

Inflacja w USA znowu poniżej prognoz

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Dane o inflacji z USA potwierdzające ograniczoną presję cenową, deeskalacja napięć na linii USA-Chiny oraz doniesienia, że USA szykują porozumienie umożliwiające Arabii Saudyjskiej zakup chipów od firm takich jak Nvidia i AMD wsparły wczoraj nastroje amerykańskich inwestorów giełdowych. Na rynkach europejskich entuzjazm był nieco mniejszy, choć WIG i WIG20 zakończyły dzień na plusie. Dolar nieznacznie osłabił się wobec euro. Na rynku krajowym złoty pozostał względnie stabilny wobec euro (EURPLN zakończył dzień w okolicy 4,24) i umocnił wobec dolara (kurs USDPLN pod koniec sesji wynosił 3,79). Rentowności obligacji nie zmieniły się znacząco.
- Finalne dane o inflacji z Niemiec** powinny potwierdzić wstępny szacunek wskazujący na jej spadek w kwietniu o 0,1pp względem marca – w przypadku CPI do 2,1% r/r, a w przypadku HICP do 2,2% r/r.
- Bilans płatniczy Polski za marzec według naszych i rynkowych oczekiwań** pokaże niewielką nadwyżkę obrotów bieżących w ujęciu miesięcznym. W dalszym ciągu dynamika importu (PKOe: 6,7% r/r) będzie wyższa od dynamiki eksportu (PKOe: 2,9% r/r), co wynika ze słabości popytu zagranicznego przy relatywnie silnym popycie wewnętrznym. W efekcie deficyt w ujęciu płynnego roku najpewniej się pogłębiał. **Dane o bilansie płatniczym** pojawią się dziś także w Czechach i Rumunii.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- USA: Inflacja CPI w USA w kwietniu obniżyła się do 2,3% r/r z 2,4% r/r w marcu.** Dane po raz trzeci z rzędu były marginalnie niższe od oczekiwań (kons.: 2,4% r/r). Jednym ze źródeł niespodzianki mógł być spadek cen żywności - o 0,1% m/m (za sprawą silnej korekty cen jajek). W danych nie widać na razie wyraźnych skutków wzrostu ceł wprowadzonych przez administrację D.Trumpa. Względem marca obniżyły się ceny odzieży, a ceny nowych samochodów nie wzrosły (przy spadku cen samochodów używanych). Wzrosty obserwowane były natomiast w cenach mebli i sprzętu AGD – towarów w dużej mierze importowanych. **Inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii) pozostała na poziomie 2,8% r/r - tak jak**

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

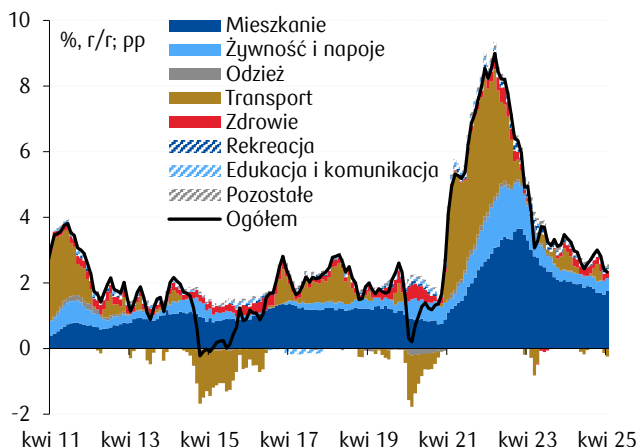
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

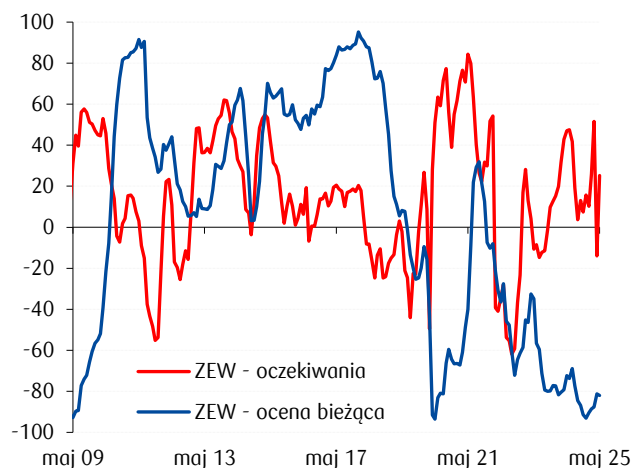
	Wartość 2025-05-13	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2375	-0,2
USDPLN	3,7962	-0,6
CHFPLN	4,5110	-0,4
GBPPLN	5,0404	0,0
EURUSD	1,1163	0,5
Obligacje:		
PL2Y	4,59	0
PL5Y	5,05	7
PL10Y	5,46	0
DE10Y	2,68	3
US10Y	4,49	2
Indeksy akcyjne:		
WIG	104 280,8	0,7
DAX	23 638,6	0,3
S&P500	5 886,6	0,7
Nikkei**	37 987,1	0,9
Shanghai Comp.**	3 381,2	0,4
Surowce:		
Złoto	3245,57	0,3
Ropa Brent	66,63	2,6

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.

Dekompozycja inflacji w USA



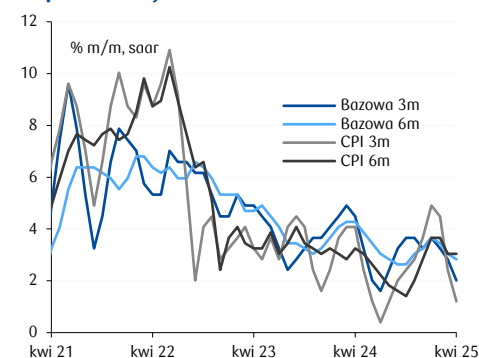
Indeks ZEW w Niemczech



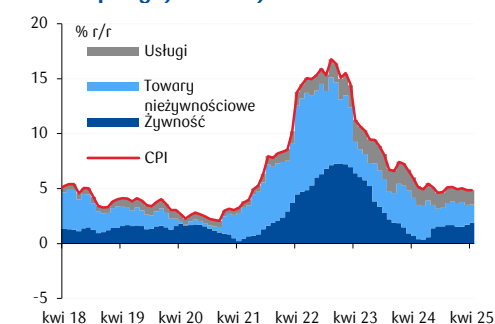
prognozowano. Wzrost cen m/m (zarówno w kategoriach bazowych, jak i ogółem) wyniósł 0,2%. Miesięczny impet wzrostu cen lekko wyhamował i w kwietniu był minimalnie niższy niż oczekiwano (kons.: 0,3% m/m). **Nieco niższe od oczekiwań dane o inflacji naszym zdaniem nie zmienią istotnie nastawienia Fed, który wstrzymuje się z łagodzeniem polityki pieniężnej w związku z niepewnością wywołaną polityką celną USA.** Jeśli kolejne dane potwierdzą, że presja inflacyjna i płacowa nie rośnie, a D.Trump utrzyma złagodzone stanowisko w kwestii polityki handlowej, **obniżka stóp Fed będzie prawdopodobna latem.**

- **POL:** W.Janczyk ocenił, że stopy procentowe mogą zostać obniżone w 2025 jeszcze o 50pb., jeżeli inflacja i dynamika płac będą w ryzach. Członek RPP nie wskazał jednak oczekiwanego tempa oraz momentu obniżek. To kolejna wypowiedź przedstawiciela Rady wpisująca się w nasz scenariusz obniżek stóp łącznie o 100pb. w 2025.
- **GER:** Wskaźnik oczekiwanej koniunktury Instytutu ZEW w maju wzrósł do +25,2 pkt. wobec -14 pkt. w kwietniu, przewyższając oczekiwania na poziomie +10 pkt. Optymizm inwestorów niemieckich poprawił się silnie w odniesieniu do 6-miesięcznych perspektyw gospodarki niemieckiej (+39,3pp względem kwietnia) niż wobec całej strefy euro (+30,1pp względem kwietnia), Chin (+27,8pp względem kwietnia) i USA (+23,2pp względem kwietnia). Wskaźnik ocen bieżących nie zmienił się natomiast istotnie i pozostał na bardzo niskim poziomie (-82,0 pkt.), bliskim historycznym minimum. Wyniki badania (zakończonego 12 maja) mogły częściowo uwzględnić poprawę nastrojów po ogłoszeniu redukcji ceł pomiędzy USA i Chinami i kierunkowo są spójne z tendencjami obserwowanymi w badaniach koniunktury przedsiębiorstw (Ifo rośnie od marca, PMI od stycznia). Jednak biorąc pod uwagę dużą wahliwość indeksu ZEW i bardzo słabe bieżące oceny koniunktury, nie można jeszcze o mówić o istotnej poprawie nastrojów.
- **ROM:** Inflacja CPI w kwietniu pozostała na poziomie 4,9% r/r i była niemal zgodna z oczekiwaniami. W minionym miesiącu, podobnie jak w marcu, czynnikiem podbijającym inflację była żywność (5,6% r/r), głównie z powodu zeszłorocznej suszy i wyższych cen importu. Jednocześnie dalej słabła presja cenowa w zakresie towarów nieżywnościowych (w kwietniu dezinflacji sprzyjały dodatkowo spadki cen paliw) oraz nieznacznie zmniejszyła się dynamika cen usług, która jednak pozostaje podwyższona – w kwietniu wyniosła 6,8% r/r. NBR zapowiedział już wcześniej, że decyzje w sprawie stóp procentowych będą podejmowane z dużą ostrożnością i zakładamy, że na kolejnym posiedzeniu 16 maja pozostawi stopy bez zmian, zwłaszcza biorąc pod uwagę proinflacyjne osłabienie waluty po pierwszej turze wyborów prezydenckich.
- **CZE:** Inflacja CPI w kwietniu obniżyła się, tak jak wskazywał wcześniejszy wstępny szacunek, do 1,8% r/r z 2,7% r/r. Była to wypadkowa spadku dynamiki cen towarów do 0,2% r/r i utrzymywania się podwyższonej dynamiki cen usług (4,7% r/r).
- **EUR:** Przedstawiciele EBC (G.Makhlouf z Banku Irlandii i J.L.Escriva z Banku Hiszpanii) ocenili, że obecnie, w warunkach podwyższonej niepewności, EBC przy podejmowaniu decyzji nie powinien koncentrować się na scenariuszu bazowym, ale zwracać szczególną uwagę na alternatywne scenariusze makroekonomiczne i być w gotowości do szybkiej reakcji na odchylenie inflacji od oczekiwań. Możliwe jest zatem, że EBC w czerwcowej projekcji zaprezentuje dodatkowe scenariusze makroekonomiczne uwzględniające różne warianty zmian cel.
- **UE:** A.Domański (MF) wyraził przekonanie, że UE osiągnie w maju porozumienie w sprawie funduszu o wartości 150 mld EUR na wzmocnienie zdolności obronnych. Po spotkaniu ministrów finansów UE w Brukseli.

Impet inflacji w USA

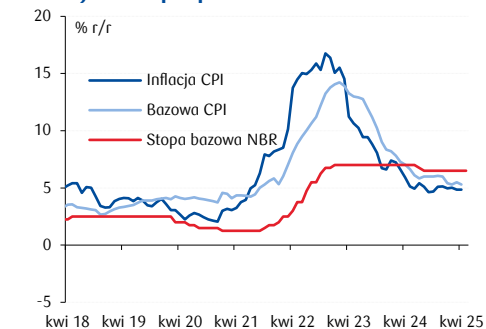


Dekompozycja inflacji w Rumunii



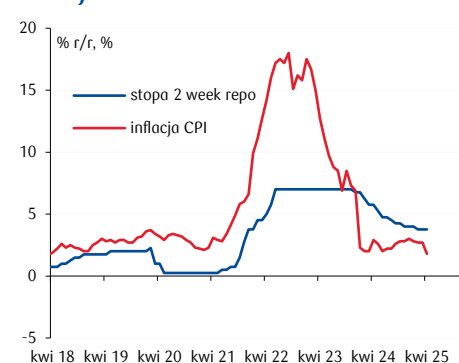
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja i stopa procentowa w Rumunii



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Stopa procentowa w Czechach na tle inflacji CPI



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

poinformował, że większość państw członkowskich zgadza się co do głównych kwestii, choć niektóre chciałyby większej elastyczności. Fundusz ma wzmocnić europejski przemysł obronny po latach niedoinwestowania i w obliczu ograniczenia zaangażowania USA w bezpieczeństwo kontynentu. A.Domański dodał, że istnieje szeroka zgoda co do potrzeby zastosowania również innych instrumentów.

- **POL:** P.Hennig-Kloska (MKiŚ) poinformowała, że Polska będzie nadal walczyć o przesunięcie terminu wejścia w życie systemu ETS2 w UE, a jeśli to się nie uda, będzie zabiegać o derogację dla siebie. Według obecnych regulacji nowy system handlu uprawnieniami do emisji ma zacząć obowiązywać od 2027.
- **UE:** Kanclerz Niemiec powiedział, że UE jest gotowa nałożyć ostrzejsze sankcje na Rosję, jeśli w tym tygodniu nie zostanie osiągnięty postęp w sprawie zakończenia wojny w Ukrainie. Mogą one dotknąć m.in. sektor energetyczny i rynek finansowy.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 9 maja						
HUN: Inflacja CPI (kwi.)	8:30	% r/r	4,7	3,9	4,1	4,2
Poniedziałek, 12 maja						
ROM: Saldo handlowe (mar.)	8:00	mld RON	-2,872	--	--	-2,836
CZE: Stopa bezrobocia (kwi.)	9:00	%	4,3	4,2	--	4,3
Wtorek, 13 maja						
ROM: Inflacja CPI (kwi.)	8:00	% r/r	4,9	4,8	--	4,9
CZE: Inflacja CPI (kwi., rew.)	9:00	% r/r	2,7	1,8	--	1,8
GER: Indeks instytutu ZEW (maj)	11:00	pkt.	-14	10	--	25,2
USA: Inflacja CPI (kwi.)	14:30	% r/r	2,4	2,4	--	2,3
USA: Inflacja bazowa (kwi.)	14:30	% r/r	2,8	2,8	--	2,8
Środa, 14 maja						
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	--	--	--
Czwartek, 15 maja						
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	--	--
Piątek, 16 maja						
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	--

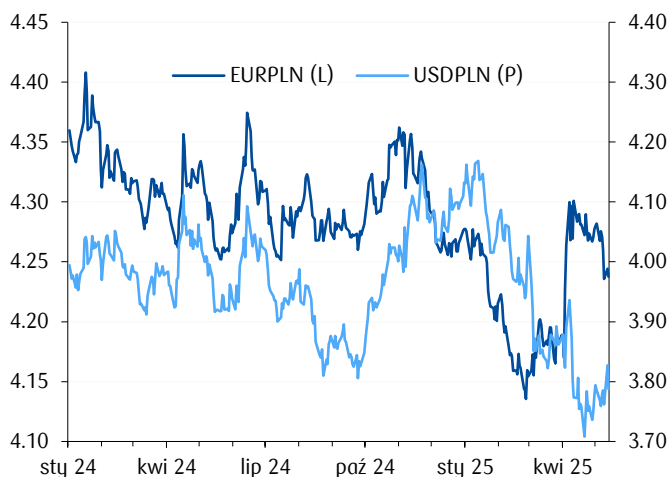
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

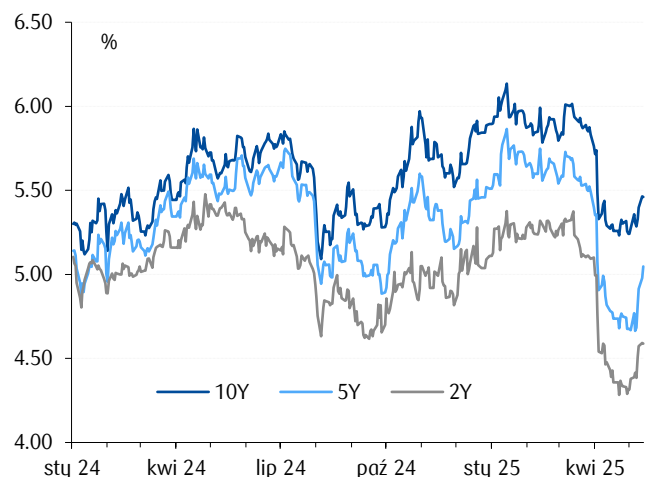
		Wartość 2025-05-13	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2375	-0,2	-0,9	-1,2	-0,8	-9,4
	USDPLN	3,7962	-0,6	0,7	0,3	-3,8	-14,4
	CHFPLN	4,5110	-0,4	-1,4	-2,6	3,6	1,0
	GBPPLN	5,0404	0,0	0,3	0,1	1,5	-8,0
	EURUSD	1,1163	0,5	-1,6	-1,5	3,1	5,9
	EURCHF	0,9394	0,2	0,5	1,4	-4,2	-10,3
	GBPUSD	1,3260	0,4	-0,8	0,1	5,3	7,7
	USDJPY	147,86	-0,2	3,5	3,6	-5,5	13,5
	EURCZK	24,94	-0,2	0,0	-0,5	0,7	-0,4
	EURHUF	404,30	-0,2	-0,1	-1,1	4,8	6,4
Obligacje	PL2Y	4,59	0	17	20	-79	-219
	PL5Y	5,05	7	38	27	-53	-227
	PL10Y	5,46	0	15	17	-26	-151
	DE2Y	1,94	1	18	16	-104	177
	DE5Y	2,24	2	18	14	-33	156
	DE10Y	2,68	3	14	13	14	167
	US2Y	4,01	1	22	16	-81	139
	US5Y	4,11	0	21	13	-35	119
	US10Y	4,49	2	18	15	4	149
Akcje	WIG	104 280,8	0,7	5,1	10,8	18,8	93,3
	WIG20	2 849,2	0,6	4,8	8,8	11,4	65,7
	S&P500	5 886,6	0,7	5,0	9,1	12,2	47,1
	NASDAQ100	21 197,7	1,6	7,1	12,6	15,7	71,7
	Shanghai Composite**	3 381,2	0,4	2,0	3,5	7,5	11,4
	Nikkei**	38 001,4	0,9	3,2	10,9	-0,9	45,2
	DAX	23 638,6	0,3	1,7	11,2	26,3	74,7
	VIX	19,29	-0,6	-18,0	-24,2	35,3	-39,6
Surowce	Ropa Brent	66,6	2,6	7,2	3,0	-19,1	-35,0
	Ropa WTI	65,0	2,7	7,6	5,3	-18,3	-34,8
	Złoto	3245,6	0,3	-4,4	0,8	38,1	75,8

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

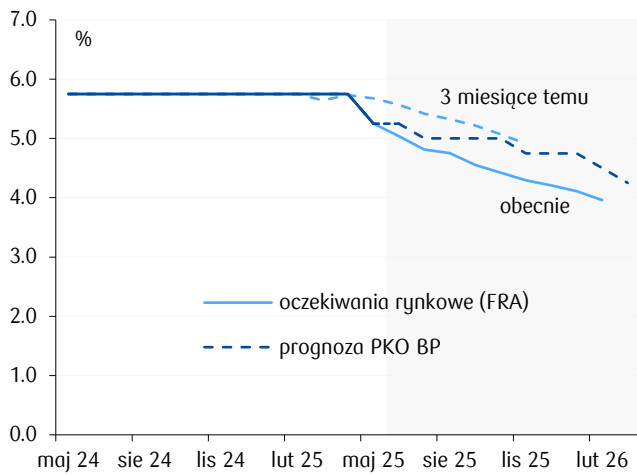
Notowania złotego wobec głównych walut



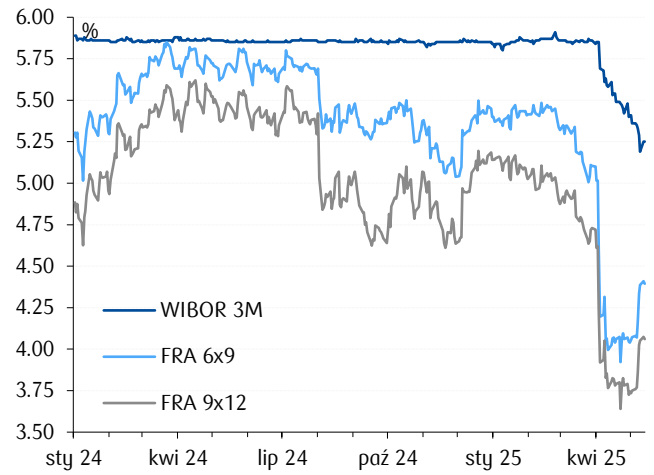
Rentowności polskich obligacji skarbowych



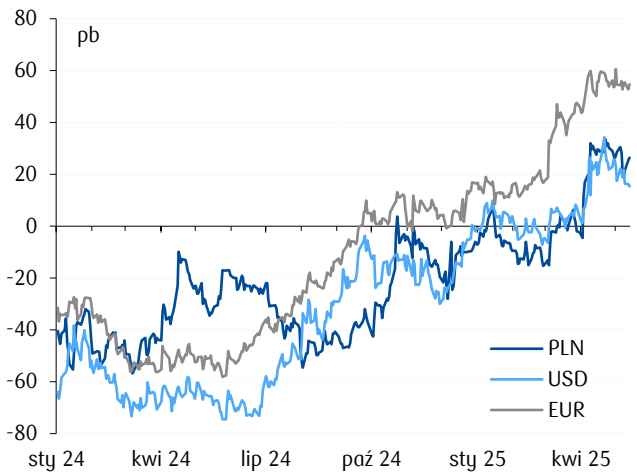
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



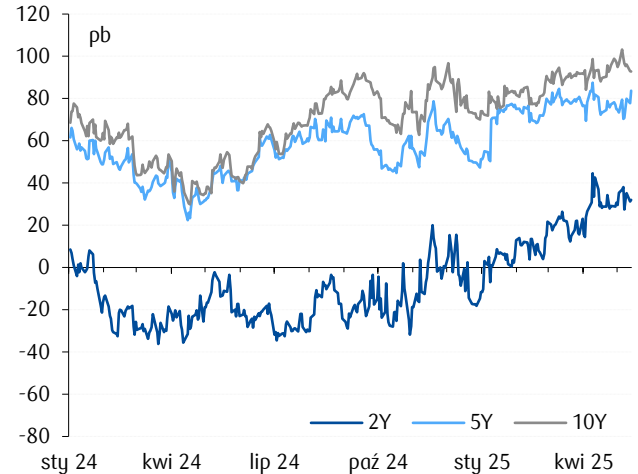
Krótkoterminowe stopy procentowe



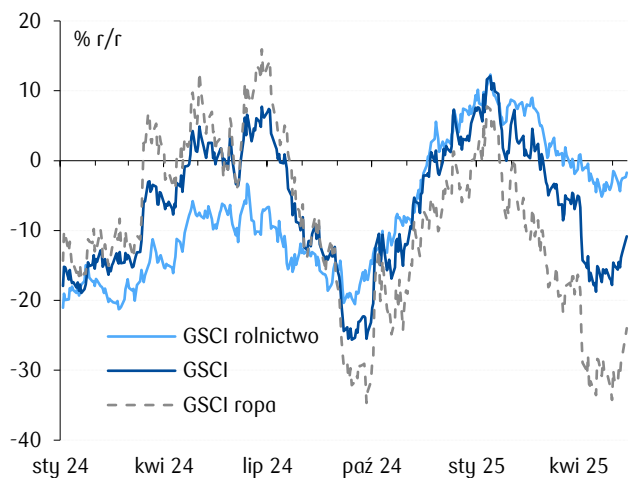
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



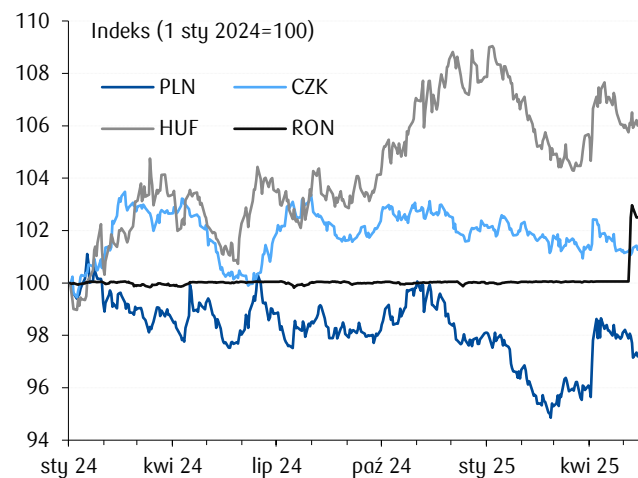
Spread asset swap dla PLN



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.

