

Chwila prawdy o 1q25 w krajowej gospodarce

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Na amerykańskiej giełdzie wciąż królował optymizm, wywołany przez załagodzenie wojny celnej pomiędzy USA i Chinami. Indeks S&P, który od kwietniowego dołka odbił się już o 22%, kontynuował lekkie wzrosty, a prym wiodły w nich duże spółki technologiczne. Akcje Boeinga były wspierane przez największe w historii zamówienie na samoloty złożone przez Qatar Airways podczas wizyty D.Trumpa w Dausze. Dolar w trakcie dnia kontynuował osłabienie na fali spekulacji, że D.Trump będzie skłaniał inne państwa do umocnienia ich walut względem USD, w zamian za umowy handlowe. Rentowności amerykańskich obligacji lekko wzrosły. W kraju złoty umacniał się względem głównych walut – kurs EURPLN spadł w okolice 4,23, a USDPLN do 3,77. Rentowności krajowych obligacji podlegały tylko niewielkim wahaniom. Dziś w Azji optymizm związany z rozejmem handlowym stracił impet, a indeksy giełdowe spadały.
- Dziś poznamy najistotniejsze w tym tygodniu krajowe dane - będą to wstępny szacunek PKB w 1q25 oraz pełne dane inflacyjne za kwiecień. W USA, poza tygodniowymi danymi o zasiłkach dla bezrobotnych, opublikowane będą dane o inflacji PPI, produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej kwietniu. W strefie euro poznamy kolejny szacunek PKB za 1q25 (wstępnie 1,2% r/r) oraz dane o produkcji przemysłowej za marzec (kons.: 2,1% r/r).
- Szacujemy, że wzrost gospodarczy w Polsce w 1q25 spowolnił do 2,9% r/r względem 3,4% r/r kwartał wcześniej. Na nieco słabszą dynamikę niż w 4q24 wskazują dostępne miesięczne dane o aktywności, które przeważnie zaskakiwały negatywnie. Ożywienia nie wspierał układ kalendarza, z mniejszą niż przed rokiem liczbą dni roboczych i późnym terminem Wielkanocy. W stagnacji pozostawał przemysł, przy ograniczonym ożywieniu produkcji budowlanej i sprzedaży detalicznej. Po stronie popytowej głównym motorem wzrostu najpewniej pozostała konsumpcja (przy solidnym wkładzie spożycia publicznego). Inwestycje prawdopodobnie jeszcze spadały, aczkolwiek w zdecydowanie wolniejszym tempie niż w 2h24. Na dane o strukturze wzrostu będziemy musieli poczekać do 2 czerwca.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

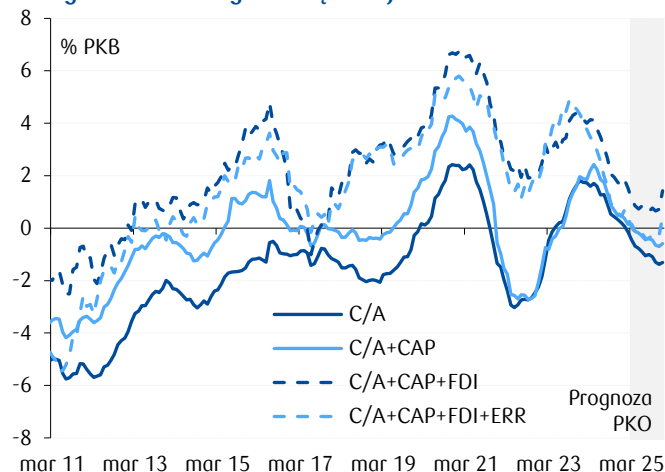
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-05-14	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2303	-0,2
USDPLN	3,7725	-0,6
CHFPLN	4,4945	-0,4
GBPPLN	5,0223	-0,4
EURUSD	1,1214	0,5
Obligacje:		
PL2Y	4,63	4
PL5Y	5,04	-1
PL10Y	5,48	2
DE10Y	2,69	2
US10Y	4,53	5
Indeksy akcyjne:		
WIG	103 815,4	-0,4
DAX	23 527,0	-0,5
S&P500	5 892,6	0,1
Nikkei**	37 809,2	-0,8
Shanghai Comp.**	3 390,1	-0,4
Surowce:		
Złoto	3180,19	-2,0
Ropa Brent	66,09	-0,8

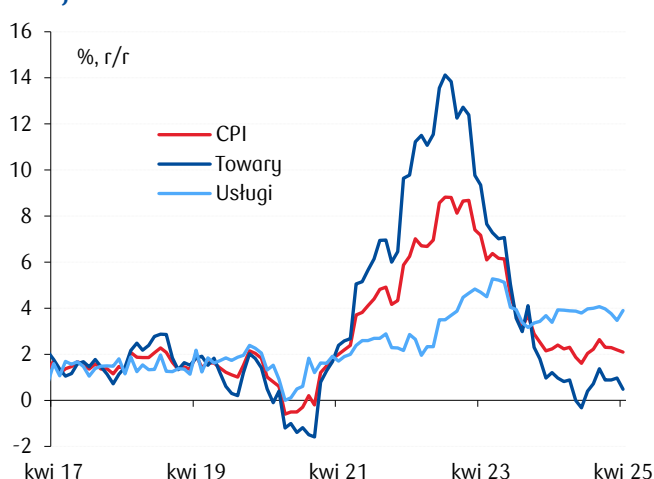
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Miary nierównowagi zewnętrznej w Polsce



Źródło: NBP, Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja CPI w Niemczech



- **Pełne dane inflacyjne najpewniej potwierdzą szacunek flash wskazujący, że krajowa inflacja CPI w kwietniu spadła do 4,2% r/r z 4,9% r/r w marcu.** Na podstawie wstępnych danych szacujemy, że inflacja bazowa obniżyła się do 3,4% r/r z 3,6% r/r przed miesiącem (dane NBP poznamy jutro).
- **Kwietniowe wskaźniki ze sfery realnej w USA będą pierwszym sygnałem nt. aktywności gospodarczej w bieżącym kwartale.** Sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa w kwietniu mogły znaleźć się pod wpływem cel (m.in. przezornościowe zwiększanie zakupów i produkcji), choć duża intensyfikacja aktywności nie jest oczekiwana. Konsensus zakłada stagnację sprzedaży detalicznej i minimalne odbicie (m/m) w przemyśle po spadku w marcu. Ewentualna słabość w tych danych mogłaby sugerować, że również w 2q25 gospodarka amerykańska się skurczy, co oznaczałoby techniczną recesję. Warto też śledzić zaplanowane na 14.40 **wystąpienie szefa Rezerwy Federalnej, J.Powella.**
- **Na dziś zaplanowane są rozmowy pokojowe pomiędzy Rosją i Ukrainą w Stambule.** W.Putin wyznaczył do negocjacji grupę urzędników niskiego szczebla (w randze doradców i wiceministrów), a źródła medialne wskazują, że nie zamierza on zgodzić się na spotkanie twarzą w twarz z ukraińskim prezydentem W.Zełenskim

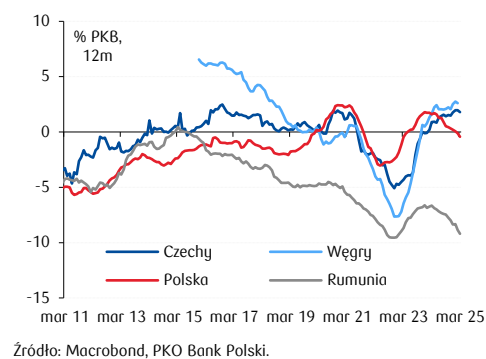
PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL:** Rachunek bieżący odnotował w marcu 1,4 mld EUR deficytu wobec 77 mln EUR deficytu w lutym. W ujęciu 12-mies. deficyt pogłębił się do 0,4% PKB, a do końca roku sięgnie naszym zdaniem -1% PKB. Deficyt towarowy w ujęciu 12-mies. już od początku roku przekracza 1% PKB, równoważy go jednak stabilna nadwyżka w handlu usługami. Eksport towarów (wyrażony w EUR) w marcu wzrósł o 1,4% r/r, podczas gdy import zwiększył się o 9,1% r/r, za sprawą silnego wzrostu importu dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku i kapitałowych. To może zwiastować poprawę w zakresie inwestycji. Więcej na ten temat w Makro Flash: [Zakupy inwestycyjne podbijają import.](#)
- **POL:** C.Kochalski z RPP powiedział, że Rada powróci do obniżek stóp w lipcu, kiedy najbardziej prawdopodobny jest ruch o 25 pb, chociaż nie można wykluczyć silniejszego cięcia, o 50pb. Członek RPP ocenił, że prawdopodobne jest, iż na koniec jego kadencji w grudniu 2025, inflacja powróci do szeroko rozumianego celu.
- **GER:** Inflacja CPI w kwietniu obniżyła się do 2,1% r/r z 2,2% r/r w marcu. Finalne dane nie były zaskoczeniem – potwierdziły wstępny szacunek i obserwowaną od początku roku tendencję dezinflacyjną. W kierunku spadku inflacji w kwietniu oddziaływały ceny energii, z kolei wzrosty cen żywności ją podbijały. Wciąż podwyższona pozostawała presja cenowa w usługach (3,9% r/r) a inflacja cen towarów była nadal niska (0,5% r/r).
- **USA:** P.Jefferson (Zarząd Fed) ostrzegł, że cła i związana z nimi niepewność mogą zaowocować spowolnieniem wzrostu gospodarczego i wyższą inflacją w tym roku. W jego ocenie nie wiadomo jeszcze, czy wpływ nowych cel na inflację będzie przejściowy, czy długotrwały. Wiceprezes Fed powtórzył przekaz z poprzedniego posiedzenia FOMC, podkreślając że w obliczu podwyższonego ryzyka dla obu składników mandatu Fed (inflacji i bezrobocia), obecne nastawienie polityki pieniężnej jest odpowiednie i umożliwi szybką reakcję na rozwój sytuacji w gospodarce.
- **ROM:** Produkcja przemysłowa w marcu obniżyła się o 4,8% r/r, zaś w ujęciu odsezonowanym o 7,6% r/r, choć liczba dni roboczych była taka sama jak rok temu. W ujęciu miesięcznym produkcja wzrosła o 8,8%, zaś po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych była niższa o 0,5% m/m. Za

Produkcja przemysłowa w Rumunii



Saldo rachunku obrotów bieżących w państwach regionu EŚW



spadki (w ujęciu rocznym) odpowiada silny spadek w przetwórstwie przemysłowym i nieco mniejszy w dostawach energii elektrycznej, gazu, pary i klimatyzacji. W przeciwnym kierunku oddziaływał umiarkowany wzrost górnictwa i wydobywania.

- **CZE:** Saldo obrotów bieżących w marcu wyniosło 42,5 mld CZK, co przekłada się na jedynie minimalny spadek względem lutego (43,8 mld CZK), choć oczekiwano spadku do 29,6 mld CZK. W ujęciu płynnego roku nadwyżka na rachunku obrotów bieżących obniżyła się do 1,8% PKB z 2,0% PKB w lutym.
- **POL:** K.Pełczyńska-Nałęcz (MFiPR) oceniła, że potrzebne jest wprowadzenie podatku katastralnego od posiadanego 3. mieszkania, z wyłączeniami dla właścicieli w zależności od liczby dzieci. Podatek dotyczyłby mniej niż 1% obywateli, a jego wprowadzenie zdaniem Minister uwolniłoby kapitał na rozwój Polski.
- **POL:** Przygotowany przez PKO Bank Polski i Business Insider Polska raport [Portret Finansowy Polaków](#) potwierdza, że na przestrzeni ostatnich lat sytuacja finansowa większości gospodarstw domowych poprawiła się, większość z badanych ocenia ją jako dobrą lub bardzo dobrą. Niemal 80% badanych deklaruje, że posiada oszczędności, jednak tylko w przypadku 37% wystarczyłyby one na więcej niż rok utrzymania. Raport pokazuje, że większość Polaków trzyma swoje oszczędności na koncie lub lokacie, i chociaż chciałyby inwestować, nie ma doświadczeń nawet z podstawowymi produktami inwestycyjnymi. Zapraszamy do lektury raportu, opisującego także postawy i opinie Polaków m.in. w zakresie ubezpieczeń, pożyczania czy nowych technologii w finansach.

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	--	--	-4,8
GER: Inflacja CPI (kwi., rew.)	8:00	% r/r	2,2	2,1	--	2,1
GER: Inflacja HICP (kwi., rew.)	8:00	% r/r	2,3	2,2	--	2,2
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (mar.)	10:00	mld CZK	43,8	29,6	--	42,5
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (mar.)	14:00	mld EUR	-77	123	138	-1419
POL: Eksport (mar.)	14:00	% r/r	-1,4	2,0	2,9	1,4
POL: Import (mar.)	14:00	% r/r	2,5	5,7	6,7	9,1
Czwartek, 15 maja						
ROM: Wzrost PKB (1q)	8:00	% r/r	0,5	0,8	--	0,2
ROM: Wynagrodzenie (mar.)	8:00	% r/r	9,7	--	--	9,8
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	--

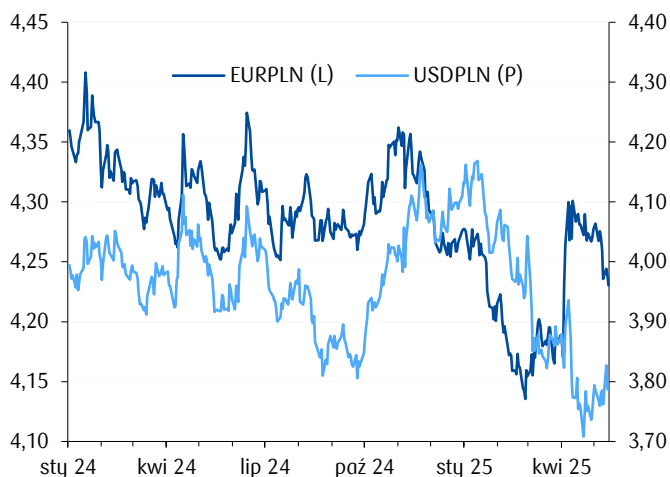
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

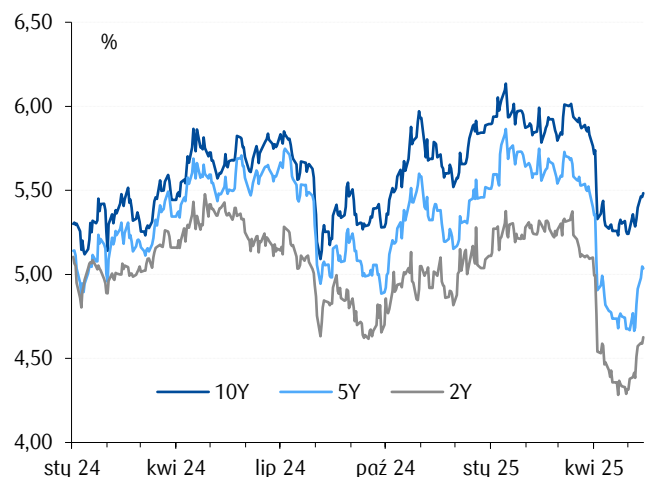
		Wartość 2025-05-14	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2303	-0,2	-1,0	-1,4	-0,8	-9,3
	USDPLN	3,7725	-0,6	0,4	0,1	-3,9	-14,7
	CHFPLN	4,4945	-0,4	-1,9	-2,8	3,6	0,7
	GBPPLN	5,0223	-0,4	0,0	1,0	1,1	-7,8
	EURUSD	1,1214	0,5	-1,4	-1,5	3,3	6,3
	EURCHF	0,9412	0,2	0,9	1,4	-4,2	-9,9
	GBPUSD	1,3307	0,4	-0,4	0,4	5,2	7,8
	USDJPY	146,32	-1,0	2,1	2,7	-5,8	12,3
	EURCZK	24,92	-0,1	0,1	-0,4	0,8	-1,5
	EURHUF	403,53	-0,2	-0,2	-1,0	4,7	6,3
Obligacje	PL2Y	4,63	4	24	20	-73	-217
	PL5Y	5,04	-1	35	26	-47	-228
	PL10Y	5,48	2	20	19	-16	-146
	DE2Y	1,94	0	22	20	-95	179
	DE5Y	2,26	2	25	21	-19	159
	DE10Y	2,69	2	22	19	27	169
	US2Y	4,06	4	27	28	-68	143
	US5Y	4,17	5	29	26	-19	129
	US10Y	4,53	5	25	25	18	161
Akcje	WIG	103 815,4	-0,4	3,4	10,3	17,8	92,6
	WIG20	2 831,4	-0,6	3,0	8,2	10,8	64,8
	S&P500	5 892,6	0,1	4,6	11,7	11,0	49,7
	NASDAQ100	21 319,2	0,6	7,3	16,8	14,6	78,1
	Shanghai Composite**	3 388,3	-0,5	1,4	3,4	8,6	10,8
	Nikkei**	37 805,8	-0,8	2,8	11,5	-1,5	44,2
	DAX	23 527,0	-0,5	1,8	10,4	24,7	70,1
	VIX	19,74	2,3	-14,0	-28,5	43,3	-37,8
Surowce	Ropa Brent	66,1	-0,8	8,1	0,4	-20,1	-38,5
	Ropa WTI	64,5	-0,9	8,5	2,5	-19,6	-39,0
	Złoto	3180,2	-2,0	-6,1	-3,9	33,6	72,0

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

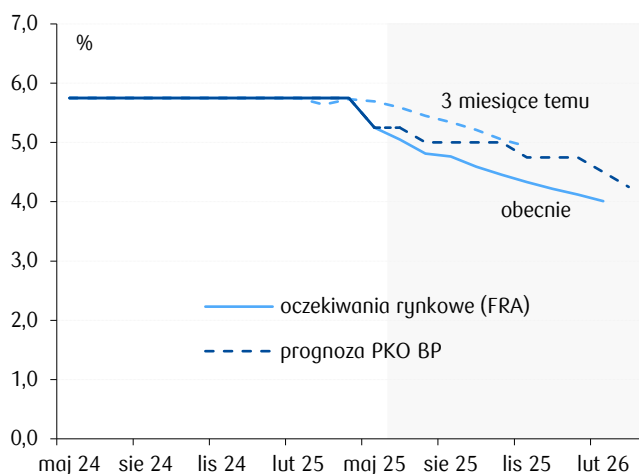
Notowania złotego wobec głównych walut



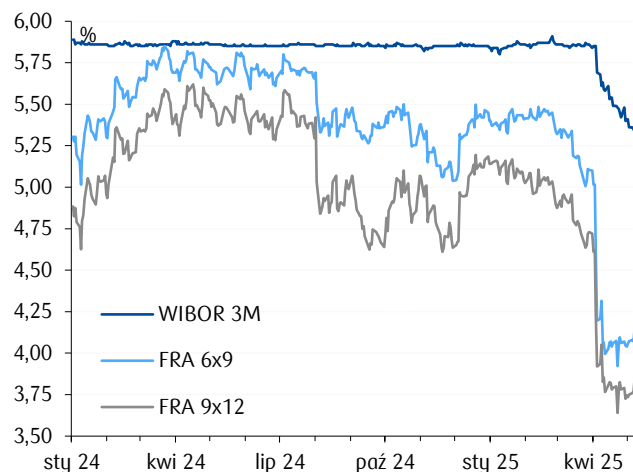
Rentowności polskich obligacji skarbowych



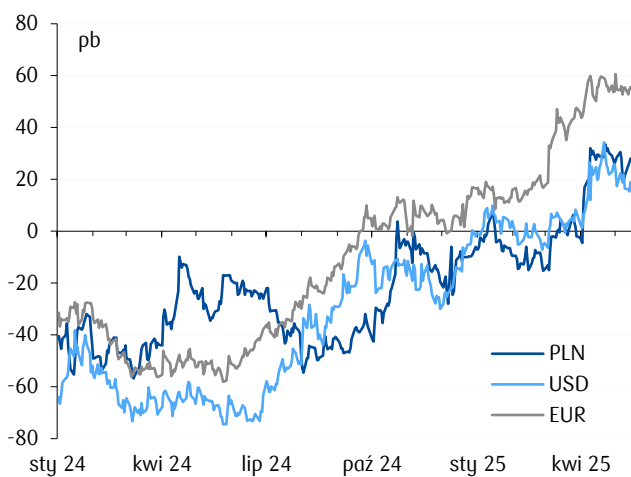
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



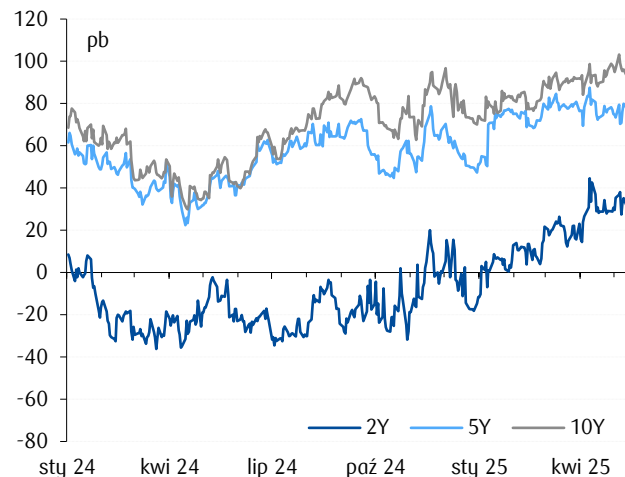
Krótkoterminowe stopy procentowe



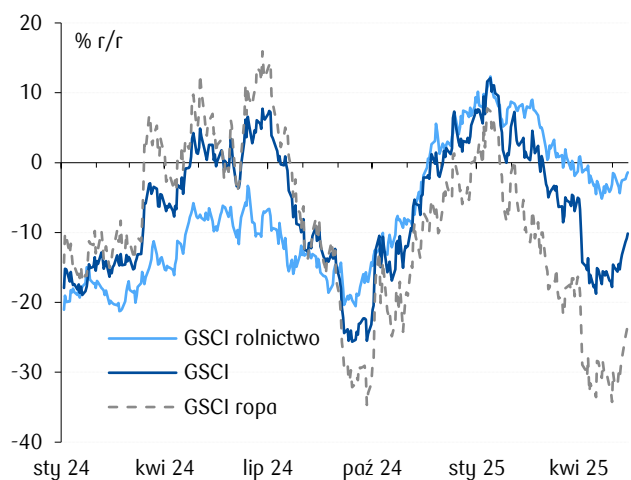
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



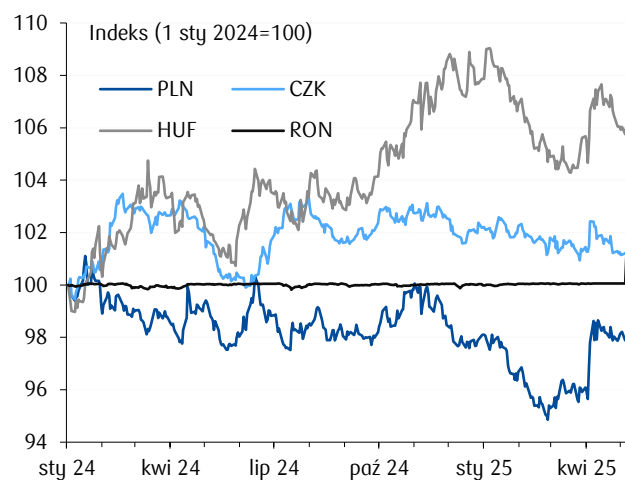
Spread asset swap dla PLN



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.

