

## Polskie firmy reagują na cła

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczoraj indeksy giełdowe, zarówno w USA jak i w Europie, rosły, choć w USA wzrosty były zauważalnie większe. Również polski WIG zyskał ponad 2%. Dolar umocnił się minimalnie względem euro, zaś złoty stracił względem głównych walut. Rentowności amerykańskich Treasuries rosły nieco na krótszym końcu i obniżyły się na dłuższym, zaś rentowności krajowych obligacji obniżyły się wzdłuż całej długości krzywej, choć silniej na jej krótszym końcu.
- Dziś w centrum uwagi znajdują się wskaźniki PMI z Niemiec, strefy euro i USA – we wszystkich trzech przypadkach oczekiwane jest pogorszenie koniunktury. Z USA napłyną także dane o sprzedaży nowych domów oraz wydanych pozwoleniach na budowę.
- W strefie euro poza PMI poznamy dane o saldzie handlowym w lutym, które według oczekiwań wzrosło względem poprzedniego miesiąca.
- W Polsce najważniejsze będą dane o sprzedaży detalicznej oraz podaży pieniądza. Oczekujemy, że sprzedaż detaliczna w marcu obniżyła się o 1,5% r/r, choć rynek jest bardziej optymistyczny (kons.: +0,4% r/r). Potwierdzenie spadku sprzedaży w połączeniu z wczorajszymi danymi o hamowaniu dynamiki wynagrodzeń przypieczętowałoby obniżkę stóp procentowych w maju, którą członkowie RPP uzależniali od pakietu marcowych danych.
- Ponadto dziś wypowiedać się będą członkowie FOMC: A.Goolsbee oraz C.Waller.

### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** Przeciętne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w marcu wyniosło 9055,92 PLN, po raz pierwszy w historii przebijając poziom 9 tys. PLN. W ujęciu nominalnym płace wzrosły o 7,7% r/r (vs 7,9% r/r w lutym), poniżej naszych oczekiwań (PKOe: 8,0% r/r, kons.: 7,7% r/r). Realny wzrost płac spowolnił do 2,7% r/r. Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wyniosło 6444,0 tys. etatów co przełożyło się na spadek o 0,9% r/r (PKOe: -0,8% r/r, kons.: -0,9% r/r). W ujęciu miesięcznym liczba

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl  
tel. 22 521 81 34

@PKO\_Research

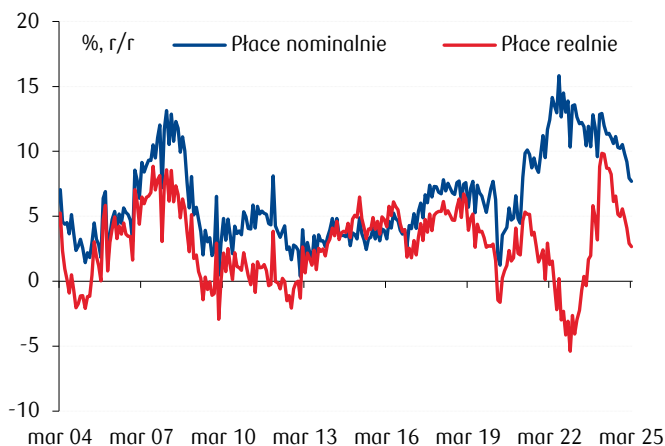
www.centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

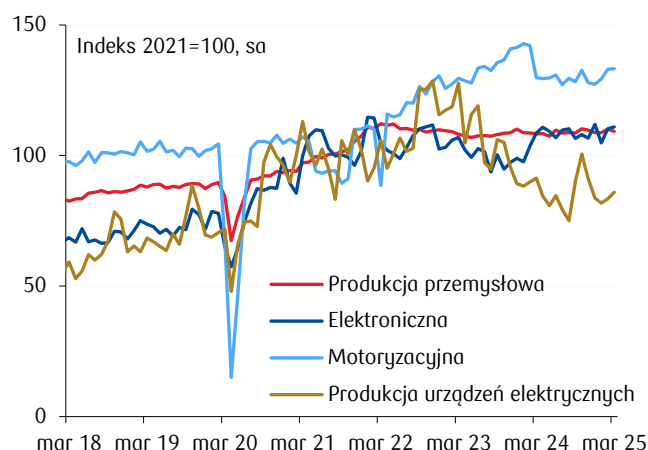
	Wartość 2025-04-22	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,2898	0,4
USDPLN	3,7374	0,6
CHFPLN	4,5911	-0,2
GBPPLN	5,0030	0,9
EURUSD	1,1478	-0,2
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	4,28	-7
PL5Y	4,68	-6
PL10Y	5,23	-3
DE10Y	2,44	-2
US10Y	4,40	-2
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	97 124,6	2,1
DAX	21 293,5	0,4
S&P500	5 287,8	2,5
Nikkei**	34 888,1	2,0
Shanghai Comp.**	3 301,0	0,0
<b>Surowce:</b>		
Złoto	3426,00	0,4
Ropa Brent	67,44	1,8

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.

### Dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw



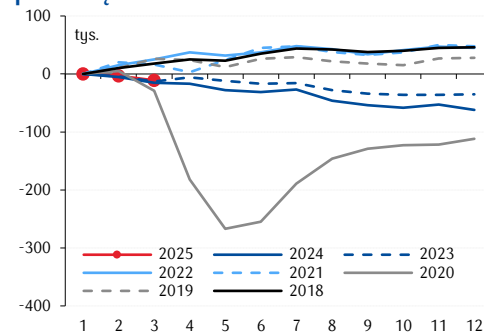
### Produkcja przemysłowa w wybranych branżach\*



etatów została zredukowana o 8 tys., co na razie wpisuje się w krajobraz ograniczonego popytu na pracę. Ryzyka związane z kształtowaniem się presji płacowej były wielokrotnie wymieniane przez RPP jako argument za utrzymaniem restrykcyjnej polityki pieniężnej. W danych za marzec dostrzegamy oznaki trwałej normalizacji procesów płacowych, przy słabym popycie na pracę, co może stanowić ważną przesłankę wspierającą decyzję o obniżce stóp procentowych już w maju. Więcej w Makro Flash: [„Gołębi” rynek pracy](#).

- POL: Marcowe dane o produkcji przemysłowej i budowlanej rozczarowały. Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 2,5% r/r, co było negatywnym zaskoczeniem (kons.: 3,7% r/r, PKOe: 3,2% r/r). Jeszcze słabiej wypadła produkcja budowlano-montażowa, która mimo niskiej bazy odniesienia obniżyła się o 1,1% r/r, przy oczekiwaniach wyraźnego wzrostu (kons.: 5,7% r/r, PKOe: 7,0% r/r). W ujęciu sa (wg GUS) produkcja przemysłu wzrosła o 3,8% r/r, a budownictwa o 0,4% r/r. Duża rozbieżność między dynamiką nsa i sa (przy tej samej liczbie dni roboczych) może wynikać z efektu Wielkanocy – mimo formalnie „pracujących” dni, część aktywności jest przed świętami ograniczona. Skala tego wpływu na dane jest trudna do oszacowania. Deflacja cen producentów PPI wyniosła 1,1% r/r względem 1,3% r/r poprzednio i była nieco głębsza niż prognozowano, co pokazuje, że presja deflacyjna w przemyśle nadal się utrzymuje. Więcej w Makro Flash: [Proces spawania krajowej produkcji](#).**
- POL: Zagregowany przez nas na podstawie danych GUS wskaźnik koniunktury gospodarczej w kwietniu obniżył się do -2,0 pkt. z -1,5 pkt. w marcu. Głównym motorem napędowym pogorszenia względem poprzedniego miesiąca jest osłabienie nastrojów w handlu detalicznym (-2,4 pkt. m/m). Nastroje pogorszyły się również w przemyśle (-1,0 pkt. m/m) oraz zakwaterowaniu i gastronomii (-0,7 pkt. m/m). Bardziej stabilne były oceny w budownictwie (-0,2 pkt. m/m), handlu hurtowym (-0,1 pkt. m/m) oraz informacji i komunikacji (+0,3 pkt. m/m). Największą poprawę odnotowano w transporcie i gospodarce magazynowej (1,0 pkt. m/m) oraz finansach i ubezpieczeniach (1,9 pkt. m/m). Jednocześnie pogłębiono wywiady z przedsiębiorstwami przetwórczymi o pytania dotyczące ich dostosowania do zmieniającego się globalnego otoczenia gospodarczego. Aż 42,0% ankietowanych przedsiębiorstw zadeklarowało dostosowanie lub plan dostosowania strategii firmy do zmian na rynkach zagranicznych, a 35,5% firm spodziewa się wzrostu kosztów po dostosowaniu strategii. Dostosowania będą przede wszystkim ukierunkowane na zmianę krajów, z których firma pozyskuje środki produkcji/towary lub do których produkty są wysyłane (42,2% respondentów) oraz zwiększanie zapasów jako bufor przed nieoczekiwanymi zakłóceniami (24,0%). Jedynie marginalny odsetek badanych firm rozważa przeniesienie produkcji z powrotem do Polski (2,2%) lub z Polski do innych krajów (3,6%). Tę drugą strategię (przeniesienie produkcji do innych krajów) dwukrotnie częściej niż przeciętnie rozważały firmy przetwórcze zajmujące się produkcją wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych oraz produkcją metalowych wyrobów gotowych z wyłączeniem maszyn i urządzeń.**
- POL: Poznaliśmy pełne dane dotyczące wyniku sektora instytucji rządowych i samorządowych (GG) za 2024. Jak wynikało już ze wstępnych informacji, deficyt wyniósł 6,6% PKB, a dług publiczny 55,3% PKB. Dochody sektora GG wzrosły w 2024 o 9,8%, w porównaniu do 15,1% w 2023, a spowolnienie dynamiki w dużej mierze wynikało ze spadającej inflacji. Wydatki zwiększyły się o 12,4%, spowalniając względem 19,3% w 2023. Jeśli chodzi o strukturę wydatków, 2024 zakończył się udziałem inwestycji publicznych na poziomie 4,9% PKB. Dla porównania, po 3q24 było to 5,3% PKB – w 4q24 inwestycje publiczne spadły o 13,2% r/r. Polska nadal jednak pozostaje w gronie państw UE z relatywnie wysokim poziomem inwestycji publicznych. W 4q24 znacząco**

### Skumulowana zmiana zatrudnienia od stycznia w Polsce w sektorze przedsiębiorstw



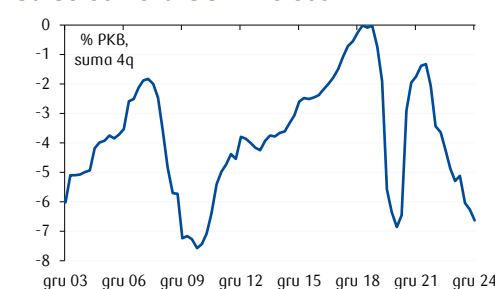
Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

### Zagregowany wskaźnik koniunktury (przetwórstwo, budownictwo, handel, transport, hotele, IT, finanse) w Polsce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### Saldo sektora GG w Polsce

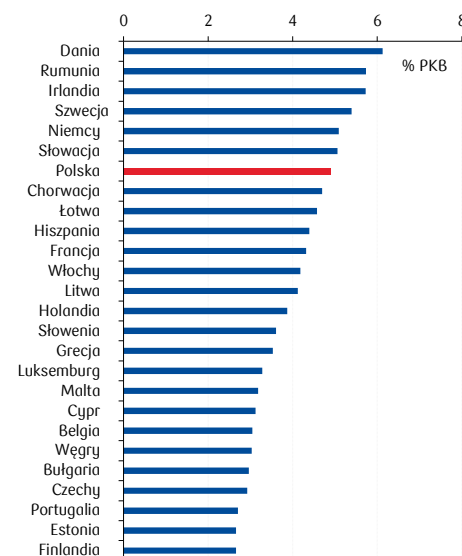


Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

wzrosły natomiast wydatki na świadczenia społeczne – o 20,8% r/r. W całym 2024 wyniosły one 17,2% PKB wobec 15,7% PKB w 2023. To najwyższy poziom względem PKB w historii dostępnych danych (od 2001). Polska zbliża się pod tym względem do czołówki państw UE – na szczycie pozostaje Grecja z poziomem 20,4% PKB. W kolejnych latach można spodziewać się dalszego wzrostu tego wskaźnika, głównie z powodu starzejącego się społeczeństwa i rosnących wydatków na emerytury oraz ochronę zdrowia. W 4q24, w związku z rynkowymi oczekiwaniami na obniżki stóp procentowych, koszty obsługi długu spadły o 4,5% r/r. **Po stronie dochodowej pozytywnie zaskoczyły wpływy z VAT – w 2024 wzrosły o 16,4% wobec 11,8% w 2023.** Wysoka dynamika tych wpływów pomimo hamującej inflacji to efekt powrotu wcześniejszej, wyższej stawki VAT na żywność (wzrost z 0% do 5%) oraz domykania się luki VAT, co było możliwe dzięki poprawie koniunktury. **Wzrosły także dochody z podatków dochodowych i majątkowych** (głównie PIT i CIT) – o 12,6% względem 7,6% w 2023. Choć dochody firm spadały, co ograniczało wpływy z CIT, dynamiczny wzrost wynagrodzeń pozwolił na przyspieszenie dochodów z PIT. **Dochody ze składek zdrowotnych zwiększyły się o 14,0%** – podobnie jak rok wcześniej (15,3%), również dzięki rosnącym płacom. **Wysoki deficyt w 2024, przewyższający wcześniejsze prognozy, stanowi wyzwanie dla szybkiej konsolidacji finansów publicznych.** Z jednej strony, choć dochody wyglądają na solidne, spadająca inflacja i wolniejszy wzrost wynagrodzeń mogą być problemem w kolejnych kwartałach. Z drugiej strony, niższa inflacja ograniczy także waloryzację świadczeń społecznych, co przełoży się na wolniejszy wzrost wydatków. Pozostaje nadzieja, że reformy na poziomie UE, działania ograniczające szarą strefę oraz inne inicjatywy wspierające stabilizację finansów publicznych będą stopniowo redukować deficyt i umożliwić zakończenie procedury nadmiernego deficytu. Jednak **wstępne dane budżetowe za 1q25 oraz zapowiadane ambitne plany inwestycyjne rodzą pytania o to, czy w 2025 uda się rzeczywiście poprawić sytuację finansów publicznych w istotnym stopniu.**

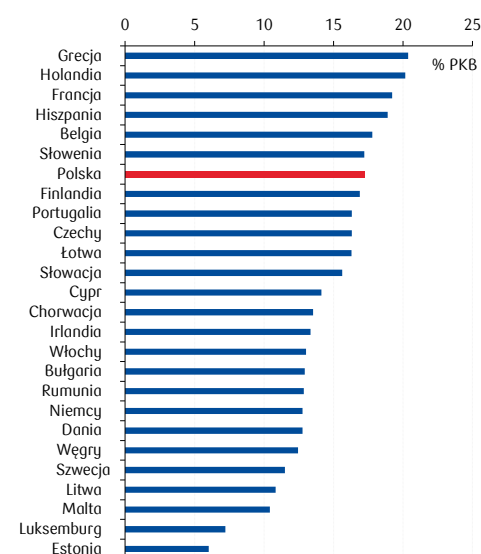
- **EUR:** Według wstępnych danych koniunktura konsumencka w kwietniu obniżyła się do -16,7 pkt. z -14,5 pkt. w marcu (sa), a skala spadku przewyższyła oczekiwania (kons.: -15,1 pkt.). Wskaźnik znalazł się na poziomie najniższym od listopada 2023.
- **USA:** Prezydent D.Trump powiedział, że nie ma zamiaru przedterminowo zwolnić Prezesa Fed J.Powella, jednak chciałby, żeby Fed obniżył stopy procentowe. W ostatnich wypowiedziach Prezydent USA sugerował, że jeśli będzie chciał, to J.Powell bardzo szybko odejdzie ze stanowiska, a K.Hasset, doradca D.Trumpa do spraw gospodarczych, informował, że administracja USA będzie analizować sprawę możliwego zwolnienia Prezesa Rezerwy Federalnej. Z kolei sekretarz skarbu S.Bessent ostrzegł, że próba zwolnienia J.Powella ze stanowiska zdestabilizowałaby rynki, na których już panuje niepewność.
- **EUR:** Ch.Lagarde (Prezeska EBC) powiedziała, że EBC już niemal osiągnął cel sprowadzenia inflacji do 2% (inflacja HICP w marcu wyniosła 2,2% r/r), ale musi pozostać elastyczny w obliczu podwyższonej zmienności. Prezeska EBC dodała, że Rada Prezesów EBC musi być „ekstremalnie zależna od danych”, gdy będzie decydować o kontynuacji lub pauzie w cyklu obniżek stóp procentowych. L.de Guindos (Wiceprezes EBC) powiedział, że euro jest na dobrej drodze, aby stać się alternatywną walutą rezerwową w ciągu kilku lat. F.Villeroy de Galhau (Prezes Banku Francji) powiedział, że Prezydent USA D.Trump, w oparciu o błędne argumenty ekonomiczne, zapisał cały świat do gry, w której wszyscy przegrywają („lose-lose game”).
- **POL:** Senacka Komisja Budżetu i Finansów Publicznych oraz Komisja Zdrowia poparły wniosek o przyjęcie bez poprawek nowelizacji ustawy

## Inwestycje publiczne w 2024 w państwach UE



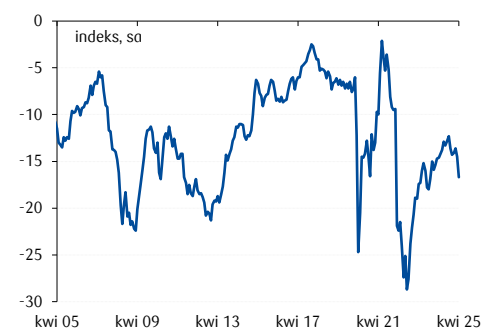
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

## Świadczenia społeczne w 2024 w państwach UE



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

## Koniunktura konsumencka w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanych ze środków publicznych oraz niektórych innych ustaw, która obniża składkę zdrowotną przedsiębiorcom i zmniejsza wpływ ze składki zdrowotnej o około 4,6 mld PLN rocznie. Biuro Legislacyjne Senatu w [opinii do ustawy](#) podniosło zastrzeżenia konstytucyjne co do trybu postępowania i zwróciło uwagę, że projekt ustawy nie był przedmiotem konsultacji publicznych i opiniowania, choć należało przedstawić projekt Radzie Dialogu Społecznego, reprezentatywnym organizacjom związkowym, reprezentatywnym organizacjom pracodawców oraz Naczelnej Radzie Lekarskiej. O zawetowanie ustawy zaapelowali do Prezydenta A.Dudy m.in. kandydaci na prezydenta M.Biejat i A.Zandberg, Porozumienie Rezydentów OZZL i Naczelna Izba Lekarska, a Prezydent RP (według relacji M.Biejat) powiedział, że ustawa w obecnym kształcie jest nie do zaakceptowania.

- **USA:** Rzeczniczka Białego Domu K.Leavitt poinformowała, że USA otrzymały dotąd 18 pisemnych propozycji porozumień handlowych i prowadzą rozmowy z 34 krajami. Przekazała również, że przygotowywana jest również umowa z Chinami, choć sekretarz skarbu S.Bessent (według doniesień Bloomberg) powiedział, że spodziewa się, iż negocjacje z Chinami będą "mordęgą". Jednocześnie miał ocenić, że nikt nie uważa, by obecny stan rzeczy i astronomiczne cła można było utrzymać przez dłuższy czas. K.Leavitt sugerowała, że amerykańskiej administracji uda się zawrzeć porozumienia przed wygaśnięciem zawieszenia części ceł 9 lipca.
- **RUS:** Financial Times poinformował, że Prezydent W.Putin zaproponował specjalnemu wysłannikowi USA S.Witkoffowi zatrzymanie inwazji przeciw Ukrainie na obecnej linii frontu, tym samym zrzekając się roszczeń względem tej części anektowanych terytoriów, które pozostają pod kontrolą Ukrainy.
- **POL:** Ze sprawozdania NBP wynika, że strata za 2024 wyniosła 13,3 mld PLN wobec 20,8 mld PLN straty w 2023.
- **POL:** Międzynarodowy Fundusz Walutowy obniżył prognozy wzrostu PKB Polski w 2025 do 3,2% (z 3,5% prognozowanych w styczniu) oraz do 3,1% w 2026 (z 3,3%). MFW szacuje obecnie średnioroczną inflację w Polsce w 2025 na poziomie 4,3% oraz 3,4% w 2026.
- **UE:** Komisja Europejska zaznaczyła, że relacje UE z USA oraz UE z Chinami to dwie osobne sprawy. Deklaracja jest istotna z perspektywy USA, które według doniesień *Wall Street Journal* oferowały ponad 70 państwom obniżenie nałożonych na nie ceł w zamian za zobowiązanie do ograniczenia relacji handlowych z Chinami.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Czwartek, 17 kwietnia</b>						
GER: Inflacja PPI (mar.)	8:00	% r/r	0,7	0,4	--	-0,2
EUR: Stopa depozytowa EBC	14:15	%	2,50	2,25	2,50	2,25
EUR: Stopa refinansowa EBC	14:15	%	2,65	2,40	2,65	2,40
USA: Rozpoczęte budowy domów (mar.)	14:30	mln	1,494	1,41	--	1,324
USA: Pozwolenia na budowę (mar., wst.)	14:30	mln	1,459	1,45	--	1,482
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	224	225	--	215
<b>Wtorek, 22 kwietnia</b>						
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (mar.)	10:00	% r/r	7,9	7,7	8,0	7,7
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (mar.)	10:00	% r/r	-0,9	-0,9	-0,8	-0,9
POL: Produkcja przemysłowa (mar.)	10:00	% r/r	-2,0	3,7	3,2	2,5
POL: Inflacja PPI (mar.)	10:00	% r/r	-1,3	-1,1	-1,1	-1,1
POL: Produkcja budowlano-montażowa (mar.)	10:00	% r/r	0,0	5,7	7,0	-1,1
EUR: Koniunktura konsumencka (kwi., wst.)	16:00	pkt.	-14,5	-15,1	--	-16,7
<b>Środa, 23 kwietnia</b>						
GER: PMI w przetwórstwie (kwi., wst.)	9:30	pkt.	48,3	47,6	--	--
GER: PMI w usługach (kwi., wst.)	9:30	pkt.	50,9	50,4	--	--
POL: Sprzedaż detaliczna (mar.)	10:00	% r/r	-0,5	0,4	-1,5	--
EUR: PMI w przetwórstwie (kwi., wst.)	10:00	pkt.	48,6	47,5	--	--
EUR: Bilans handlowy (lut.)	11:00	mld	14	15	--	--
POL: Podaż pieniądza M3 (mar.)	14:00	% r/r	9,1	9,7	10,0	--
USA: PMI w przetwórstwie (kwi., wst.)	15:45	pkt.	50,2	49,3	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (mar.)	16:00	tys.	676	681	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (mar., rew.)	--	mln.	1,482	--	--	--
<b>Czwartek, 24 kwietnia</b>						
GER: Indeks Ifo (kwi.)	10:00	pkt.	86,7	85,2	--	--
POL: Koniunktura konsumencka (kwi.)	10:00	pkt.	-15,2	-15,6	-15,6	--
POL: Stopa bezrobocia (mar.)	10:00	%	5,4	5,3	5,3	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (mar., wst.)	14:30	% m/m	1	1,5	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys	215	--	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mar.)	16:00	mln	4,26	4,14	--	--
<b>Piątek, 25 kwietnia</b>						
HUN: Stopa bezrobocia (mar.)	8:30	%	4,5	4,5	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (kwi., rew.)	16:00	pkt.	50,8	50,8	--	--

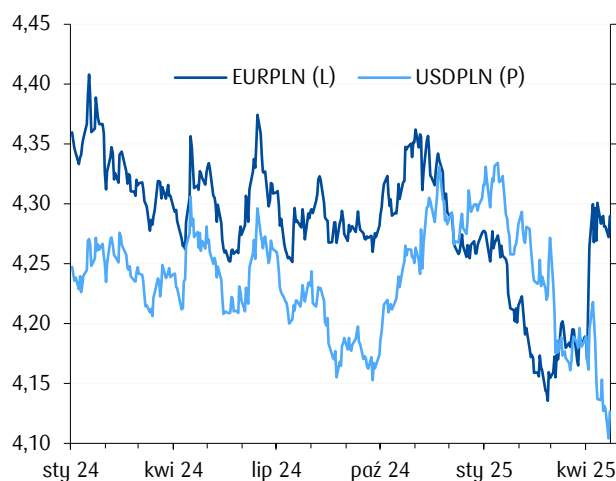
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

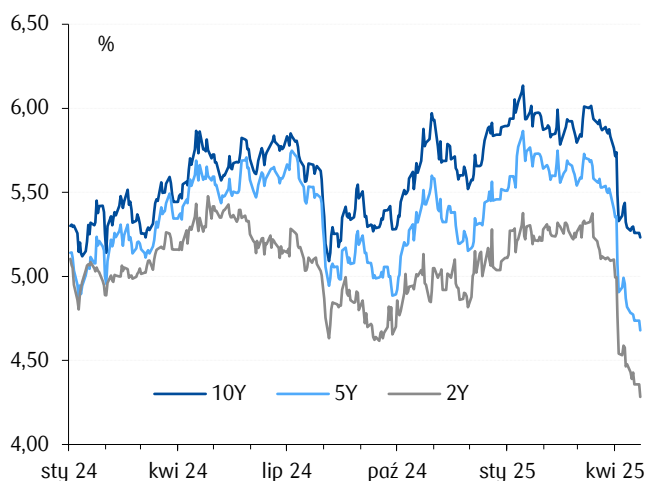
		Wartość 2025-04-22	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,2898	0,4	0,0	3,0	-0,5	-7,4
	USDPLN	3,7374	0,6	-1,3	-3,1	-7,3	-12,4
	CHFPLN	4,5911	-0,2	-0,9	5,0	3,7	1,9
	GBPPLN	5,0030	0,9	-0,7	0,1	-0,2	-10,4
	EURUSD	1,1478	-0,2	1,3	6,3	7,3	5,6
	EURCHF	0,9344	0,6	0,9	-1,9	-4,1	-9,1
	GBPUSD	1,3381	-0,1	1,0	3,3	7,6	2,6
	USDJPY	140,73	-0,1	-1,4	-6,0	-9,1	10,2
	EURCZK	25,09	0,3	0,1	0,7	-0,7	2,8
	EURHUF	409,03	0,4	0,1	2,4	3,9	10,3
<b>Obligacje</b>	PL2Y	4,28	-7	-11	-83	-102	-215
	PL5Y	4,68	-6	-10	-83	-91	-195
	PL10Y	5,23	-3	-6	-63	-53	-88
	DE2Y	1,66	-2	-12	-48	-133	161
	DE5Y	1,98	-3	-12	-44	-53	139
	DE10Y	2,44	-2	-10	-35	-6	158
	US2Y	3,82	6	-3	-20	-111	124
	US5Y	3,99	1	0	-8	-64	113
	US10Y	4,40	-2	6	9	-20	156
<b>Akcje</b>	WIG	97 124,6	2,1	3,2	-2,4	14,5	54,7
	WIG20	2 700,4	2,2	3,1	-3,6	8,4	31,9
	S&P500	5 287,8	2,5	-2,0	-8,5	4,3	18,6
	NASDAQ100	18 276,4	2,6	-2,9	-9,9	4,6	30,6
	Shanghai Composite**	3 301,0	0,0	1,0	-2,0	9,2	4,8
	Nikkei**	34 882,9	1,9	1,8	-7,7	-7,1	28,2
	DAX	21 293,5	0,4	0,2	-7,9	17,4	48,3
	VIX	26,54	-6,7	4,2	45,8	68,0	15,4
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	67,4	1,8	4,3	-7,6	-23,7	-36,9
	Ropa WTI	64,6	1,8	4,6	-7,0	-23,3	-36,8
	Złoto	3426,0	0,4	6,4	13,3	47,7	75,4

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

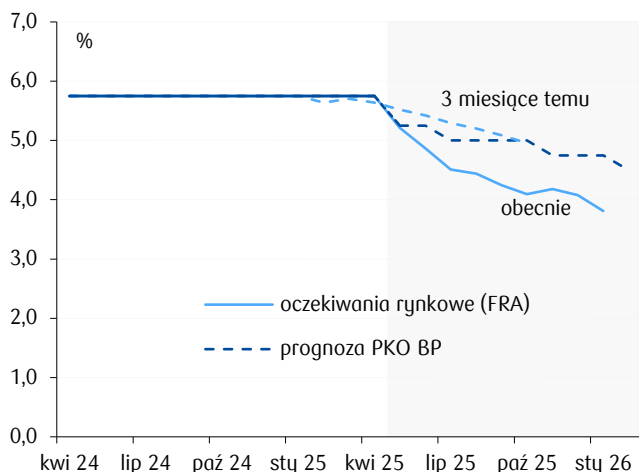
## Notowania złotego wobec głównych walut



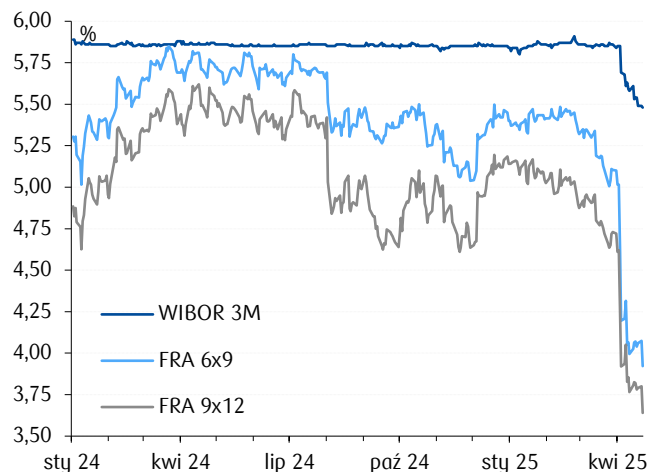
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



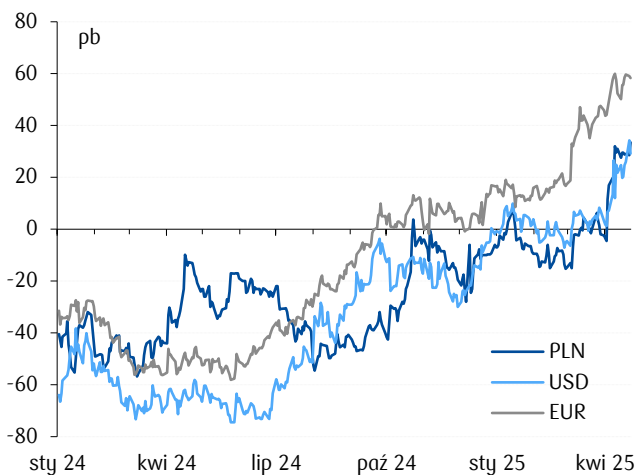
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



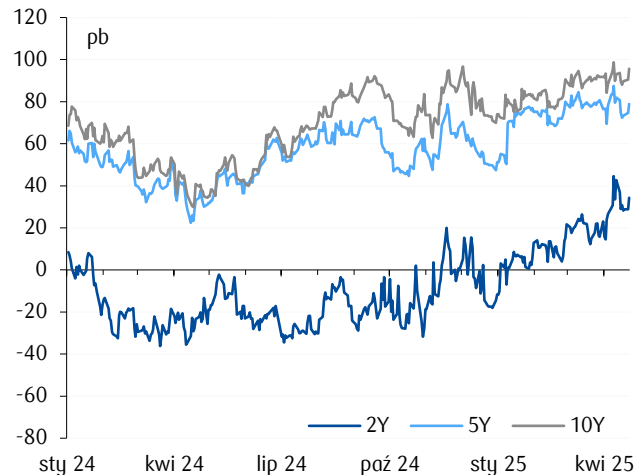
### Krótkoterminowe stopy procentowe



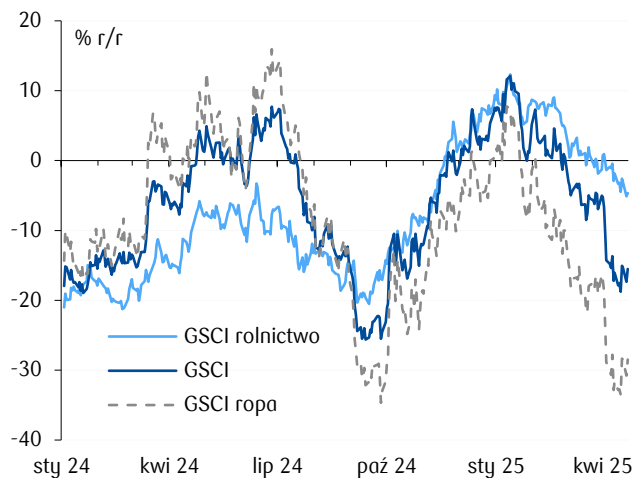
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



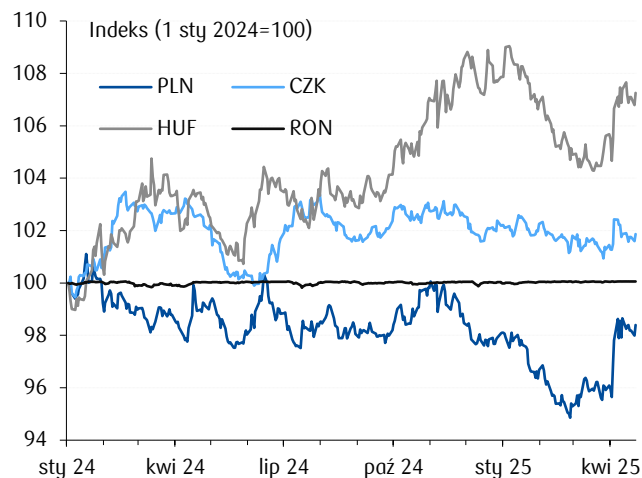
### Spread asset swap dla PLN



### 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.

