

## Eksplozja optymizmu

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Nagły wzrost apetytu na ryzyko, spowodowany złagodzeniem napięć w wojnie handlowej między USA a Chinami, wywołał entuzjazm na giełdach. Nadzieje na szersze porozumienie między dwiema największymi gospodarkami świata doprowadziły do wzrostu indeksu S&P w ciągu sesji o ponad 3%. Ceny złota spadły, dolar umacniał się wobec euro (EURUSD osiągnął poziom 1,11). Na rynku krajowym złoty osłabiał się wobec głównych walut, pod koniec dnia EURPLN oscylował wokół 4,24, a USDPLN 3,82. Rentowności obligacji rosły w ślad za rynkami bazowymi.
- **Dziś kluczową publikacją makroekonomiczną jest amerykańska inflacja CPI za kwiecień.** Konsensus wskazuje, że zarówno inflacja ogółem jak i bazowa powinny pozostać bez zmian względem marca (odpowiednio 2,4% r/r i 2,8% r/r). Dostrzegamy potencjał do zaskoczenia w dół – trzy z czterech ostatnich odczytów inflacji bazowej okazywały się niższe od prognoz.
- **W Europie uwaga zwrócona może być na wskaźnik koniunktury Instytutu ZEW dla Niemiec za maj,** który ma znacząco się poprawić. Uzpełnieniem danych będą **raporty inflacyjne z regionu** – finalne dane inflacyjne z Czech (oczekujemy potwierdzenia spadku inflacji do 1,8% r/r w kwietniu z 2,7% r/r w marcu) oraz dane z Rumunii (oczekiwane jest nieznaczne hamowanie inflacji, do 4,8% r/r z 4,9% r/r w marcu).
- **W tle wydarzeń ekonomicznych toczyć się będą przygotowania do zaplanowanych na czwartek rozmów pokojowych pomiędzy Ukrainą a Rosją, w których mieliby uczestniczyć W.Zełenski i W.Putin, a swojego uczestnictwa nie wykluczył także D.Trump.**

### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **USA/CHN:** USA i Chiny ogłosiły istotne obniżenie wzajemnych ceł na 90 dni – chińskich ceł na amerykańskie towary do 10% ze 125% oraz amerykańskich ceł na chińskie towary do 30% ze 145%. Skala redukcji ceł była zdecydowanie silniejsza od oczekiwań rynkowych. Umowa zakłada, że amerykańskie cła wzajemne wyniosą 10%, ale w mocy pozostaną też 20% cła

### Biurowe Analizy Makroekonomicznych

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

@PKO\_Research

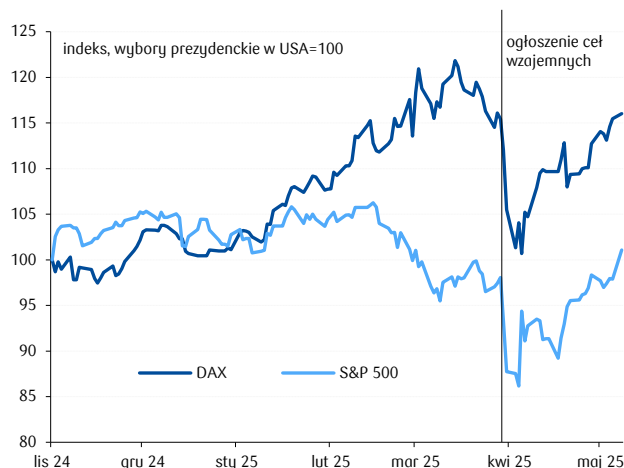
www.centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

|                         | Wartość<br>2025-05-12 | (%, pb)*<br>Δ 1D |
|-------------------------|-----------------------|------------------|
| <b>Waluty:</b>          |                       |                  |
| EURPLN                  | 4,2443                | 0,2              |
| USDPLN                  | 3,8195                | 1,6              |
| CHFPLN                  | 4,5279                | -0,1             |
| GBPPLN                  | 5,0426                | 0,7              |
| EURUSD                  | 1,1112                | -1,4             |
| <b>Obligacje:</b>       |                       |                  |
| PL2Y                    | 4,59                  | 2                |
| PL5Y                    | 4,98                  | 6                |
| PL10Y                   | 5,47                  | 7                |
| DE10Y                   | 2,64                  | 9                |
| US10Y                   | 4,47                  | 9                |
| <b>Indeksy akcyjne:</b> |                       |                  |
| WIG                     | 103 526,8             | 0,3              |
| DAX                     | 23 566,5              | 0,3              |
| S&P500                  | 5 844,2               | 3,3              |
| Nikkei**                | 38 356,8              | 1,9              |
| Shanghai<br>Comp.**     | 3 371,9               | 0,1              |
| <b>Surowce:</b>         |                       |                  |
| Złoto                   | 3236,81               | -3,1             |
| Ropa Brent              | 64,96                 | 1,6              |

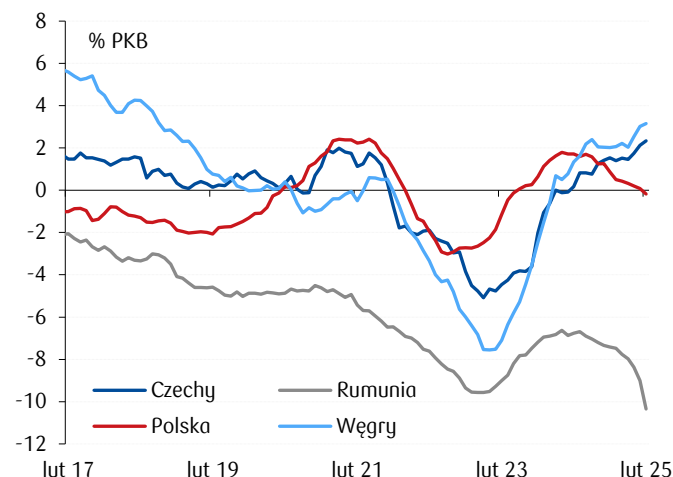
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.  
\*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych  
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności  
obligacji. \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

### Zmiany indeksów giełdowych w USA i w Niemczech od wyborów prezydenckich w USA w 2024



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

### Saldo obrotów bieżących w relacji do PKB w CEE (suma ruchoma 12-miesięczna)



nałożone na Chiny za eksport fentanylu. Efektywne stawki celne (wg PIIE, uwzględniające również cła sprzed II kadencji D.Trumpa wynoszące ok. 20% dla obu gospodarek) wynosiły odpowiednio 147,6% (Chiny na USA) oraz 124,1% (USA na Chiny). Redukcja ceł ma obowiązywać od 14 maja. Chiny dodatkowo zawieszą lub zniosą wprowadzone odwetowo bariery pozataryfowe (m.in. w zakresie kontroli eksportu metali ziem rzadkich i sankcji na wybrane amerykańskie firmy). Według doniesień Bloombergu Chiny zniosły obowiązujący od miesiąca zakaz przyjmowania przez linie lotnicze samolotów Boeing. Rozmowy handlowe mają toczyć się dalej, a ich celem ma być dążenie do „trwałych, długoterminowych i wzajemnie korzystnych” relacji gospodarczych. Prezydent USA zasygnalizował, że do końca tygodnia może odbyć się jego rozmowa z prezydentem Chin, Xi Jinpingiem.

- **USA/UE: D.Trump zapowiedział, że zamierza zmusić państwa UE do płacenia wyższych cen za leki wyprodukowane przez amerykańskie koncerny.** W jego ocenie władze państw europejskich wymuszały na amerykańskich koncernach niższe ceny, w efekcie czego amerykańscy pacjenci „subsydiowali” systemy ochrony zdrowia w Europie. Rozporządzenie wykonawcze prezydenta zakłada m.in. wyznaczanie cen leków na poziomie innych rozwiniętych państw oraz zwiększenie importu leków z zagranicy. Według dziennika „New York Times” rozporządzenie może zostać zablokowane przez sądy.
- **POL: I.Dąbrowski (RPP) ocenił, że kolejne obniżki stóp NBP nastąpią dopiero w 4q25 i to będzie początek cyklu dokonywanego w drobnych krokach.** Przedstawiciel RPP powiedział, że dyskusja o obniżkach może powrócić w lipcu, ale będzie to raczej dyskusja niż decyzja. Ze zmianą stóp wg I.Dąbrowskiego trzeba będzie poczekać na trzy nowe informacje: 1. w zakresie taryf energetycznych, 2. odnośnie do kształtowania się oczekiwań inflacyjnych po majowym dostosowaniu stóp, oraz 3. co do presji płacowej, która wciąż jest „powyżej granicy, której byśmy chcieli”.
- **USA: A.Kugler (Zarząd Fed), stwierdziła, że polityka celna administracji D.Trumpa prawdopodobnie przyczyni się do wzrostu inflacji i spowolnienia wzrostu gospodarczego,** mimo ostatnich zapowiedzi obniżenia ceł na produkty z Chin. A.Kugler zaznaczyła, że średnie stawki celne w USA pozostają na najwyższym poziomie od dekad.
- **UE: Komisarz UE ds. obrony, A.Kubilius, ogłosił powstanie zespołu roboczego ds. współpracy przemysłu obronnego Wspólnoty i Ukrainy,** która ma dotyczyć wspólnej produkcji i zamówień. Podkreślił, że UE może na tym skorzystać bardziej niż Ukraina. Zadaniem nowego zespołu będzie wypracowanie konkretnych projektów, dotyczących wspólnych zamówień i wspólnej produkcji. Ma to pomóc także unijnym i ukraińskim firmom zbrojeniowym w dostępie do źródeł finansowania. Chodzi przede wszystkim o opiekujący na 150 mld euro unijny pakiet pożyczek SAFE, a także o Europejski Program Przemysłu Obronnego (EDIP).
- **USA/UKR: Prezydent Ukrainy, W.Zełenski, podpisał ustawę ratyfikującą umowę z USA w sprawie zasobów mineralnych.** Według prezydenta umowa ma zapewnić gwarantowane inwestycje w najbardziej obiecujące sektory gospodarki, co przyspieszy odbudowę Ukrainy. Umowa zawiera gwarancje, że nie będzie sprzeczna z porozumieniami Ukrainy z UE.
- **UE: Komisja Europejska bierze pod uwagę nałożenie sankcji na konsorcjum Nord Stream 2, jeśli Rosja nie zgodzi się na bezwarunkowe zawieszenie broni na 30 dni.** Rzeczniczka KE Paula Pinho powiedziała, że „gazociąg obecnie nie działa, ale nie wiadomo, jak będzie w przyszłości. Nałożenie sankcji na kogokolwiek, kto ma związek z konsorcjum Nord Stream, będzie jasnym sygnałem, że nie warto nawet rozważać inwestowania w nie.”

Stopy bezrobocia w Czechach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

- **POL:** NBP udzielił 9 maja kredytu lombardowego na 655 mln PLN, co stanowiło najwyższy kredyt lombardowy od kwietnia 2016, a wcześniej od 2008. Kredyt lombardowy jest udzielany przez NBP bankom na jeden dzień operacyjny, a jego zabezpieczeniem są papiery wartościowe.
- **POL:** MRPiPS poinformowało, że w resorcie trwają prace nad nowymi rozwiązaniami w zakresie polityki demograficznej. Przewidziany jest dalszy rozwój programów wspierających rodziców i opiekunów do lat 3.
- **POL:** Do 11 maja podpisano umowy na 40,9% funduszy z polityki spójności UE na lata 2021-27. Podpisano 15,3 tys. umów o dofinansowanie projektów o wartości wydatków kwalifikowalnych 166,5 mld PLN, w tym 131 mld PLN dofinansowania UE.
- **ROM:** Saldo handlowe w marcu wyniosło -2,836 mld EUR wobec -2,872 mld EUR w lutym. Deficyt pogłębił się w ujęciu rocznym o 13,2%. Dynamika eksportu wyniosła 6,3% r/r, a importu 8,0% r/r. Import rośnie szybciej od eksportu (w ujęciu średniej 3 miesięcznej) od początku 2024. Oznacza to, że równowaga zewnętrzna Rumunii systematycznie pogarsza się, a deficyt obrotów bieżących w relacji do PKB pogłębił się w lutym (ostatnie dostępne dane) do 8,4% PKB.
- **CZE:** Stopa bezrobocia w kwietniu pozostała bez zmian na poziomie 4,3%, mimo oczekiwań spadku do 4,2%.
- **ŚWIAT:** Koncern motoryzacyjny Nissan planuje dodatkową redukcję zatrudnienia o ponad 10 tys. osób na całym świecie. Wraz z ogłoszonymi w listopadzie 2024 cięciami, zwolnienia dotkną łącznie ok. 20 tys. osób, co stanowi blisko 15% pracowników Nissana. Głównymi przyczynami trudności są wysokie koszty realizacji planu naprawczego i spadek sprzedaży na kluczowych rynkach (w USA i Chinach).

## Kalendarz makroekonomiczny

| Wskaźnik                                        | Godz. | Jednostka | Poprzednio | Konsensus | PKO BP | Odczyt |
|-------------------------------------------------|-------|-----------|------------|-----------|--------|--------|
| <b>Piątek, 9 maja</b>                           |       |           |            |           |        |        |
| HUN: Inflacja CPI (kwi.)                        | 8:30  | % r/r     | 4,7        | 3,9       | 4,1    | 4,2    |
| <b>Poniedziałek, 12 maja</b>                    |       |           |            |           |        |        |
| ROM: Saldo handlowe (mar.)                      | 8:00  | mld RON   | -2,872     | --        | --     | -2,836 |
| CZE: Stopa bezrobocia (kwi.)                    | 9:00  | %         | 4,3        | 4,2       | --     | 4,3    |
| <b>Wtorek, 13 maja</b>                          |       |           |            |           |        |        |
| ROM: Inflacja CPI (kwi.)                        | 8:00  | % r/r     | 4,9        | 4,8       | --     | --     |
| CZE: Inflacja CPI (kwi., rew.)                  | 9:00  | % r/r     | 2,7        | 1,8       | --     | --     |
| GER: Indeks instytutu ZEW (maj)                 | 11:00 | pkt.      | -14        | 10        | --     | --     |
| USA: Inflacja CPI (kwi.)                        | 14:30 | % r/r     | 2,4        | 2,4       | --     | --     |
| USA: Inflacja bazowa (kwi.)                     | 14:30 | % r/r     | 2,8        | 2,8       | --     | --     |
| <b>Środa, 14 maja</b>                           |       |           |            |           |        |        |
| ROM: Produkcja przemysłowa (mar.)               | 8:00  | % r/r     | -3,2       | --        | --     | --     |
| GER: Inflacja CPI (kwi., rew.)                  | 8:00  | % r/r     | 2,2        | 2,1       | --     | --     |
| GER: Inflacja HICP (kwi., rew.)                 | 8:00  | % r/r     | 2,3        | 2,2       | --     | --     |
| CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (mar.)    | 10:00 | mld CZK   | 43,8       | 29,6      | --     | --     |
| POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (mar.)    | 14:00 | mld EUR   | -220       | 123       | 138    | --     |
| POL: Eksport (mar.)                             | 14:00 | % r/r     | -1,4       | 2,0       | 2,9    | --     |
| POL: Import (mar.)                              | 14:00 | % r/r     | 2,3        | 5,7       | 6,7    | --     |
| ROM: Rachunek bieżący od początku roku (mar.)   | --    | mld RON   | -4,809     | --        | --     | --     |
| <b>Czwartek, 15 maja</b>                        |       |           |            |           |        |        |
| ROM: Wzrost PKB (1q)                            | 8:00  | % r/r     | 0,5        | 0,8       | --     | --     |
| ROM: Wynagrodzenie (mar.)                       | 8:00  | % r/r     | 9,7        | --        | --     | --     |
| POL: Inflacja CPI (kwi., rew.)                  | 10:00 | % r/r     | 4,9        | 4,2       | 4,2    | --     |
| POL: Wzrost PKB (1q)                            | 10:00 | % r/r     | 3,4        | 3,1       | 2,9    | --     |
| EUR: Wzrost PKB (1q)                            | 11:00 | % r/r     | 1,2        | 1,2       | --     | --     |
| EUR: Produkcja przemysłowa (mar.)               | 11:00 | % r/r     | 1,2        | 2,1       | --     | --     |
| EUR: Zatrudnienie (1q)                          | 11:00 | % r/r     | 0,7        | --        | --     | --     |
| USA: Sprzedaż detaliczna (kwi.)                 | 14:30 | % m/m     | 1,4        | 0,0       | --     | --     |
| USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (kwi.) | 14:30 | % m/m     | 0,5        | 0,3       | --     | --     |
| USA: Inflacja PPI (kwi.)                        | 14:30 | % r/r     | 2,7        | 2,5       | --     | --     |
| USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)     | 14:30 | tys       | 228        | 230       | --     | --     |
| USA: Produkcja przemysłowa (kwi.)               | 15:15 | % m/m     | -0,3       | 0,3       | --     | --     |
| <b>Piątek, 16 maja</b>                          |       |           |            |           |        |        |
| EUR: Bilans handlowy (mar.)                     | 11:00 | mld EUR   | 21         | --        | --     | --     |
| POL: Inflacja bazowa (kwi.)                     | 14:00 | % r/r     | 3,6        | 3,5       | --     | --     |
| USA: Rozpoczęte budowy domów (kwi.)             | 14:30 | mld       | 1,324      | 1,365     | --     | --     |
| USA: Pozwolenia na budowę (kwi., wst.)          | 14:30 | mld       | 1,467      | 1,45      | --     | --     |
| USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (maj, wst.)   | 16:00 | pkt.      | 52,2       | 53,0      | --     | --     |
| ROM: Posiedzenie banku centralnego (.)          | --    | %         | 6,50       | 6,50      | 6,50   | --     |

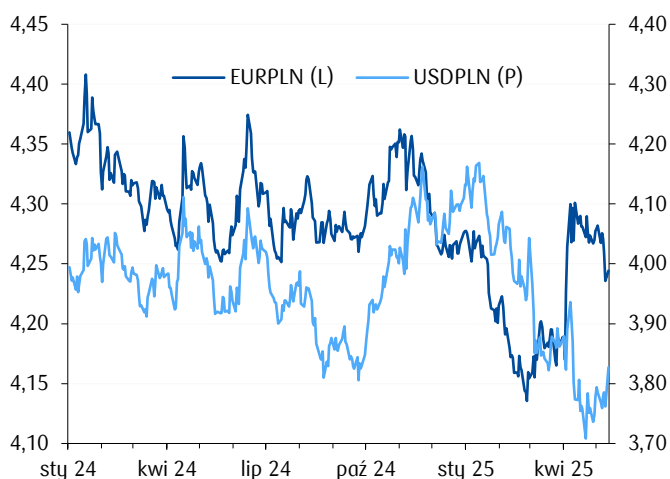
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

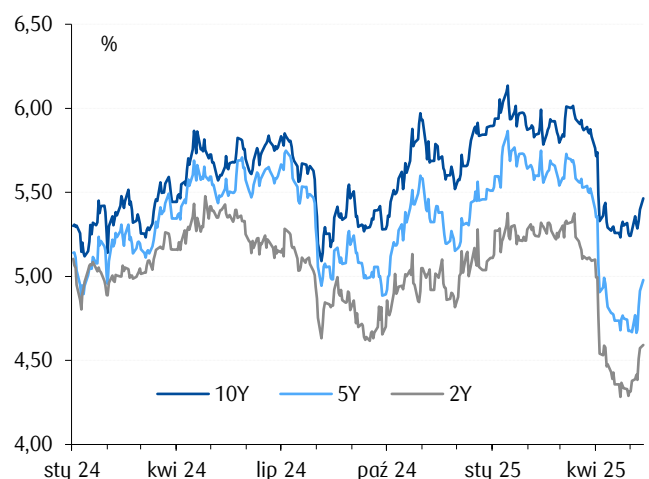
|                  |                      | Wartość<br>2025-05-12 | Δ 1D  | Δ 1W  | Δ (% , pb)* |       |       |
|------------------|----------------------|-----------------------|-------|-------|-------------|-------|-------|
|                  |                      |                       |       |       | Δ 4W        | Δ 12M | Δ 36M |
| <b>Waluty</b>    | EURPLN               | 4,2443                | 0,2   | -0,5  | -0,9        | -0,9  | -9,6  |
|                  | USDPLN               | 3,8195                | 1,6   | 1,5   | 1,4         | -3,7  | -14,3 |
|                  | CHFPLN               | 4,5279                | -0,1  | -1,1  | -1,8        | 3,5   | 1,2   |
|                  | GBPPLN               | 5,0426                | 0,7   | 0,6   | 1,3         | 1,1   | -8,0  |
|                  | EURUSD               | 1,1112                | -1,4  | -2,0  | -2,2        | 2,9   | 5,5   |
|                  | EURCHF               | 0,9374                | 0,3   | 0,6   | 0,9         | -4,3  | -10,7 |
|                  | GBPUSD               | 1,3203                | -0,8  | -0,8  | 0,1         | 5,1   | 7,3   |
|                  | USDJPY               | 148,22                | 2,2   | 3,1   | 3,4         | -4,9  | 13,6  |
|                  | EURCZK               | 24,98                 | 0,1   | 0,2   | -0,5        | 0,9   | 0,0   |
|                  | EURHUF               | 405,10                | 0,3   | 0,4   | -1,3        | 4,8   | 6,2   |
| <b>Obligacje</b> | PL2Y                 | 4,59                  | 2     | 20    | 16          | -84   | -222  |
|                  | PL5Y                 | 4,98                  | 6     | 21    | 20          | -54   | -238  |
|                  | PL10Y                | 5,47                  | 7     | 11    | 19          | -19   | -154  |
|                  | DE2Y                 | 1,93                  | 14    | 15    | 15          | -103  | 170   |
|                  | DE5Y                 | 2,22                  | 13    | 15    | 13          | -32   | 146   |
|                  | DE10Y                | 2,64                  | 9     | 12    | 12          | 13    | 155   |
|                  | US2Y                 | 4,00                  | 12    | 16    | 15          | -86   | 138   |
|                  | US5Y                 | 4,11                  | 11    | 17    | 9           | -40   | 112   |
|                  | US10Y                | 4,47                  | 9     | 13    | 9           | -2    | 139   |
| <b>Akcje</b>     | WIG                  | 103 526,8             | 0,3   | 3,1   | 10,4        | 18,5  | 91,0  |
|                  | WIG20                | 2 831,6               | -0,4  | 1,7   | 8,6         | 11,2  | 63,9  |
|                  | S&P500               | 5 844,2               | 3,3   | 3,4   | 8,1         | 11,9  | 46,4  |
|                  | NASDAQ100            | 20 868,2              | 4,0   | 4,5   | 11,0        | 14,7  | 71,2  |
|                  | Shanghai Composite** | 3 371,9               | 0,1   | 2,8   | 3,3         | 7,1   | 12,2  |
|                  | Nikkei**             | 38 351,7              | 1,9   | 4,1   | 12,9        | 0,5   | 45,7  |
|                  | DAX                  | 23 566,5              | 0,3   | 1,0   | 12,5        | 25,7  | 76,1  |
|                  | VIX                  | 19,41                 | -12,2 | -14,9 | -24,5       | 33,6  | -41,3 |
| <b>Surowce</b>   | Ropa Brent           | 65,0                  | 1,6   | 7,9   | 0,1         | -22,1 | -38,7 |
|                  | Ropa WTI             | 63,3                  | 1,5   | 8,2   | 2,1         | -21,5 | -38,6 |
|                  | Złoto                | 3236,8                | -3,1  | -2,3  | 0,9         | 38,5  | 73,9  |

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

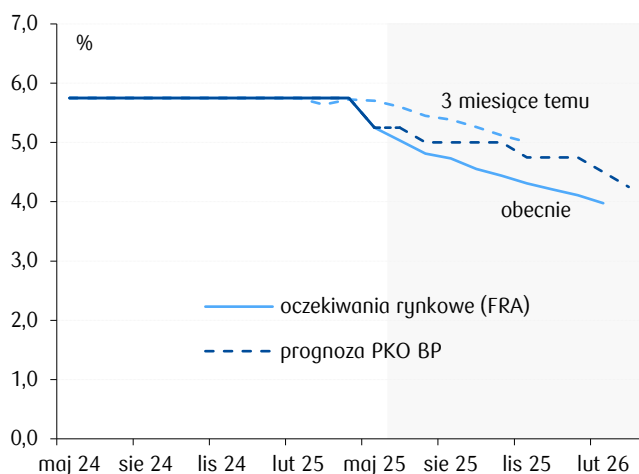
Notowania złotego wobec głównych walut



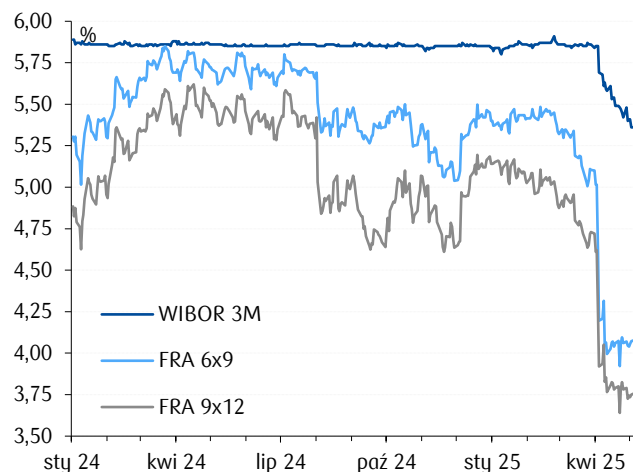
Rentowności polskich obligacji skarbowych



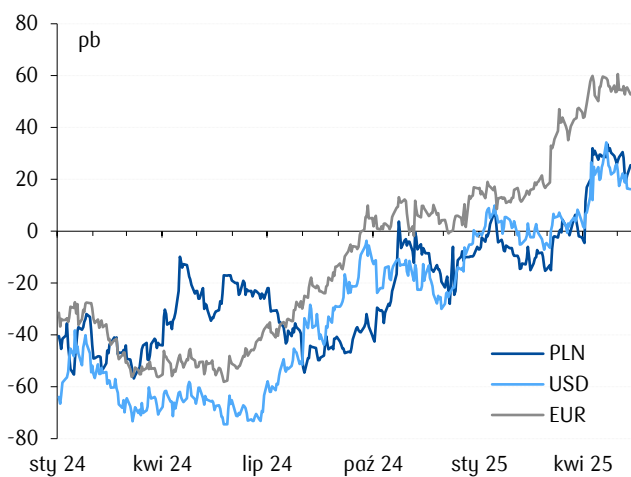
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



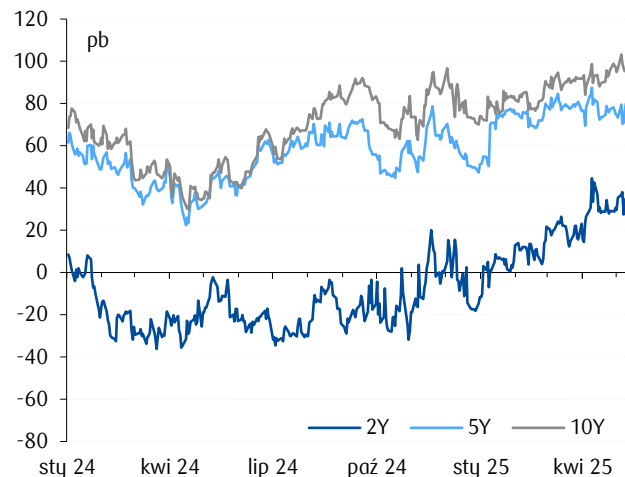
### Krótkoterminowe stopy procentowe



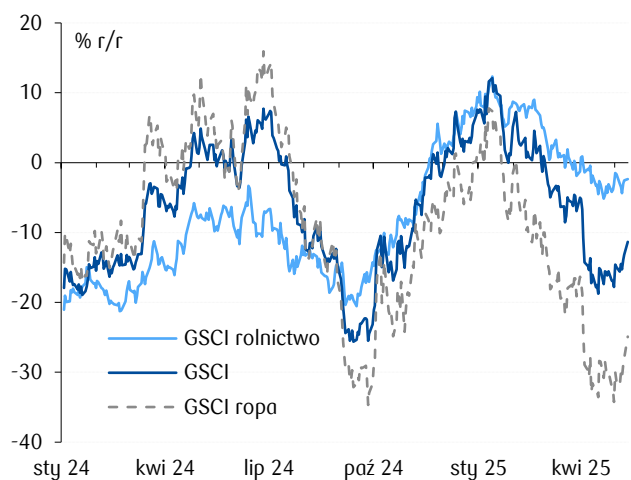
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



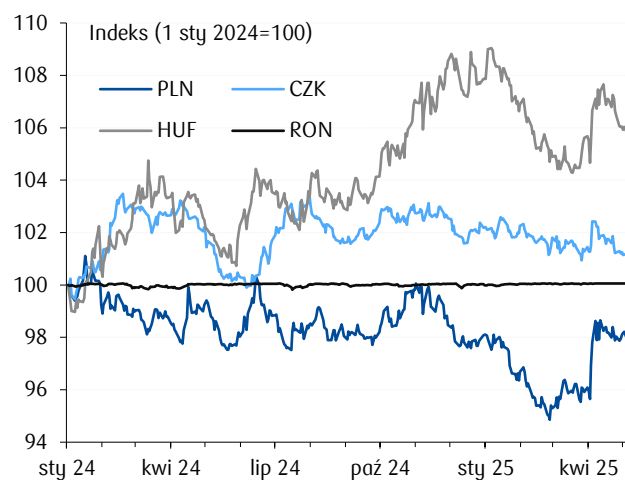
### Spread asset swap dla PLN



### 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.

