

## Codziennik

### RPP odpocznie w czerwcu, ale to nie koniec obniżek

Glapiński: obniżka stóp była jednorazowym dostosowaniem, ale cykl obniżek jest możliwy  
Dynamika produkcji usług nieco słabsza w lutym, ale pozostała solidna  
Złoty mocniejszy, stawki rynku stopy procentowej wyżej po konferencji NBP

**Dzisiaj** na Węgrzech zostały opublikowane dane o inflacji CPI w kwietniu, według których jej stopa spadła z 4,7% r/r do 4,2% choć oczekiwano zejścia do 4,0%. Chińskie dane o towarowym handlu zagranicznym za kwiecień nie pokazały spodziewanego osłabienia: mierzony w USD eksport wzrósł o 8,1% r/r (konsensus 2,0% r/r) a import spadł o 0,2% r/r a nie o 6,0% r/r (poprzednio -4,3% r/r).

**Ton konferencji prezesa NBP po majowym posiedzeniu RPP był zdecydowanie mniej gołąbi niż w kwietniu.** Adam Glapiński podkreślił, że RPP ma jeden jedyny cel: stabilizację cen, a walka o obniżenie inflacji nie została jeszcze zakończona. Powiedział również, że nastąpiło „dostosowanie” stóp procentowych do niższego poziomu inflacji, podobnie jak na jesieni 2023 r., co nie oznacza rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Ogółem, podtrzymujemy pogląd, że w czerwcu RPP utrzyma stopy procentowe bez zmian i dokona obniżki o 25 pb w lipcu, kiedy dostępna będzie nowa projekcja NBP. Widzimy również rosnące prawdopodobieństwo dalszej obniżki o 25 pb na kolejnym posiedzeniu RPP, we wrześniu, w reakcji na bardzo prawdopodobny duży spadek inflacji poniżej 3,5% r/r, który będzie widoczny w danych o CPI dostępnych na tym posiedzeniu. W 2026 r. możliwa jest kontynuacja umiarkowanego tempa łagodzenia polityki pieniężnej, aż do osiągnięcia przez stopę referencyjną poziomu 3,75%. Więcej w naszym [Komentarzu Ekonomicznym](#).

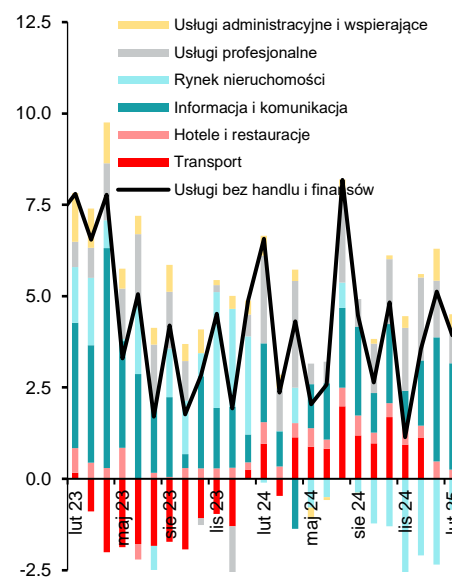
**Ludwik Kotecki z RPP** udzielił wywiadów PAP i agencji Bloomberg. Podtrzymał pogląd, że w tym roku suma obniżek powinna wynieść 100pb, przy czym lepiej pozostałe 50pb byłoby rozłożyć na dwa ruchy, np. we wrześniu i pod koniec roku, choć lipiec też nie jest wykluczony. Za to mało prawdopodobna wydaje mu się zmiana stóp w czerwcu. **Henryk Wnorowski** powiedział agencji Bloomberg, że nie widzi powodów żeby należało obniżyć stopy również w czerwcu, za to możliwy jest lipiec jeśli projekcja pokaże sprzyjającą temu ścieżkę inflacji. w II połowie roku widzi szansę na więcej argumentów za luzowaniem, a więc miejsce pod dalsze ruchy, po 25 pb.

**Dynamika produkcji usług spadła w lutym br. do 4,1% r/r z 5,9% r/r** w styczniu, wynika z danych Eurostatu. Osłabienie tempa wzrostu produkcji usług zostało zarejestrowane w niemal wszystkich głównych sektorach, w tym w transporcie, zakwaterowaniu i gastronomii, informacji i komunikacji, usługach profesjonalnych, a także usługach administracyjnych. Wyjątek stanowiły usługi związane z rynkiem mieszkaniowym odbicie z -16,9% r/r do -7,4% r/r). Niemniej, usługi rynku mieszkaniowego wciąż pozostawały jedynymi, których podaż skurczyła się w ujęciu rocznym. Dane te są spójne z naszymi oczekiwaniami, że w I kw. 2025 r. wzrost PKB utrzymał się w okolicach 3% r/r. W strefie euro również zarejestrowano osłabienie dynamiki produkcji usług, z 3,0% r/r do 1,7% r/r, przy spadku dynamik wszystkich głównych kategorii.

**Polski złoty uległ w czwartek umocnieniu do euro o około 0,3%**, co spowodziło kurs EURPLN z 4,26 do 4,25. Umocnienie złotego rozpoczęło się w trakcie konferencji prezesa NBP i wg nas wynikało z bardziej jastrzębiego przekazu niż zakładał rynek. Węgierski forint uległ osłabieniu do euro o około 0,2%, a EURCZK utrzymał się bez większych zmian. Delikatny dryf EURUSD w dół nasilił się pod wieczór i kurs jest dziś rano ponad 1 cent niżej niż na śródownym zamknięciu. Dolarowi sprzyjało ogłoszenie porozumienia handlowego USA-Wlk. Brytania, schłodzone oczekiwania na obniżki stóp przez Fed i perspektywa rozmów USA z Chinami w ten weekend.

**W reakcji na konferencję prezesa Glapińskiego rynek skorygował skalę oczekiwanych obniżek stóp procentowych.** Krajowe stawki FRA zwiększyły się o 10-23 pb, a stopy IRS o 8-11 pb. W obu przypadkach wzrosty były mocniejsze na krótkim końcu krzywej. Wzrostom uległy również rentowności krajowych obligacji, o 3-16 pb, przy wyptaszczeniu krzywej o około 13 pb. Wzrosty rentowności, choć o mniejszej skali, miały miejsce także na rynkach bazowych, w tym o około 3 pb na całej długości krzywej w Niemczech i o 5-6 pb w USA.

#### Produkcja usług, dekompozycja, % r/r



Źródło: Eurostat, Santander

#### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
email: ekonomia@santander.pl  
www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://santander.pl/serwis-ekonomiczny)  
**Piotr Bielski** 691 393 119  
**Bartosz Białas** 517 881 807  
**Marcin Luźniński** 510 027 662  
**Grzegorz Ogonek** 609 224 857

### Rynek walutowy

#### Dzisiejsze otwarcie

|        |        |         |        |
|--------|--------|---------|--------|
| EURPLN | 4.2485 | CZKPLN  | 0.1701 |
| USDPLN | 3.7818 | HUFPLN* | 1.0398 |
| EURUSD | 1.1234 | RONPLN  | 0.8307 |
| CHFPLN | 4.5446 | NOKPLN  | 0.3624 |
| GBPPLN | 5.0049 | DKKPLN  | 0.5693 |
| USDCNY | 7.2461 | SEKPLN  | 0.3888 |

\*za 100HUF

#### Poprzednia sesja na rynku FX

08.05.2025

|        | min    | max    | otwarcie | zamkn. | fixing |
|--------|--------|--------|----------|--------|--------|
| EURPLN | 4.2478 | 4.2738 | 4.2682   | 4.2494 | 4.2714 |
| USDPLN | 3.7611 | 3.7891 | 3.7724   | 3.7796 | 3.784  |
| EURUSD | 1.1232 | 1.1320 | 1.1317   | 1.1248 | -      |

### Rynek stopy procentowej

08.05.2025

#### Obligacje na rynku międzybankowym

| Benchmark (termin) | %    | Zmiana (pb) |
|--------------------|------|-------------|
| PS0527 (2L)        | 4.51 | 13          |
| PS0130 (5L)        | 4.82 | 14          |
| DS1034 (10L)       | 5.33 | 4           |

#### Stawki IRS na rynku międzybankowym\*\*

| Termin | PL   |             | US   |             | EZ   |             |
|--------|------|-------------|------|-------------|------|-------------|
|        | %    | Zmiana (pb) | %    | Zmiana (pb) | %    | Zmiana (pb) |
| 1L     | 4.67 | 13          | 4.24 | 6           | 2.00 | 2           |
| 2L     | 4.19 | 7           | 3.92 | 10          | 1.96 | 5           |
| 3L     | 4.05 | 7           | 3.85 | 12          | 2.02 | 4           |
| 4L     | 4.04 | 8           | 3.86 | 12          | 2.11 | 6           |
| 5L     | 4.06 | 8           | 3.91 | 15          | 2.21 | 9           |
| 8L     | 4.24 | 6           | 4.05 | 15          | 2.41 | 8           |
| 10L    | 4.38 | 5           | 4.14 | 13          | 2.51 | 7           |

#### Stawki WIBOR

| Termin | %    | Zmiana (pb) |
|--------|------|-------------|
| O/N    | 5.66 | -4          |
| T/N    | 5.51 | -2          |
| SW     | 5.40 | -11         |
| 1M     | 5.52 | -2          |
| 3M     | 5.29 | -4          |
| 6M     | 5.00 | -5          |
| 1Y     | 4.82 | -4          |

#### Stawki FRA (na rynku międzybankowym)\*\*

| Termin | %    | Zmiana (pb) |
|--------|------|-------------|
| 1x4    | 5.09 | 24          |
| 3x6    | 4.74 | 24          |
| 6x9    | 4.32 | 17          |
| 9x12   | 4.01 | 17          |
| 3x9    | 4.55 | 26          |
| 6x12   | 4.17 | 17          |

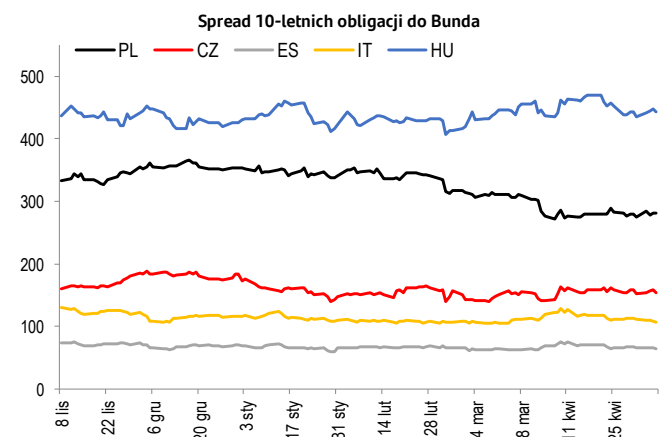
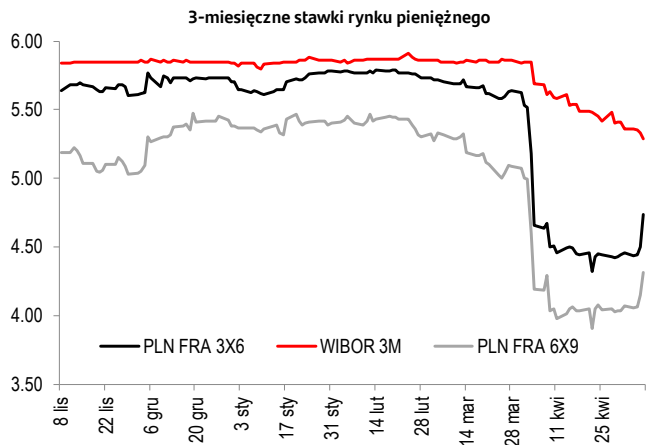
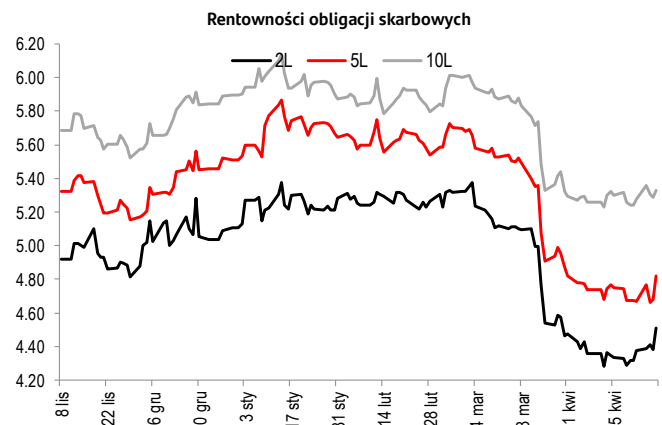
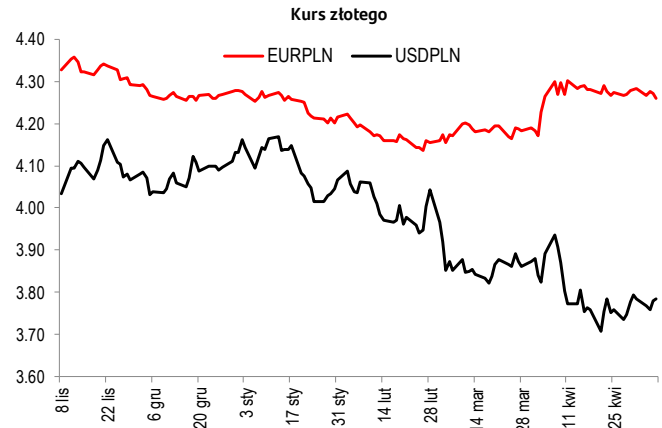
#### Stawki CDS i różnica rentowności wobec niemieckich obligacji

| Kraj       | CDS 5Y USD |             | Spread 10L* |             |
|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|            | Wartość    | Zmiana (pb) | Wartość     | Zmiana (pb) |
| Polska     | 73         | -2          | 281         | 0           |
| Francja    | 19         | -1          | 71          | -1          |
| Węgry      | 137        | 2           | 443         | -4          |
| Hiszpania  | 35         | -1          | 64          | -1          |
| Włochy     | 24         | -1          | 107         | -2          |
| Portugalia | 18         | 0           | 52          | -1          |
| Irlandia   | 15         | 0           | 37          | -2          |
| Niemcy     | 8          | 0           | -           | -           |

\*spread 10-letnich obligacji skarbowych do 10-letnich Bundów

\*\*Informacje odnoszą się do stawek kupna na rynku międzybankowym na koniec dnia

Źródło: LSEG, Datastream



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

| CZAS<br>W-WA                 | KRAJ      | WSKAŹNIK                            | OKRES     | PROGNOZA     |             | REALIZACJA  | OSTATNIA<br>WARTOŚĆ* |             |
|------------------------------|-----------|-------------------------------------|-----------|--------------|-------------|-------------|----------------------|-------------|
|                              |           |                                     |           | RYNEK        | SANTANDER   |             |                      |             |
| <b>ŚRODA (30 kwietnia)</b>   |           |                                     |           |              |             |             |                      |             |
| 08:00                        | DE        | Sprzedaż detaliczna                 | IV        | % m/m        | -0.4        | -           | -0.2                 | 0.2         |
| 08:30                        | HU        | PKB                                 | I kw.     | % r/r        | 0.4         | -           | 0.0                  | 0.4         |
| 09:00                        | CZ        | PKB SA                              | I kw.     | % r/r        | 2.0         | -           | 2.0                  | 1.8         |
| <b>10:00</b>                 | <b>PL</b> | <b>Inflacja</b>                     | <b>IV</b> | <b>% r/r</b> | <b>4.3</b>  | <b>4.2</b>  | <b>4.2</b>           | <b>4.9</b>  |
| 10:00                        | DE        | PKB WDA                             | I kw.     | % r/r        | -0.2        | -           | -0.2                 | -0.2        |
| 11:00                        | EZ        | PKB SA                              | I kw.     | % r/r        | 1.1         | -           | 1.2                  | 1.2         |
| 14:00                        | DE        | Inflacja HICP                       | IV        | % m/m        | 0.4         | -           | 0.5                  | 0.4         |
| 14:15                        | US        | Raport ADP                          | IV        | tys.         | 125         | -           | 62                   | 147         |
| 14:30                        | US        | PKB                                 | I kw.     | % k/k        | 0.3         | -           | -0.3                 | 2.4         |
| 16:00                        | US        | Wydatki osobiste                    | III       | % m/m        | 0.6         | -           | 0.7                  | 0.5         |
| 16:00                        | US        | Dochody osobiste                    | III       | % m/m        | 0.4         | -           | 0.5                  | 0.7         |
| 16:00                        | US        | Niezakończona sprzedaż domów        | III       | % m/m        | 1.0         | -           | 6.1                  | 2.1         |
| 16:00                        | US        | Indeks cen PCE SA                   | III       | % m/m        | 0.0         | -           | 0.0                  | 0.4         |
| <b>CZWARTEK (1 maja)</b>     |           |                                     |           |              |             |             |                      |             |
| 14:30                        | US        | Liczba nowych bezrobotnych          | tyg.      | tys.         | 223         | -           | 241                  | 223         |
| 16:00                        | US        | ISM przemysł                        | IV        | pkt          | 47.9        | -           | 48.7                 | 49.0        |
| <b>PIĄTEK (2 maja)</b>       |           |                                     |           |              |             |             |                      |             |
| <b>09:00</b>                 | <b>PL</b> | <b>PMI przemysł</b>                 | <b>IV</b> | <b>pkt</b>   | <b>50.3</b> | <b>50.1</b> | <b>50.2</b>          | <b>50.7</b> |
| 09:55                        | DE        | PMI przemysł                        | IV        | pkt          | 48.0        | -           | 48.4                 | 48.0        |
| 10:00                        | EZ        | PMI przemysł                        | IV        | pkt          | 48.7        | -           | 49.0                 | 48.7        |
| 11:00                        | EZ        | HICP wstępny szacunek               | IV        | % r/r        | 2.1         | -           | 2.2                  | 2.2         |
| 11:00                        | EZ        | Stopa bezrobocia                    | III       | %            | 6.1         | -           | 6.2                  | 6.2         |
| 14:30                        | US        | Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem | IV        | tys.         | 138         | -           | 177                  | 185         |
| 14:30                        | US        | Stopa bezrobocia                    | IV        | %            | 4.2         | -           | 4.2                  | 4.2         |
| 16:00                        | US        | Zamówienia dóbr trwałych            | III       | % m/m        | 9.2         | -           | 9.2                  | 9.2         |
| 16:00                        | US        | Zamówienia przemysłowe              | III       | % m/m        | 4.5         | -           | 4.3                  | 0.6         |
| <b>PONIEDZIAŁEK (5 maja)</b> |           |                                     |           |              |             |             |                      |             |
| 16:00                        | US        | ISM usługi                          | IV        | pkt          | 50.3        | -           | 51.6                 | 50.8        |
| <b>WTOREK (6 maja)</b>       |           |                                     |           |              |             |             |                      |             |
| 03:45                        | CN        | PMI usługi                          | IV        | pkt          | 51.8        | -           | 50.7                 | 51.9        |
| 09:00                        | CZ        | Inflacja                            | IV        | % r/r        | 2.1         | -           | 1.8                  | 2.7         |
| 09:55                        | DE        | PMI usługi                          | IV        | pkt          | 48.8        | -           | 49.0                 | 50.9        |
| 10:00                        | EZ        | PMI usługi                          | IV        | pkt          | 49.7        | -           | 50.1                 | 51.0        |
| <b>ŚRODA (7 maja)</b>        |           |                                     |           |              |             |             |                      |             |
|                              | <b>PL</b> | <b>Decyzja RPP</b>                  | <b>V</b>  | <b>%</b>     | <b>5.25</b> | <b>5.25</b> | <b>5.25</b>          | <b>5.75</b> |
| 08:00                        | DE        | Zamówienia przemysłowe              | III       | % m/m        | 1.3         | -           | 3.6                  | 0.0         |
| 09:00                        | CZ        | Produkcja przemysłowa               | III       | % r/r        | 3.1         | -           | 4.5                  | -1.4        |
| 11:00                        | EZ        | Sprzedaż detaliczna                 | III       | % m/m        | -0.1        | -           | -0.1                 | 0.2         |
| 14:30                        | CZ        | Decyzja banku centralnego           | V         | %            | 3.50        | -           | 3.50                 | 3.75        |
| 20:00                        | US        | Decyzja FOMC                        | V         | %            | 4.50        | -           | 4.50                 | 4.50        |
| <b>CZWARTEK (8 maja)</b>     |           |                                     |           |              |             |             |                      |             |
| 08:00                        | DE        | Eksport                             | III       | % m/m        | 1.0         | -           | 1.1                  | 1.9         |
| 08:00                        | DE        | Produkcja przemysłowa SA            | III       | % m/m        | 1.0         | -           | 3.0                  | -1.3        |
| 08:30                        | HU        | Produkcja przemysłowa               | III       | % r/r        | -5.0        | -           | -5.4                 | -8.0        |
| <b>15:00</b>                 | <b>PL</b> | <b>Konferencja prezesa NBP</b>      |           |              |             |             |                      |             |
| <b>PIĄTEK (9 maja)</b>       |           |                                     |           |              |             |             |                      |             |
| 08:30                        | HU        | Inflacja                            | IV        | % r/r        | 4.0         | -           | 4.2                  | 4.7         |

Źródło: Santander Bank Polska, Reuters, Parkiet, Bloomberg

\* w przypadku rewizji dane uaktualnione

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych, Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji, Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl