EURUSD	1,1368	0,3	4,1	4,1	7,0	4,3
	EURCHF	0,9291	0,5	-1,2	-3,5	-4,3	-8,4
	GBPUSD	1,3187	1,0	3,4	1,6	5,9	1,1
	USDJPY	143,28	-0,2	-2,9	-3,6	-7,2	14,1
	EURCZK	25,10	0,0	-0,5	0,2	-0,9	2,7
	EURHUF	410,58	0,2	0,5	3,2	4,1	8,4
Obligacje	PL2Y	4,43	-5	-10	-78	-93	-228
	PL5Y	4,78	-4	-15	-78	-82	-203
	PL10Y	5,27	-2	-9	-64	-48	-101
	DE2Y	1,78	2	-3	-40	-112	165
	DE5Y	2,09	0	0	-37	-34	147
	DE10Y	2,52	-1	-12	-28	9	171
	US2Y	3,85	-11	8	-21	-107	134
	US5Y	4,01	-14	13	-9	-62	123
	US10Y	4,37	-9	19	7	-24	159
Akcje	WIG	93 759,4	2,9	6,9	-4,3	12,7	45,4
	WIG20	2 608,2	3,1	7,3	-6,1	6,3	22,9
	S&P500	5 406,0	0,8	6,8	-4,7	6,8	22,5
	NASDAQ100	18 796,0	0,6	7,8	-5,1	6,2	34,4
	Shanghai Composite**	3 260,5	-0,1	5,3	-4,8	6,6	2,9
	Nikkei**	34 316,8	1,0	10,2	-8,2	-12,5	27,9
	DAX	20 954,8	2,9	5,9	-9,5	16,2	47,6
	VIX	25,70	-11,1	-8,7	29,0	42,7	-0,9
Surowce	Ropa Brent	64,9	0,2	1,0	-8,7	-28,0	-34,1
	Ropa WTI	62,0	0,1	1,5	-8,6	-28,1	-34,3
	Złoto	3209,4	-0,8	7,4	7,1	36,8	64,3

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

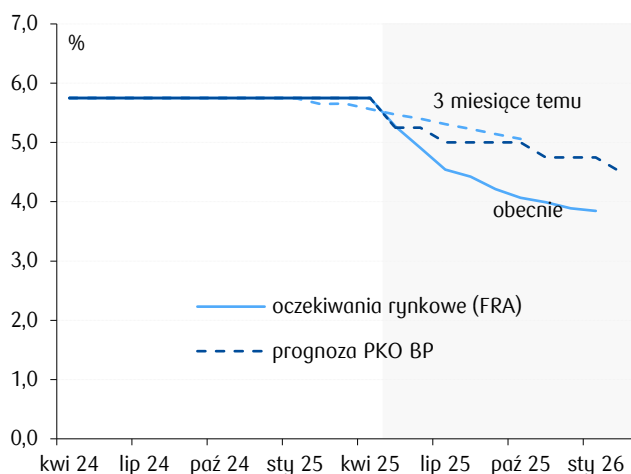
Notowania złotego wobec głównych walut



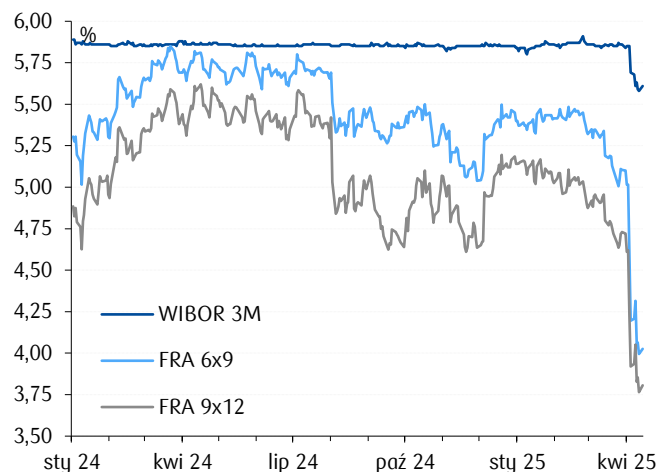
Rentowności polskich obligacji skarbowych



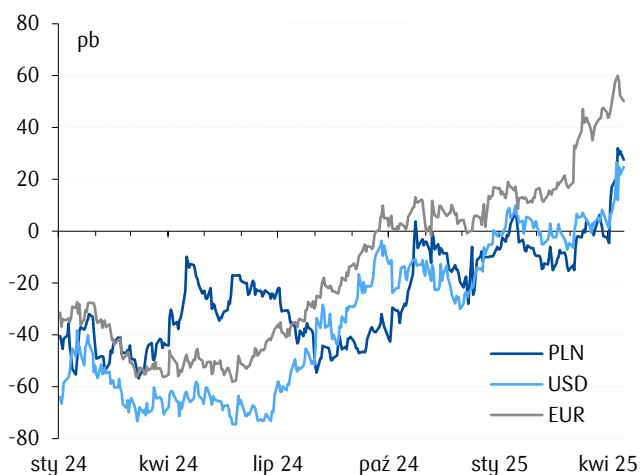
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



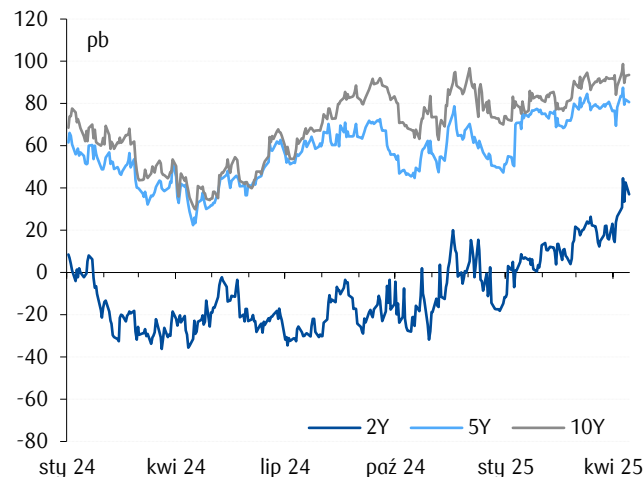
Krótkoterminowe stopy procentowe



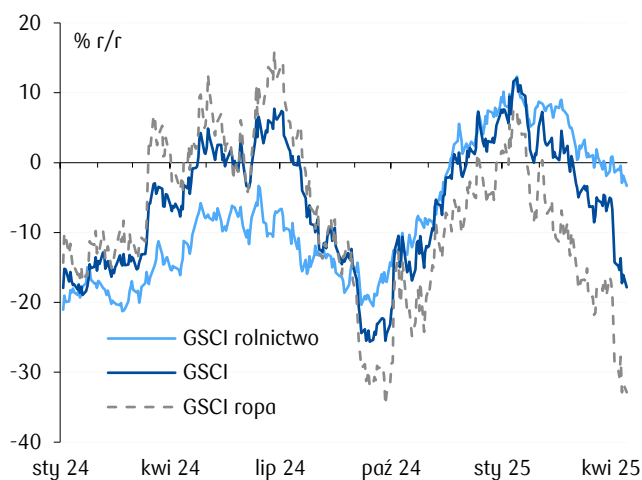
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



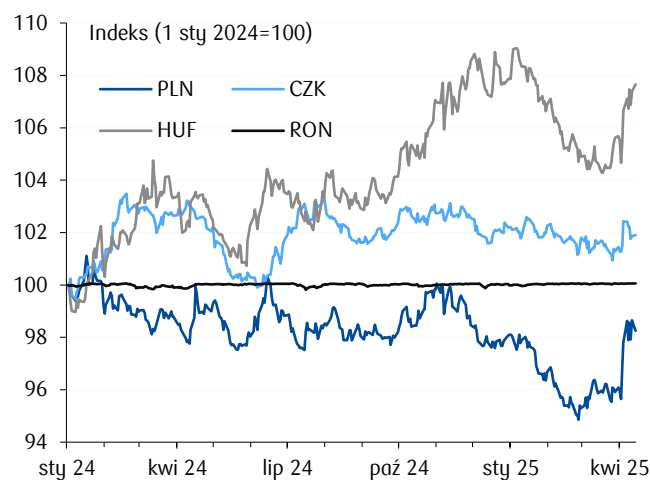
Spread asset swap dla PLN



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.

