



Polska

Komentarz makro-
ekonomiczny

Data

7 kwietnia 2025 r.

Arkadiusz Krześniak
Główny Ekonomista
(+48) 22 579 9105

Polska: Komentarz tygodniowy

W UBIEGŁYM TYGODNIU:

Inflacja konsumenta wg wstępnego szacunku GUS wyniosła w marcu 0,1% m/m oraz 4,9% r/r. W marcu br. ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły o 0,3% m/m oraz zwiększyły się 6,7% r/r, ceny nośników energii spadły o 0,1% m/m i były wyższe o 13,3% r/r a ceny paliw spadły o 2,0% m/m i spadły o 4,7% r/r. Silny roczny wzrost cen żywności oraz wysokie ceny energii są obecnie czynnikami ograniczającymi dochód do dyspozycji gospodarstw domowych. Według naszych szacunków inflacja bazowa w marcu wyniosła 0,2% m/m oraz 3,3% r/r. Dane o inflacji i inflacji bazowej zwiększają prawdopodobieństwo obniżek stóp w br.

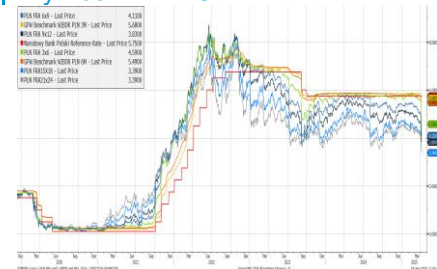
Indeks PMI w przemyśle marginalnie wzrósł do 50,7 pkt. w marcu z 50,6 pkt. w lutym, utrzymując się w obszarze ekspansji. Sub-indeksy produkcji i nowych zamówień wzrosły w najszybszym tempie od lutego 2022 r., poziom zapasów wzrastał, natomiast spadło zatrudnienie. W marcu popyt na wyroby przemysłu wzrósł, wspierany przez nowe zamówienia eksportowe, ze względu na wzrost popytu w krajach UE. Oczekiwania dotyczące produkcji w horyzoncie 12-miesięcy były najlepsze od czerwca 2021 r. Koszty produkcji wzrosły wraz ze wzrostem cen wyrobów gotowych. Według wstępnych danych GUS, w 2024 r. **deficyt sektora rządowego i samorządowego** wyniósł -6,6% PKB wobec -5,3% PKB w 2023 r. **Dług sektora rządowego i samorządowego** w 2024 r. wyniósł 55,3% PKB wobec 49,5% PKB w 2023 r.

Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, nie zmieniła stóp procentowych, pozostawiając główną stopę referencyjną w wysokości 5,75%. W komunikacie po posiedzeniu RPP oceniła, że dynamika PKB w I kw. 2025 r. była prawdopodobnie niższa od tej w IV kw. 2024 r. RPP podkreśliła, że wzrost wynagrodzeń spowalnia, choć nadal jest wysoki. RPP szacuje, że obniżyła się inflacja bazowa, po tym, jak inflacja konsumenta wyniosła 4,9% w I kw. br. RPP wskazała, że w najbliższych miesiącach inflacja pozostanie powyżej celu, do czego przyczyniają się wzrosty cen regulowanych a w II połowie roku, zgodnie z obecnym stanem prawnym, wzrosną regulowane ceny energii. RPP dodała, że niższa od oczekiwań inflacja w I kw. br. sygnalizuje, że w kolejnych kwartałach inflacja będzie również niższa od oczekiwań. Jako źródła niepewności dla inflacji RPP podała wpływ inflacji na oczekiwania inflacyjne i płace, w warunkach rosnącego popytu i niskiego bezrobocia, politykę fiskalną i regulacyjną oraz wpływ zmian polityki handlowej głównych gospodarek na inflację na świecie. RPP powtórzyła, że będzie działać na podstawie napływających danych dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej.

Na **konferencji prasowej** prezes NBP prof. Adam Glapiński poinformował, że po niższych danych o inflacji w I kw. br. RPP zmieniła nastawienie i że obecnie większość członków Rady jest skłonna do obniżania stóp procentowych. Prezes Glapiński stwierdził, że obniżka stóp może nastąpić w maju, czerwcu lub lipcu. Dodał, że projekcja lipcowa dostarczy nowych danych do analizy, ale jeśli korzystne dla inflacji dane pojawią się wcześniej, RPP może dostosować poziom stóp procentowych. W jego ocenie właściwe byłoby jednorazowe dostosowanie stóp procentowych, raczej niż seria obniżek, ale dodał, że w korzystnym scenariuszu są możliwe dwie obniżki stóp po 50 pb. w tym roku, a stopa referencyjna w tym scenariuszu mogłaby spaść docelowo do 3,50% w przyszłym roku. Konferencja prezesa NBP miała silny wpływ na rynek. Silnie spadły oczekiwania przyszłego poziomu stóp procentowych odzwierciedlone w niższych stopach kontraktów FRA, rentowności polskich obligacji skarbowych spadły a złoty osłabił się wobec CHF, EUR i USD.

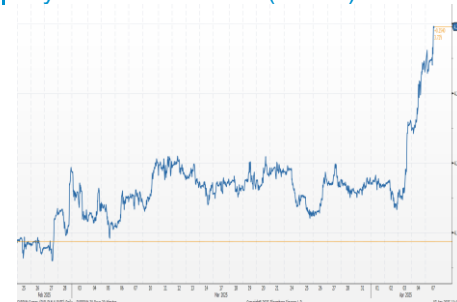
Rynki finansowe są pod bardzo silnym wpływem **nowych cel** ogłoszonych przez administrację Donalda Trumpa: silnie spadają indeksy akcji w USA, Europie i Chinach, wzrasta awersja do ryzyka, co umacnia CHF i JPY a osłabia USD, oraz osłabia waluty regionu CEE, w tym PLN, spada rentowność obligacji i wzrastają oczekiwania obniżek stóp w USA i strefie euro. Jeśli wzrost cel osłabi wzrost PKB w strefie euro o 0,5-1 pkt. proc. to według naszych szacunków może się to przełożyć na spowolnienie PKB w Polsce o 0,32-0,64 pkt. proc. Jeśli nastąpi eskalacja wojny celnej, będzie to silnym szokiem stagflacyjnym dla globalnej gospodarki.

Wykres 1. WIBOR i FRA



Źródło: Bloomberg

Wykres 2. EUR/PLN (30 dni)



Źródło: Bloomberg

Wykres 3. WIG, S&P 500 i STOXX Europe 500



Źródło: Bloomberg



GŁÓWNE WSKAŹNIKI W TYM TYGODNIU:

Data	godzina	wskaźnik/wydarzenie	prognoza DB	Aktualny	Konsensus
7-kwi	14:00	Oficjalne aktywa rezerwowe			b.d.
11-kwi	10:00	Obroty bieżące (lut)	-620 mln EUR		-680 mln EUR
11-kwi	14:00	Bilans handlowy (lut)	-1550 mln EUR		-1650 mln EUR

Źródło: prognozy Deutsche Bank, Bloomberg Finance LP

Prognozy kursów walutowych oraz stóp procentowych

	EUR/PLN	USD/PLN	CHF/PLN	GBP/PLN	EUR/USD	Stopa referencyjna	WIBOR 3M*	WIBOR 6M*	EURIBOR 3M	Fed Funds (mid)	Inflacja (Polska)	Rentowność 10L obligacji skarbowych
(koniec okresu)												
kwi-25	4,300	3,945	4,599	5,089	1,090	5,75	5,60	5,46	2,09	4,375	4,0	5,20
maj-25	4,225	3,894	4,495	5,023	1,085	5,50	5,43	5,34	2,09	4,375	4,3	5,15
cze-25	4,300	3,963	4,550	5,112	1,085	5,25	5,34	5,25	1,84	4,125	4,4	5,10
lip-25	4,297	3,951	4,519	5,103	1,088	5,25	5,25	5,17	1,84	4,125	3,1	5,00
sie-25	4,293	3,939	4,488	5,094	1,090	5,25	5,17	5,11	1,84	4,125	3,0	4,95
wrz-25	4,290	3,927	4,457	5,085	1,093	5,00	5,08	5,04	1,59	3,875	3,3	4,90
paź-25	4,287	3,915	4,427	5,076	1,095	5,00	5,07	4,98	1,59	3,625	3,5	4,85
lis-25	4,283	3,903	4,397	5,067	1,098	5,00	4,98	4,87	1,59	3,625	3,3	4,80
gru-25	4,280	3,891	4,367	5,058	1,100	5,00	4,90	4,75	1,59	3,625	3,6	4,75
sty-26	4,270	3,882	4,357	5,046	1,100	4,75	4,73	4,61	1,50	3,625	3,7	4,70
lut-26	4,260	3,873	4,347	5,035	1,100	4,75	4,64	4,55	1,50	3,625	3,5	4,70

* - według mapy drogowej opublikowanej przez UKNF odejście od WIBOR ma nastąpić w 2027 r.

Uwaga: W związku z wejściem w życie Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniającego dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014, sposób ustalania stawek WIBOR oraz ich wysokość może ulec zmianie.

Źródło: Deutsche Bank Polska S.A.



Załącznik 1

Wyłączenie odpowiedzialności

Dodatkowe informacje są dostępne na życzenie

Deutsche Bank Polska S.A. oświadcza, że dane zawarte w niniejszej publikacji mają charakter wyłącznie informacyjny, a przedstawiona w niej treść nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 roku Kodeks cywilny, zaproszenia do składania ofert ani rekomendacji do zawarcia transakcji. Niniejsza publikacja nie może być traktowana jako doradztwo ani też nie pełni jakichkolwiek funkcji doradztwa. Wszelkie informacje wykorzystane w niniejszej publikacji zostały pozyskane ze źródeł ogólnie dostępnych, uznanych powszechnie za rzetelne. Deutsche Bank Polska S.A. dołożył należytej staranności w celu zweryfikowania i zaktualizowania informacji zamieszczonych powyżej, jednak w żadnym przypadku nie ponosi odpowiedzialności za ich dokładność ani kompletność jak również za jakąkolwiek szkodę jaką Klient lub osoby trzecie mogą ponieść w wyniku decyzji podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszej publikacji.

Transakcje lub produkty tu wymienione mogą nie być adekwatne dla wszystkich inwestorów. Przed podjęciem decyzji zawarcia transakcji lub nabycia produktu Klient powinien, nie opierając się wyłącznie na informacjach przekazanych w niniejszej publikacji, w sposób niezależny ocenić ryzyko ekonomiczne transakcji i czy jest w stanie je podjąć, jej charakter podatkowy, księgowy oraz prawne konsekwencje transakcji jak również potencjalne korzyści oraz straty z nią związane jak również ocenić charakterystykę rynku. Założenia, symulacje i opinie zawarte w niniejszej publikacji stanowią własny osąd Deutsche Bank Polska S.A./osób go sporządzających aktualny w dacie publikacji tego dokumentu, który może ulec zmianie bez konieczności publikowania tego faktu. Wszelkie prognozy są oparte na założeniach dotyczących warunków rynkowych i nie ma gwarancji, że którykolwiek z prognozowanych wyników może być osiągnięty. Historyczne wyniki nie gwarantują wyników w przyszłości. Deutsche Bank Polska S.A. oświadcza, że informacje zawarte powyżej w żadnym przypadku nie powinny być traktowane przez klienta jako rekomendacja ani doradztwo Deutsche Bank Polska S.A.

Niniejsza publikacja nie może być powielana ani dystrybuowana w jakikolwiek sposób, a w szczególności za pośrednictwem środków masowego przekazu, bez uprzedniej pisemnej zgody Deutsche Bank Polska S.A., al. Armii Ludowej 26, 00-609 Warszawa, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym dla m. st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy KRS pod numerem 0000022493, NIP 676-01-07-416, REGON 350526107, kapitał zakładowy 2.368.849.384 zł (opłacony w całości).

Analyst Certification

Poglądy i opinie wyrażone w tym raporcie stanowią odzwierciedlenie własnego osądu niżej podpisanego analityka, który nie otrzymał, ani nie otrzyma jakiegokolwiek wynagrodzenia za umieszczenie konkretnej rekomendacji lub poglądu w tym raporcie.

Arkadiusz Krześniak