



Cła jednak nielegalne?

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczorajsza sesja na Wall Street zakończyła się lekkim spadkiem w oczekiwaniu na wyniki Nvidii, która zaskoczyła solidną prognozą przychodów. Na giełdach europejskich dominowały spadki. Dolar umocnił się względem wszystkich głównych walut z rynków rozwiniętych. Na rynku krajowym, w atmosferze przedwyborczej, zmienność była ograniczona. Złoty nieznacznie umacniał się wobec EUR, kurs EURPLN spadł do 4,24, natomiast względem USD osłabił się do 3,75. Rentowności krajowych obligacji nie zmieniły się istotnie. Nastroje rynkowe całkowicie odmieniły się po wyroku federalnego sądu handlowego, który orzekł, że większość nałożonych przez D.Trumpa ceł jest nielegalna. Azjatyckie giełdy silnie rosły, podobnie kontrakty na indeksy w USA. Z kolei USD kontynuował umocnienie.
- W USA opublikowany zostanie zrewidowany PKB za 1q25 – wstępne dane pokazały spadek o 0,3% q/q saar po wzroście o 2,4% q/q saar w 4q24. Słaby początek roku to przede wszystkim efekt silnego pogłębienia deficytu handlowego USA przed wprowadzeniem ceł przez administrację D.Trumpa. Nie wykluczamy niewielkiej rewizji danych o PKB w górę – te zdarzają się częściej niż w dół, choć zasadniczo nie zmieniają ogólnego obrazu.
- Tygodniowe dane o zasiłkach dla bezrobotnych z USA powinny pokazać ponownie niewielki wzrost liczby nowych wniosków (kons.: 230 tys. wobec 227 tys. przed tygodniem). Interesujące będzie w nich czy utrzymała się delikatna tendencja wzrostowa liczby osób kontynuujących pobieranie zasiłku, mogąca świadczyć o schłodzeniu popytu na pracę.
- Na dziś zaplanowane jest też wystąpienie przedstawiciela Fed – T.Barkina (Richmond Fed).

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- EUR:** Długoterminowe oczekiwania inflacyjne w strefie euro w kwietniu nie zmieniły się (zgodnie z prognozami). Wskaźniki oczekiwań na trzy i pięć lat pozostały bez zmian, odpowiednio na poziomie 2,5% i 2,1%. **Roczne oczekiwania jednak wzrosły po raz drugi z rzędu.** W perspektywie 12- miesięcy ceny według konsumentów ankietowanych w kwietniu maj

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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



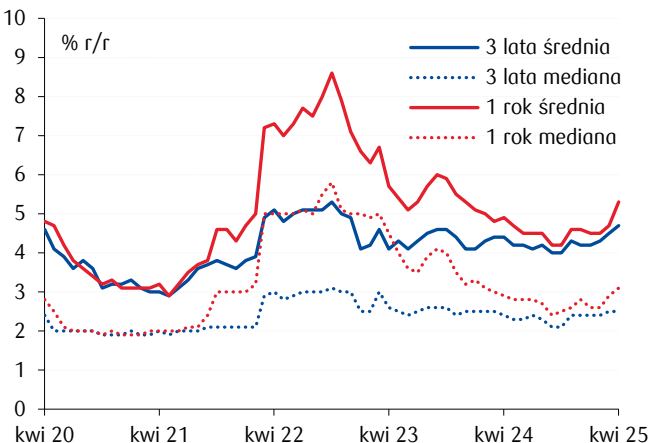
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-05-28	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2408	-0,2
USDPLN	3,7522	0,2
CHFPLN	4,5416	0,3
GBPPLN	5,0538	-0,2
EURUSD	1,1302	-0,3
Obligacje:		
PL2Y	4,59	-1
PL5Y	5,08	-1
PL10Y	5,55	-1
DE10Y	2,55	1
US10Y	4,48	4
Indeksy akcyjne:		
WIG	103 870,3	0,9
DAX	24 038,2	-0,8
S&P500	5 888,6	-0,6
Nikkei**	38 357,8	1,7
Shanghai Comp.**	3 365,1	0,7
Surowce:		
Złoto	3299,24	0,0
Ropa Brent	64,90	1,3

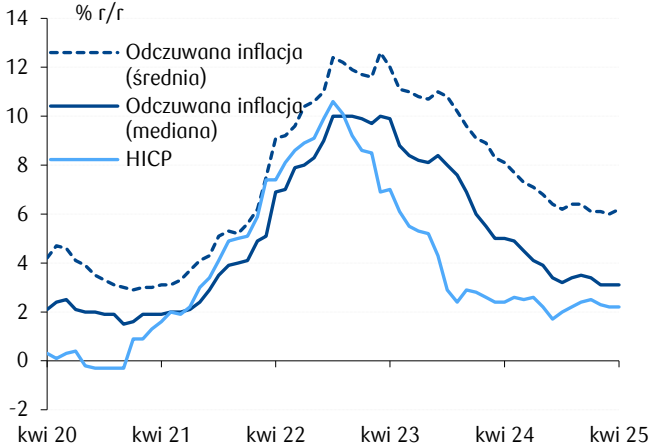
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Oczekiwania inflacyjne w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Odczuwalna inflacja w strefie euro



wzrosnąć o 3,1%, w porównaniu do 2,9% w marcu. To najwyższy poziom oczekiwań od lutego 2024. Wzrost średnioterminowych oczekiwań inflacyjnych może być przejściowy (wywołany obawami o efekty wojen celnych) i naszym zdaniem nie wpłynie na zmianę nastawienia EBC do obniżek. Wciąż zakładamy redukcję stóp w czerwcu o 25pb. Taki scenariusz wspierają m.in. dane inflacyjne, stagnacja aktywności gospodarczej i umocnienie euro.

- **USA:** Panel trzech sędziów amerykańskiego Sądu Handlu Międzynarodowego w Nowym Jorku jednogłośnie orzekł w środę, że powoływanie się na ustawę o stanie wyjątkowym w celu uzasadnienia większości nałożonych przez D.Trumpa ceł jest bezprawne, orzekając tym samym na korzyść stanów rządzonych przez Demokratów oraz małych firm, które oskarżyły administrację federalną. Sąd dał administracji 10 dni na „wprowadzenie w życie” swojego postanowienia, ale nie określił konkretnych kroków, jakie należy podjąć, aby wycofać taryfy. Postanowienie dotyczy globalnej, jednolitej taryfy celnej wprowadzonej przez D.Trumpa, podwyższonych stawek wobec Chin i innych krajów, a także ceł związanych z fentanylem, nałożonych na Chiny, Kanadę i Meksyk. Inne taryfy nałożone na podstawie odmiennych uprawnień pozostają bez zmian i obejmują cła na stal, aluminium oraz samochody. Departament Sprawiedliwości złożył apelację, a ostateczne rozstrzygnięcie w tej sprawie może należeć do Sądu Najwyższego USA. **Wyrok sądu trwale blokuje cła, chyba że sąd apelacyjny pozwoli administracji na ich przywrócenie w trakcie postępowania sądowego.**
- **USA:** Minutes z majowego posiedzenia FOMC potwierdziły, że Fed może sobie pozwolić na oczekiwanie na więcej jasności w sprawie perspektyw gospodarczych USA. Uczestnicy posiedzenia zgodzili się, że przy wciąż solidnym wzroście gospodarczym w USA i dobrych warunkach na rynku pracy, a także przy umiarkowanej polityce pieniężnej, FOMC może poczekać na większą jasność co do perspektyw dla inflacji i aktywności gospodarczej. Uczestnicy posiedzenia zgodzili się, że **niepewność co do perspektyw gospodarczych wzrosła jeszcze bardziej, co sprawia, że właściwe jest ostrożne podejście**, dopóki nie staną się jaśniejsze skutki ekonomiczne netto szeregu zmian w polityce rządowej. Przyszła polityka pieniężna będzie oparta na szerokim zakresie danych, perspektywach gospodarczych i kształtowaniu się bilansu czynników ryzyka. Kolejne posiedzenie FOMC zaplanowano na 17-18 czerwca. Po posiedzeniu zostaną zaprezentowane najnowsze kwartalne projekcje makro oraz wykres *dot-plot*. Oczekujemy, że Fed utrzyma wówczas stopy na niezmienionym poziomie, a wg FedWatch prawdopodobieństwo takiej decyzji to ponad 97%. Widzimy jednak szansę na obniżki w dalszej części roku.
- **POL:** K.Pełczyńska-Nałęcz (MFIPR) poinformowała, że KE zgodziła się na wszystkie zmiany KPO proponowane przez Polskę w ramach rewizji. Dzięki nim **utworzony zostanie Fundusz Bezpieczeństwa i Obronności z pulą 25 mld PLN** (ze środków KPO przeniesionych z Zielonej transformacji miast), wzmocniona zostanie Państwowa Inspekcja Pracy. Ponadto, **Polska stworzy wraz z EBI nowy fundusz gwarancyjny dla polskich przedsiębiorstw na rozwój nowych technologii**. Na gwarancje przeznaczone będzie 670 mln PLN, które dadzą przełożenie na 10 mld PLN kredytów dla firm. Minister dodała, że latem, po formalnie ukończonej rewizji KPO, nastąpi wypłata kolejnej transzy w wysokości ok. 8-12 mld PLN. Budżet KPO dla Polski wynosi ponad 250 mld PLN (59,8 mld EUR), z tej kwoty do tej pory do kraju trafiło już ok. 70 mld PLN, a jeszcze w tym roku MFIPR planuje złożyć do KE szósty i siódmy wniosek o płatność.
- **POL:** Ministerstwo Przemysłu przystępuje do konsultacji programu jądrowego oraz rozpocznie w czerwcu dialog z rynkiem ws. budowy drugiej

planowanej elektrowni jądrowej. Pełnomocnik rządu ds. strategicznej infrastruktury energetycznej W.Wrochna. uściślił, że potencjalne lokalizacje do budowy drugiej elektrowni jądrowej to Bełchatów i Konin, a Kozienice oraz Połaniec to lokalizacje zapasowe.

- **GER:** Stopa bezrobocia w maju, po uwzględnieniu czynników sezonowych, utrzymała się na poziomie 6,3%, zgodnie z oczekiwaniami. Liczba osób poszukujących pracy wzrosła w maju (o 34 tys. sa), nieco silniej niż w kwietniu (o 6 tys. sa).

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 23 maja						
GER: Wzrost PKB (1q)	8:00	% r/r	-0,2	-0,2	--	0,0
HUN: Stopa bezrobocia (kwi.)	8:30	%	4,3	4,3	--	4,4
POL: Podaż pieniądza M3 (kwi.)	14:00	% r/r	10,3	10,0	9,9	10,4
USA: Sprzedaż nowych domów (kwi.)	16:00	tys.	670	700	--	743
USA: Pozwolenia na budowę (kwi., rew.)	16:00	tys.	1481	--	--	1422
Poniedziałek, 26 maja						
POL: Sprzedaż detaliczna (kwi.)	10:00	% r/r	-0,3	3,4	3,4	7,6
POL: Stopa bezrobocia (kwi.)	10:00	%	5,3	5,2	5,2	5,2
Wtorek, 27 maja						
EUR: Koniunktura konsumencka (maj, rew.)	11:00	pkt.	-16,7	-15,2	--	-15,2
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (maj)	11:00	pkt.	93,6	94,3	--	94,8
HUN: Posiedzenie MNB (maj)	14:00	%	6,5	6,5	--	6,5
USA: Zamówienia na dobra trwałe (kwi., wst.)	14:30	% m/m	7,6	-8,2	--	-6,3
USA: Ceny nieruchomości (mar.)	15:00	% r/r	4,5	4,5	--	4,1
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (maj)	16:00	pkt.	85,7	87,0	--	98,0
Środa, 28 maja						
GER: Stopa bezrobocia (maj)	9:55	%	6,3	6,3	--	6,3
USA: <i>Minutes</i> Fed (maj)	20:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 29 maja						
USA: Wzrost PKB (1q)	14:30	%q/q saar	2,4	-0,3	--	--
USA: Konsumpcja prywatna (1q)	14:30	%q/q saar	4,0	1,8	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys.	227	230	--	--
Piątek, 30 maja						
CZE: Wzrost PKB (1q, rew.)	9:00	% r/r	1,8	2,0	--	--
POL: Inflacja CPI (maj, wst.)	10:00	% r/r	4,3	4,3	4,2	--
EUR: Podaż pieniądza M3 (kwi.)	10:00	% r/r	3,6	3,7	--	--
GER: Inflacja CPI (maj, wst.)	14:00	% r/r	2,1	2,1	--	--
GER: Inflacja HICP (maj, wst.)	14:00	% r/r	2,2	2,0	--	--
USA: Dochody Amerykanów (kwi.)	14:30	% m/m	0,5	0,3	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (kwi.)	14:30	% m/m	0,7	0,2	--	--
USA: Deflator PCE (kwi.)	14:30	% r/r	2,3	2,2	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (kwi.)	14:30	% r/r	2,6	2,5	--	--
USA: Bilans handlowy (kwi.)	14:30	mld USD	-162	-140	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (maj, rew.)	16:00	pkt.	52,2	50,8	--	--

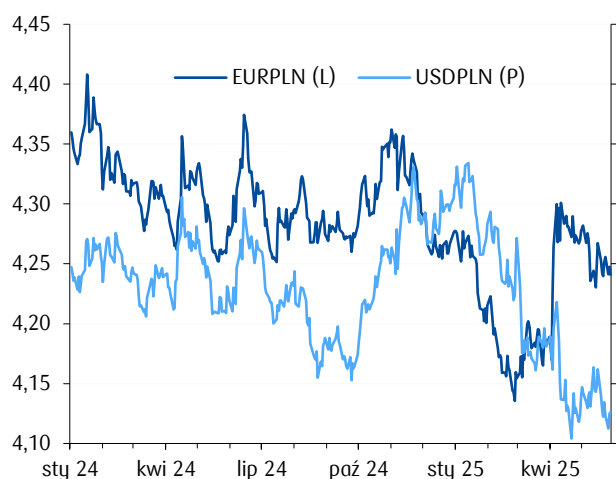
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

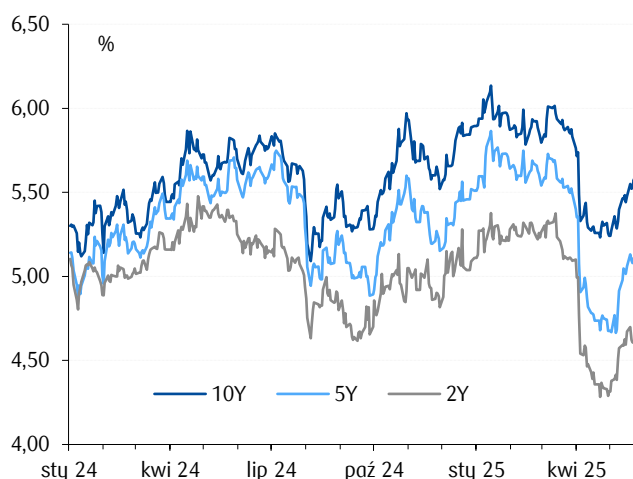
		Wartość 2025-05-28	Δ 1D	Δ 1W	Δ (%; pb)*		
Waluty					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2408	-0,2	0,0	-0,9	-0,7	-8,1
	USDPLN	3,7522	0,2	0,4	-0,3	-5,0	-13,2
	CHFPLN	4,5416	0,3	0,2	-0,8	5,0	1,2
	GBPPLN	5,0538	-0,2	0,6	0,4	0,4	-6,6
	EURUSD	1,1302	-0,3	-0,3	-0,6	4,5	5,8
	EURCHF	0,9338	-0,4	-0,1	0,0	-5,4	-9,2
	GBPUSD	1,3471	-0,4	0,3	0,8	5,9	7,4
	USDJPY	144,87	0,3	0,8	1,6	-8,0	13,7
	EURCZK	24,92	0,2	0,1	-0,1	0,7	0,9
Obligacje	EURHUF	403,45	0,0	0,2	-0,2	4,0	4,0
	PL2Y	4,59	-1	-1	28	-73	-173
	PL5Y	5,08	-1	0	40	-57	-170
	PL10Y	5,55	-1	2	31	-21	-100
	DE2Y	1,80	1	-7	10	-131	147
	DE5Y	2,10	1	-8	12	-61	145
	DE10Y	2,55	1	-9	11	-13	160
	US2Y	3,99	2	-1	40	-98	149
	US5Y	4,07	4	-8	35	-57	135
Akcje	US10Y	4,48	4	-11	33	-13	173
	WIG	103 870,3	0,9	2,3	5,2	21,2	84,9
	WIG20	2 836,7	0,8	2,7	3,6	15,1	57,9
	S&P500	5 888,6	-0,6	0,8	5,7	11,8	48,0
	NASDAQ100	21 318,2	-0,5	1,1	8,9	13,8	78,5
	Shanghai Composite**	3 364,7	0,7	-0,7	2,6	8,2	8,3
	Nikkei**	38 354,1	1,7	2,8	6,4	-0,5	43,8
	DAX	24 038,2	-0,8	-0,3	6,9	30,1	71,6
	VIX	19,92	1,1	-4,2	-17,0	38,9	-30,1
Surowce	Ropa Brent	64,9	1,3	0,0	2,8	-22,4	-43,1
	Ropa WTI	62,5	1,5	-0,6	5,0	-22,1	-44,4
	Złoto	3299,2	0,0	-0,4	-0,3	41,0	78,3

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

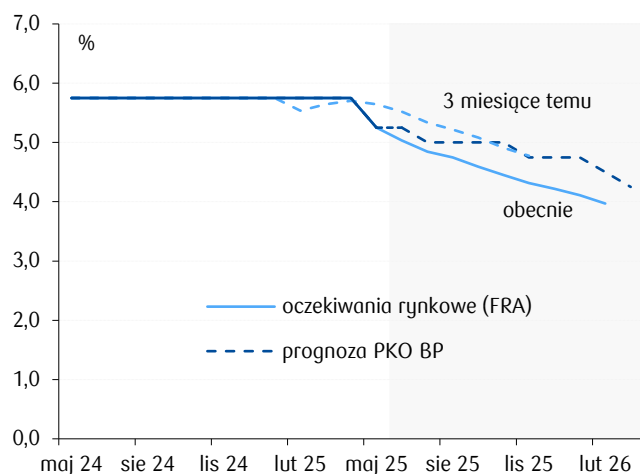
Notowania złotego wobec głównych walut



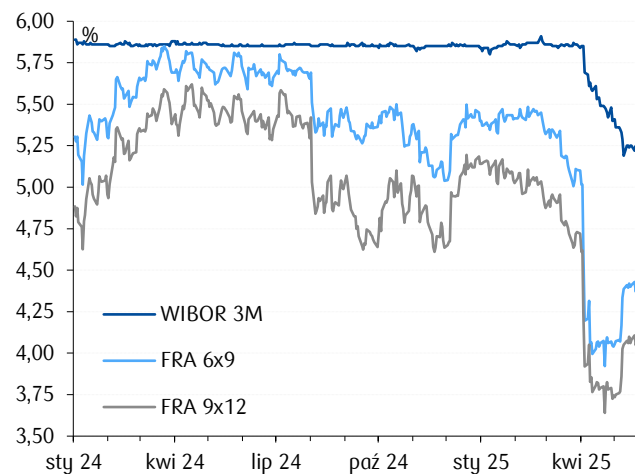
Rentowności polskich obligacji skarbowych



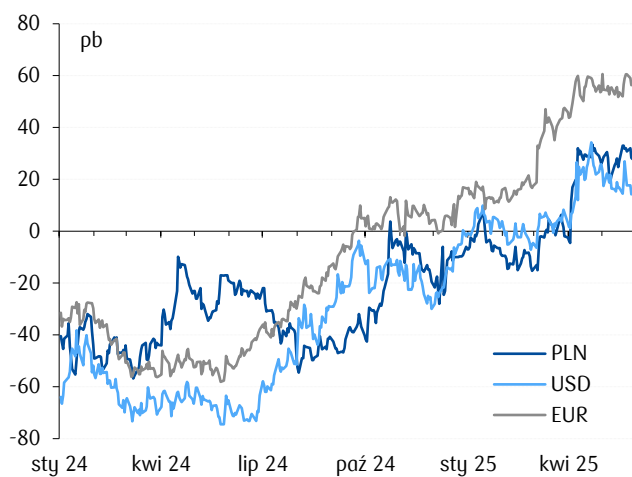
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



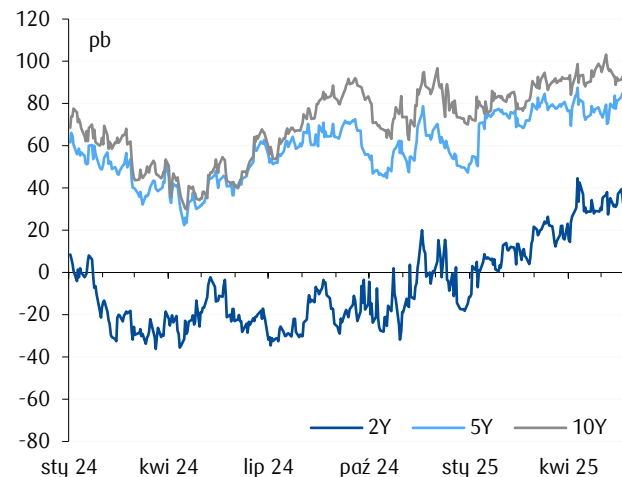
Krótkoterminowe stopy procentowe



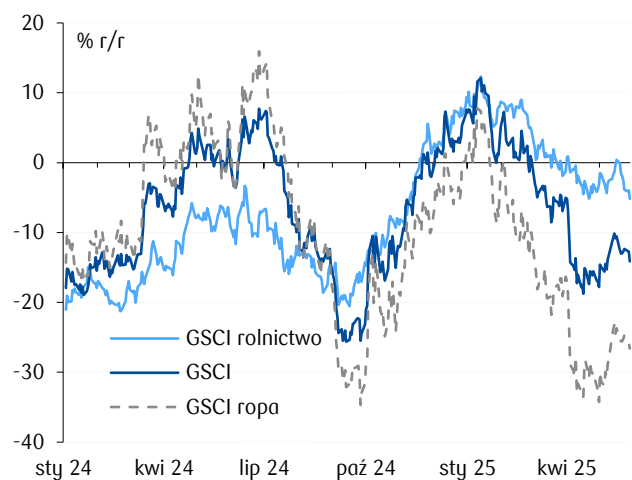
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



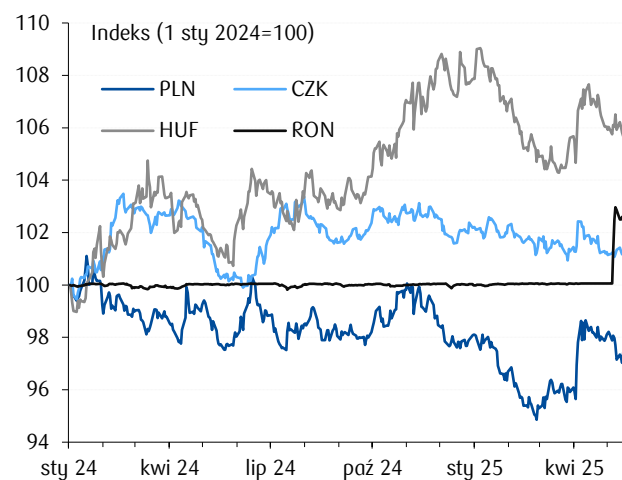
Spread asset swap dla PLN



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.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel: 22 521 80 84
email: analizy.makro@pkobp.pl

Główny Ekonomista. Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84
-------------	--	--------------

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
--	--------------

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:
analizy.makro@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na X/Twitterze oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:

 @PKO_Research



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.