



Lepsza koniunktura w Polsce, gorsza w strefie euro

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Piątkowa sesja na Wall Street zakończyła się małymi wzrostami głównych indeksów, chociaż w ciągu dnia wahania były duże, tradycyjnie potęgowane przez dzień czterech wieńców. W skali tygodnia indeks S&P 500 zyskał 0,5%, tym samym przerywając serię czterech spadkowych tygodni. Spadki dotknęły z kolei giełdy europejskie, w tym GPW. Dolar umocnił się nieco względem euro. Złoty tracił względem głównych walut, USDPLN przekroczył 3,880, a EURPLN 4,19. Rentowności obligacji, zarówno w USA jak i w Polsce były stabilne.
- W tym tygodniu w centrum uwagi rynków znajdzie się publikacja lutowego deflatora PCE z USA. Dziś warto zwrócić uwagę na marcowe indeksy PMI z głównych gospodarek, które mogą pokazać kontynuację poprawy koniunktury w Europie i jej pogorszenie w USA. W kraju poznamy sprzedaż detaliczną i podaż pieniądza M3 za luty.
- Inflacja PCE (pt.) według konsensusu ustabilizowała się w lutym na poziomie 2,5% r/r. Jednocześnie deflator w wersji bazowej prawdopodobnie wzrósł do 2,7% r/r z 2,6% r/r miesiąc wcześniej. Inflacja PCE jest podstawową miarą procesów cenowych z punktu widzenia FOMC. W prognozach opublikowanych wraz z marcową decyzją członkowie Komitetu oczekiwali, że w 2025 inflacja PCE wyniesie 2,7%, a inflacja bazowa 2,8%, a obie miary pozostaną podwyższone. Ewentualna pozytywna niespodzianka w piątkowych danych mogłaby wzmocnić apetyt na obniżki stóp procentowych. Na jej niezerowe prawdopodobieństwo wskazuje opublikowany niedawno wynik inflacji CPI za luty. W piątek poznamy też pierwsze przymiarki do danych inflacyjnych za marzec ze strefy euro – wstępne odczyty inflacji z Francji i Hiszpanii.
- Wskaźniki flash PMI za marzec mogą wskazać na kolejną poprawę nastrojów gospodarczych w Europie i ich dalsze pogorszenie w USA. Główne powody zmian wydają się być jasne – w Europie dominują ostatnio nadzieje związane z planami stymulacji fiskalnej w Niemczech i zwiększaniem wydatków na zbrojenia w UE, natomiast w USA obawy przed negatywnymi konsekwencjami niepewności związanej z polityką celną D.Trumpa. Innym ważnym wskaźnikiem koniunktury będzie niemiecki indeks Ifo za marzec

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

@PKO_Research

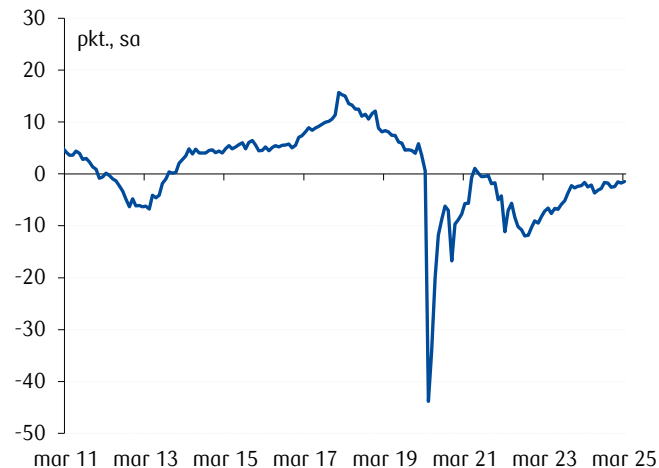
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

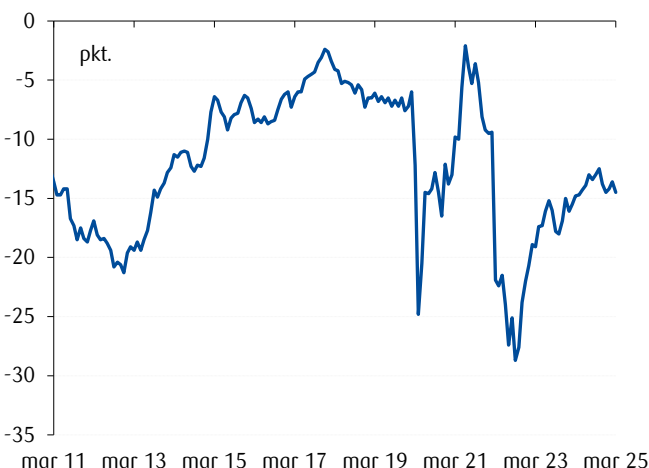
	Wartość 2025-03-21	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,1951	0,0
USDPLN	3,8811	0,3
CHFPLN	4,3931	0,3
GBPPLN	5,0095	-0,1
EURUSD	1,0809	-0,4
Obligacje:		
PL2Y	5,12	1
PL5Y	5,53	0
PL10Y	5,87	-2
DE10Y	2,77	-1
US10Y	4,25	2
Indeksy akcyjne:		
WIG	96 891,3	-0,7
DAX	22 891,7	-0,5
S&P500	5 667,6	0,1
Nikkei**	37 686,3	0,0
Shanghai Comp.**	3 351,5	-0,4
Surowce:		
Złoto	3014,50	-0,9
Ropa Brent	72,16	0,2

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.

Zagregowany (PKO BP) wskaźnik koniunktury w Polsce*



Koniunktura konsumencka w strefie euro



Źródło: GUS, PKO Bank Polski. *Wskaźnik obejmuje przetwórstwo, budownictwo, handel, transport, hotele, IT, finanse.

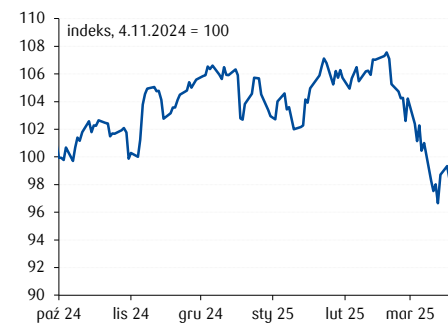
(wt.) – oczekiwany jest jego wzrost, ale nie wykluczamy, że skala poprawy może okazać się nawet silniejsza niż zakłada konsensus. W USA Conference Board (wt.) najpewniej pokaże kolejne **silne pogorszenie koniunktury konsumenckiej**.

- **Na froncie banków centralnych w tym tygodniu czekają nas posiedzenia na Węgrzech (wt.), w Czechach (śr.) i w Norwegii (czw.). We wszystkich trzech przypadkach oczekujemy utrzymania stóp na niezmienionym poziomie.** Na Węgrzech bank centralny pod wodzą nowego prezesa M.Vargi będzie kontynuował dotychczasową politykę, a stopa na poziomie 6,50% wydaje się odpowiednia, biorąc pod uwagę podwyższoną inflację i ryzyko ze strony rynków finansowych. Ciekawe będą ewentualne zmiany wymowy komunikatu pod wodzą nowego prezesa, które mogą mieć wpływ na oczekiwaną ścieżkę stóp MNB (do końca roku spodziewamy się 3 obniżek). **W Norwegii wyższa od oczekiwań inflacja na początku roku sprawiła, że nie oczekujemy już obniżki stóp** na marcowym posiedzeniu i spodziewamy się ich utrzymania na poziomie 4,50%. Bank centralny może naszym zdaniem przesunąć sygnalizowany termin obniżek na drugą połowę roku. **Czeski CNB też zapewne nie zmieni stóp procentowych** po tym, jak w lutym dokonał obniżki o 25pb, która została przez prezesa A.Michla określona jako „jastrzębia”. Nowa projekcja wskazała wprawdzie na niższy wzrost PKB i inflację w 2025, ale kluczowe znaczenie dla decyzji będzie wg nas miała wysoka niepewność, skłaniająca do wyboru ostrożniejszej opcji i stabilizacji stóp.
- **Do kompletu danych z krajowej gospodarki za luty brakuje nam tylko sprzedaży detalicznej, która zostanie opublikowana dzisiaj.** Prognozujemy, że wzrosła ona o 2,8% r/r (czyli na poziomie wzrostu płac realnych) wobec 4,8% r/r w styczniu. **Tempo wzrostu podaży pieniądza w lutym spowolniło naszym zdaniem do 9,1% r/r z 9,4% r/r miesiąc wcześniej.** Czynniki sezonowe mogą się naszym zdaniem przyczynić do wzrostu najniższej od 1996 relacji kredytów do depozytów. We wtorek GUS opublikuje biuletyn statystyczny, a w nim znajdziemy m.in. potwierdzenie szacunku MRPiPS dot. wzrostu **stopy bezrobocia w lutym** do 5,5% z 5,4% w styczniu.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL:** Koniunktura gospodarcza (zagregowana przez nas na podstawie danych GUS z uwzględnieniem udziału poszczególnych sektorów w wartości dodanej) w marcu poprawiła się względem lutego i osiągnęła poziom **najwyższy od października 2021**. W porównaniu z poprzednim miesiącem najsilniejszą poprawę obserwowano w zakwaterowaniu i gastronomii, przetwórstwie przemysłowym i handlu hurtowym, a także (w mniejszej skali) w budownictwie, handlu detalicznym oraz transporcie i gospodarce magazynowej. Pogorszenie koniunktury względem lutego dotknęło jedynie sektory finansów i ubezpieczeń oraz informacji i komunikacji (IT). W ponad połowie badanych obszarów wskazywano na pogorszenie składowych „diagnostycznych”, jednak większość branż zgłaszała poprawę składowej „prognostycznej”, czyli oczekiwań co do przyszłości – wyjątek stanowiły IT oraz finanse i ubezpieczenia. W niemal wszystkich sektorach jest nieznacznie więcej firm planujących w ciągu najbliższych 3 miesięcy ograniczenie zatrudnienia niż firm zapowiadających jego zwiększenie, jednak jednocześnie dominują firmy, które zamierzają utrzymać zatrudnienie na niezmienionym poziomie (między 75% a 90% firm zależnie od sektora i podziału na pracowników łatwych/trudnych do zastąpienia). **Poprawa koniunktury gospodarczej w połączeniu z wcześniejszym wzrostem wskaźnika PMI w przetwórstwie powyżej 50 pkt. zwiastuje dalsze ożywienie gospodarcze i wspiera naszą prognozę przyspieszenia wzrostu PKB w 2025 do 3,5%.**
- **EUR:** Według wstępnego odczytu koniunktura konsumencka w marcu w strefie euro obniżyła się do -14,5 pkt. z -13,6 pkt. w lutym, choć rynkowy

Indeks S&P500



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

konsensus spodziewał się poprawy do -13,0 pkt. Marcowy spadek wskaźnika wymazał wzrost z dwóch poprzednich miesięcy. Pozytywne doniesienia o reformach gospodarczych nie przełożyły się jeszcze na poprawę nastrojów konsumentów, lecz pozostajemy ufni, że w kolejnych miesiącach tak już się stanie.

- **GER:** Bundesrat (izba wyższa parlamentu) zatwierdził zmianę konstytucji Niemiec znoszącą ograniczenia budżetowe w wydatkach na obronność i bezpieczeństwo oraz umożliwiającą zwiększenie inwestycji w infrastrukturę. We wtorek 18 marca Bundestag (izba niższa parlamentu) przegłosował zniesienie limitów zadłużenia dla wydatków obronnych przekraczających 1% PKB oraz utworzenie funduszu o wartości 500 mld EUR na modernizację infrastruktury. Więcej o decyzji Bundestagu w tej sprawie pisaliśmy w Dzienniku Ekonomicznym: [Twardy orzech do zgryzienia dla Fed.](#)
- **USA/UKR:** Financial Times poinformował w piątek, że Stany Zjednoczone będą chciały podpisać umowę w sprawie dostępu do surowców mineralnych w Ukrainie, która miałaby dawać USA uprawnienia jeszcze większe niż te wynegocjowane w pierwotnej umowie, która ostatecznie nie została podpisana. Według ustaleń dziennikarzy Waszyngton chce, by uzgodnienia z Kijowem obejmowały również kwestie własności i kontroli wspólnego funduszu inwestycyjnego, a także zakładały własność USA w takich aktywach, jak ukraińskie elektrownie jądrowe.
- **POL:** Agencja Moody's dokonała w piątek okresowego przeglądu ratingu Polski, ale nie podjęła działań względem ratingu (rating action). Oznacza to, że ocena kredytowa pozostaje na poziomie "A2", a jej perspektywa jest stabilna. Odzwierciedla ona ocenę agencji, że wysoka podatność Polski na zagrożenia geopolityczne, w szczególności zagrożenia dla bezpieczeństwa, jest łagodzona przez członkostwo w NATO i znacznie zwiększone zdolności do samoobrony. Zdaniem agencji wpływ prognozowanego wzrostu obciążenia długiem publicznym i zmniejszenie zdolności do zaciągania długu są równoważone przez solidne perspektywy wzrostu gospodarczego Polski i silne zaangażowanie w redukcję deficytu fiskalnego do poziomu poniżej 3% PKB. Warunkiem wstępnym dla pozytywnych działań względem ratingu Polski byłyby w ocenie Moody's znacząca poprawa sytuacji w zakresie bezpieczeństwa w regionie i istotnie niższe ryzyko geopolityczne. Presję na obniżenie stabilnej perspektywy ratingu Polski wywierałoby istotne pogorszenie sytuacji w zakresie bezpieczeństwa w regionie, w tym bardziej konkretne sygnały wycofania wsparcia USA.
- **USA:** D.Trump przygotowuje się do ogłoszenia 2 kwietnia „taryf wzajemnych”, które mają być wymierzone w państwa nakładające cła lub bariery na amerykańskie towary, jednak z nieoficjalnych informacji wynika, że działania te będą bardziej celowane, niż wcześniejsze groźby. Zakres ceł ma być węższy niż pierwotnie planowano, z wyłączeniem niektórych krajów, a istniejące taryfy na stal i inne metale prawdopodobnie nie będą się kumulować. Cła mają wejść w życie natychmiast i mogą nadwyrężyć relacje z krajami sojuszniczymi, jednak administracja nie planuje ogłoszenia dodatkowych taryf sektorowych podczas tego samego wydarzenia.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 21 marca						
EUR: Koniunktura konsumencka (mar., wst.)	16:00	pkt.	-13,6	-13,0	--	-14,5
Poniedziałek, 24 marca						
GER: PMI w przetwórstwie (mar., wst.)	9:30	pkt.	46,5	47,0	--	--
GER: PMI w usługach (mar., wst.)	9:30	pkt.	51,1	52,0	--	--
POL: Sprzedaż detaliczna (lut.)	10:00	% r/r	4,8	3,2	2,8	--
EUR: PMI w przetwórstwie (mar., wst.)	10:00	pkt.	47,6	48,2	--	--
EUR: PMI w usługach (mar., wst.)	10:00	pkt.	50,6	51,1	--	--
POL: Podaż pieniądza M3 (lut.)	14:00	% r/r	9,4	9,2	9,1	--
USA: PMI w przetwórstwie (mar., wst.)	14:45	pkt.	52,7	51,8	--	--
Wtorek, 25 marca						
GER: Indeks Ifo (mar.)	10:00	pkt.	85,2	86,8	--	--
POL: Stopa bezrobocia (lut.)	10:00	%	5,4	5,4	5,5	--
HUN: Posiedzenie MNB (mar.)	14:00	%	6,50	6,50	6,50	--
USA: Ceny nieruchomości (sty.)	14:00	% r/r	4,48	4,55	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (lut.)	15:00	tys.	657	680	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (mar.)	15:00	pkt.	98,3	93,6	--	--
Środa, 26 marca						
USA: Zamówienia na dobra trwałe (lut., wst.)	13:30	% m/m	3,2	-1,0	--	--
CZE: Posiedzenie banku centralnego (mar.)	14:30	%	3,75	3,75	3,75	--
Czwartek, 27 marca						
NO: Posiedzenie Norges Banku (mar.)	10:00	%	4,50	4,50	4,50	--
EUR: Podaż pieniądza M3 (lut.)	10:00	% r/r	3,6	3,8	--	--
USA: Wzrost PKB (4q)	13:30	%q/q saar	3,1	2,3	--	--
USA: Konsumpcja prywatna (4q)	13:30	%q/q saar	3,7	4,2	--	--
USA: Bilans handlowy (lut.)	13:30	mld USD	-153,3	-135,5	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	13:30	tys.	223	225	--	--
Piątek, 28 marca						
HUN: Saldo rachunku obrotów bieżących (4q)	8:30	mld HUF	701	888	--	--
HUN: Stopa bezrobocia (lut.)	8:30	%	4,4	4,4	--	--
GER: Stopa bezrobocia (mar.)	9:55	%	6,2	6,2	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (mar., rew.)	11:00	pkt.	-13,6	-14,5	--	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (mar.)	11:00	pkt.	96,3	96,9	--	--
USA: Dochody Amerykanów (lut.)	13:30	% m/m	0,9	0,4	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (lut.)	13:30	% m/m	-0,2	0,5	--	--
USA: Deflator PCE (lut.)	13:30	% r/r	2,5	2,5	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (lut.)	13:30	% r/r	2,6	2,7	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (mar., rew.)	15:00	pkt.	64,7	57,9	--	--

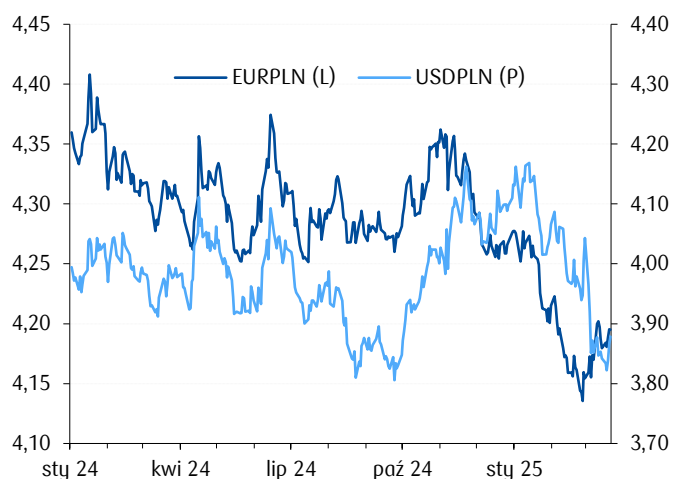
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

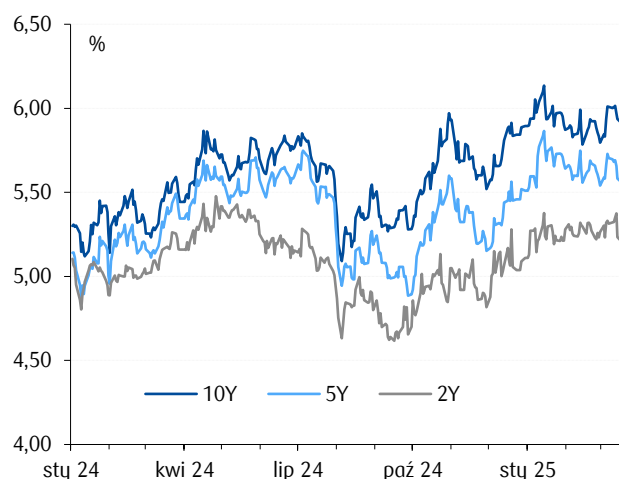
		Wartość 2025-03-21	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,1951	0,0	0,4	0,8	-2,8	-10,9
	USDPLN	3,8811	0,3	1,0	-2,5	-2,7	-8,9
	CHFPLN	4,3931	0,3	1,2	-0,7	-1,1	-3,7
	GBPPLN	5,0095	-0,1	0,8	-0,3	-0,6	-10,9
	EURUSD	1,0809	-0,4	-0,6	3,4	-0,1	-2,2
	EURCHF	0,9550	-0,3	-0,8	1,5	-1,7	-7,4
	GBPUSD	1,2896	-0,6	-0,2	2,0	2,3	-2,1
	USDJPY	148,99	0,1	0,3	-0,4	-1,6	25,0
	EURCZK	24,99	-0,1	-0,1	-0,3	-1,3	0,7
Obligacje	EURHUF	398,43	-0,1	-0,2	-1,2	0,3	6,1
	PL2Y	5,12	1	-11	-15	-14	-11
	PL5Y	5,53	0	-5	-14	9	41
	PL10Y	5,87	-2	-7	-5	32	113
	DE2Y	2,14	-4	-5	3	-67	249
	DE5Y	2,41	-3	-10	17	8	233
	DE10Y	2,77	-1	-11	30	45	240
	US2Y	3,95	-1	-8	-25	-65	199
	US5Y	4,01	0	-8	-26	-19	186
Akcje	US10Y	4,25	2	-7	-18	4	210
	WIG	96 891,3	-0,7	-0,2	4,1	19,6	52,2
	WIG20	2 725,1	-1,0	-1,1	4,1	14,6	29,8
	S&P500	5 667,6	0,1	0,5	-5,7	8,3	27,0
	NASDAQ100	19 754,0	0,4	0,3	-8,6	7,7	37,0
	Shanghai Composite**	3 351,5	-0,4	-2,0	-0,8	10,0	3,1
	Nikkei**	37 686,3	0,0	1,7	-2,8	-7,8	40,5
	DAX	22 891,7	-0,5	-0,4	2,7	25,7	58,8
Surowce	VIX	19,42	0,1	-6,1	6,1	34,1	-24,3
	Ropa Brent	72,2	0,2	2,2	-3,0	-15,5	-33,1
	Ropa WTI	68,5	0,0	1,6	-3,1	-15,5	-34,6
	Złoto	3014,5	-0,9	0,9	2,8	39,1	56,2

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

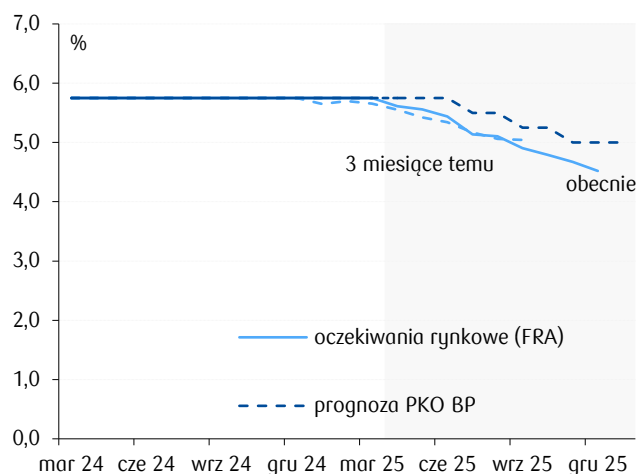
Notowania złotego wobec głównych walut



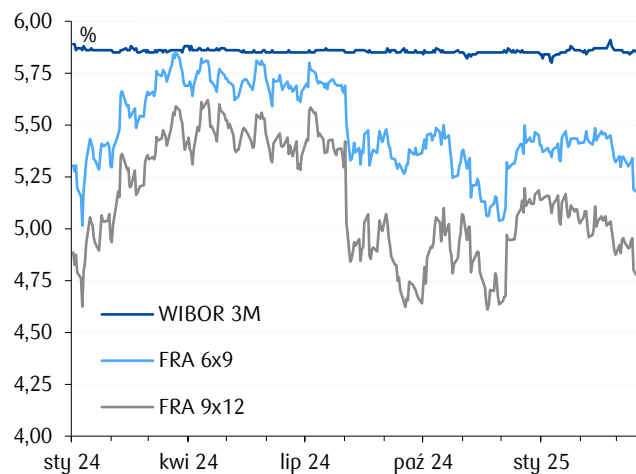
Rentowności polskich obligacji skarbowych



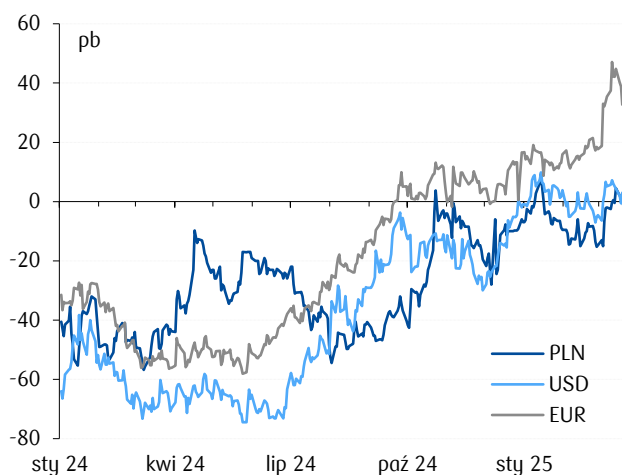
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



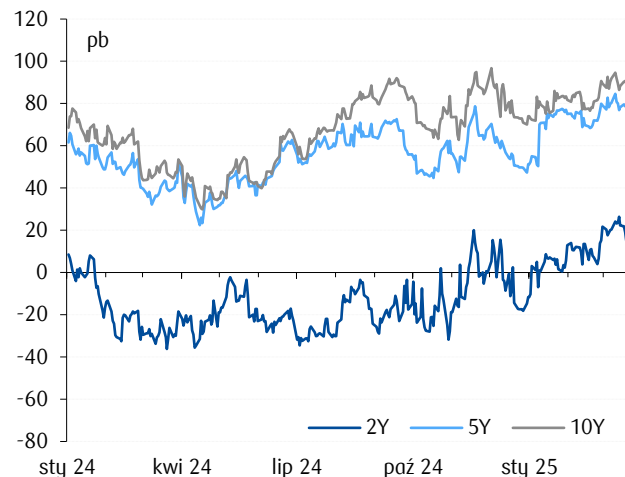
Krótkoterminowe stopy procentowe



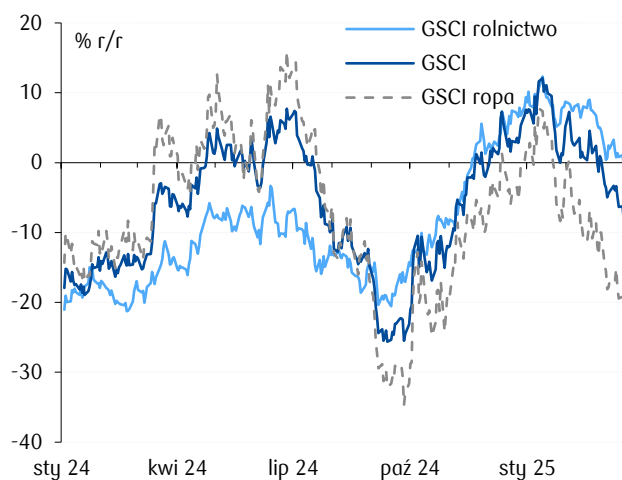
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



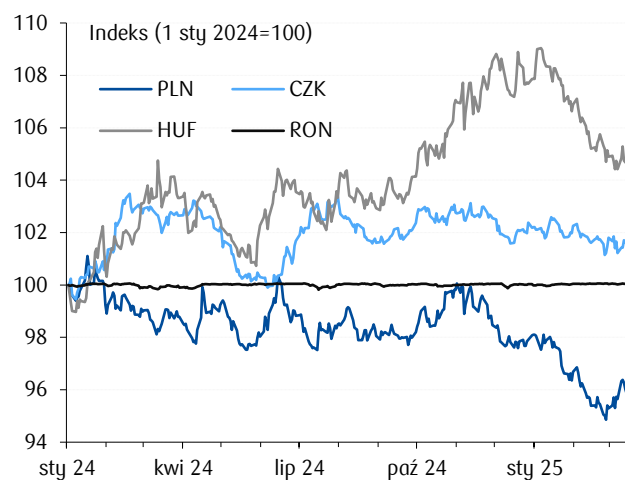
Spread asset swap dla PLN



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, 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.