

Twardy orzech do zgryzienia dla Fed

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczoraj wyprzedaż największych spółek technologicznych na Wall Street pociągnęła w dół amerykański rynek akcji. Inwestorzy czekali na dzisiejszą decyzję Rezerwy Federalnej i ewentualną ocenę wpływu polityki gospodarczej administracji prezydenta D.Trumpa na gospodarkę. Lepsze perspektywy niemieckiej gospodarki wspierały indeks DAX. WIG również kontynuował wzrosty. Złoty pozostał stabilny – kurs EURPLN utrzymał się na poziomie 4,18, a USDPLN wzrósł do 3,83. Rentowności krajowych obligacji nie odnotowały większych zmian.
- Dziś oczy całego świata zwrócone są na posiedzenie Fed. Co do jego wyniku panuje niemal pełna zgodność – stopy procentowe pozostaną na obecnym poziomie.** Prezes J.Powell podczas konferencji po ostatnim posiedzeniu podkreślił, że **do wznowienia cyklu obniżek konieczny jest istotny postęp w walce z inflacją lub wyraźne pogorszenie sytuacji na rynku pracy.** Żaden z tych warunków nie został dotychczas spełniony – choć inflacja w lutym spadła, było to jedynie korekcyjne odreagowanie po styczniowym wzroście wynikającym z aktualizacji cenników. Rynek pracy nadal pozostawia przestrzeń do utrzymania obecnej polityki, a, dodatkowo, skokowy wzrost oczekiwań inflacyjnych konsumentów w marcu niemal całkowicie wyklucza możliwość szybkiego wznowienia obniżek. Wciąż utrzymuje się także **niepewność co do polityki celnej nowej administracji, która może stanowić dodatkowe ryzyko inflacyjne.** Jedynym argumentem przemawiającym za wznowieniem obniżek pozostaje spowolnienie aktywności gospodarczej. Najnowsze dane rozczarowują, a prognozy dla amerykańskiej gospodarki są sukcesywnie rewidowane w dół. W tym kontekście, a także w obliczu rosnącego apetytu rynkowego na kolejne obniżki stóp, bardzo ciekawie zapowiada się publikacja oczekiwań członków FOMC dotyczących aktywności w gospodarce oraz poziomu przewidywanych stóp procentowych i stopy neutralnej.
- Poza tym poznamy rewizję lutowej inflacji HICP dla strefy euro.** Pierwszy odczyt pokazał jej spadek do 2,4% r/r z 2,5% r/r poprzednio. Ostateczny wynik z Niemiec był niższy o 0,2 pp względem wstępnego odczytu, co zwiększa szansę, że także w przypadku całej strefy euro zobaczymy niższą inflację.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

@PKO_Research

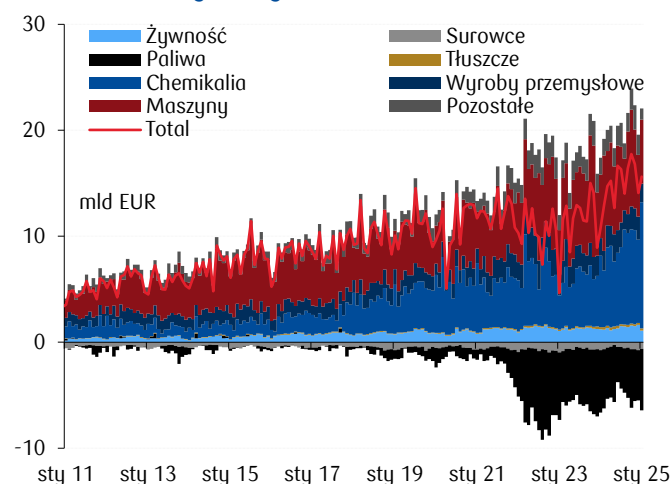
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

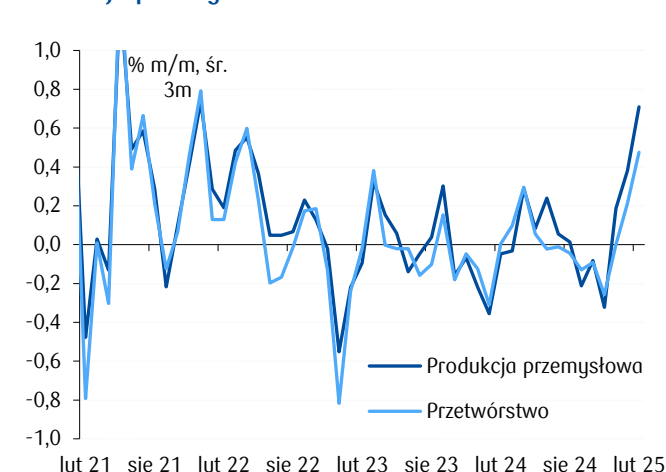
	Wartość 2025-03-18	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,1805	-0,1
USDPLN	3,8259	-0,1
CHFPLN	4,3612	0,3
GBPPLN	4,9692	-0,2
EURUSD	1,0927	0,1
Obligacje:		
PL2Y	5,18	-3
PL5Y	5,56	0
PL10Y	5,91	-1
DE10Y	2,82	1
US10Y	4,29	-1
Indeksy akcyjne:		
WIG	98 770,4	0,8
DAX	23 380,7	1,0
S&P500	5 614,7	-1,1
Nikkei**	37 843,7	1,2
Shanghai Comp.**	3 424,1	-0,1
Surowce:		
Złoto	3033,20	1,2
Ropa Brent	70,56	-0,7

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.

Bilans towarowy strefy euro z USA



Produkcja przemysłowa w USA

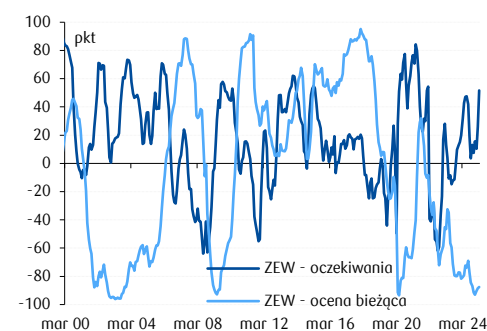


Inflacja szybciej zbliżająca się do celu ECB będzie dodatkowym argumentem za obniżkami stóp.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **USA/RUS:** Prezydenci D.Trump i W.Putin w trakcie rozmowy zgodzili się, że pierwszym krokiem w stronę pokoju na Ukrainie będzie zawieszenie broni dotyczącej infrastruktury i energetyki oraz uzgodnili rozpoczęcie negocjacji na Bliskim Wschodzie w sprawie kolejnych działań. Rosja zgodziła się na wstrzymanie ostrzału ukraińskiej infrastruktury energetycznej na 30 dni. W.Putin zażądał też całkowitego wstrzymania pomocy wojskowej i informacji wywiadowczych dla Ukrainy. Tym samym, Rosja nie zgodziła się na zaakceptowaną przez Ukrainę propozycję USA dotyczącą całkowitego zawieszenia broni na 30 dni. W komunikacie po spotkaniu wskazano, że przyszłość z lepszymi relacjami dwustronnymi między USA a Rosją skutkowałaby „olbrzymimi umowami handlowymi i stabilnością geopolityczną”. Rosja zgodziła się również na wymianę jeńców z Ukrainą.
- **GER:** Niemiecki parlament zatwierdził kluczowy pakiet wydatków, otwierając drogę do zwiększenia inwestycji w obronność i infrastrukturę. Ustawa, promowana przez F. Merza, lidera CDU, przeszła w niższej izbie większością 513 głosów (na 733). Pozwala ona na zniesienie limitów zadłużenia dla wydatków obronnych przekraczających 1% PKB oraz utworzenie funduszu o wartości 500 mld EUR na modernizację infrastruktury. Teraz projekt trafi do Bundesratu, gdzie jego przyjęcie jest niemal pewne – rząd federalny zapewnił lokalnym władzom dodatkowe 100 mld EUR, co zyskało szerokie poparcie. F.Merz podkreślił, że wzrost wydatków na obronność to **krok w kierunku europejskiej wspólnoty obronnej**, a największymi beneficjentami będą niemieckie firmy zbrojeniowe. Decyzja ma **pobudzić niemiecką gospodarkę**, która zmagą się z problemami strukturalnymi, i umocnić pozycję Niemiec w Europie. Według analiz opartych na danych FIGARO, impuls fiskalny wynikający z pakietu może **zwiększyć PKB Niemiec o maksymalnie 0,6 bln EUR w ciągu 12 lat, co oznacza dodatkowe 1,1% PKB rocznie**. Zyska na tym głównie sektor przemysłowy, który jest częściowo powiązany z polskim przetwórstwem. Efekt ten będzie jednak możliwy tylko pod warunkiem, że środki faktycznie trafią na nowe inwestycje, a nie zastąpią istniejących programów. Dodatkowe wsparcie dla niemieckiej gospodarki zapewni również rozszerzona przestrzeń fiskalna na obronność oraz środki z UE.
- **POL:** P.Litwiniuk (RPP) wskazał, że istnieje **niezerowe prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych jeszcze przed lipcem**. Podkreślił, że napływające dane skłaniają do rewizji wcześniejszych, bardziej pesymistycznych prognoz inflacyjnych. Zaznaczył również, że jeśli dojdzie do obniżki stóp, prawdopodobnie nie będzie to jednorazowa decyzja, lecz **stopniowy proces dostosowania polityki pieniężnej**.
- **USA:** Według doniesień [WSJ](#) administracja D.Trumpa debatuje nad sposobem wdrożenia zapowiadanych przez prezydenta USA „wzajemnych cel”, których szczegóły mają zostać ujawnione 2 kwietnia. Jednym z głównych rozważanych rozwiązań jest wprowadzenie **indywidualnych stawek celnych dla każdego z setek partnerów handlowych**. Stawki byłyby uzależnione od poziomu cel nakładanych przez dane państwo na towary amerykańskie – „co oni nam, to my im”. Oprócz cel wzajemnych administracja **planuje również nałożenie dodatkowych, 25-procentowych taryf na wybrane sektory**, w tym branżę motoryzacyjną, półprzewodników oraz farmaceutyków.
- **GER:** Indeks oczekiwań wg badania instytutu ZEW w marcu wzrósł do **najwyższego poziomu od dwóch lat (51,6 pkt.)**. Ocena bieżącej sytuacji gospodarczej pozostała stabilna. Poprawa oczekiwań wynika z **pozytywnych sygnałów dotyczących polityki fiskalnej Niemiec**, w tym porozumienia w sprawie wielomiliardowego pakietu budżetowego. Najsilniej **poprawiły się**

Indeks instytutu ZEW dla Niemiec

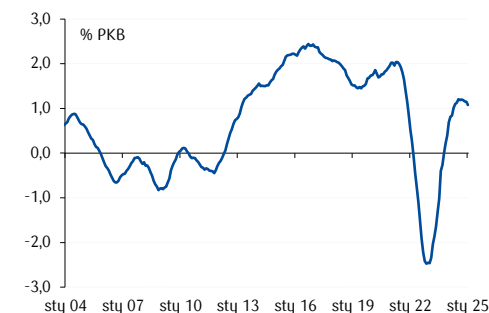


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

perspektywy dla przemysłu metalowego, stalowego i inżynierii mechanicznej. Dodatkowo, szósta z rzędu obniżka stóp procentowych przez EBC sprzyja korzystnym warunkom finansowania dla firm i gospodarstw domowych.

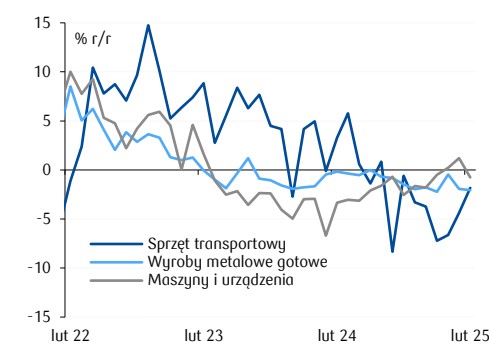
- **JPN:** Bank Japonii zgodnie z oczekiwaniami utrzymał bez zmian główną stopę procentową (0,50%), po tym jak na poprzednim posiedzeniu podniósł ją o 25pb. Bank wskazał, że inflacja pozostaje w przedziale 3,0-3,5% r/r, oczekiwania inflacyjne wzrosły, aktywność gospodarcza stopniowo się poprawia, co skutkuje tym, że gospodarka powinna rosnąć szybciej od potencjału. BoJ zasignalizował rosnące zaniepokojenie wpływem eskalacji napięć handlowych na globalną gospodarkę.
- **EUR:** Nadwyżka handlowa strefy euro w styczniu wyniosła zaledwie 1,0 mld EUR wobec 15,5 mld EUR w grudniu, co było efektem szybszego wzrostu importu (7,6% r/r) niż eksportu (3,0% r/r). W ujęciu miesięcznym saldo handlowe spadło, głównie za sprawą niższych nadwyżek w kategorii maszyn i pojazdów (z 16,5 mld EUR do 7,4 mld EUR) oraz przejścia innych dóbr przemysłowych z nadwyżki (1,2 mld EUR) w deficyt (-4,6 mld EUR). Na tle tego spadku wyróżnia się jednak rosnąca nadwyżka w handlu ze Stanami Zjednoczonymi, która wzrosła do 15,6 mld EUR z 14,1 mld EUR, głównie dzięki wyższemu eksportowi produktów chemicznych, w tym farmaceutycznych – obszar, w którym strefa euro jest kluczowym dostawcą na rynek amerykański. Opublikowane dane pozostają pod wpływem spekulacji dotyczących potencjalnego wprowadzenia ceł przez USA. Kolejne odczyty, przynajmniej do końca 1h25, będą kształtowane przez tę niepewność. Dopiero gdy „celna telenowela” dobiegnie końca, można spodziewać się bardziej stabilnych trendów w danych handlowych.
- **EUR:** O.Rehn (EBC, Bank Finlandii) podkreślił, że EBC chce zachować pełną swobodę działania w obliczu globalnej niepewności, dlatego nie zobowiązuje się do konkretnej ścieżki stóp procentowych, by móc reagować elastycznie. Inflacja w strefie euro stabilizuje się na poziomie 2%, lecz wyjątkowa niepewność spowalnia ożywienie gospodarcze. Bankier zaznaczył, że mimo sygnałów łagodzenia polityki, warunki finansowe pozostają restrykcyjne.
- **USA:** Produkcja przemysłowa w lutym wzrosła o 0,8% m/m, względem 0,3% m/m poprzednio oraz powyżej oczekiwań. W ujęciu rocznym produkcja wzrosła o 1,4%. Poprawa wystąpiła głównie w produkcji sprzętu transportowego, która wzrosła o 6,0% m/m. Dane sugerują stabilizację sektora produkcyjnego, mimo rosnących kosztów surowców i niepewności wynikającej z taryf handlowych wprowadzanych przez D.Trumpa. Wzrost produkcji może być także efektem przyspieszenia zamówień w obawie przed skutkami narastających ceł.
- **USA:** Rozpoczęcie budowy nowych domów w lutym wzrosło o 11,2% m/m do 1,5 mln w ujęciu zannualizowanym, silniej od prognoz. Ożywienie było napędzane przez sektor domów jednorodzinnych (11,4% m/m, do 1,11 mln), podczas gdy budownictwo wielorodzinne odbiło o 10,7% m/m po wcześniejszym załamaniu. Liczba pozwoleń na budowę, wskaźnik przyszłej aktywności, spadła o 1,2% do 1,46 mln. Odbicie w budownictwie nastąpiło po osłabieniu w styczniu, spowodowanym trudnymi warunkami pogodowymi. Mimo to, wysoka podaż nowych domów i drogie kredyty hipoteczne zmuszają deweloperów do stosowania zachęt, w tym dopłat do oprocentowania kredytów.

Saldo towarowe strefy euro



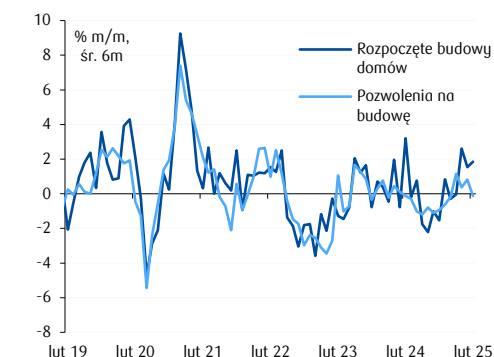
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Produkcja przemysłowa w wybranych sektorach USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Budownictwo mieszkaniowe w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 14 marca						
ROM: Wynagrodzenie (sty.)	8:00	% r/r	11,1	--	--	9,7
GER: Inflacja CPI (lut., rew.)	8:00	% r/r	2,3	2,3	--	2,3
GER: Inflacja HICP (lut., rew.)	8:00	% r/r	2,8	2,8	--	2,6
POL: Inflacja CPI (lut.)	10:00	% r/r	5,3	5,3	5,3	4,9
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (mar., wst.)	15:00	pkt.	64,7	64,0	--	57,9
Poniedziałek, 17 marca						
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (sty.)	10:00	mld CZK	14,1	33,0	--	34,1
USA: Sprzedaż detaliczna (lut.)	13:30	% m/m	-1,2	0,6	--	0,2
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (lut.)	13:30	% m/m	-0,8	0,3	--	0,5
POL: Inflacja bazowa (lut.)	14:00	% r/r	--	4,0	3,9	3,6
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (sty.)	14:00	mld EUR	-803	379	506	168
POL: Eksport (sty.)	14:00	% r/r	-0,3	-1,0	-1,5	-0,7
POL: Import (sty.)	14:00	% r/r	3,9	4,9	5,5	9,9
Wtorek, 18 marca						
GER: Indeks instytutu ZEW (mar.)	11:00	pkt.	26,0	50,3	--	51,6
EUR: Bilans handlowy (sty.)	11:00	mld EUR	15,4	14,0	--	1,0
USA: Rozpoczęcie budowy domów (lut.)	13:30	mln	1,350	1,381	--	1,501
USA: Pozwolenia na budowę (lut., wst.)	13:30	mln	1,473	1,450	--	1,456
USA: Produkcja przemysłowa (lut.)	14:15	% m/m	0,3	0,2	--	0,7
Środa, 19 marca						
JP: Posiedzenie BOJ (mar.)	--	%	0,50	0,50	0,50	0,50
EUR: Inflacja HICP (lut., rew.)	11:00	% r/r	2,5	2,4	--	--
EUR: Inflacja bazowa (lut., rew.)	11:00	% r/r	2,7	2,6	--	--
USA: Posiedzenie Fed (mar.)	19:00	%	4,50	4,50	4,50	--
Czwartek, 20 marca						
GER: Inflacja PPI (lut.)	8:00	% r/r	0,5	1,0	--	--
SWI: Posiedzenie SNB (mar.)	9:30	%	0,50	0,25	0,25	--
SE: Posiedzenie Riksbanku (mar.)	9:30	%	2,25	2,25	2,25	--
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (lut.)	10:00	% r/r	9,2	8,7	8,7	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (lut.)	10:00	% r/r	-0,9	-0,9	-0,8	--
POL: Produkcja przemysłowa (lut.)	10:00	% r/r	-1,0	-1,0	-0,5	--
POL: Inflacja PPI (lut.)	10:00	% r/r	-0,9	-1,2	-1,8	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (lut.)	10:00	% r/r	4,3	2,3	2,8	--
UK: Posiedzenie BoE (mar.)	13:00	%	4,50	4,50	4,50	--
USA: Saldo rachunku obrotów bieżących (4q)	13:30	USD	-310,9	-330,0	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	13:30	tys.	220	224	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (lut.)	15:00	mln	4,08	3,94	--	--
Piątek, 21 marca						
EUR: Koniunktura konsumencka (mar., wst.)	16:00	pkt.	-13,6	-13,0	--	--

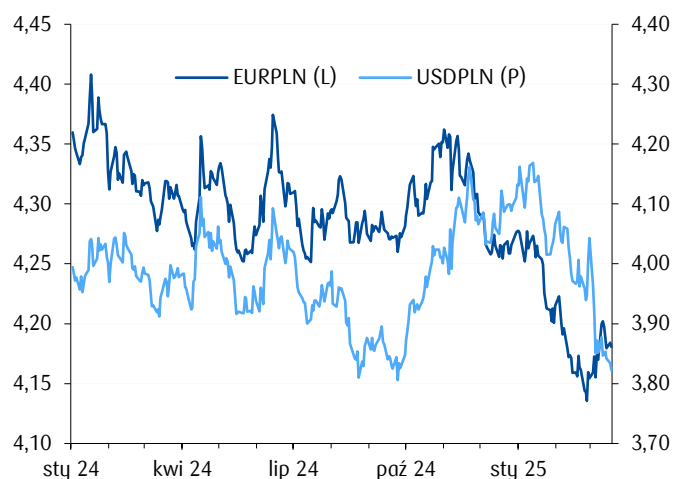
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

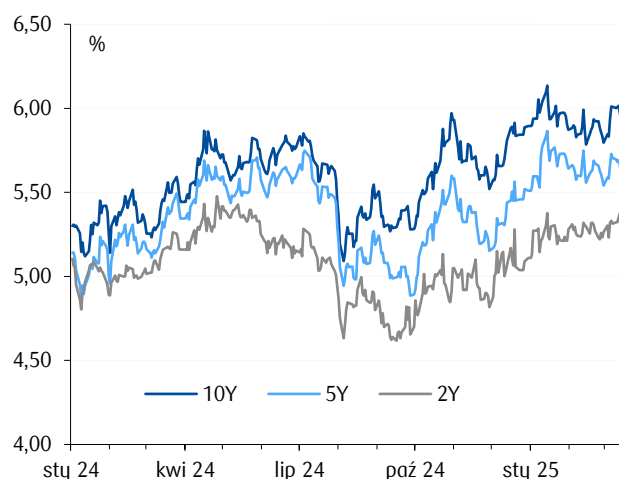
		Wartość 2025-03-18	Δ 1D	Δ 1W	Δ (%; pb)*		
Waluty					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,1805	-0,1	-0,5	0,6	-3,2	-11,6
	USDPLN	3,8259	-0,1	-0,5	-3,6	-3,8	-11,2
	CHFPLN	4,3612	0,3	-0,2	-1,0	-2,6	-4,8
	GBPPLN	4,9692	-0,2	-0,2	-0,8	-1,6	-11,4
	EURUSD	1,0927	0,1	0,0	4,4	0,6	-0,4
	EURCHF	0,9586	-0,4	-0,3	1,6	-0,6	-7,2
	GBPUSD	1,2985	0,0	0,3	2,9	2,1	-0,6
	USDJPY	149,49	0,6	1,4	-1,4	-0,8	26,5
	EURCZK	25,04	0,0	0,2	-0,1	-0,9	0,9
Obligacje	EURHUF	397,70	0,0	-1,0	-0,8	0,8	7,0
	PL2Y	5,18	-3	-14	-14	1	-26
	PL5Y	5,56	0	-12	-7	19	23
	PL10Y	5,91	-1	-10	3	41	95
	DE2Y	2,18	0	-2	5	-71	259
	DE5Y	2,47	1	-6	20	1	245
	DE10Y	2,82	1	-6	33	37	249
	US2Y	4,04	-2	10	-27	-65	218
	US5Y	4,08	-2	5	-32	-23	196
Akcje	US10Y	4,29	-1	1	-26	-1	213
	WIG	98 770,4	0,8	7,4	4,4	23,9	62,8
	WIG20	2 799,0	0,8	8,3	4,8	19,8	40,0
	S&P500	5 614,7	-1,1	0,8	-8,4	8,4	31,7
	NASDAQ100	19 483,4	-1,7	0,5	-12,1	8,0	44,8
	Shanghai Composite**	3 420,5	-0,2	1,2	2,9	11,7	11,6
	Nikkei**	37 835,9	1,2	2,8	-3,7	-5,4	49,3
	DAX	23 380,7	1,0	4,7	2,3	30,0	68,0
Surowce	VIX	20,48	2,8	-10,0	19,6	37,3	-33,3
	Ropa Brent	70,6	-0,7	1,4	-7,0	-19,2	-29,4
	Ropa WTI	67,5	-0,5	1,5	-6,5	-20,0	-30,0
	Złoto	3033,2	1,2	4,0	3,6	40,8	57,6

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

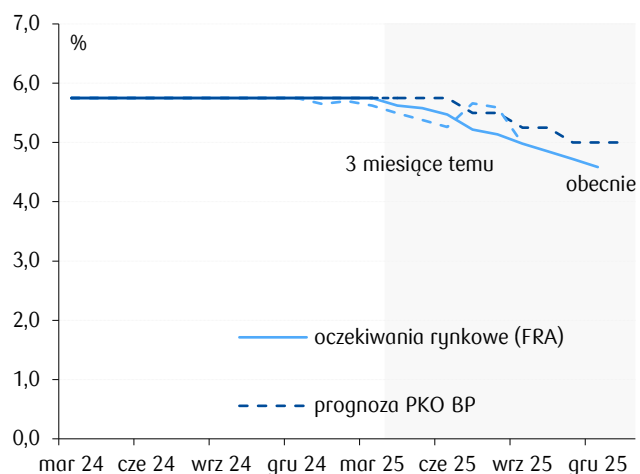
Notowania złotego wobec głównych walut



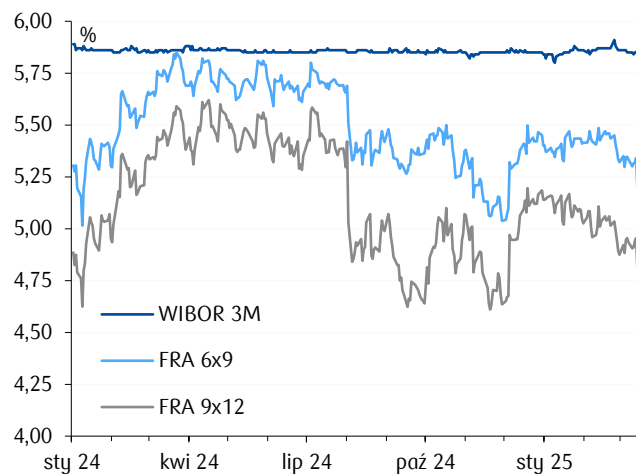
Rentowności polskich obligacji skarbowych



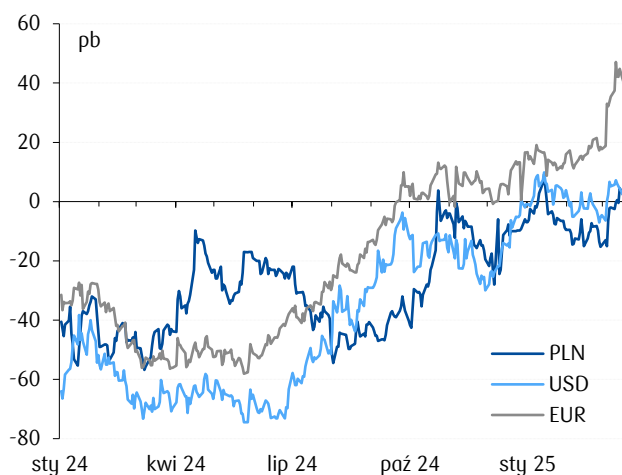
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



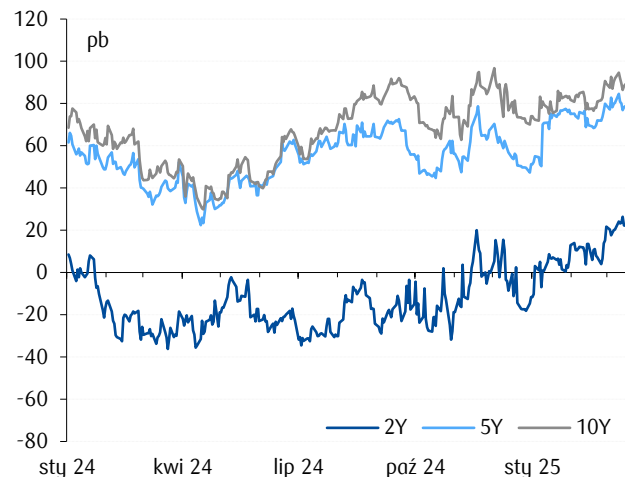
Krótkoterminowe stopy procentowe



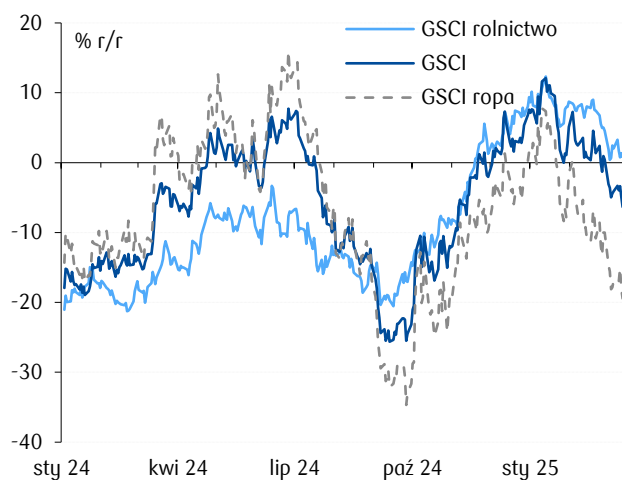
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



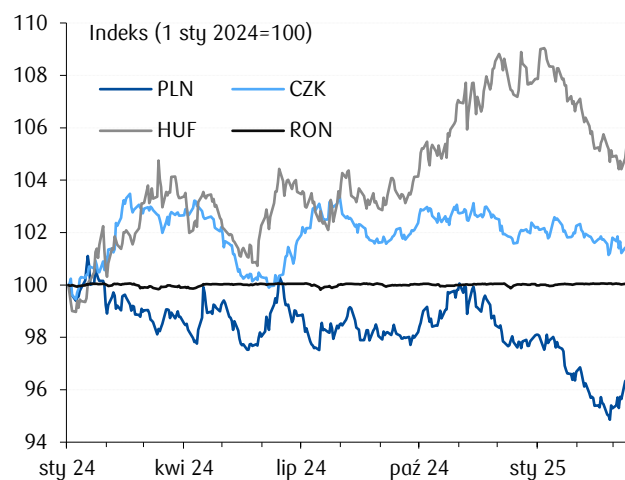
Spread asset swap dla PLN



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:



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, usługi 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.