



Polska

Komentarz makro-  
ekonomiczny

Data

17 marca 2025 r.

Arkadiusz Krześniak  
Główny Ekonomista  
(+48) 22 579 9105

## Polska: Komentarz tygodniowy

### W UBIEGLYM TYGODNIU:

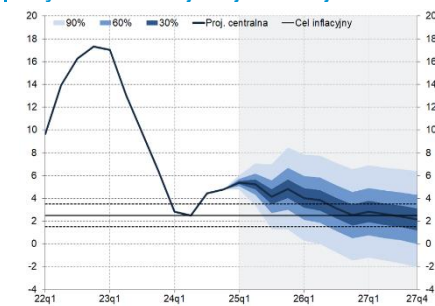
**Rada Polityki Pieniężnej**, zgodnie z oczekiwaniami, nie zmieniła stóp procentowych. W komunikacie po posiedzeniu RPP podkreśliła, że do wzrostu inflacji przyczyniły się głównie podwyżki cen energii oraz w mniejszym stopniu, wzrost cen żywności podczas gdy inflacja bazowa pozostaje podwyższona przez wzrost cen usług, spowodowany m. in. wzrostem wynagrodzeń. Według marcowej projekcji NBP roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,1 – 5,7% w 2025 r. (wobec 4,2 – 6,6% w projekcji z listopada 2024 r.), 2,0 – 4,8% w 2026 r. (wobec 1,4 – 4,1%) oraz 1,1 – 3,9% w 2027 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,9 – 4,6% w 2025 r. (wobec 2,4 – 4,3% w projekcji z listopada 2024 r.), 1,9 – 4,0% w 2026 r. (wobec 1,7 – 4,0%) oraz 1,1 – 3,5% w 2027 r. RPP oceniła, że w 2025 r. inflacja będzie wyraźnie wyższa od celu inflacyjnego, m. in. ze względu na odmrożenie cen energii w II połowie 2025 r. natomiast w średnim okresie inflacja powinna powrócić do celu inflacyjnego. RPP dodała, że na inflację w średnim okresie będą wpływać dalsze działania w zakresie polityki fiskalnej i regulacyjnej. RPP stwierdziła, że jej dalsze decyzje będą zależne od napływających danych dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej.

NBP opublikował **Raport o inflacji** za marzec. Po stronie ryzyk dla inflacji w 2025 r. NBP wymienił odmrożenie cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych w IV kw. br. oraz wzrost aktywności na wyroby tytoniowe od marca br. Ten czynnik będzie również wpływać na inflację w 2026 r. Jako czynnik ryzyka dla inflacji w 2027 r. NBP wymienił wejście w życie systemu ETS-2, który obejmie emisje z transportu drogowym oraz ogrzewaniu domów. Według NBP wzrost ceny emisji tony CO<sub>2</sub> o każde 10 PLN przełoży się na wzrost wskaźnika inflacji CPI o 0,08 punktu procentowego.

Ludwik Kotecki z RPP stwierdził, że marcowa projekcja NBP jest zbyt optymistyczna, jeśli chodzi o wzrost gospodarczy i jest zbyt pesymistyczna, jeśli chodzi o inflację. W jego ocenie jest szansa na ostrożną obniżkę stóp procentowych w lipcu o 25 pb. Prof. Henryk Wnorowski z RPP stwierdził, że prawdopodobieństwo obniżki stóp w lipcu o 25 pb jest mniejsze po publikacji marcowej projekcji NBP. Zarówno Ludwik Kotecki, jak i prof. Henryk Wnorowski uważają, że obniżki stóp łącznie o 100 punktów bazowych byłyby odpowiednie, jeśli inflacja będzie niska.

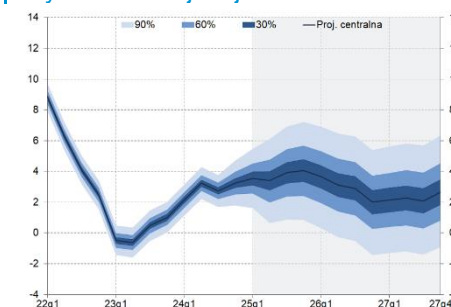
**Inflacja** za luty wyniosła 0,3% m/m i 4,9% r/r wobec 5,3% r/r prognozowanych przez analityków. Niższa od oczekiwań o 0,4 pkt. proc. inflacja za luty była spowodowana zmniejszeniem udziału energii i żywności w koszyku konsumpcyjnym przez GUS.

### Wykres 1. Projekcja inflacji



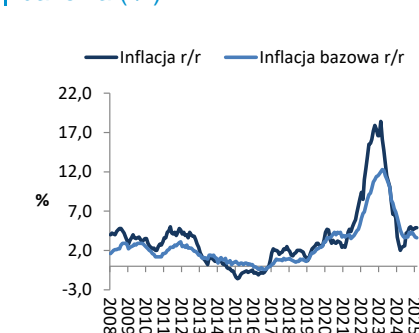
Źródło: NBP

### Wykres 2. Projekcja PKB



Źródło: NBP

### Wykres 3. Inflacja i inflacja bazowa (r/r)



Źródło: GUS, NBP



## GŁÓWNE WSKAŹNIKI W TYM TYGODNIU:

Data	godzina	wskaźnik/wydarzenie	prognoza DB	Aktualny	Konsensus
17-mar	14:00	Inflacja bazowa (lut)	0,4% (4,0%)	0,4% (3,6%)	0,4% (4,0%)
17-mar	14:00	Obroty bieżące (sty)	550 mln EUR	-168 mln EUR	449 mln EUR
20-mar	10:00	Przeciętne wynagrodzenie (lut)	(9,0%)		2,1% (8,7%)
20-mar	10:00	Przeciętne zatrudnienie (lut)	0,0% (-0,9%)		0,0% (-0,9%)
20-mar	10:00	Produkcja przemysłowa (lut)	(-0,5%)		0,0% (1,1%)
20-mar	10:00	Ceny producenta (lut)	0,1% (-0,9%)		-0,2% (1,2%)
20-mar	10:00	Produkcja budowlana (lut)	(3,1%)		(2,5%)

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)												
<b>mar-25</b>	4,190	3,880	4,411	4,988	1,080	5,75	5,85	5,79	2,46	4,375	5,0	5,85
<b>kwi-25</b>	4,200	3,889	4,403	5,017	1,080	5,75	5,70	5,60	2,21	4,375	4,1	5,70
<b>maj-25</b>	4,225	3,912	4,410	5,047	1,080	5,75	5,65	5,45	2,21	4,375	4,4	5,55
<b>cze-25</b>	4,250	3,935	4,427	5,076	1,080	5,75	5,50	5,40	1,96	4,375	4,5	5,45
<b>lip-25</b>	4,254	3,927	4,416	5,072	1,083	5,50	5,40	5,35	1,96	4,375	3,6	5,35
<b>sie-25</b>	4,258	3,919	4,405	5,068	1,087	5,50	5,30	5,35	1,96	4,375	3,5	5,25
<b>wrz-25</b>	4,263	3,911	4,394	5,064	1,090	5,25	5,30	5,35	1,71	4,375	3,8	5,15
<b>paź-25</b>	4,267	3,902	4,384	5,060	1,093	5,25	5,30	5,35	1,71	4,375	4,0	5,05
<b>lis-25</b>	4,271	3,894	4,373	5,056	1,097	5,25	5,30	5,35	1,71	4,375	3,7	4,90
<b>gru-25</b>	4,275	3,886	4,362	5,052	1,100	5,25	5,30	5,30	1,71	4,375	4,0	4,75
<b>sty-26</b>	4,260	3,873	4,347	5,035	1,100	5,25	5,18	5,15	1,50	4,375	4,1	4,70
<b>lut-26</b>	4,250	3,864	4,337	5,023	1,100	5,00	4,90	4,85	1,50	4,375	4,0	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