

Co się stało z krajową produkcją w marcu?

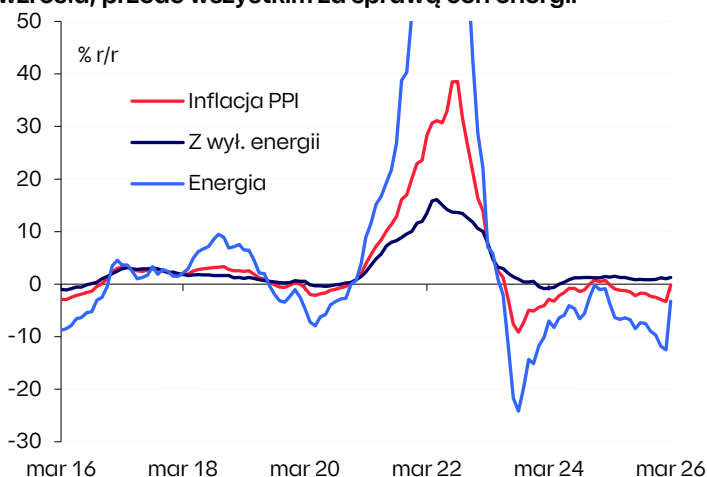
- Początek tygodnia na rynkach finansowych upłynął pod znakiem wzrostu awersji do ryzyka**, wywołanego ponowną eskalacją napięć na Bliskim Wschodzie. Zamknięcie cieśniny Ormuz przez Iran oraz niepewność wokół negocjacji USA–Iran podbiły ceny ropy i pogorszyły nastroje inwestycyjne na rynkach akcji. Złoty osłabił się lekko wobec euro, pozostając jednocześnie stabilny względem dolara. Rentowności krajowych SPW wzrosły o 2-7pb, przy umiarkowanych zmianach na rynkach bazowych. **Mimo napięć reakcja rynków pozostawała ograniczona** – rynki w dużej mierze ignorowały ostrą retorykę, zakładając kontynuację działań dyplomatycznych. Wtorkowa sesja może upłynąć w warunkach podwyższonej ostrożności, w związku ze zbliżającym się terminem wygaśnięcia zawieszenia broni. **W krótkim terminie oczekujemy korekty w kierunku 4,24–4,25 na EURPLN oraz 3,64 na USDPLN. Na rynku długu scenariuszem bazowym pozostaje stabilizacja lub lekka presja na spadek rentowności**, uzależniona od dalszego przebiegu rozmów i perspektyw otwarcia cieśniny Ormuz.
- W Islamabadzie dziś lub jutro ma rozpocząć się kolejna runda negocjacji USA z Iranem**, choć władze Iranu deklarują brak woli rozmów z Amerykanami, którzy blokują dostęp do irańskich portów.
- Dziś pierwszy dzień krajowego maratonu danych za marzec**. Oczekujemy, że wzrost płac w SP pozostanie nieco powyżej 6% r/r, zaś spadek zatrudnienia wyniesie 0,8% r/r. Dynamika produkcji przemysłowej w marcu mogła przekroczyć 4% r/r, a spadek produkcji budowlanej z pewnością był mniejszy niż w poprzednim miesiącu. Dynamika cen producentów mogła w marcu zbliżyć się do 0% r/r, kończąc długi okres deflacji.
- W Niemczech poznamy indeks oczekiwań analityków i inwestorów instytucjonalnych ZEW**, który w kwietniu najpewniej wzrósł po słabym marcu.
- W USA zostaną opublikowane dane o sprzedaży detalicznej w marcu**. Rynkowe oczekiwania wskazują na możliwe przyspieszenie miesięcznej dynamiki sprzedaży ogółem, jak i po wyłączeniu sprzedaży pojazdów.
- Ponadto wypowiedać się będą bankierzy centralni: L.de Guindos (wiceprezes EBC), J.Nagel (Bundesbank) oraz Ch.Waller (zarząd Fed). Dziś amerykański Senat przesłucha kandydata na prezesa Fed, K.Warsha.

**Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych**
pkoresearch@pkobp.pl
@PKO_Research
centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość 2026-04-20	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	134 072	-0,8
STOXX Europe 600	621	-0,8
S&P500	7 109	-0,2
Waluty:		
EURPLN	4,23	0,1
USDPLN	3,59	0,0
CHFPLN	4,60	0,3
EURUSD	1,18	0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,21	7
PL5Y	4,84	4
PL10Y	5,40	2
DE10Y	2,98	1
US10Y	4,25	1
Surowce:		
Ropa Brent	95	5,6
Złoto	4820	-0,2

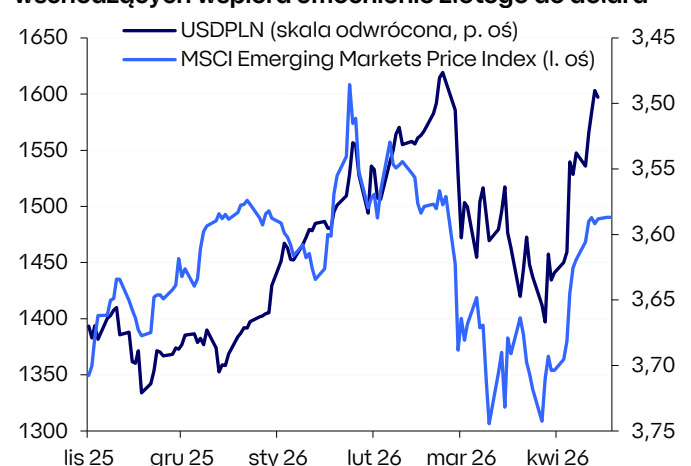
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

Dynamika cen producentów w Niemczech w marcu skokowo wzrosła, przede wszystkim za sprawą cen energii



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

Wzrost apetytu na ryzyko i popytu na akcje rynków wschodzących wspiera umocnienie złotego do dolara



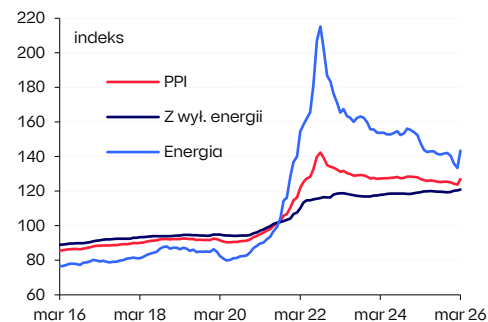
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- ŚWIAT:** Rzecznik MSZ Iranu E.Baghaei poinformował, że Iran nie zamierza brać udziału w mającej się dziś rozpocząć drugiej rundzie negocjacji z USA w Islamabadzie, choć ostateczna decyzja nie została jeszcze podjęta. Dodął, że różne sygnały wskazują, że po stronie USA brakuje powagi w prowadzeniu działań dyplomatycznych. Prezydent USA D.Trump powiedział, że w przypadku braku porozumienia USA-Iran, przedłużenie zawieszenia broni jest wysoce nieprawdopodobne.
- GER:** Dynamika cen producentów w marcu wyniosła **-0,2% r/r wobec -3,3% r/r w lutym**. W ujęciu miesięcznym wskaźnik PPI wzrósł o 2,5%. Zarówno ujemna roczna dynamika PPI, jak i silny wzrost w ujęciu miesięcznym wynikają z kształtowania się cen energii (por. wykres na pierwszej stronie), które wzrosły o 7,5% m/m, a w konsekwencji ich roczna dynamika sięgnęła **-3,2%** wobec **-12,5%** w poprzednim miesiącu. Wzrost cen energii, obserwowany globalnie, jest konsekwencją wojny w Zatoce Perskiej i wynikających z niej zaburzeń podaży oraz zniszczenia infrastruktury. Inflacja PPI z wyłączeniem energii wyniosła 1,3% r/r wobec 1,0% r/r w lutym i pozostaje na niskim, dodatnim poziomie od maja 2024. Ceny dóbr konsumpcyjnych wzrosły o 0,5% m/m, jednak ich roczna dynamika przyspieszyła jedynie nieznacznie – do **-0,1% r/r** z **-0,2% r/r** w lutym.
- EUR:** Prezeska EBC Ch.Lagarde powiedziała, że wzrost cen energii w strefie euro na skutek wojny w Iranie nie osiągnął jeszcze poziomu zgodnego ze scenariuszem „niekorzystnym” z projekcji EBC, a niepewność co do czasu trwania szoku oraz skali jego wpływu na gospodarkę przemawia za zgromadzeniem większej ilości informacji, zanim Bank wyciągnie jednoznaczne wnioski dla polityki pieniężnej. Prezeska EBC zaznaczyła, że choć ceny spot i kontraktów terminowych na ropę są wyższe niż zakładano w scenariuszu bazowym, to ceny gazu ziemnego pozostają poniżej tych założeń, m.in. dlatego, że część azjatyckich odbiorców gazu przechodzi na węgiel oraz z powodu łagodnej pogody w Chinach. Ch.Lagarde powiedziała, że jeśli konflikt zakończy się szybko, bezpośredni szok cenowy w obszarze energii może okazać się relatywnie niewielki, a jego wpływ na gospodarkę będzie ograniczony. Dodła również, że jak dotąd obserwuje się ograniczone oznaki zakłóceń w łańcuchach dostaw, zarówno globalnie, jak i w strefie euro, choć pojawiły się napięcia lokalne, ceny paliwa lotniczego podwoiły się od wybuchu konfliktu, a od początku kwietnia na niektórych lotniskach wprowadzono racjonowanie. **Wypowiedź wzmacnia oczekiwania na utrzymanie stóp procentowych EBC na niezmiennym poziomie na posiedzeniu w kwietniu.**

WYDARZENIA KRAJOWE:

- POL:** Minister finansów A.Domański powiedział, że rząd w tej chwili nie pracuje nad podwyższeniem drugiego progu podatkowego. Dodął, że obecnie około 11% podatników, którzy są na skali podatkowej wpada w drugi próg (120 tys. PLN rocznie). Wcześniej Klub Parlamentarny Polska 2050 złożył projekt ustawy zakładający podniesienie drugiego progu PIT ze 120 tys. PLN do 140 tys. PLN. **Minister powiedział również, że odejście od obniżonej stawki VAT i niższej akcyzy na paliwa w pierwszych tygodniach maja byłoby przedwczesne.** Zakładamy, że przy obecnych cenach surowców na rynkach globalnych program CPN zostanie utrzymany co najmniej do końca 2026.
- POL:** Ministerstwo funduszy i polityki regionalnej poinformowało, że do 19 kwietnia podpisano umowy na unijne dofinansowanie projektów, które wykorzystają 62,4% dostępnej puli środków z polityki spójności UE na lata 2021-2027.

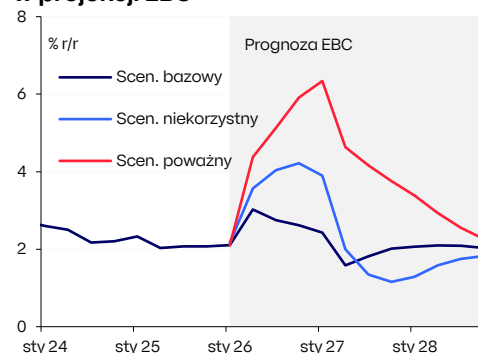
Indeks cen producentów w Niemczech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja HICP w strefie euro

w projekcji EBC

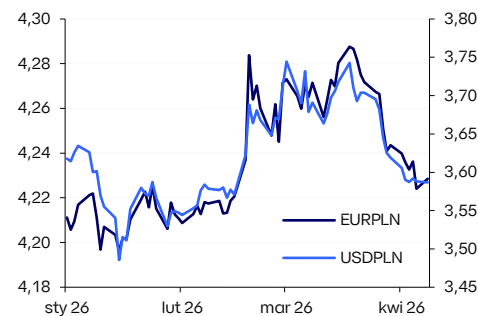


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W poniedziałek złoty nieznacznie osłabił się wobec euro, w pobliżu 4,23 na EURPLN oraz nie zmienił wyceny wobec dolara utrzymując się w pobliżu 3,59 na USDPLN. Na bazowych rynkach FX kurs EURUSD po początkowym spadku wzrósł w pobliżu 1,1790.
- **Pierwsza sesja nowego tygodnia**, szczególnie w przedpołudniowej fazie, przyniosła wzrost globalnej awersji do ryzyka, w wyniku ponownej eskalacji napięć w Zatoce Perskiej. Wznowienie w weekend blokady Cieśniny Ormuz przez Iran oraz niepewność odnośnie dalszego przebiegu negocjacji pomiędzy USA a Iranem wywołały wzrost cen ropy naftowej rodząc obawy o inflację i tempo wzrostu gospodarczego na świecie. **Pogorszenie nastrojów inwestycyjnych przełożyło się na umocnienie dolara, ujemnie skorelowanego z siłą walut EM**, przy czym ruch ten w godzinach wieczornych został zneutralizowany. **Złoty lekko się osłabił, jednak nie oddalił się istotnie od osiągniętych w ubiegły piątek 1,5-miesięcznych maksimów wobec euro i dolara.**
- We wtorek ostrożność inwestorów wobec ryzykownych aktywów może się utrzymać w związku ze zbliżającą się śródowną datą wygaśnięcia zawieszenia broni pomiędzy USA a Iranem. Poza rozwojem sytuacji na Bliskim Wschodzie **uwagę globalnych uczestników rynku przyciągnie przesłuchanie nowego prezesa Fed, K. Warsha, przed senacką Komisją Bankową, postrzegane w kontekście jego poglądów na przyszły kształt polityki pieniężnej USA.** Złotego fundamentalnie powinny wesprzeć dane z polskiej gospodarki za marzec, w szczególności solidny odczyt produkcji przemysłowej. Biorąc jednak pod uwagę napięte otoczenie zewnętrzne, **zakładamy, że korekta na głównych parach ze złotym może się w najbliższych dniach rozwinąć w kierunku poziomów odpowiednio 4,24-4,25 na EURPLN oraz 3,64 na USDPLN.**
- **W poniedziałek rentowności krajowych SPW wzrosły o 2–7pb.** W segmencie 10-letnim rentowność podniosła się o 2pb, do 5,40%, podczas gdy na rynkach bazowych rentowności amerykańskich Treasuries i niemieckich Bundów wzrosły o 1pb odpowiednio do 4,25% i 2,98%.
- **Kolejny tydzień rynki rozpoczęły pod dominującym wpływem dynamiki konfliktu na Bliskim Wschodzie.** Istotne zmiany w trajektorii napięć przyniósł weekend. Podczas piątkowej sesji obserwowaliśmy silne spadki rentowności po ogłoszeniu przez Iran pełnego otwarcia cieśniny Ormuz. Brak zniesienia przez USA blokady irańskich portów doprowadził jednak do ponownego zamknięcia cieśniny już w sobotę. Dodatkowo przechwycenie irańskiego statku w ramach egzekwowania blokady morskiej oraz wznowienie gróźb militarnych ze strony prezydenta USA wyraźnie podniosły poziom napięcia przed kolejną rundą rozmów pokojowych. Na tym tle **poniedziałkowa reakcja rynku stopy procentowej pozostaje wysoce umiarkowana. Zarówno rynek krajowy, jak i rynki bazowe nie skorygowały w istotny sposób piątkowych spadków rentowności.** Zachowanie inwestorów w dalszym ciągu kształtuje utrwalony empirycznie schemat działań prezydenta USA. Rynek w dużej mierze ignoruje konfrontacyjną retorykę, koncentrując się na założeniu, że administracja USA pozostaje zmotywowana do zawarcia porozumienia lub kontynuowania procesu dyplomatycznego w celu wsparcia stabilności rynków finansowych.
- Wtorkowa sesja będzie w dużym stopniu uzależniona od ryzyka wydarzeń oraz napływu informacji dotyczących rozmów pokojowych. **W scenariuszu braku jednoznacznego fiaska negocjacji można oczekiwać dalszej stabilizacji rynków i presji na spadek rentowności.** Kluczowa dla kierunku rynku pozostaje perspektywa oraz warunki trwałego otwarcia cieśniny Ormuz.

Waluty



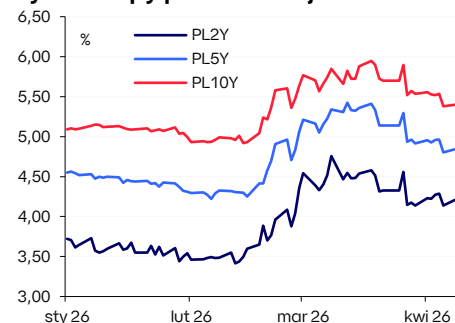
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

Para	2q26	3q26
EURPLN	4,28	4,27
USDPLN	3,69	3,65
CHFPLN	4,65	4,59
EURUSD	1,16	1,17
EURCHF	0,92	0,93

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



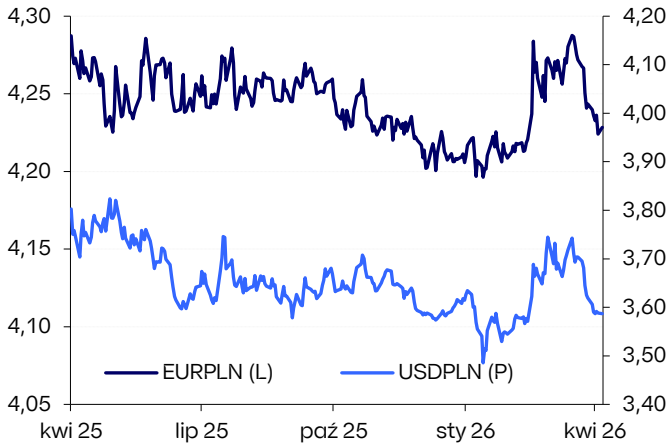
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

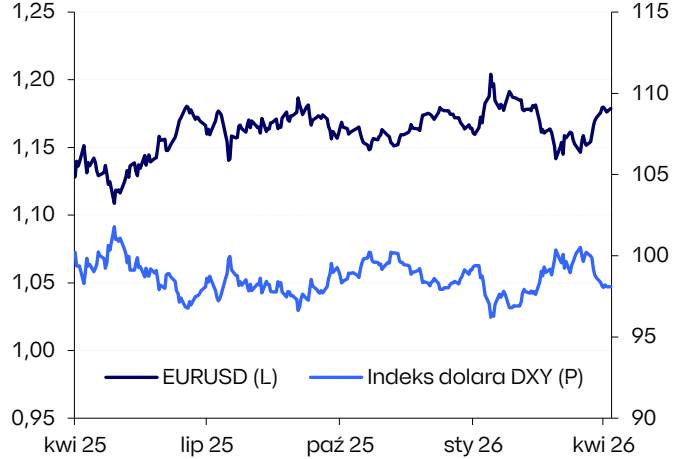
Tenor	2q26	3q26
PL1Y	3,85	3,82
PL2Y	4,35	4,25
PL5Y	5,00	4,90
PL10Y	5,60	5,30

Źródło: PKO Bank Polski.

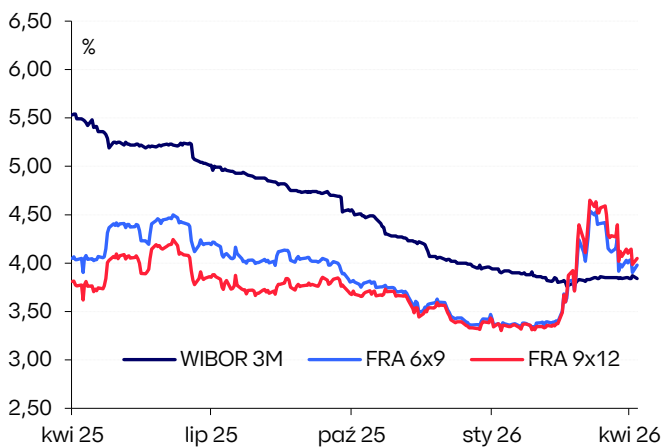
PLN vs główne waluty



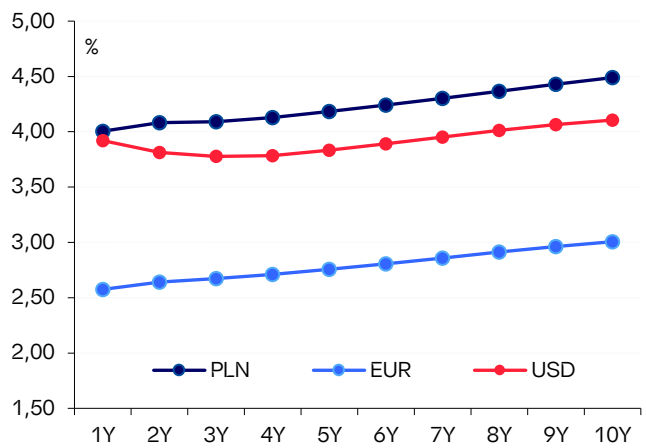
Notowania USD



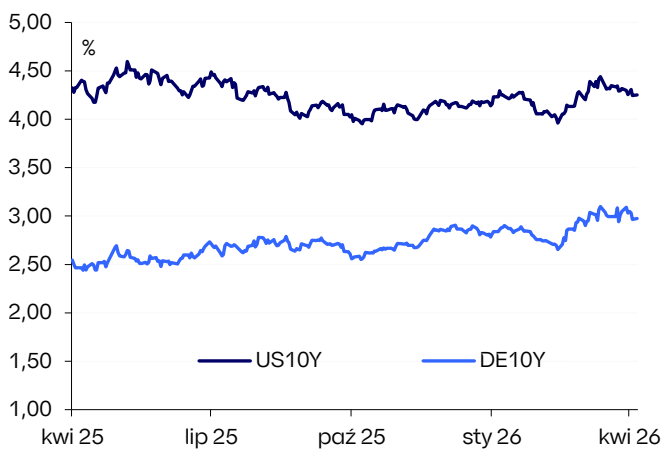
Krótkoterminowe stopy procentowe



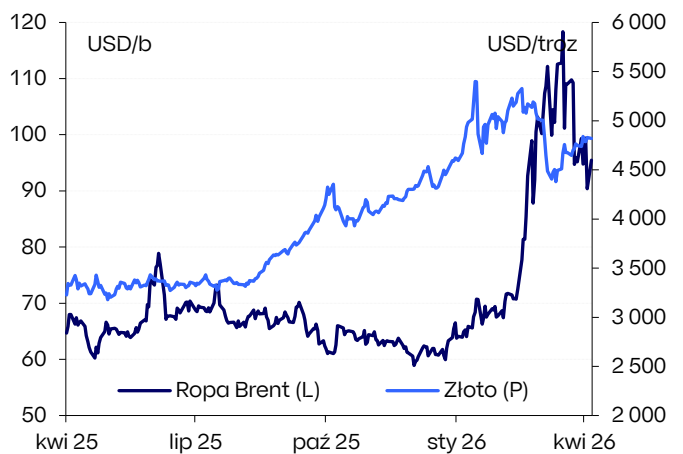
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 17 kwietnia						
EUR: Bilans handlowy (lut.)	11:00	mld	-1,0	--	--	11,5
Poniedziałek, 20 kwietnia						
GER: Inflacja PPI (mar.)	8:00	% r/r	-3,3	--	--	-0,2
Wtorek, 21 kwietnia						
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (mar.)	9:30	% r/r	6,1	6,3	6,3	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (mar.)	9:30	% r/r	-0,8	-0,8	-0,8	--
POL: Produkcja przemysłowa (mar.)	9:30	% r/r	1,5	4,2	4,3	--
POL: Inflacja PPI (mar.)	9:30	% r/r	-2,3	0,0	-0,1	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (mar.)	9:30	% r/r	-13,7	0,8	-1,8	--
GER: Indeks instytutu ZEW (kwi.)	11:00	pkt.	-0,5	5,0	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna (mar.)	14:30	% m/m	0,6	1,3	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wyl. pojazdów (mar.)	14:30	%, m/m	0,5	1,3	--	--
Środa, 22 kwietnia						
EUR: Koniunktura konsumencka (kwi., wst.)	16:00	pkt.	-16,3	-17,3	--	--
Czwartek, 23 kwietnia						
GER: PMI w usługach (kwi., wst.)	9:30	pkt.	50,9	--	--	--
GER: PMI w przetwórstwie (kwi., wst.)	9:30	pkt.	52,2	--	--	--
POL: Sprzedaż detaliczna (mar.)	9:30	% r/r	5,0	6,7	6,2	--
POL: Koniunktura konsumencka (kwi.)	9:30	pkt.	-12,2	-12,5	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (kwi., wst.)	10:00	pkt.	51,6	50,5	--	--
EUR: PMI w usługach (kwi., wst.)	10:00	pkt.	50,2	49,5	--	--
POL: Podaż pieniądza M3 (mar.)	14:00	% r/r	10,6	10,6	10,7	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys	207	210	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (kwi., wst.)	15:45	pkt.	52,3	52,8	--	--
Piątek, 24 kwietnia						
HUN: Stopa bezrobocia (mar.)	8:30	%	4,8	4,8	--	--
POL: Stopa bezrobocia (mar.)	9:30	%	6,1	6,1	6,1	--
GER: Indeks Ifo (kwi.)	10:00	pkt.	86,4	86,6	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (kwi., rew.)	16:00	pkt.	47,6	48,3	--	--

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

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: pkoresearch@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak piotr.bujak@pkobp.pl

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektorka Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierowniczka)	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
dr Anna Sznajderska	anna.sznajderska@pkobp.pl	
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Biuro Strategii Rynkowych

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)	mariusz.adamiak@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Sławomir Bembenik, CFA (Rynek Stopy Procentowej)	slawomir.bembenik@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	miroslaw.budzicki@pkobp.pl	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy)	tomasz.marek@pkobp.pl	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	tomasz.niewinski@pkobp.pl	696 406 889

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego?

Zapisz się: centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja

Nasze analizy znajdziesz również na [X/Twitterze](#) oraz na stronie internetowej [Centrum Analiz PKO Banku Polskiego](#)

[X @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, usługa 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 przy ul. Świętokrzyskiej 36, 00-116 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla miasta stołecznego Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.