

## Dobry początek roku

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Dane z USA potwierdzające słabnącą presję inflacyjną i spowolnienie aktywności gospodarczej na początku 1q25 zwiększyły oczekiwania na obniżki stóp Fed w 2025. Nadzieje na złagodzenie polityki monetarnej podtrzymały wzrosty cen akcji i obniżyły rentowności obligacji na rynku amerykańskim. Złoty osłabiał się względem głównych walut – kurs EURPLN wzrósł w okolice 4,24, a USDPLN do 3,79. Rentowności krajowych obligacji podlegały niewielkim wahaniom.
- **Dziś interesującą publikacją w USA będzie wstępny szacunek majowej koniunktury konsumentskiej wg Uniwersytetu Michigan.** W jego tle znajdują się dane z rynku nieruchomości (rozpoczęte budowy i pozwolenia na budowę) za kwiecień.
- **W Polsce czekamy na dane o inflacji bazowej.** Według naszego szacunku inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii spadła do 3,4% r/r, a więc po raz pierwszy od czerwca 2021 znalazła się w zakresie dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego.
- **W regionie CEE poznamy decyzję banku centralnego Rumunii,** który według naszych i rynkowych oczekiwań pozostawi stopy procentowe bez zmian (6,50%). Przeciwko obniżkom przemawia osłabienie waluty, generujące dodatkową presję inflacyjną.
- **W niedzielę odbędą się pierwsza tura wyborów prezydenckich w Polsce oraz druga tura wyborów prezydenckich Rumunii.** W Polsce, biorąc pod uwagę niewielkie uprawnienia prezydenta w kwestiach ekonomicznych, nie jest to kluczowe wydarzenie z punktu widzenia rynków i perspektyw gospodarki. Tym razem, wybory mogą być jednak bacznie obserwowane przez zagranicznych inwestorów, m.in. w obliczu dużej niepewności politycznej w Rumunii, gdzie zapoczątkowany po unieważnieniu listopadowych wyborów polityczny chaos, przekłada się na odpływ kapitału (więcej na ten temat pisaliśmy w Makro Focus: [Transylwania Express](#)). W naszej ocenie, sugerowane przez sondaże zwycięstwo R.Trzaskowskiego powinno być odebrane pozytywnie, ponieważ ułatwiłoby rządzącej koalicji realizację programu wyborczego. Prezydentura R.Trzaskowskiego może też ułatwić

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO\_Research

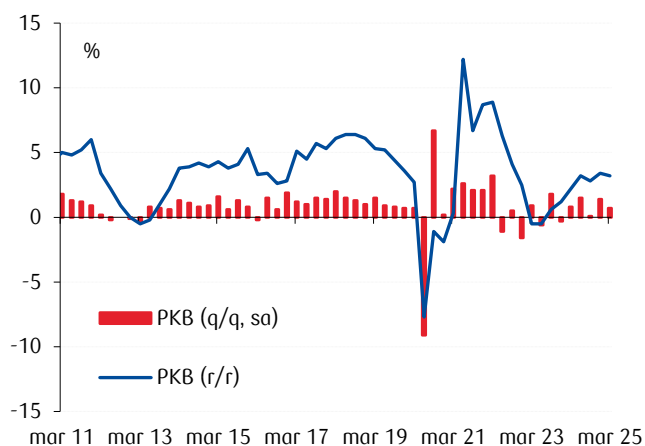
www.centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-05-15	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,2493	0,4
USDPLN	3,7984	0,7
CHFPLN	4,5386	1,0
GBPPLN	5,0488	0,5
EURUSD	1,1187	-0,2
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	4,59	-3
PL5Y	5,02	-2
PL10Y	5,44	-4
DE10Y	2,63	-7
US10Y	4,45	-8
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	103 232,9	-0,6
DAX	23 695,6	0,7
S&P500	5 916,9	0,4
Nikkei**	37 746,4	0,0
Shanghai Comp.**	3 363,4	-0,5
<b>Surowce:</b>		
Złoto	3209,50	0,9
Ropa Brent	64,53	-2,4

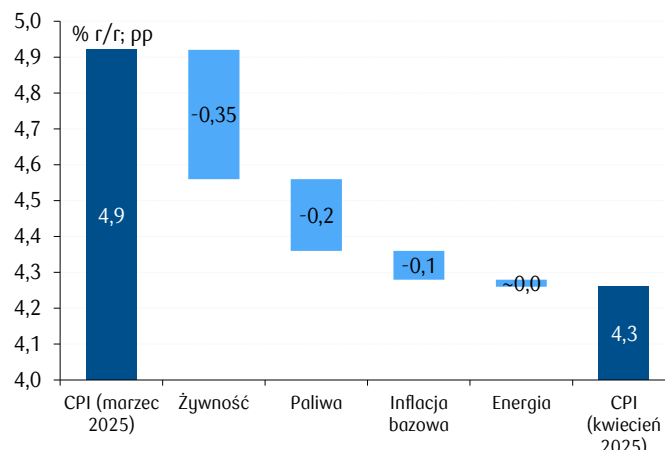
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.  
\*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych  
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności  
obligacji. \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

### Wzrost PKB w Polsce



Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

### Dekompozycja zmiany inflacji w Polsce

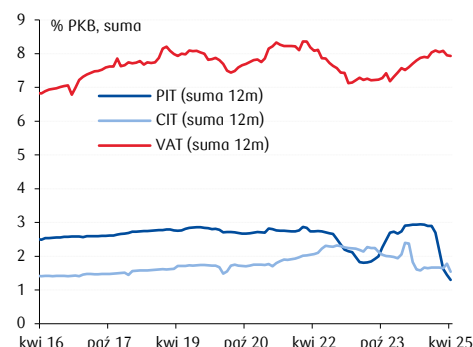


przeprowadzenie wymaganych przez UE reform systemu sprawiedliwości. Niepewność wobec wyniku drugiej tury, która odbędzie się za dwa tygodnie, jest jednak wysoka, a sprawdzalność sondaży przedwyborczych bywała w ostatnim czasie nienajlepsza.

#### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

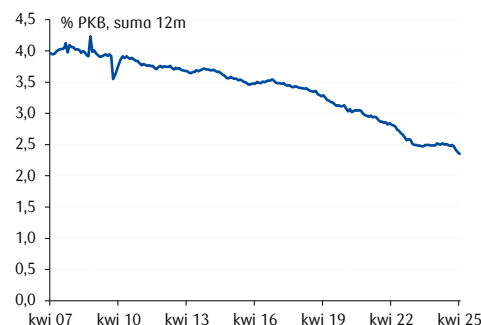
- POL:** Wzrost PKB w 1q25 okazał się silniejszy od oczekiwań, wyniósł 3,2% r/r (kons.: 3,1% r/r, PKOe: 2,9% r/r) i był tylko nieznacznie niższy niż 3,4% r/r odnotowane w 4q24. Po uwzględnieniu czynników sezonowych dynamika wzrostu wyniosła aż 3,8% r/r. Dużą różnicę między tymi dwoma ujęciami można tłumaczyć mniejszą liczbą dni roboczych (-2 dni r/r). Na uwagę zasługuje również wzrost kwartalny, na poziomie 0,7%, który jest kontynuacją bardzo wysokiego wyniku z poprzedniego kwartału (1,4%). To optymistycznie nastroja na dalszą część bieżącego roku. Więcej na ten temat w Makro Flash: [PKB za 1q25 pozytywnie zaskakuje](#).
- POL:** Inflacja CPI w kwietniu obniżyła się do 4,3% r/r z 4,9% r/r w marcu. Finalne dane okazały się marginalnie (o 0,1pp) wyższe od wstępnego szacunku GUS, do czego przyczyniła się lekka rewizja w górę cen nośników energii. W ujęciu m/m ceny wzrosły o 0,4%, tak samo jak wskazywał szacunek flash. Więcej w Makro Flashu: [Droga majówka w kraju, tańsza za granicą](#).
- POL:** W okresie styczeń-kwiecień 2025 dochody budżetu państwa wyniosły 176,4 mld PLN i były niższe o 17,6% r/r. W ujęciu płynnego roku (suma 12-miesięczna) deficyt pogłębił się do 262 mld PLN (-6,8% PKB). Spadek dochodów wynika głównie z reformy udziałów JST w PIT i CIT – bez tej zmiany dochody wyniosłyby 232,8 mld PLN i byłyby o 8,7% wyższe r/r, a wspomniana suma 12-miesięczna wyniosłaby -206 mld PLN (-5,4% PKB). Dochody podatkowe budżetu (w związku z przekierowaniem ich większej części do samorządów) obniżyły się o 18,5% r/r. Jednocześnie wpływy z VAT i akcyzy wzrosły odpowiednio o 11,9% r/r i 0,4% r/r (porównując pierwsze 4 miesiące 2025 i 2024). W przypadku tych podatków nie występuje zaburzenie związane z reformą. Dynamika wpływów z tytułu akcyzy może rozczarowywać (2,9% r/r w marcu i 2,2% r/r w kwietniu) – na razie nie widać efektów wejścia w życie wyższych stawek akcyzy na alkohol (od stycznia 2025) i wyroby tytoniowe (od marca 2025). W przypadku wpływów z VAT obserwujemy, że ich suma 12-miesięczna w relacji do PKB przestała rosnąć i ustabilizowała się na poziomie nieco poniżej 8% PKB. Wydatki budżetu państwa w okresie styczeń-kwiecień wyniosły 267,8 mld PLN. Wzrost względem poprzedniego roku (o 5,4%) wynikał głównie ze spłaty zobowiązań PFR z tytułu „Tarcz Finansowych” (ok. 19 mld PLN w marcu), ale odzwierciedla także skutki reformy finansowania JST. Wydatki budżetu centralnego na obsługę długu (w ujęciu płynnego roku) ustabilizowały się na poziomie poniżej 70 mld PLN. Wykonanie budżetu centralnego po reformie JST dostarcza zdecydowanie mniej informacji o stanie finansów publicznych. Dostępne dane wskazują jednak, że słabość po stronie dochodowej przedłuża się, co generuje ryzyko dla planowanej na 2025 niewielkiej konsolidacji (MF zapowiadał ograniczenie deficytu sektora GG do 6,3% PKB z 6,6% PKB w 2024).
- USA:** Prezes Fed powiedział, że w obecnym otoczeniu gospodarka może doświadczać częściej szoków podażowych, co stanowi wyzwanie dla decyzji w zakresie polityki monetarnej. Z kolei większa niepewność dot. inflacji może wymuszać wyższe realne stopy procentowe. J.Powell przyznał też, że członkowie Fed rozważają zmiany w kluczowych częściach wytycznych, którymi kierują się przy podejmowaniu decyzji dotyczących polityki pieniężnej, w tym w sposobie myślenia o niedoborach zatrudnienia w USA i podejściu do celu inflacyjnego. M.Barr (Zarząd Fed) ocenił, że gospodarka jest w dobrej kondycji, ostrzegł jednak, że zaburzenia w łańcuchach dostaw wywołane przez cła mogą doprowadzić do niższego wzrostu gospodarczego i wyższej

#### Wpływy budżetu centralnego z tytułu wybranych podatków w relacji do PKB



Źródło: MF, GUS, PKO Bank Polski.

#### Wpływy budżetu centralnego z tytułu akcyzy w relacji do PKB

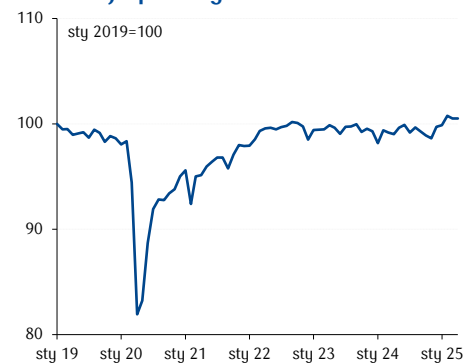


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

**inflacji.** Jego zdaniem zaburzenia te są szczególnie dotkliwe dla sektora małych i średnich firm, które mają słabszy dostęp do kredytu.

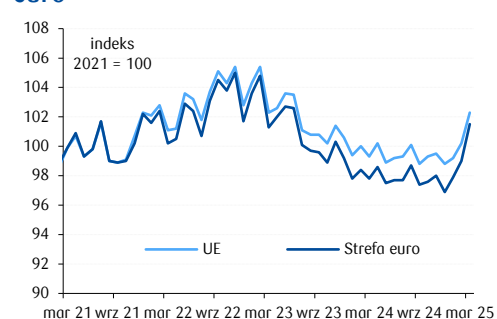
- **USA: Produkcja przemysłowa w kwietniu pozostała bez zmian m/m** (kons: 0,1% m/m). Rozczarowała nieco dynamika w przetwórstwie przemysłowym, gdzie spadek wyniósł 0,4% m/m (wobec oczekiwań na poziomie -0,3% m/m), ale nastąpiło to po okresie solidnych wzrostów związanych m.in. z dążeniem do realizacji zamówień przed wprowadzeniem nowych ceł.
- **USA: Sprzedaż detaliczna w kwietniu wzrosła o 0,1% m/m wobec oczekiwanej stabilizacji.** Nastąpiło tu wyraźne i spodziewane spowolnienie po wzroście o 1,7% m/m w marcu. W dół zaskoczyła dynamika sprzedaży aut - zakupy z wykluczeniem pojazdów wzrosły również o 0,1% (kons.: 0,3% r/r). Konsumenci ograniczyli w kwietniu wydatki na sprzęt sportowy i inne kategorie towarów importowanych, co mogło być reakcją na wprowadzenie wyższych ceł.
- **USA: Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu wyniosła 229 tys.** - bez zmian względem poprzedniego tygodnia i zgodnie z oczekiwaniami. Dość stabilna pozostaje też liczba osób kontynuujących pobieranie zasiłku, co wskazuje na utrzymywanie się dość dobrej sytuacji na rynku pracy.
- **USA: Ceny produkcji sprzedanej przemysłu PPI w kwietniu spadły o 0,5% m/m, a w ujęciu rocznym wzrosły o 2,4%.** Dane, podobnie jak kwietniowy wskaźnik CPI, były nieco niższe od oczekiwań (kons.: 2,5% r/r).
- **EUR: Produkcja przemysłowa w marcu wzrosła o 2,6% m/m i 3,6% r/r, przyspieszając z 1,0% r/r w lutym, silniej niż oczekiwano (kons.: 2,1% r/r).** Najmocniej m/m zwiększyła się produkcja dóbr konsumpcyjnych, zwłaszcza trwałych, oraz dóbr kapitałowych. Źródłem zaskoczenia w górę ponownie była Irlandia, gdzie produkcja wzrosła aż o 14,6% m/m i 50,2% r/r. Solidny wzrost m/m spośród dużych gospodarek odnotowały Niemcy (3,1% m/m) i Hiszpania (1% m/m). Na razie trudno ocenić, czy odbicie nie było jednorazowe, jednak wyniki badań koniunktury przemysłowej ze strefy euro również wskazują na coraz mniejszy pesymizm w branży.
- **EUR: PKB w 1q25 wzrósł 0,3% i 1,2% r/r. Dane były zgodne z wstępnym szacunkiem.** Zakładamy, że w całym 2025 PKB strefy euro wzrośnie o 1,1% r/r, nieco silniej niż w 2024 (0,9% r/r).
- **EUR: Zatrudnienie w 1q25 wzrosło o 0,3% q/q** (w tym samym tempie co PKB), co oznacza przyspieszenie wobec 4q24, kiedy wzrost wyniósł 0,1% q/q. W efekcie poziom zatrudnienia pozostał o 0,8% wyższy niż przed rokiem, tak jak w poprzednim kwartale.
- **POL: W kwietniu RPP ponownie odrzuciła wniosek o podwyżkę stóp procentowych o 200 pb.,** który poparła jedynie członkini RPP J.Tyrowicz. Innych wniosków nie składano.
- **ROM: PKB w 1q25 wzrósł jedynie o 0,2% r/r, wyraźnie poniżej oczekiwań (0,8%).** W ujęciu kwartalnym obserwowaliśmy stagnację, wbrew prognozom wzrostu o 0,3% q/q. Produkcja przemysłowa w 1q25 spadała, spowolniła też aktywność w budowlana i inwestycyjna. Niekorzystne warunki pogodowe ograniczały produkcję w rolnictwie. Perspektywy na kolejne kwartały pogarsza słabość popytu krajowego, w tym konsumpcji. Zakładamy, że w całym 2025 PKB zwiększy się o 1,5% r/r.
- **ROM: Średnie miesięczne wynagrodzenie w marcu wzrosło o 9,8% r/r,** co stanowi niewielkie przyspieszenie w porównaniu do 9,7% r/r w styczniu i lutym. Po 3 latach dwucyfrowych wzrostów od stycznia w Rumunii obserwujemy jednocyfrowy wzrost płac, co wynika z braku podwyżek płacy minimalnej i stabilizacji wynagrodzeń w sektorze publicznym.

### Produkcja przemysłowa w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

### Produkcja przemysłowa w UE i strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

- **UA/RUS:** Zapowiadane na wczoraj negocjacje pokojowe w Stambule rozpoczną się dopiero dzisiaj. Na czele ukraińskiej delegacji ma stać minister obrony R.Umierow, zaś delegację rosyjską kieruje doradca W.Putina W.Miedinski. Niska ranga delegacji (prezydent W.Żeleński już opuścił Stambuł) wskazuje na małe szanse na szybkie porozumienie. Sekretarz stanu USA M.Rubio nie sądzi, aby nastąpił przełom w negocjacjach pokojowych między Ukrainą a Rosją, dopóki nie dojdzie do bezpośredniego spotkania prezydentów D.Trumpa i W.Putina.

## 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	--	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
<b>Środa, 14 maja</b>						
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
<b>Czwartek, 15 maja</b>						
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	4,3
POL: Wzrost PKB (1q)	10:00	% r/r	3,4	3,1	2,9	3,2
EUR: Wzrost PKB (1q)	11:00	% r/r	1,2	1,2	--	1,2
EUR: Produkcja przemysłowa (mar.)	11:00	% r/r	1,2	2,1	--	3,6
EUR: Zatrudnienie (1q)	11:00	% r/r	0,8	--	--	0,8
USA: Sprzedaż detaliczna (kwi.)	14:30	% m/m	1,7	0,0	--	0,1
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (kwi.)	14:30	% m/m	0,8	0,3	--	0,1
USA: Inflacja PPI (kwi.)	14:30	% r/r	2,7	2,5	--	2,4
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys	229	230	--	229
USA: Produkcja przemysłowa (kwi.)	15:15	% m/m	-0,3	0,3	--	0,0
<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	--

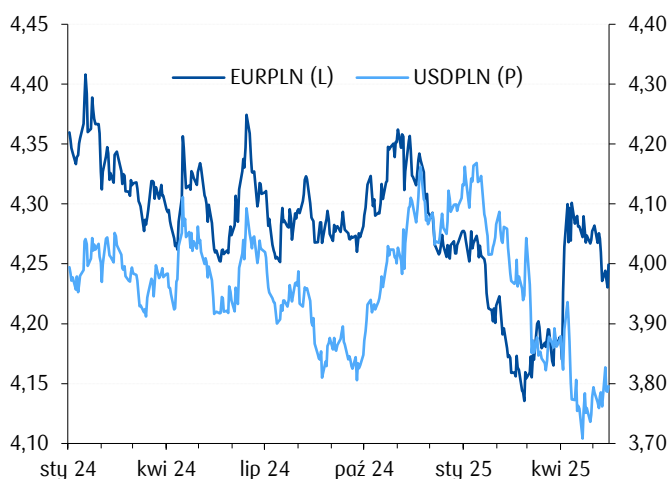
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

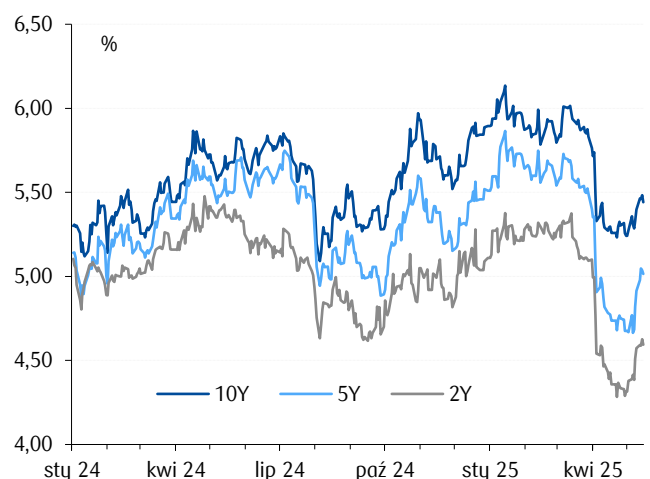
		Wartość 2025-05-15	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,2493	0,4	-0,2	-0,7	-0,2	-8,9
	USDPLN	3,7984	0,7	0,6	0,7	-3,1	-15,2
	CHFPLN	4,5386	1,0	-0,6	-1,3	4,8	1,2
	GBPPLN	5,0488	0,5	0,7	1,1	1,7	-8,0
	EURUSD	1,1187	-0,2	-0,8	-1,4	2,9	7,4
	EURCHF	0,9362	-0,5	0,4	0,6	-4,8	-9,9
	GBPUSD	1,3281	-0,2	-0,2	0,4	4,8	8,6
	USDJPY	145,84	-0,3	0,6	2,5	-6,1	13,8
	EURCZK	24,94	0,1	0,1	-0,5	0,9	-0,1
	EURHUF	402,95	-0,1	-0,8	-1,3	4,3	5,3
<b>Obligacje</b>	PL2Y	4,59	-3	8	24	-76	-191
	PL5Y	5,02	-2	19	28	-46	-207
	PL10Y	5,44	-4	11	18	-20	-128
	DE2Y	1,88	-6	11	21	-104	182
	DE5Y	2,20	-7	13	18	-29	165
	DE10Y	2,63	-7	11	16	18	176
	US2Y	3,97	-9	7	17	-83	144
	US5Y	4,07	-10	7	12	-34	128
	US10Y	4,45	-8	6	12	7	163
<b>Akcje</b>	WIG	103 232,9	-0,6	2,2	8,5	16,8	94,5
	WIG20	2 815,1	-0,6	1,7	6,5	9,8	66,4
	S&P500	5 916,9	0,4	4,5	12,0	11,7	50,6
	NASDAQ100	21 335,8	0,1	6,3	16,9	15,0	78,6
	Shanghai Composite**	3 363,0	-0,5	0,3	2,5	7,7	10,1
	Nikkei**	37 749,0	0,0	2,2	9,8	-3,0	46,6
	DAX	23 695,6	0,7	1,5	11,7	26,5	72,5
	VIX	19,46	-1,4	-12,4	-27,2	41,7	-37,7
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	64,5	-2,4	2,7	-5,0	-22,5	-39,9
	Ropa WTI	63,0	-2,2	2,9	-3,1	-22,0	-40,6
	Złoto	3209,5	0,9	-4,4	-2,8	35,0	74,3

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

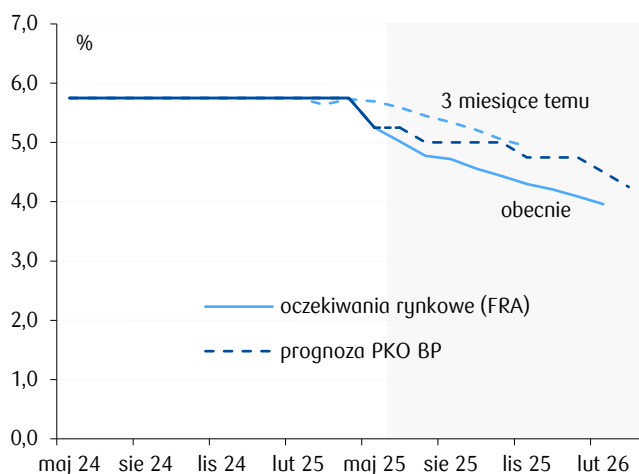
### Notowania złotego wobec głównych walut



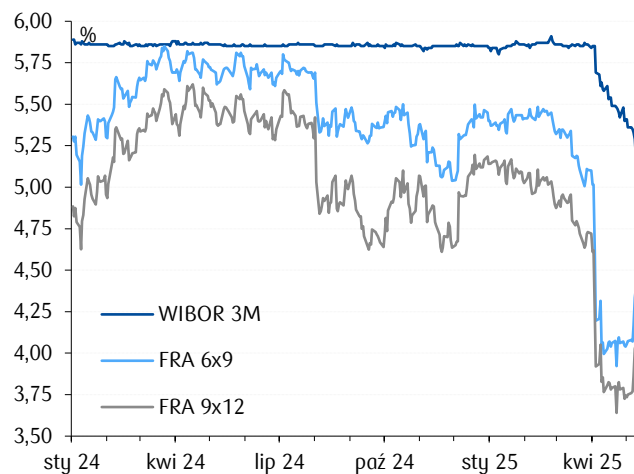
### Rentowności polskich obligacji skarbowych



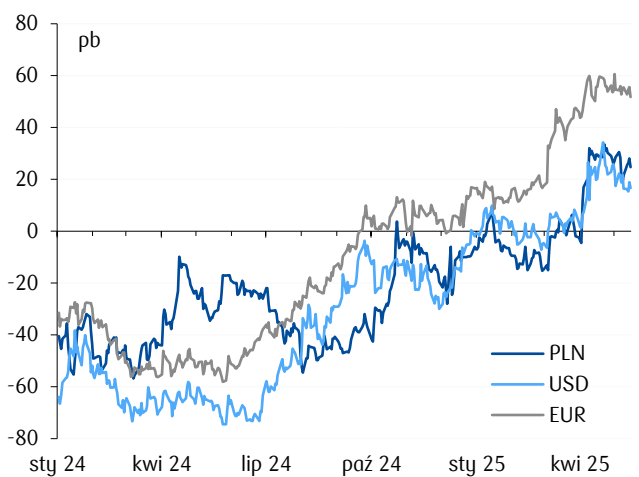
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



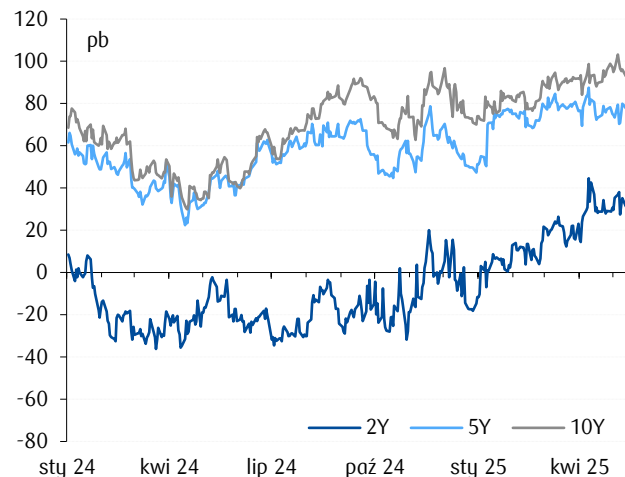
### Krótkoterminowe stopy procentowe



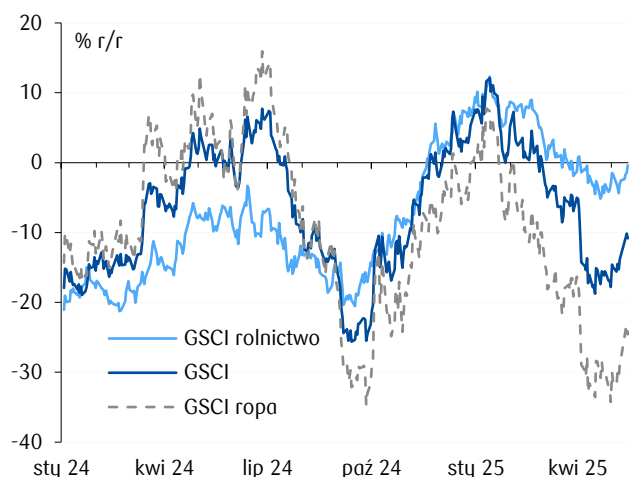
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



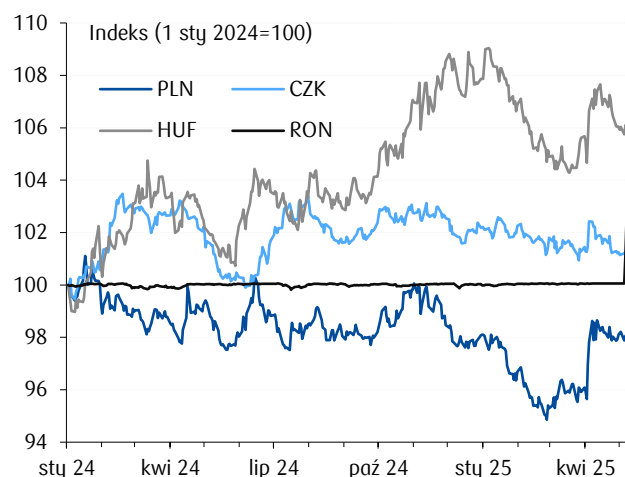
### Spread asset swap dla PLN



### 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.

