

Stopy w strefie euro jednak w dół, w Turcji w górę

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Amerykańskie rynki akcji były wczoraj relatywnie stabilne, natomiast europejskie kontynuowały spadki. Pozytywnie wyróżnił się WIG, który wzrósł o 1,1%. Dolar umocnił się nieco względem euro, zaś złoty zyskiwał względem euro i stracił niewiele wobec dolara. Rentowności amerykańskich *Treasuries* wzrosły wzdłuż całej długości krzywej, natomiast rentowności krajowych papierów obniżyły się wzdłuż całej długości krzywej.
- W związku z Wielkim Piątkiem dziś w kalendarzu nie znajdziemy żadnych publikacji pierwszoplanowych danych makroekonomicznych. W ramach Wielkanocnej ciekawostki Urząd Statystyczny w Zielonej Górze opublikuje infografikę o cenach koszyka wielkanocnego. Wypowiadać się będzie Prezeska San Francisco Fed M.Daly (bez prawa głosu w FOMC).

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- EUR:** Europejski Bank Centralny obniżył stopy procentowe o 25pb, w tym stopę depozytową do poziomu 2,25%. Decyzja była jednomyślna, a mógł ją wspierać „gołębi” układ praw do głosowania – na kwietniowym posiedzeniu prawa głosu nie mieli „jastrzębi” prezesi banków centralnych Austrii i Holandii. W czasie dyskusji nikt nie opowiedział się za obniżką w większej skali. W komunikacie podtrzymano ocenę, że proces dezinflacji jest na dobrej drodze. Jednocześnie perspektywy dla wzrostu gospodarczego pogorszyły się ze względu na narastające napięcia w globalnym handlu (już w marcu prognozy dla PKB zostały zrewidowane w dół ze względu na wysoką niepewność dotyczącą globalnej polityki handlowej). **Oceniamy, że wydzwięk konferencji wpisuje się w postawę „wait-and-see”, co najlepiej oddaje stwierdzenie wypowiedziane przez Ch.Lagarde, że „nie ma lepszego momentu by opierać się na danych”.** Jednocześnie Prezes EBC zwracała uwagę na to, że pełniejsza ocena procesów inflacyjnych w strefie euro będzie możliwa w czerwcu, przy okazji nowej projekcji, co naszym zdaniem może zapewnić przestrzeń do kolejnej obniżki stóp procentowych o 25pb. Nie wykluczamy, że ewentualne silniejsze od oczekiwań pogorszenie koniunktury może wymagać redukcji stóp wyraźnie poniżej neutralnego poziomu. Więcej w Makro Flash: [Nie ma lepszego momentu. by opierać się na danych.](#)

Biurowo Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

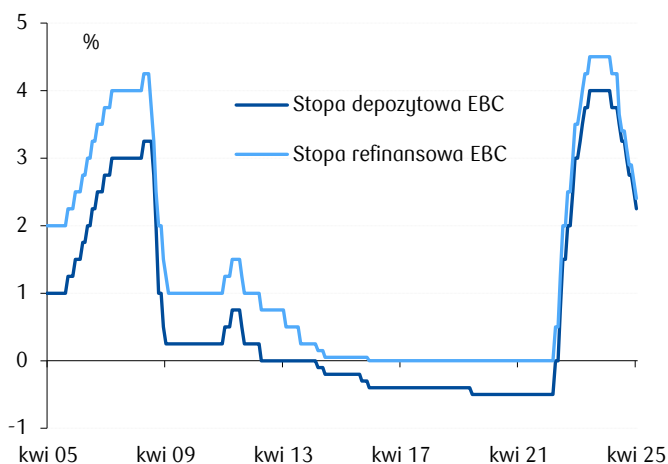
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

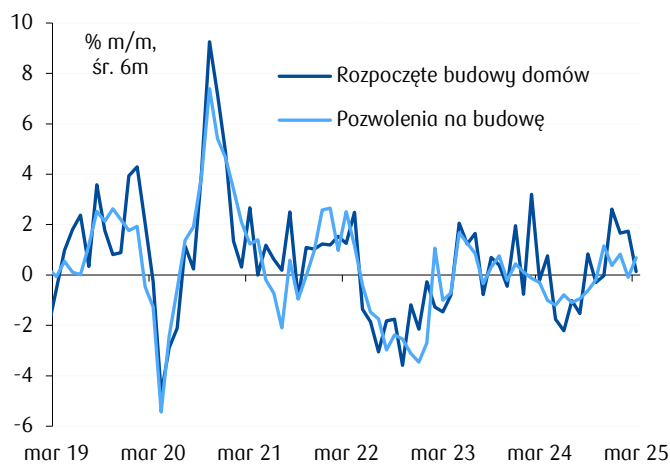
	Wartość 2025-04-17	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2810	-0,2
USDPLN	3,7717	0,1
CHFPLN	4,5999	-0,5
GBPPLN	4,9917	0,4
EURUSD	1,1351	-0,3
Obligacje:		
PL2Y	4,36	-7
PL5Y	4,74	-4
PL10Y	5,26	-4
DE10Y	2,47	-4
US10Y	4,33	5
Indeksy akcyjne:		
WIG	95 165,0	1,1
DAX	21 205,9	-0,5
S&P500	5 282,7	0,1
Nikkei**	34 619,1	0,7
Shanghai Comp.**	3 267,6	-0,4
Surowce:		
Złoto	3303,45	-0,2
Ropa Brent	67,96	3,2

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.

Stopy procentowe EBC

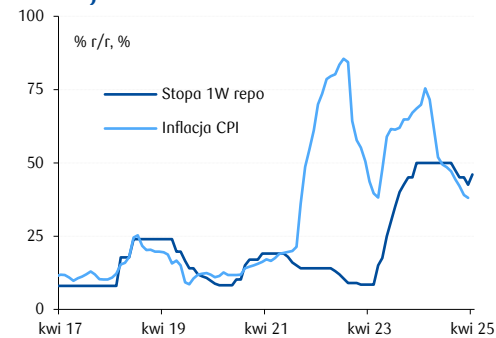


Pozwolenia i rozpoczęte budowy domów w USA



- TUR:** Bank Turcji podniósł stopy procentowe o 350pb, w tym główną stopę *one-week repo* do 46,00%. Decyzja była dużym zaskoczeniem, a rynkowy konsensus oczekiwał pozostawienia stóp na niezmiennym poziomie na posiedzeniu w kwietniu (42,50%) i stopniowego ich obniżania w dalszej części roku. W komunikacie napisano, że decyzję podjęto „w odpowiedzi na ostatnie wydarzenia na rynkach finansowych”, czyli silne osłabienie liry, na skutek m.in. eskalacji wojny celnej ze strony USA.
- USA:** Liczba rozpoczętych budów domów w marcu obniżyła się do 1,324 mln z 1,494 mln, silniej od oczekiwań (kons.: 1,41 mln). Jednocześnie liczba wydanych w marcu pozwoleń na budowę, według wstępnych danych, nieznacznie wzrosła, do 1,482 mln z 1,459 mln w lutym, a odczyt był nieco lepszy od oczekiwań zakładających stagnację (1,45 mln). Rosnąca niepewność, generowana głównie przez chaotyczną politykę administracji D.Trumpa, relatywnie wysokie stopy Fed i oddalająca się perspektywa ich obniżek, a także spodziewane pogorszenie sytuacji finansowej gospodarstw domowych wpływają negatywnie na nastroje inwestorów, również na rynku nieruchomości – uśredniona za okres ostatniego półrocza miesięczna zmienność liczby rozpoczętych budów obniżyła się w marcu niemal do zera (por. wykres na pierwszej stronie).
- GER:** Inflacja PPI w marcu obniżyła się do $-0,2\%$ r/r z $+0,7\%$ r/r, przy oczekiwaniach na jej spadek w mniejszej skali (kons.: $+0,4\%$ r/r). W ujęciu miesięcznym ceny producentów obniżyły się o 0,7%. Za silny spadek odpowiadają przede wszystkim niższe ceny energii ($-2,8\%$ m/m, $-3,6\%$ r/r). Inflacja PPI po wyłączeniu cen energii wyniosła natomiast $+1,4\%$ r/r.
- POL:** GUS zrewidował dane o PKB w latach 2023-2024. Rewizja wynika m.in. z dokonania ostatecznego szacunku PKB za 2023 i uwzględnienia pełniejszych informacji o 2024. Skutkiem rewizji jest wyższa dynamika kwartalnego PKB, zarówno w ujęciu r/r jak i q/q sa (choć zmiany nie przekraczają 0,2pp, por. wykres na marginesie) oraz wyższa dynamika PKB za cały 2023 (0,2% względem 0,1% wg wcześniejszych danych) przy niezminionej dynamice w 2024 (2,9%). **Wśród składowych PKB największą skalę zmian w wyniku rewizji obserwujemy w danych o inwestycjach, które według wcześniejszych danych przez cały 2024 rosły, jednak dziś wiemy już, że w 2 ostatnich kwartałach 2024 silnie spadały (w ujęciu r/r) i w skali całego 2024 obniżyły się o 2,2% (względem wzrostu o 1,5% wg wcześniejszych szacunków).** Rewizja ta może wynikać z innej kwalifikacji wydatków rządowych, jednocześnie w górę zrewidowano spożycie publiczne.
- USA:** Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych obniżyła się do 215 tys. z 224 tys. w poprzednim tygodniu, zgodnie z oczekiwaniami. Liczba osób pobierających zasiłek wzrosła do 1,885 mln (sa) z 1,844 mln.
- ŚWIAT:** Agenda ONZ ds. handlu i rozwoju (UNCTAD) prognozuje, że globalny wzrost PKB w 2025 wyniesie 2,3% wobec 2,8% w 2024. Prognozę na 2025 zrewidowano w dół z 2,7% prognozowanych w październiku 2024. Globalne spowolnienie w 2025 ma wynikać m.in. ze stłumionego popytu, zmian w polityce handlowej oraz zwiększonej niepewności.
- USA:** Prezydent USA D.Trump po raz kolejny wezwał Prezesa Fed J.Powella do obniżenia stóp procentowych. We wpisie na platformie TruthSocial napisał, że „spóźniony Jerome Powell, który zawsze jest spóźniony i się myli” powinien być już dawno temu obniżyc stopy procentowe śladem EBC, a na pewno powinien obniżyć je teraz. D.Trump dodał, że nie może się doczekać zakończenia kadencji Prezesa Fed. D.Trump powiedział później, że jeśli będzie tego chciał, to J.Powell bardzo szybko odejdzie ze stanowiska. Sekretarz skarbu S.Bessent ostrzegł, że próba zwolnienia J.Powella ze stanowiska zdestabilizowałaby rynki, na których już panuje niepewność. Kolejne krytyczne słowa Prezydenta USA wobec Prezesa Fed związane są

Stopa procentowa na tle inflacji CPI w Turcji



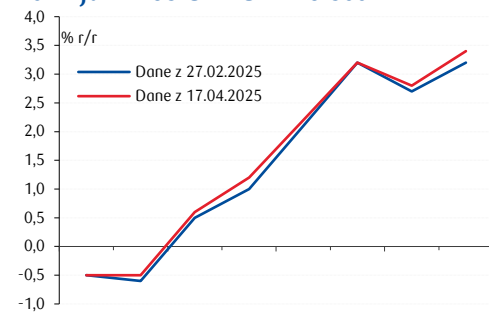
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja PPI w Niemczech



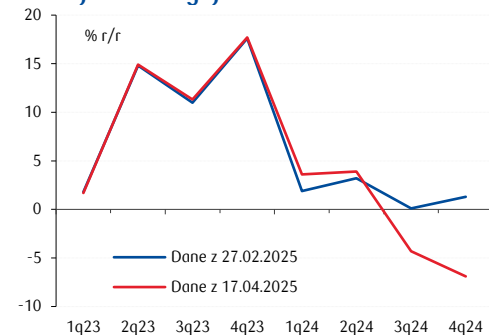
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Rewizja wzrostu PKB w Polsce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Rewizja inwestycji w Polsce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

z wystąpieniem J.Powella, na którym ocenił, że nakładane przez USA cła mogą przyczynić się do zwiększenia inflacji oraz obniżenia wzrostu gospodarczego. Mimo twierdzeń D.Trumpa, że może dowolnie zwolnić prezesa banku centralnego jest to przedmiotem kontrowersji prawnych, które dotąd nie zostały rozstrzygnięte. Ustawa o Rezerwie mówi o niezależności tej instytucji oraz że jej prezes może zostać odwołany tylko z uzasadnionego powodu.

- **ŚWIAT:** Dyrektorka zarządzająca MFW K.Georgiewa oceniła, że cła wprowadzone przez Prezydenta USA będą miały wpływ na gospodarkę światową i spowodują znaczce spowolnienie w tym roku, jednak nie doprowadzą do globalnej recesji.
- **POL:** Ministra rodziny, pracy i polityki społecznej A.Dziemianowicz-Bąk zapowiedziała, że w ostatnim tygodniu kwietnia przedstawi najważniejsze wnioski z analiz dotyczących skrócenia tygodnia pracy i przedstawi dalszy plan działań nad zmianami. Ministra powiedziała, że jest to rozwiązanie oczekiwane, że musi opierać się na założeniu skrócenia czasu pracy przy utrzymaniu niezmiennego wynagrodzenia, a także musi być dostosowane do potrzeb konkretnych branż – inne rozwiązania mogłyby obowiązywać w przemyśle, a inne dotyczyć pracowników kreatywnych i biurowych.

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	--	-3,2
POL: Inflacja CPI (mar., rew.)	10:00	% r/r	4,9	4,9	4,9	4,9
GER: Indeks instytutu ZEW (kwi.)	11:00	pkt.	51,6	10,0	--	-14,0
EUR: Produkcja przemysłowa (lut.)	11:00	% r/r	0,0	-0,8	--	1,2
Środa, 16 kwietnia						
CHN: Wzrost PKB (1q)	4:00	% r/r	5,4	5,2	--	5,4
EUR: Inflacja HICP (mar., rew.)	11:00	% r/r	2,3	2,2	--	2,2
EUR: Inflacja bazowa (mar., rew.)	11:00	% r/r	2,4	2,4	--	2,4
POL: Inflacja bazowa (mar.)	14:00	% r/r	3,6	3,5	3,5	3,6
USA: Sprzedaż detaliczna (mar.)	14:30	% m/m	0,2	1,4	--	1,4
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (mar.)	14:30	%, m/m	0,7	0,4	--	0,5
USA: Produkcja przemysłowa (mar.)	15:15	% m/m	0,8	-0,2	--	-0,3
Czwartek, 17 kwietnia						
GER: Inflacja PPI (mar.)	8:00	% r/r	0,7	0,4	--	-0,2
EUR: Stopa depozytowa EBC	14:15	%	2,50	2,25	2,50	2,25
EUR: Stopa refinansowa EBC	14:15	%	2,65	2,40	2,65	2,40
USA: Rozpoczęte budowy domów (mar.)	14:30	mld	1,494	1,41	--	1,324
USA: Pozwolenia na budowę (mar., wst.)	14:30	mld	1,459	1,45	--	1,482
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	224	225	--	215

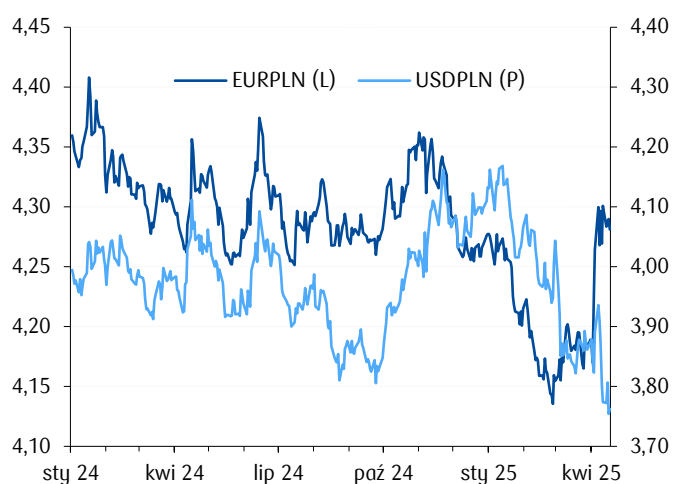
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

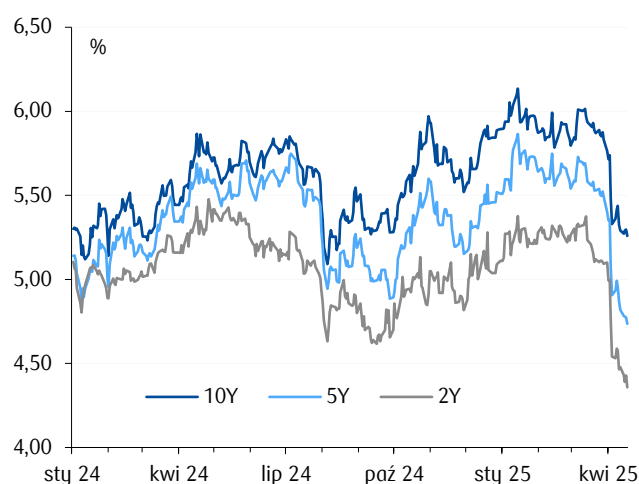
		Wartość 2025-04-17	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2810	-0,2	0,3	2,0	-1,1	-7,6
	USDPLN	3,7717	0,1	-1,2	-2,5	-7,1	-12,3
	CHFPLN	4,5999	-0,5	0,4	5,0	3,3	0,9
	GBPPLN	4,9917	0,4	1,2	-0,4	-1,5	-10,7
	EURUSD	1,1351	-0,3	1,5	4,6	6,5	5,3
	EURCHF	0,9307	0,3	-0,1	-2,8	-4,2	-8,4
	GBPUSD	1,3234	-0,2	2,1	2,0	6,3	1,4
	USDJPY	142,22	-0,2	-1,7	-4,5	-8,0	13,0
	EURCZK	25,07	0,2	0,0	0,2	-0,8	2,6
	EURHUF	408,43	0,2	0,2	2,4	3,7	8,6
Obligacje	PL2Y	4,36	-7	-11	-75	-91	-191
	PL5Y	4,74	-4	-13	-79	-83	-174
	PL10Y	5,26	-4	-6	-63	-47	-69
	DE2Y	1,68	-7	-14	-49	-131	163
	DE5Y	2,01	-4	-12	-42	-50	143
	DE10Y	2,47	-4	-12	-31	-3	163
	US2Y	3,80	2	-5	-16	-120	135
	US5Y	3,94	3	-10	-6	-74	118
	US10Y	4,33	5	-7	10	-30	153
Akcje	WIG	95 165,0	1,1	3,8	-2,5	14,4	49,3
	WIG20	2 643,5	1,1	3,5	-4,0	7,4	26,3
	S&P500	5 282,7	0,1	0,3	-6,7	5,4	20,3
	NASDAQ100	18 258,1	0,0	-0,5	-7,2	5,0	31,4
	Shanghai Composite**	3 267,6	-0,4	1,4	-4,1	6,3	1,8
	Nikkei**	34 622,1	0,7	0,0	-8,3	-9,1	27,8
	DAX	21 205,9	-0,5	3,1	-7,8	18,9	49,7
	VIX	26,73	-3,2	-10,5	37,8	53,8	6,5
Surowce	Ropa Brent	68,0	3,2	7,3	-5,6	-22,0	-39,2
	Ropa WTI	65,1	3,5	7,4	-5,1	-22,1	-39,2
	Złoto	3303,5	-0,2	4,6	8,6	38,7	67,8

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

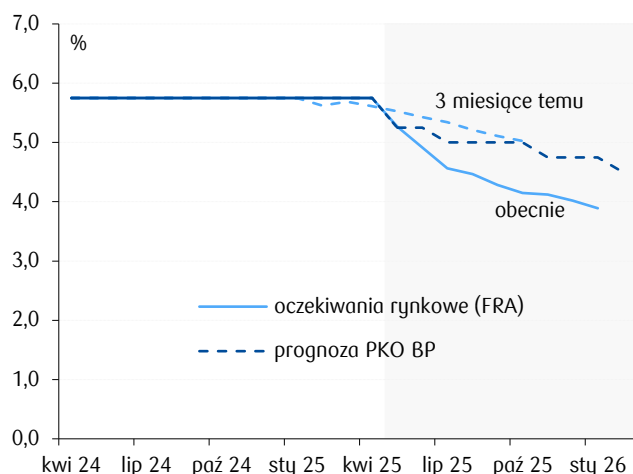
Notowania złotego wobec głównych walut



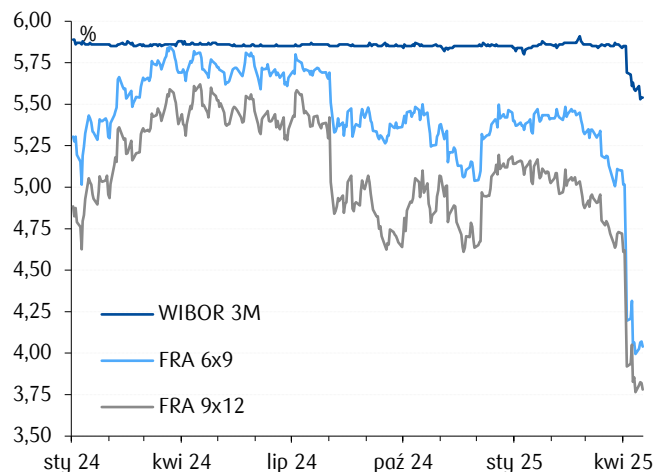
Rentowności polskich obligacji skarbowych



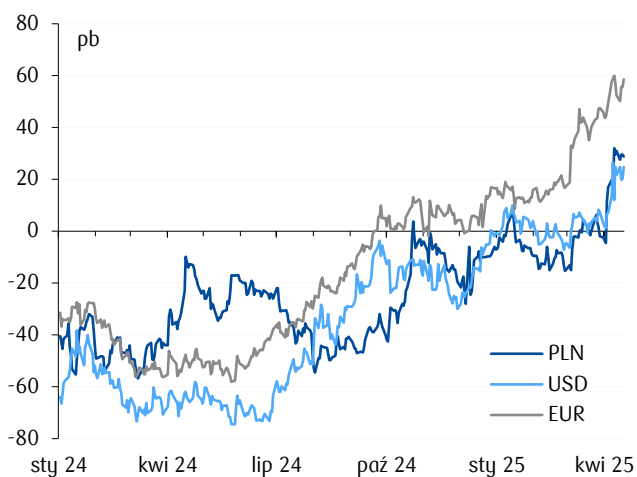
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



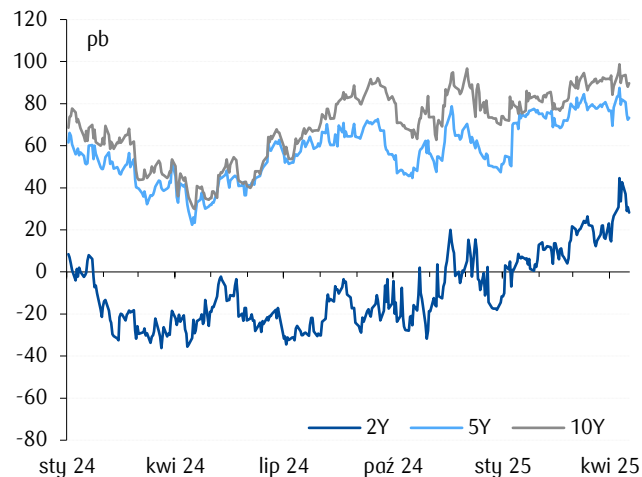
Krótkoterminowe stopy procentowe



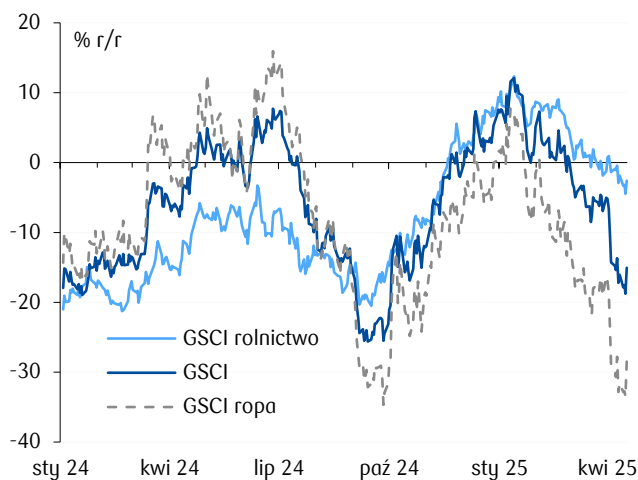
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



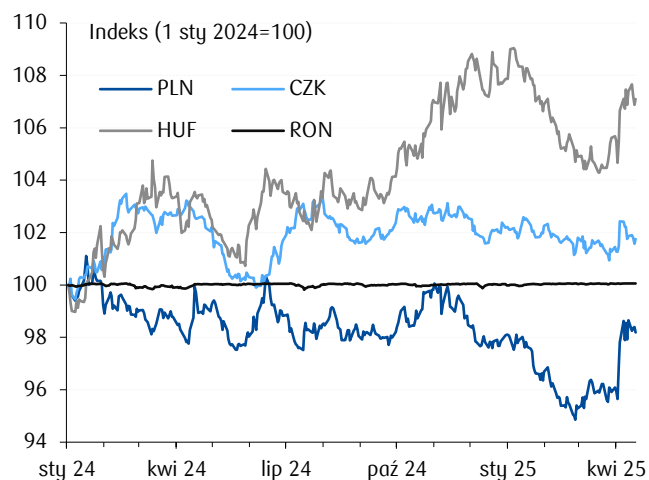
Spread asset swap dla PLN



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.

