

Obniżki stóp znów zawitały nad Wisłę, nad Potomakiem jeszcze na nie poczekają

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Inwestorzy na Wall Street zareagowali optymistycznie na zapowiedź wznowienia rozmów handlowych między USA a Chinami, co przerwało dwudniowy spadek amerykańskich indeksów. Konferencja prezesa J.Powella, który przekonywał, że gospodarka w USA pozostaje w dobrej kondycji, dodatkowo ten optymizm wsparła. Na giełdach europejskich dominowały niewielkie spadki. Dolar umacniał się wobec euro, a rentowności obligacji na rynkach bazowych były względnie stabilne. Zgodna z oczekiwaniami decyzja RPP o obniżce stóp nie wywołała reakcji rynkowej. EURPLN zakończył dzień w okolicy 4,27, podobnie jak we wtorek, a USDPLN nieco poniżej 3,77. Rentowności obligacji nie zmieniły się istotnie. Rynkowe wyceny stóp procentowych nieznacznie przesunęły się w górę. Od dwóch dni notowania EURRON utrzymują się w okolicy 5,1, niemal 2,5% powyżej dotychczasowego poziomu. Dewaluacja kontrolowanego kursu była najpewniej reakcją banku centralnego na odpływ kapitału związany z niepewnością polityczną.
- W kraju najważniejszym wydarzeniem będzie konferencja prasowa Prezesa NBP A.Głapińskiego, zaplanowana na 15.00.
- Dziś decyzje podejmować będą kolejne banki centralne. W przypadku Szwecji i Norwegii oczekujemy utrzymania stóp procentowych bez zmian (odpowiednio na poziomie 2,25% i 4,50%), a w Wielkiej Brytanii oczekujemy obniżki o 25pb, do 4,25%, wynikającej z aktualizacji projekcji, które powinny wskazać na niższą ścieżkę inflacji i wzrostu gospodarczego. Wszystkie trzy prognozy wpisują się w rynkowy konsensus.
- Rano poznamy następne dane z Niemiec za marzec – o produkcji przemysłowej i handlu zagranicznym. Wczorajsze dobre dane o zamówieniach dają nadzieję na solidny wynik. Istotnym czynnikiem wspierającym przemysł powinien być skok eksportu do USA związany, z przezroczystościami zakupami przed wejściem w życie podwyższonych ceł.
- Jak co tydzień poznamy też raport o liczbie bezrobotnych w USA. Uzupełnieniem wczorajszych danych z regionu CEE będzie węgierska produkcja przemysłowa.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

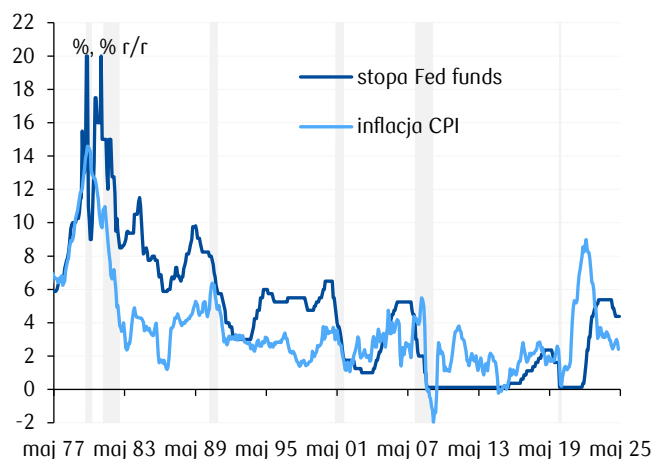
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-05-07	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2710	-0,1
USDPLN	3,7572	-0,3
CHFPLN	4,5798	0,1
GBPPLN	5,0227	-0,1
EURUSD	1,1368	0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,39	-3
PL5Y	4,68	2
PL10Y	5,29	-2
DE10Y	2,48	-6
US10Y	4,28	-3
Indeksy akcyjne:		
WIG	100 382,8	1,2
DAX	23 116,0	-0,6
S&P500	5 631,3	0,4
Nikkei**	36 917,7	0,4
Shanghai		
Comp.**	3 355,3	0,4
Surowce:		
Złoto	3387,34	-0,2
Ropa Brent	61,12	-1,7

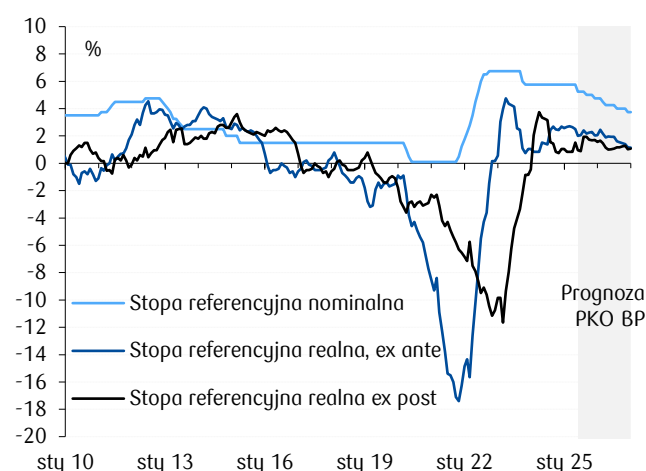
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Stopa Fed na tle inflacji w USA



Źródło: Macrobond, NBP, PKO Bank Polski

Prognoza stóp procentowych w Polsce

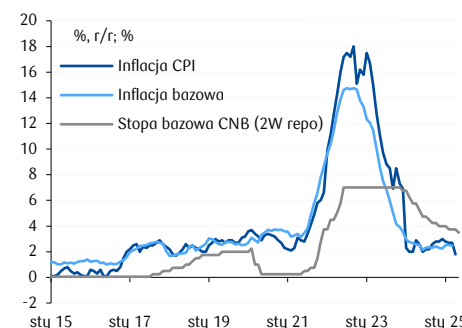


- Według doniesień prasowych D.Trump może dziś ogłosić zawarcie umowy handlowej z Wielką Brytanią. Negocjacje w jej sprawie rozpoczęły się jeszcze za pierwszej kadencji D.Trumpa.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

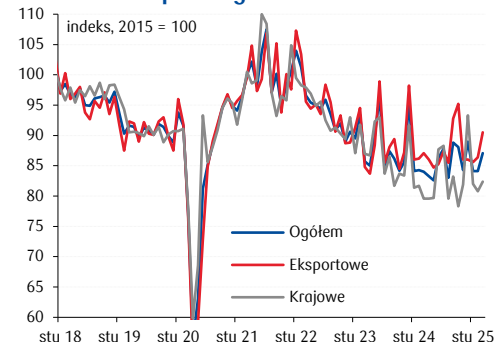
- **USA:** Rezerwa Federalna utrzymała docelowy poziom dla stopy *fed funds* w przedziale 4,25-4,50%, a decyzja o czwartej z rzędu pauzie była zgodna z oczekiwaniami. Prezes J.Powell ocenił, że FOMC nie musi się spieszyć ze zmianą parametrów polityki pieniężnej, gdyż są one obecnie dobrze skalibrowane a koszt czekania na kolejne dane, aby uzyskać pewność co do tego, jaka zmiana jest konieczna, jest niski. Fed ocenił, że gospodarka USA nadal rozwija się w solidnym tempie, chociaż wahania eksportu netto wpłynęły na ostatnie dane o PKB. Stopa bezrobocia ustabilizowała się na niskim poziomie, a warunki na rynku pracy pozostają dobre. Jednocześnie inflacja w ocenie Fed nadal jest nieco podwyższona. **Ryzyka, zarówno dla wzrostu gospodarczego, jak i inflacji, w ocenie Rezerwy jeszcze się zwiększyły.** Prezes J.Powell powiedział, że znaczny wzrost ceł, o ile zostanie podtrzymany, prawdopodobnie spowoduje wzrost inflacji, spowolnienie wzrostu gospodarczego i wzrost bezrobocia. Zwrócił przy tym uwagę, że oczekiwania inflacyjne konsumentów i firm już wrosły. Zaznaczył, że skutki ceł dla inflacji mogą być krótkotrwałe, ale nie wykluczył że mogą się też utrzymać dłużej. Prezes J.Powell ocenił, że polityka Fed jest aktualnie umiarkowanie restrykcyjna i podtrzymał zapowiedź, że kolejne decyzje będą zależeć od napływających informacji, w tym decyzji w sprawie ceł. Naszym zdaniem Fed, przy założeniu utrzymania dotychczasowych korzystnych trendów inflacyjnych i schłodzeniu gospodarki latem zdecyduje się na obniżkę stóp.
- **POL:** Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 50pb, co oznacza spadek stopy referencyjnej do poziomu 5,25%, najniższego od maja 2022. Decyzja była zgodna z oczekiwaniami (PKO i kons.: 5,25%), podczas gdy rynkowe wyceny wskazywały na niezerowe prawdopodobieństwo głębszego ruchu. Obniżkę określono jako dostosowanie poziomu stóp. Pomimo sugestii, że dzisiejszy ruch nie rozpoczyna cyklu, sądzimy, że RPP będzie kontynuować obniżki stóp w kierunku ich neutralnego poziomu. Zakładamy, że kolejne ruchy będą już standardowe (-25pb) i rozciągnięte w czasie. Według nas w tym roku Rada obniży stopy jeszcze dwukrotnie. Więcej w Makro flashu: [Stopy najniższe od 3 lat.](#)
- **GER:** Zamówienia przemysłowe w marcu wzrosły o 3,6% m/m oraz o 3,8% r/r, w obu przypadkach silniej od oczekiwań. Duże jednorazowe zamówienia tym razem nie wpłynęły na wolumen zamówień ogółem. Zamówienia eksportowe rosły silniej niż krajowe (4,7% m/m vs 2,0% m/m). W ujęciu branżowym silnie wzrosły zamówienia w branży elektrycznej (+14,5% m/m), pozostałego sprzętu transportowego (+13,0% m/m), farmaceutycznej (+17,3% m/m) oraz maszynowej (+5,3% m/m). Wzrosty we wspomnianych branżach mogły wynikać z importu przezroczystościowego przez USA (m.in. leków) oraz rosnących zamówień militarnych. W 1q25 zamówienia ogółem były o 2,3% niższe niż w 4q24, co wskazuje na przedłużającą się słabość po stronie popytu. W ujęciu średnioterminowym poziom zamówień pozostaje w stagnacji, a dobre dane za marzec to zdecydowanie za mało by sygnalizować odwrócenie dominujących w ostatnich latach negatywnych tendencji.
- **GER:** Obroty w przetwórstwie przemysłowym (realnie) w marcu wzrosły o 2,2% m/m, do czego przyczynił się przede wszystkim wzrost obrotów w branży farmaceutycznej z podmiotami spoza strefy euro (+37,8% m/m), co wynika z importu przezroczystościowego leków przez USA. Pomijając wpływ tego czynnika obroty w przetwórstwie pozostają w niewielkim trendzie spadkowym - w marcu w ujęciu rocznym spadły o 0,4% r/r.

Stopa bazowa Banku Czech na tle inflacji



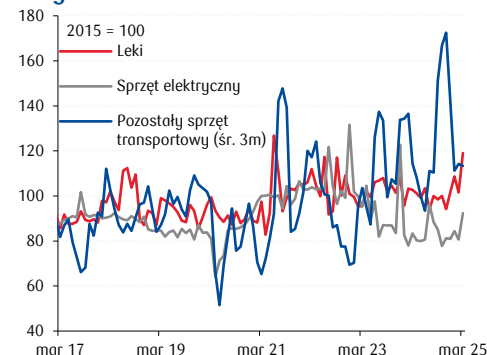
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Zamówienia przemysłowe w Niemczech



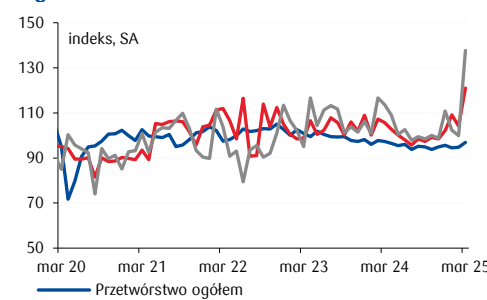
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Zamówienia przemysłowe w Niemczech – wybrane branże



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Obroty w niemieckim przemyśle – wybrane branże



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

- **CZE:** Bank Czech obniżył stopy procentowe o 25pb, w tym główną stopę 2-week repo do 3,50%. Decyzja była zgodna z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami, a możliwość takiego ruchu była już sygnalizowana w *minutes* z marcowego posiedzenia CNB. Za decyzją opowiedziało się sześciu członków Zarządu, jeden preferował utrzymanie stóp bez zmian. Razem z decyzją opublikowano nowe prognozy CNB. Ścieżka inflacji CPI została zrewidowana w górę, do 2,5% w 2025 (z 2,4%) oraz 2,2% w 2026 (z 2,1%). Prognoza wzrostu PKB w 2025 została utrzymana bez zmian na poziomie 2,0% i obniżona w 2026 do 2,1% z 2,4% w poprzedniej prognozie. **Zakładamy, że do końca roku Bank może zdecydować się na jeszcze jedną obniżkę stóp o 25pb.**
- **EUR:** Sprzedaż detaliczna w marcu wzrosła o 1,5% r/r po wzroście o 1,9% r/r w lutym. Wyhamowała dynamika sprzedaży żywności (do 0,6% r/r z 1,5% r/r), co wynikało z efektu Wielkanocy. Jednocześnie sprzedaż towarów poza paliwami i żywnością wzrosła o 2,3% r/r wobec 2,1% r/r w lutym. Poziom sprzedaży detalicznej pozostaje jednak bez większych zmian od września 2024, co wskazuje na stagnację. Sprzedaż detaliczna w Polsce spadła o 1,8% r/r po spadku o 1,5% r/r w lutym (omawiane dane Eurostatu są nieporównywalne z danymi przedstawianymi przez GUS, wg których w marcu spadek wyniósł 0,3% r/r po spadku o 0,5% r/r w lutym).
- **HUN:** Sprzedaż detaliczna w marcu wzrosła o 0,4% r/r, słabiej od oczekiwań (0,9% r/r) oraz niż w lutym (3,2% r/r). Hamowanie dynamiki rocznej wynikało z efektu Wielkanocy, która w 2024 była w marcu, a w 2025 w kwietniu, w związku z czym w danych za kwiecień powinna być już widoczna poprawa – wg ministerstwa gospodarki możliwa jest dynamika rządu nawet 5-6% r/r. Do odbicia przyczynić się też mają m.in. poprawiający się sentyment konsumentów, dalszy wzrost realnych dochodów oraz administracyjne ograniczenia cen podstawowych artykułów żywnościowych.
- **CZE:** Produkcja przemysłowa w marcu wzrosła o 1,4% r/r (kons. 0,2% r/r) wobec 1,5% r/r w lutym (dane odsezonowane), a wg danych nieodsezonowanych w marcu wzrosła o 4,5% r/r (kons.: 3,3% r/r) po spadku o 1,4% r/r w lutym. Wzrost produkcji w przetwórstwie wyniósł 0,5% r/r wobec 0,0% r/r w lutym przy hamowaniu dynamiki w energetyce (do 12,7% r/r z 17,5% r/r w lutym). W ramach przetwórstwa trudno mówić o jednoznacznej poprawie – w kluczowej motoryzacji odnotowano spadek produkcji o 2% r/r po wzroście o 0,5% r/r miesiąc wcześniej. Ogólny obraz sytuacji w czeskim przemyśle pozostaje bez większych zmian i trudno oczekiwać poprawy.
- **UE/UKR:** Komisja Europejska rozważa wprowadzenie środków przejściowych po wygaśnięciu rozporządzenia ws. handlu z Ukrainą (do 5 czerwca obowiązuje w UE rozporządzenie, na mocy którego Ukraina została zwolniona z ceł na produkty rolne eksportowane do Unii) do czasu wynegocjowania porozumienia w ramach umowy stowarzyszeniowej. Nie ma natomiast mowy o przedłużeniu wolnego handlu z Ukrainą.
- **UE:** Parlament Europejski przyjął stanowisko w sprawie budżetu UE, zgodnie z którym Unia powinna zwiększyć inwestycje w obronność w nowej perspektywie budżetowej w związku z rezygnacją USA z "roli globalnego gwaranta pokoju". Przestrzegł przy tym, by wydatki na obronność nie były ze szkodą dla regionów. Stanowisko europarlamentu powinno zostać wzięte pod uwagę przez KE podczas przygotowywania projektu nowego wieloletniego budżetu UE po 2027. KE ma zaprezentować swoją propozycję w lipcu.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 2 maja						
POL: PMI w przetwórstwie (kwi.)	09:00	pkt.	50,7	50,4	50,4	50,2
GER: PMI w przetwórstwie (kwi., rew.)	09:55	pkt.	48,3	48	--	48,4
EUR: PMI w przetwórstwie (kwi., rew.)	10:00	pkt.	48,6	48,7	--	49,0
EUR: Inflacja HICP (kwi., wst.)	11:00	% r/r	2,2	2,1	--	2,2
EUR: Inflacja bazowa (kwi., wst.)	11:00	% r/r	2,4	2,5	--	2,7
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (kwi.)	14:30	tys.	228	130	131	177
USA: Stopa bezrobocia (kwi.)	14:30	%	4,2	4,2	--	4,2
USA: Przeciętna płaca godzinowa (kwi.)	14:30	% r/r	3,8	3,9	--	3,8
USA: Zamówienia fabryczne (mar.)	16:00	% m/m	0,6	4,5	--	4,3
USA: Zamówienia na dobra trwałe (mar., rew.)	16:00	% m/m	0,9	9,2	--	9,2
Poniedziałek, 5 maja						
EUR: Indeks Sentix (maj)	10:30	pkt.	-19,5	-15,0	--	-8,1
Wtorek, 6 maja						
CZE: Inflacja CPI (kwi., wst.)	9:00	% r/r	2,7	2,1	2,2	1,8
GER: PMI w usługach (kwi., rew.)	9:55	pkt.	50,9	48,8	--	49,0
EUR: PMI w usługach (kwi., rew.)	10:00	pkt.	51,0	49,7	--	50,1
EUR: Inflacja PPI (mar.)	11:00	% r/r	3,0	2,5	--	1,9
USA: Bilans handlowy (mar.)	14:30	mld USD	-123,2	-122	--	-140,5
Środa, 7 maja						
GER: Zamówienia fabryczne (mar.)	8:00	% m/m	0,0	2,1	--	3,6
GER: Zamówienia w przemyśle (mar.)	8:00	% r/r	-0,2	1,0	--	3,8
HUN: Sprzedaż detaliczna (mar.)	8:30	% r/r	3,2	0,9	--	0,4
CZE: Produkcja przemysłowa (mar.)	9:00	% r/r	-1,4	3,3	--	4,5
EUR: Sprzedaż detaliczna (mar.)	11:00	% r/r	1,9	1,5	--	1,5
CZE: Posiedzenie banku centralnego (maj)	14:30	%	3,75	3,50	3,50	3,50
USA: Posiedzenie Fed (maj)	20:00	%	4,50	4,50	4,50	4,50
POL: Stopa referencyjna NBP (maj)	--	%	5,75	5,25	5,25	5,25
Czwartek, 8 maja						
GER: Produkcja przemysłowa (mar.)	8:00	% m/m	-1,3	1,0	--	--
GER: Produkcja przemysłowa (mar.)	8:00	% r/r	-4,0	-2,6	--	--
GER: Eksport (mar.)	8:00	% m/m	1,8	1,0	--	--
GER: Import (mar.)	8:00	% m/m	0,7	-0,1	--	--
HUN: Produkcja przemysłowa (mar.)	8:30	% r/r	-8,0	-5,0	--	--
SE: Posiedzenie Riksbanku (maj)	9:30	%	2,25	2,25	2,25	--
NO: Posiedzenie Norges Banku (maj)	10:00	%	4,50	4,50	4,50	--
UK: Posiedzenie BoE (maj)	13:00	%	4,50	4,25	4,25	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (kwi.)	14:30	tys.	241	230	--	--
Piątek, 9 maja						
HUN: Inflacja CPI (kwi.)	8:30	% r/r	4,7	3,9	4,1	--

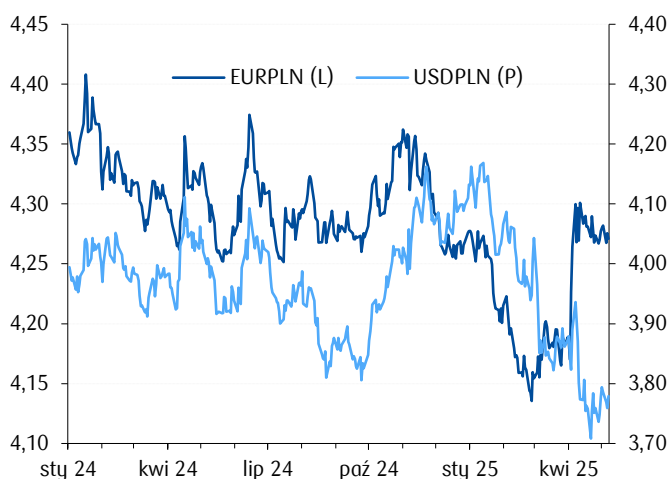
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

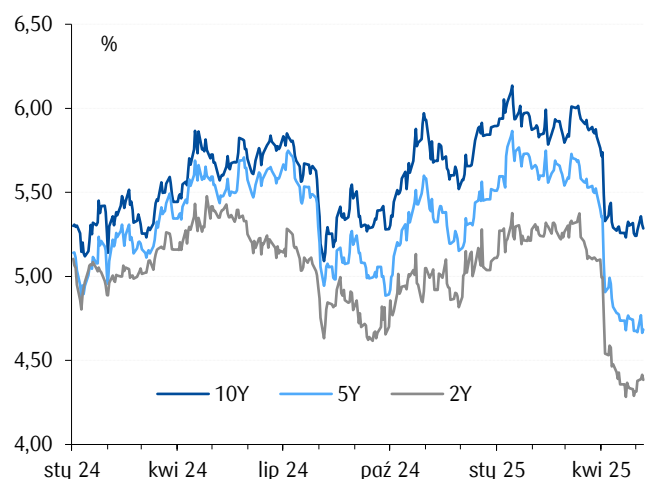
		Wartość 2025-05-07	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2710	-0,1	-0,1	-0,6	-0,7	-8,7
	USDPLN	3,7572	-0,3	-0,1	-3,5	-6,1	-15,3
	CHFPLN	4,5798	0,1	0,0	-1,1	4,0	1,5
	GBPPLN	5,0227	-0,1	-0,3	1,3	0,4	-9,4
	EURUSD	1,1368	0,2	0,0	3,0	5,7	7,8
	EURCHF	0,9326	-0,2	-0,2	0,5	-4,5	-10,0
	GBPUSD	1,3367	0,0	0,1	4,8	7,0	6,9
	USDJPY	143,29	0,3	0,5	-1,0	-7,9	10,2
	EURCZK	24,90	-0,2	-0,2	-1,1	-0,4	1,0
	EURHUF	404,43	-0,1	0,0	-1,3	4,1	6,8
Obligacje	PL2Y	4,39	-3	7	-19	-99	-243
	PL5Y	4,68	2	1	-27	-80	-239
	PL10Y	5,29	-2	4	-15	-30	-132
	DE2Y	1,73	-3	3	-3	-121	144
	DE5Y	2,02	-4	3	-8	-48	129
	DE10Y	2,48	-6	4	-11	2	149
	US2Y	3,79	0	19	-9	-106	117
	US5Y	3,87	-2	16	-14	-62	98
	US10Y	4,28	-3	12	-3	-22	136
Akcje	WIG	100 382,8	1,2	1,7	14,1	15,5	77,1
	WIG20	2 748,5	1,1	0,4	12,9	7,8	51,6
	S&P500	5 631,3	0,4	1,1	3,2	8,6	31,0
	NASDAQ100	19 868,0	0,4	1,5	3,8	9,9	46,8
	Shanghai Composite**	3 355,3	0,4	2,3	5,3	7,2	10,1
	Nikkei**	36 917,7	0,4	2,4	16,4	-3,4	37,7
	DAX	23 116,0	-0,6	2,8	17,5	25,0	65,5
	VIX	22,95	-2,4	-4,4	-8,9	57,1	-14,9
Surowce	Ropa Brent	61,1	-1,7	-3,2	-6,7	-26,9	-44,5
	Ropa WTI	59,4	-1,7	-0,2	-5,1	-26,3	-44,9
	Złoto	3387,3	-0,2	2,4	10,2	46,4	81,4

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

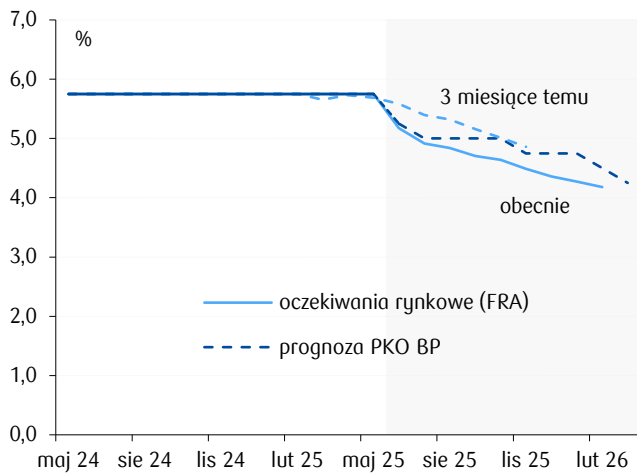
Notowania złotego wobec głównych walut



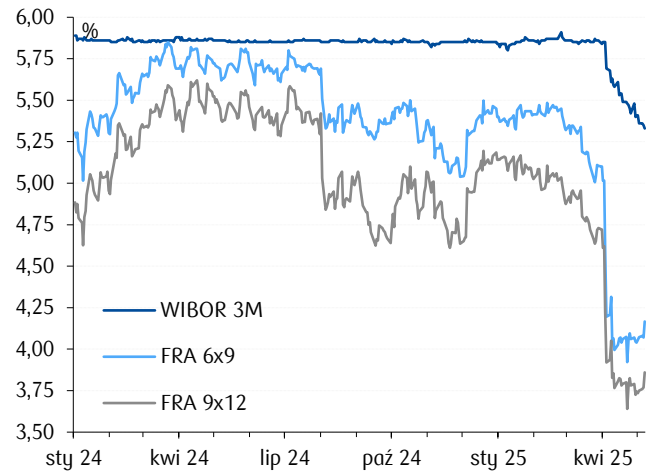
Rentowności polskich obligacji skarbowych



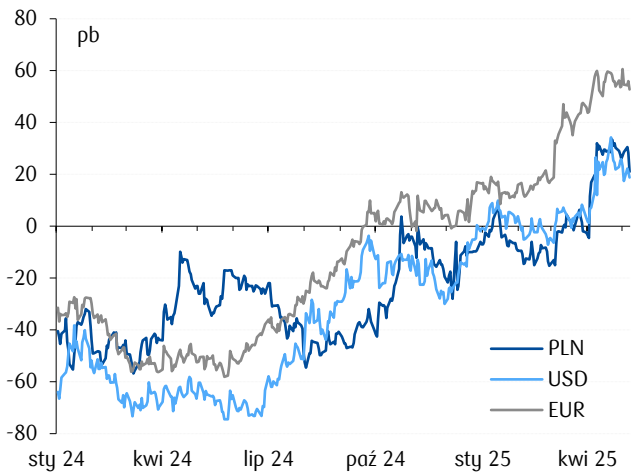
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



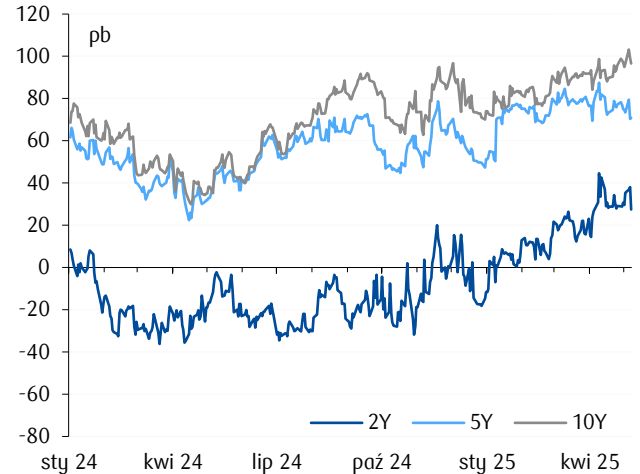
Krótkoterminowe stopy procentowe



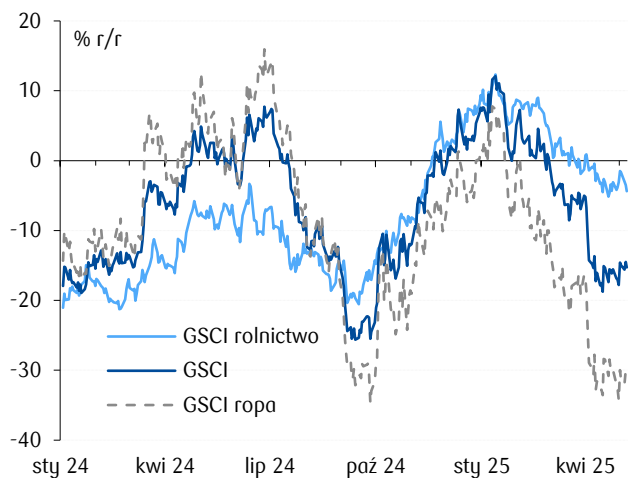
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



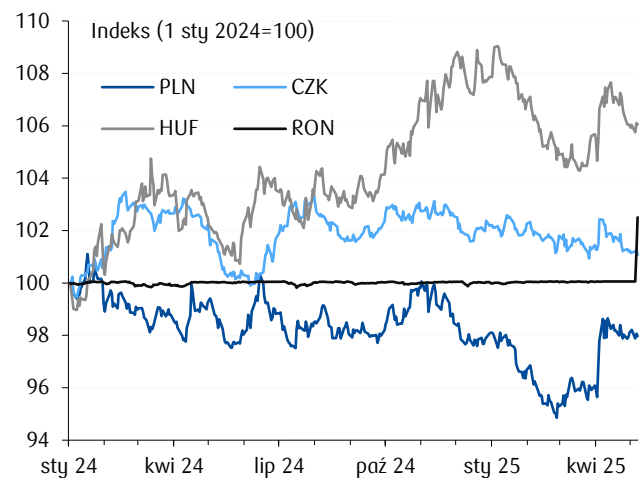
Spread asset swap dla PLN



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.

