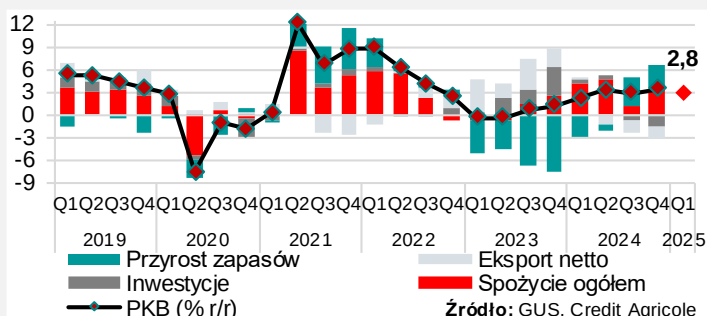


W tym tygodniu

✓ **W weekend USA i Chiny poinformowały o „znaczącym postępie” po dwudniowych rozmowach handlowych w Szwajcarii, co obie strony określiły jako konstruktywny krok w kierunku deeskalacji trwającego konfliktu handlowego.** Choć nie ogłoszono jeszcze konkretnych działań, uzgodniono stworzenie mechanizmu dalszego dialogu pomiędzy dwoma krajami, a także zapowiedziano na dzisiaj publikację wspólnego komunikatu. Oczekujemy, że zmniejszenie napięć pomiędzy USA i Chinami będzie oddziaływało w kierunku poprawy nastrojów rynkowych w tym tygodniu, lekkiego umocnienia złotego i wzrostu rentowności obligacji.

✓ **W czwartek poznamy wstępny szacunek PKB w Polsce w I kw. 2025 r.** Prognozujemy, że dynamika PKB zmniejszyła się do 2,8% r/r z 3,4% w IV kw. ub. r. Głównymi czynnikami oddziałującymi w kierunku spowolnienia wzrostu gospodarczego pomiędzy IV i I kw. były niższe wkłady zmiany

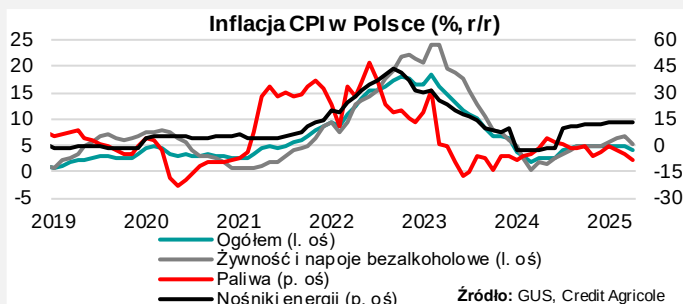


zapasów i konsumpcji. Nasza prognoza kształtuje się poniżej konsensusu (3,1%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

✓ **W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** Prognozujemy, że inflacja CPI ogółem w kwietniu spadła do 2,3% r/r wobec 2,4% w marcu, podczas gdy inflacja bazowa ustabilizowała się na poziomie 2,8%. Pomimo stopniowego zbliżenia się inflacji ogółem do celu inflacyjnego, publikacja danych najprawdopodobniej nie wpłynie na nastawienie Fed (patrz poniżej), z uwagi na ryzyko ponownego wzrostu cen związanego z wprowadzonymi w kwietniu cłami. Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w kwietniu o 0,1% m/m wobec wzrostu o 1,5% w marcu. Uważamy, że wciąż podwyższona sprzedaż samochodów wskazywać będzie na dalsze utrzymywanie się zwiększonego popytu związanego z oczekiwanym wzrostem cen artykułów importowanych w kolejnych miesiącach. Uważamy, że produkcja przemysłowa wzrosła o 0,1% m/m w kwietniu wobec spadku o 0,3% w marcu, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury (indeks ISM w kwietniu ukształtował się drugi miesiąc z rzędu poniżej granicy 50 pkt.), sygnalizującymi ograniczony potencjał do wzrostu aktywności w tym sektorze. Zgodnie z naszą prognozą, dane dotyczące nowych pozwoleń na budowę (1460 tys. w kwietniu wobec 1467 tys. w marcu) oraz liczby rozpoczętych budów (1385 tys. wobec 1324 tys.) wskażą łącznie na utrzymującą się osłabioną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Uważamy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan (54,0 pkt. w maju wobec 52,2 pkt. w kwietniu) wskaże na lekką poprawę nastrojów konsumenckich, związaną z częściowym złagodzeniem narracji dotyczącej polityki celnej przez administrację D. Trumpa. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

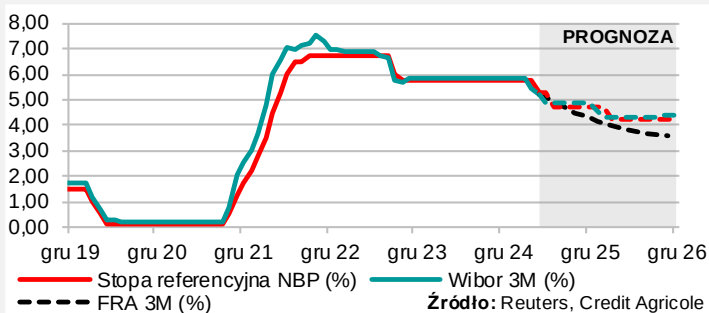
✓ **W środę poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w marcu.** Oczekujemy zmniejszenia salda na rachunku obrotów bieżących do -436 mln EUR wobec -220 mln EUR w lutym. Prognozujemy, że dynamika eksportu wzrosła z -1,4% r/r w lutym do 1,1% w marcu, a tempo wzrostu importu zwiększyło się z 2,3% r/r w lutym do 7,7% w marcu. Uważamy, że w kierunku tempa wzrostu w obu przypadkach oddziaływały korzystne efekty kalendarzowe. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W czwartek opublikowane zostaną finalne dane o inflacji w Polsce. Oczekujemy, że inflacja ukształtowała się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS i wyniosła 4,2% r/r w kwietniu wobec 4,9% w marcu. Zgodnie ze wstępnymi danymi, w kierunku spadku inflacji oddziaływała przede wszystkim niższa dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe”, w dużym stopniu wynikająca z efektów wysokiej bazy związanych z przywróceniem 5% stawki VAT na podstawowe produkty żywnościowe w kwietniu 2024 r. Do obniżenia inflacji przyczyniły się również niższa dynamika w kategorii „paliwa”, jak również spadek inflacji bazowej. Dane o finalnej inflacji będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



W zeszłym tygodniu

Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed utrzymał docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [4,25%; 4,50%], co było zgodne z naszą prognozą i oczekiwaniami rynku. W komunikacie powtórzony został zapis, zgodnie z którym



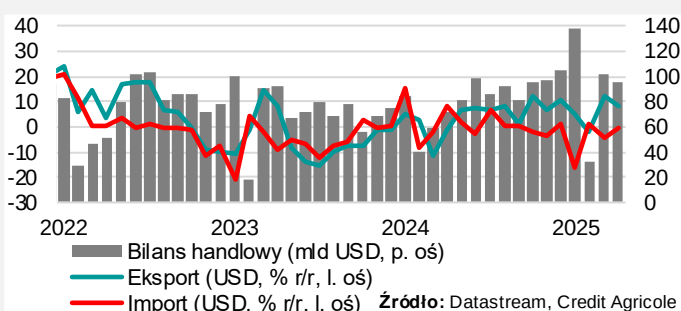
podejmując decyzje dotyczące skali i momentu kolejnych dostosowań w polityce pieniężnej FOMC będzie uważnie analizował napływające dane, oceniał perspektywy i ważył czynniki ryzyka. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu J. Powell powtórzył również, że Rezerwa Federalna nie musi się spieszyć z obniżkami stóp procentowych i jest w na tyle komfortowej sytuacji, że może przyjąć strategię *wait and see*. Powtórzył również swoją wypowiedź z kwietniowego wystąpienia, na którym zadeklarował, że Fed nie będzie w stanie osiągnąć celu w postaci silnego rynku pracy bez stabilizacji cen. J. Powell powiedział również, że jeśli cła będą dalej obowiązywać to osiągnięcie celów w polityce pieniężnej opóźni się. Prezes Fed podkreślił również, że Rezerwa Federalna nie może obecnie działać z wyprzedzeniem z uwagi na dużą niepewność w zakresie kształtowania się przyszłej sytuacji ekonomicznej. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym w 2025 r. Rezerwa Federalna obniży stopy procentowe łącznie o 50pb (o 25pb w czerwcu i o 25pb we wrześniu) i zakończy cykl łagodzenia polityki pieniężnej na docelowym przedziale wahań stopy procentowej na poziomie [3,75%; 4,00%]. Biorąc pod uwagę wydzwięk konferencji po ubiegłotygodniowym posiedzeniu, dostrzegamy jednak ryzyko, że oczekiwane przez nas obniżki stóp procentowych zmaterializują się później.

Rada Polityki Pieniężnej podjęła w ubiegłym tygodniu decyzję o obniżeniu stóp procentowych o 50 pb (stopa referencyjna NBP wynosi 5,25%). Decyzja RPP była zgodna z naszą prognozą i konsensusem rynkowym. W komunikacie opublikowanym po posiedzeniu Rada ponownie odnotowała, że „perspektywy aktywności i inflacji na świecie obarczone są niepewnością, w tym w związku ze zmianami polityki handlowej”, nawiązując w ten sposób do potencjalnie negatywnego wpływu polityki celnej administracji D. Trumpa na światowy wzrost gospodarczy. W komunikacie podtrzymano również ocenę dotyczącą przyszłego poziomu stóp procentowych, który zależeć będzie od „napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności

gospodarczej” (por. MAKROpuls z 07.05.2025). Obniżka stóp procentowych w maju uzasadniona została przez RPP niższą bieżącą i prognozowaną inflacją, obniżaniem się dynamiki płac oraz słabszymi danymi o koniunkturze. W ubiegłym tygodniu odbyła się również konferencja prezesa NBP. A. Głapiński jako wątpliwą ocenił ewentualną obniżkę stóp już w czerwcu. Tym samym materializacja kolejnej obniżki stóp jest bardziej prawdopodobna na lipcowym posiedzeniu RPP, kiedy opublikowane zostaną wyniki kolejnej projekcji inflacji. Prezes oznajmił również, że zdaniem wielu członków RPP decyzja o kolejnej obniżce zasadna będzie dopiero jesienią. Warto zaznaczyć, że prezes zasygnalizował możliwość dyskusji o zmianach w parametrach rezerwy obowiązkowej i szerokości korytarza stóp procentowych już na czerwcowym posiedzeniu RPP. Zaznaczył również, że obniżka o 50pb w maju była „dostosowaniem” i nie oznacza początku cyklu, choć nic nie jest przesądzone. Zarysował on również główne czynniki ryzyka dla przyszłych obniżek stóp procentowych, z których kluczowym jest kształtowanie się cen energii w nadchodzących miesiącach. W piątek P. Litwiniuk, członek RPP stwierdził, że jeśli wyklaruje się kwestia obecnie zamrożonych cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych i nie wystąpi żadna zewnętrzna okoliczność, która zakłócałaby perspektywy inflacyjne, "to jesień tego roku może być dobrym momentem na solidny krok w kierunku obniżenia stóp procentowych. Z kolei inny członek RPP, L. Kotecki powiedział w piątek, że kolejne obniżki stóp proc. w 2025 r. powinny być dokonane w łącznie dwóch krokach po 25pb, które mogą zmaterializować się w lipcu, wrześniu lub później. Uważamy, że wypowiedzi A. Głapińskiego i innych członków RPP stanowią wsparcie dla naszego scenariusza zakładającego łączne obniżki stóp procentowych o 50pb w kolejnych miesiącach 2025 r. Niemniej jednak dostrzegamy ryzyko, że dalsze łagodzenie polityki pieniężnej może być przeprowadzone w mniejszych krokach, a nie jako jednorazowe dostosowanie o 50pb w lipcu, jak dotychczas prognozowaliśmy.

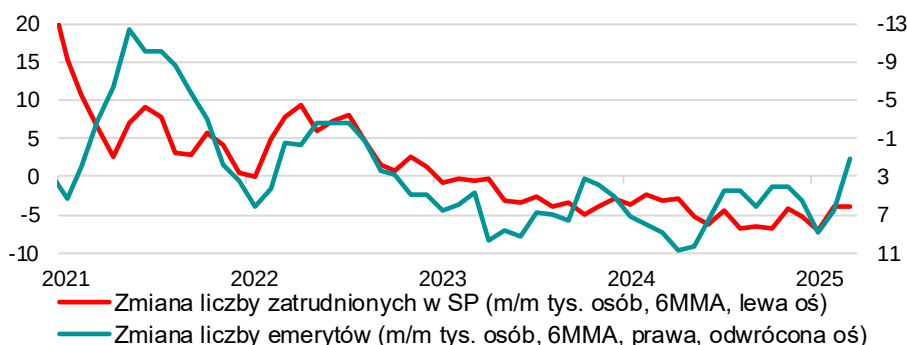
✓ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały dane z niemieckiej gospodarki.** Produkcja przemysłowa zwiększyła się w marcu o 3,0% m/m wobec spadku o 1,3% w lutym, kształtując się znacząco powyżej oczekiwań rynku (0,8%). Wzrost produkcji przemysłowej wynikał przede wszystkim z wyższej produkcji w przetwórstwie przemysłowym. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także dane o niemieckim handlu zagranicznym, którego saldo zwiększyło się w marcu do 21,1 mld EUR wobec 17,9 mld EUR w lutym (rewizja w górę z 17,7 mld EUR), kształtując się powyżej oczekiwań rynku (18,9 mld EUR). Jednocześnie odnotowano zmniejszenie dynamiki eksportu (1,1% m/m w marcu wobec 1,8% w lutym) oraz dynamiki importu (-1,4% wobec 0,5%), które w ukształtowały się odpowiednio powyżej i poniżej oczekiwań rynku (odpowiednio 1,0% i 0,3%). W kolejnych miesiącach w kierunku spadku obrotów w niemieckim handlu zagranicznym oddziaływać będą cła, wprowadzane w życie od kwietnia przez administrację D. Trumpa, w tym przede wszystkim 25% cło na samochody, 25% cło na części samochodowe oraz 10% cło ogólne. Istotnym czynnikiem ryzyka dla sytuacji w niemieckim przemyśle jest również pośrednie oddziaływanie wysokich ceł, jakimi obłożone zostały Chiny. Może się ono realizować poprzez większą konkurencję ze strony Chin na rynku unijnym, jak również słabszy popyt na rynku chińskim, w warunkach spowodowanego cłami spowolnienia aktywności gospodarczej. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o zamówieniach w niemieckim przetwórstwie, których miesięczna dynamika wzrosła do 3,6% m/m w marcu wobec 0,0% w lutym. Przyczyniła się do tego wyższa dynamika zamówień zarówno krajowych jak i zagranicznych. Wyższe zamówienia zagraniczne były z kolei efektem zarówno zwiększonych zamówień z krajów spoza strefy euro, jak i wyższych zamówień z obszaru wspólnej waluty. Warto zauważyć, że w ostatnich miesiącach, w tym w marcu, dynamika zamówień zakłócana była przez napływ dużych zamówień, przede wszystkim w kategorii „pozostały sprzęt transportowy”. W nadchodzących kwartałach oczekujemy zwiększenia dynamiki PKB Niemiec, związanego z luzowaniem polityki fiskalnej przez rząd Niemiec, niemniej czynnikiem ryzyka pozostaje wpływ nowo wprowadzanych przez USA ceł na gospodarkę Niemiec (por. MAKROmapa z 31.03.2025).

W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały dane dotyczące handlu zagranicznego w Chinach. Saldo bilansu handlowego spadło w kwietniu do 96,2 mld USD wobec 102,6 mld USD w marcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (85,5 mld USD). Dynamika eksportu kwietniu obniżyła się do 8,1% r/r wobec 12,4% w marcu, a dynamika importu wzrosła do -0,2% r/r wobec -4,3% w grudniu. Tym samym obie dynamiki ukształtowały się istotnie powyżej oczekiwań (odpowiednio -5,9% i 1,9%). Pomimo istotnego obniżenia się eksportu do USA (-21% r/r), możemy zaobserwować utrzymujący się umiarkowany silny wzrost eksportu do UE (8% r/r) i Japonii (8% r/r), oraz bardzo silny wzrost eksportu do państw ASEAN (21% r/r), Ameryki Łacińskiej (17% r/r) oraz Afryki (25% r/r). Wysoka różnica między cłami nałożonymi na Chiny a na inne państwa może sygnalizować częściowe przekierowanie obrotów handlu poprzez państwa pełniące rolę pośredników. W nadchodzących miesiącach w kierunku osłabienia eksportu prowadzić będzie zarówno polityka celna USA, jak i oczekiwane spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego. W nadchodzących miesiącach oczekujemy obniżania się importu Chin, związanego ze spowolnieniem koniunktury konsumenckiej w Chinach oraz słabnącą koniunkturą w przemyśle. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą tempo wzrostu PKB w Chinach obniży się w 2025 r. do 4,6% wobec 5,0% w 2024 r. Uważamy, że bez istotnego zwiększenia skali stymulacji fiskalnej, cel dla wzrostu gospodarczego ustalony na 2025 r. na poziomie ok. 5% będzie trudny do osiągnięcia.



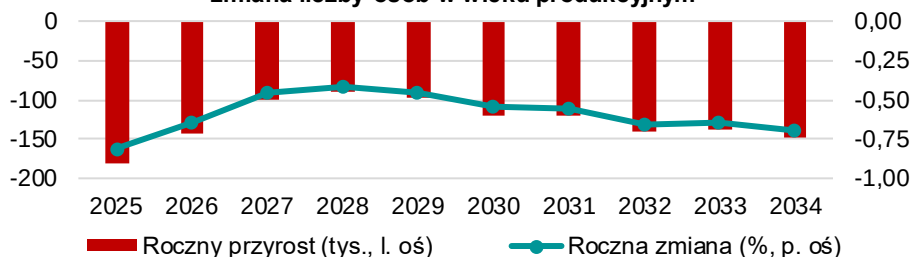
Agencja Standard & Poor's dokonała półrocznego przeglądu ratingu Polski bez publikacji nowego raportu analitycznego, co oznacza, że utrzymała ona długookresowy rating Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. Naszym zdaniem potwierdzenie przez agencję S&P ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji.

Spadek zatrudnienia w przedsiębiorstwach utrzyma się przed dłuższy czas



Zgodnie z danymi GUS zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zmniejszało się w ujęciu rok do roku nieprzerwanie od października 2023 r. Obserwowana tendencja jest efektem oddziaływania niekorzystnych czynników podażowych (zmniejszającego się zasobu siły roboczej ze względu na osiągnięcie wieku emerytalnego przez roczniki z wyżu

demograficznego, por. wykres) oraz popytowych (słabego popytu zewnętrznego, niskiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych w przetwórstwie i związanego z tym niskiego popytu inwestycyjnego ze strony przedsiębiorstw), będących główną przyczyną redukcji zatrudnienia w przetwórstwie, handlu i usługach (por. MAKROpuls z 22.04.2025). Poniżej analizujemy główne trendy w zakresie kształtowania się zatrudnienia w Polsce w kolejnych latach.

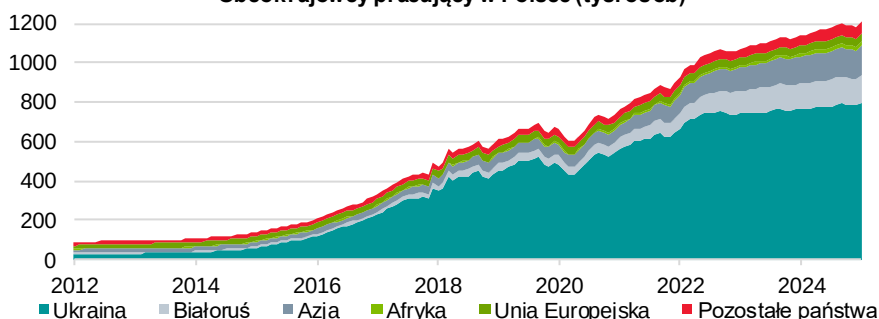
**Prognoza demograficzna dla Polski -
zmiana liczby osób w wieku produkcyjnym***


Źródło: Eurostat, Credit Agricole

*18-59 w przypadku kobiet, 18-64 w przypadku mężczyzn

dekady liczba osób w wieku produkcyjnym obniży się o prawie 1,4 mln.

Ważnym czynnikiem z punktu widzenia wielkości zatrudnienia są tendencje demograficzne. Zgodnie z projekcjami Eurostatu tylko w latach 2025-2026 prognozowany jest łączny spadek liczby osób w wieku produkcyjnym o 325 tys. W kolejnych latach będziemy mieć do czynienia z dalszym pogarszaniem się sytuacji demograficznej w Polsce. W perspektywie najbliższej

Obcokrajowcy pracujący w Polsce (tys. osób)


Źródło: ZUS, Credit Agricole

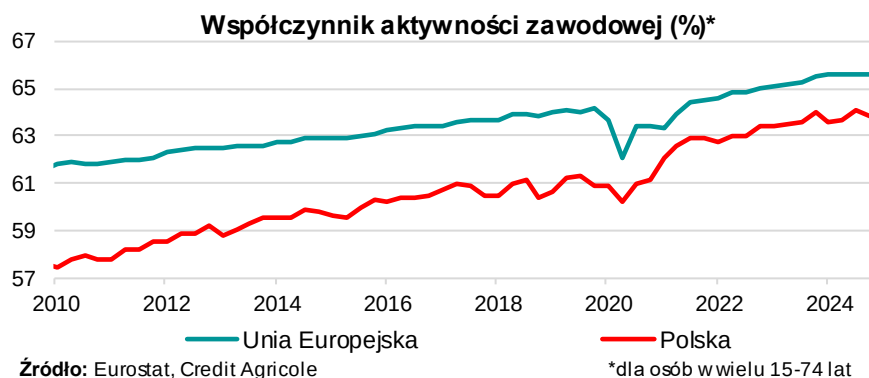
W ostatnich latach wpływ niekorzystnych uwarunkowań demograficznych na tendencje na rynku pracy był kompensowany przez napływ imigrantów zarobkowych. W ostatnich dziesięciu latach liczba obcokrajowców legalnie pracujących w Polsce wzrosła prawie 12-krotnie. Na początku 2014 r. było ich ok. 100 tys., podczas gdy obecnie jest to ponad 1,2 mln osób.

Zwiększony napływ imigrantów zarobkowych do Polski rozpoczął się w 2014 r., co wynikało głównie ze wzrostu napięcia geopolitycznego w Ukrainie. Od 2018 r. można było jednak zaobserwować stopniowy wzrost imigracji również z innych kierunków, czemu sprzyjał rosnący popyt na pracę w warunkach ożywienia gospodarczego w Polsce. W 2018 r. mieliśmy do czynienia również ze zgłaszaniem przez firmy nasileniem problemu braku wykwalifikowanych pracowników, co dodatkowo tłumaczyło zwiększone zainteresowanie zatrudnianiem pracowników z zagranicy. Po przejściowym spadku liczby obcokrajowców zatrudnionych w Polsce w początkowej fazie pandemii kolejne lata przyniosły dalsze zwiększenie skali imigracji zarobkowej do Polski. Na uwagę zasługuje jednak wyhamowanie napływu obcokrajowców w ostatnich miesiącach (por. wykres).

Jednocześnie uwzględniając opracowaną w ubiegłym roku przez rząd strategię migracyjną trudno oczekiwać, aby napływ imigrantów ponownie przyspieszył. Z dokumentu „Odzyskać kontrolę. Zapewnić bezpieczeństwo. Kompleksowa i odpowiedzialna strategia migracyjna Polski na lata 2025–2030” wynika, że Polska rezygnuje z traktowania polityki imigracyjnej jako podstawowego narzędzia łagodzenia skutków zmniejszających się zasobów pracy. Zamiast tego strategia kładzie nacisk na aktywizację zawodową obywateli polskich, modernizację gospodarki i automatyzację procesów produkcyjnych oraz usługowych. Choć przewiduje się dopuszczanie cudzoziemców do polskiego rynku pracy, ma to charakter uzupełniający i jest obwarowane szeregiem warunków – m.in. pochodzeniem z krajów OECD lub państw posiadających skuteczne umowy readmisyjne z Polską, posiadaniem wysokospecjalistycznych kwalifikacji czy zatrudnieniem w zawodach długotrwale deficytowych. Strategia zapowiada także wprowadzenie punktowego modelu dostępu do rynku pracy oraz zaostrzenie kontroli nad agencjami zatrudnienia, eliminując nadużycia i działania „dla pozoru”. Uwzględniając wyczerpujący się potencjał imigracji z krajów ze zbliżonego kręgu kulturowego (Ukraina i Białoruś) oraz zaostrzenie polityki migracyjnej polskiego rządu uważamy, że przestrzeń do dalszego napływu pracowników z zagranicy jest już ograniczona.

Uwzględniając zarysowane powyżej tendencje uważamy, że w najbliższych miesiącach będziemy dalej obserwowali dalszy spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, który w ujęciu średniorocznym

wyniesie ok. 1% w 2025 r. Oczekujemy, że odwrócenie tendencji spadkowej dla zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw nastąpi najwcześniej w IV kw. br. wraz ze wzrostem popytu zewnętrznego i inwestycji publicznych (boom w budownictwie). Uważamy jednak, że ograniczenia podażowe będą stanowiły istotną barierę dla zwiększenia zatrudnienia. Uwzględniając zaostrzenie polityki migracyjnej uważamy, że w przypadku dużych projektów inwestycyjnych, wykonawcy będą próbować łagodzić niedobory kadrowe decydując się na sprowadzanie tymczasowych pracowników tylko na czas trwania realizacji inwestycji. Rozwiązania te były już z powodzeniem wdrażane przy kilku większych inwestycjach w Polsce.



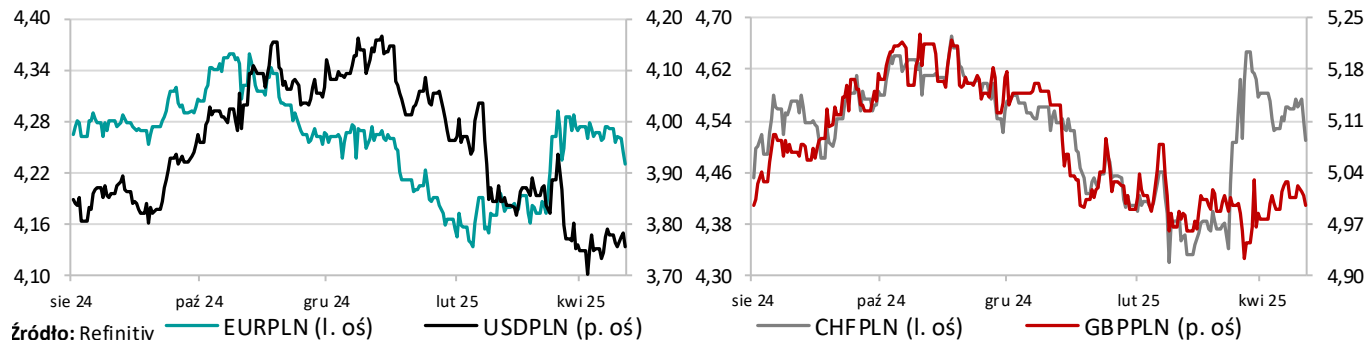
Dalsze zwiększenie zatrudnienia wymagałoby podniesienia współczynnika aktywności zawodowej. Obecnie współczynnik ten, obrazujący relację liczby osób aktywnych zawodowo (pracujących i bezrobotnych) do całkowitej populacji kształtuje się w Polsce na siódmym najniższym poziomie wśród państw członkowskich UE. W ciągu ostatnich 15 lat kształtował się

on w trendzie wzrostowym, stopniowo redukując lukę względem średniego poziomu w UE (por. wykres). Jednak od końca 2023 r. ustabilizował się on w okolicach 64% (dla osób w wieku 15-74 lata) i jego wartość w Polsce jest o ok. 2 pkt. proc. niższa niż średnia UE. Uważamy, że nadal istnieje przestrzeń do dalszego zwiększenia aktywności zawodowej w Polsce, jednak wymagałoby to zdecydowanych działań ze strony rządu, takich jak poprawa dostępności i jakości usług opiekuńczych, co umożliwiłoby kobietom łączenie obowiązków rodzinnych z pracą zawodową, oraz promowanie elastycznych form zatrudnienia, w tym pracy na część etatu, co może zachęcić osoby starsze do dłuższego pozostania na rynku pracy. Korzystna dla aktywności zawodowej byłaby również aktywizacja osób biernych zawodowo, w tym kobiet opiekujących się dziećmi oraz osób z niepełnosprawnościami poprzez programy szkoleniowe, doradztwo zawodowe oraz wsparcie w znalezieniu odpowiedniego zatrudnienia. Szacujemy, że zwiększenie współczynnika aktywności zawodowej w Polsce do obecnego poziomu średniej unijnej oddziaływałoby w kierunku zwiększenia liczby aktywnych zawodowo o ok. 500 tys. osób (3% liczby pracujących wg BAEL). Prawdopodobieństwo takiego wzrostu w horyzoncie kilku kwartałów jest jednak naszym zdaniem ograniczone. W rezultacie zakładamy, że w świetle istotnych barier podażowych, w 2026 r. ponownie zaobserwujemy spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (o ok. 0,5%) pomimo wzrostu popytu na pracę w warunkach umiarkowanego ożywienia gospodarczego. Uważamy, że taka sytuacja wymusi na firmach inwestycje ukierunkowane na wzrost wydajności pracy.



Mniej gołębia RPP wsparciem dla kursu złotego

Kursy walutowe



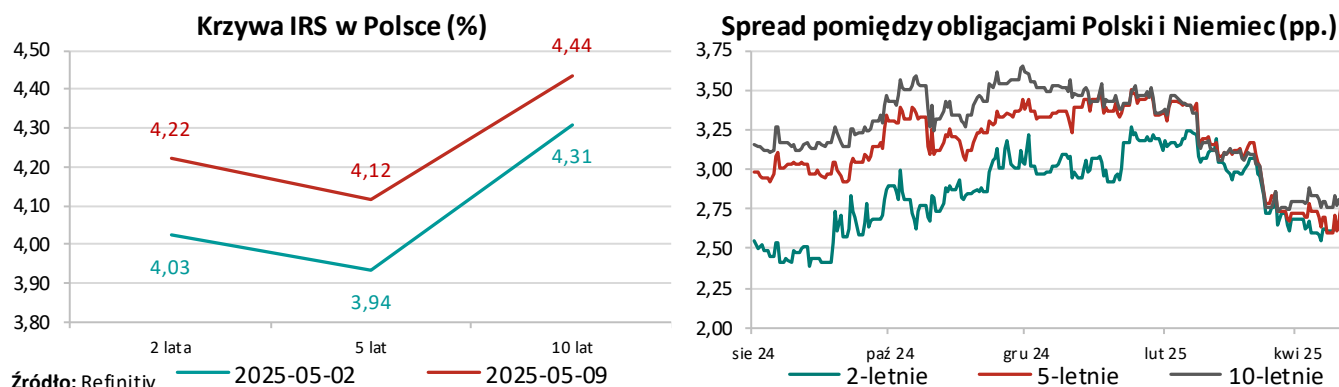
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2293 (umocnienie złotego o 1,0%). Od poniedziałku do środy kurs EURPLN był relatywnie stabilny i kształtował się w okolicach 4,27. W czwartek doszło do wyraźnego umocnienia złotego podczas konferencji A. Glapińskiego. Wsparcie dla polskiej waluty zapewnił mniej gołębi od oczekiwań rynku ton wypowiedzi prezesa NBP. Umocnienie złotego było kontynuowane w piątek.

Podobnie kurs EURUSD nie ulegał znaczącym wahaniom w pierwszej części tygodnia. W drugiej części tygodnia obserwowaliśmy lekkie umocnienie dolara względem euro ze względu na osiągnięcie porozumienia handlowego pomiędzy Wielką Brytanią i USA oraz mniej gołębi od oczekiwań wydźwięk konferencji po posiedzeniu FOMC.

W tym tygodniu kluczowe dla inwestorów będą informacje dotyczące napięć w światowym handlu. Czynnikiem pozytywnym dla kursu złotego są wyniki weekendowych negocjacji handlowych pomiędzy USA i Chinami, sygnalizujące rosnące prawdopodobieństwo osiągnięcia porozumienia dotyczącego obniżenia cł przez oba kraje. Oczekujemy również, że publikacja wstępnego szacunku PKB w Polsce będzie lekko negatywna dla kursu złotego.



Wzrost stawek IRS po posiedzeniu RPP



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 4,22 (wzrost o 19pb), 5-letnie do 4,12 (wzrost o 18pb), a 10-letnie do 4,44 (wzrost o 13pb). Przez cały tydzień stawki IRS kształtowały się w trendzie wzrostowym, w szczególności w czwartek i piątek. Taka tendencja była powiązana ze zmniejszeniem oczekiwań rynkowych na obniżki stóp po mniej wystąpieniu prezesa NBP.

W tym tygodniu kluczowe dla inwestorów będą informacje dotyczące napięć w światowym handlu. Wzrostowi stawek IRS będą sprzyjać wyniki weekendowych negocjacji handlowych pomiędzy USA i Chinami, sygnalizujące rosnące prawdopodobieństwo osiągnięcia porozumienia dotyczącego obniżenia ceł przez oba kraje. Oczekujemy również, że publikacja wstępnego szacunku PKB w Polsce będzie lekko negatywna dla krzywej dochodowości.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25	mar 25	kwi 25	maj 25
Stopa referencyjna NBP* (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25
Kurs EURPLN*	4,33	4,27	4,30	4,29	4,28	4,28	4,35	4,30	4,27	4,21	4,19	4,19	4,27	4,23
Kurs USDPLN*	4,06	3,94	4,02	3,96	3,87	3,85	4,00	4,06	4,13	4,06	4,04	3,87	3,77	3,76
Kurs CHFPLN*	4,41	4,36	4,47	4,50	4,56	4,54	4,64	4,60	4,54	4,46	4,46	4,38	4,56	4,52
Inflacja CPI (r/r, %)	2,4	2,5	2,6	4,2	4,3	4,9	5,0	4,7	4,7	4,9	4,9	4,9	4,2	
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,1	3,8	3,6	3,8	3,7	4,3	4,1	4,3	4,0	3,7	3,6	3,6	3,4	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	7,8	-1,6	0,0	5,3	-1,3	-0,5	4,7	-1,3	0,3	-0,9	-1,8	2,6	-1,8	
Inflacja PPI (r/r, %)	-8,5	-7,0	-5,8	-5,1	-5,5	-6,2	-5,1	-3,8	-2,7	-1,0	-1,3	-1,1	-1,4	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	4,3	5,4	4,7	5,0	3,2	-2,2	2,3	3,4	2,7	6,1	0,6	0,6	2,4	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	11,3	11,4	11,0	10,6	11,1	10,3	10,2	10,5	9,8	9,2	7,9	7,7	8,1	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,0	4,9	5,0	5,0	5,0	4,9	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,2	
Saldo ROB (mln EUR)	922	-468	-142	-491	-2276	-1160	1510	313	-1119	558	-220	-436		
Eksport (r/r, % EUR)	8,3	-5,3	-6,6	5,8	-2,3	1,5	2,6	-2,6	0,4	0,2	-1,4	1,1		
Import (r/r, % EUR)	6,0	1,4	1,9	9,7	5,5	5,6	6,2	-0,8	3,4	8,9	2,3	7,7		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym												
Wskaźnik		2024				2025				2024	2025	2026
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (% r/r)		2,2	3,2	2,8	3,4	2,8	2,9	3,0	3,2	2,9	3,1	3,3
Konsumpcja (% r/r)		4,3	4,5	0,2	3,5	2,5	2,1	2,0	1,8	3,1	2,2	2,9
Inwestycje (% r/r)		3,6	3,9	-4,3	-6,9	3,0	5,7	8,0	7,3	-2,2	6,4	7,3
Eksport (ceny stałe, % r/r)		3,3	4,5	0,0	0,2	1,5	4,3	4,0	4,5	2,0	3,5	5,5
Import (ceny stałe, % r/r)		2,9	7,6	3,1	3,5	2,8	4,5	4,3	3,9	4,2	3,8	4,6
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,6	2,6	0,1	1,7	1,5	1,2	1,2	0,9	1,7	1,3	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,5	0,6	-0,7	-1,7	0,4	0,9	1,2	1,6	-0,4	1,1	1,2
	Eksport netto (pp.)	0,4	-1,3	-1,6	-1,6	-0,6	0,1	0,0	0,4	-1,1	0,0	0,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***		1,6	1,3	0,5	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Stopa bezrobocia (%)**		5,3	4,9	5,0	5,1	5,3	4,9	4,9	4,9	5,1	4,9	4,8
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)		-0,2	0,9	1,5	0,4	-0,2	-0,5	-0,5	-0,5	0,7	-0,4	-0,5
Wynagrodzenia w GN (% r/r)		14,4	14,7	13,4	12,4	10,0	8,3	7,1	6,5	13,7	8,0	6,0
Inflacja CPI (%)*		2,8	2,5	4,5	4,8	4,9	4,2	3,3	3,3	3,6	3,9	2,8
Wibor 3-miesięczny (%)**		5,88	5,85	5,85	5,84	5,84	4,85	4,85	4,85	5,84	4,85	4,36
Stopa referencyjna NBP (%)**		5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	4,75	4,75	5,75	4,75	4,25
EURPLN**		4,29	4,30	4,28	4,27	4,19	4,20	4,20	4,20	4,27	4,20	4,16
USDPLN**		3,97	4,02	3,85	4,13	3,87	3,89	3,82	3,75	4,13	3,75	3,78

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ		WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Wtorek 13.05.2025 r.						
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Maj	-14,0		13,7
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Kwiecień	-0,1	0,2	0,3
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Kwiecień	0,1	0,2	0,3
Środa 14.05.2025 r.						
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Marzec	-220	-436	123
Czwartek 15.05.2025 r.						
10:00	Polska	Wstępny PKB (% r/r)	I kw.	3,4	2,8	3,1
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Kwiecień	4,9	4,2	4,2
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% r/r)	I kw.	1,2	1,2	1,2
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% kw/kw)	I kw.	0,4	0,4	0,4
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Marzec	1,1		1,6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	228		
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Maj	-8,1		-10,0
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Kwiecień	1,4	0,1	0,0
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Maj	-26,4		-12,5
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Kwiecień	77,8		77,9
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Kwiecień	-0,3	0,1	0,2
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Marzec	0,2		0,2
Piątek 16.05.2025 r.						
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Kwiecień	3,6	3,4	3,4
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Kwiecień	1467	1460	1450
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Kwiecień	1324	1385	1365
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Maj	52,2	54,0	53,1

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus Refinitiv