



Polska

Komentarz makro-  
ekonomiczny

Data

31 marca 2025 r.

Arkadiusz Krześniak  
Główny Ekonomista  
(+48) 22 579 9105

# Polska: Komentarz tygodniowy

## W UBIEGLYM TYGODNIU:

**Sprzedaż detaliczna** w lutym w cenach stałych spadła o 6,0% m/m oraz spadła o 0,5% r/r. W lutym spadła sprzedaż żywności o 2,2% r/r, paliw o 3,0% r/r, pozostałych towarów (w tym przez Internet) o 8,7% r/r, natomiast wzrosła sprzedaż leków i kosmetyków o 7,4% r/r, odzieży i obuwia o 6,0% r/r, mebli, RTV i AGD o 5,8% r/r oraz samochodów i części o 5,1% r/r. W cenach bieżących sprzedaż detaliczna wzrosła o 0,6% r/r oraz spadła o 6,0% m/m.

**Podaż pieniądza M3** w lutym wzrosła o 1,1% m/m i wzrosła o 9,1% r/r.

**Stopa bezrobocia** rejestrowanego w lutym pozostała bez zmian w wysokości 5,4%.

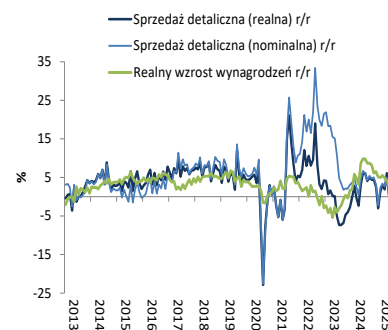
Prezes NBP prof. **Adam Glapiński** powtórzył, że uporczywa inflacja, znajdująca się obecnie znacznie powyżej celu inflacyjnego NBP, powoduje, że nie ma podstaw do obniżki stóp procentowych a inflacja spadnie do celu inflacyjnego 2,5% dopiero w 2027 r. Dodał, że jest to odległy horyzont i jest wiele czynników niepewności, włączając w to silny wzrost wynagrodzeń, luźną politykę fiskalną oraz czynniki geopolityczne. Dodał, że wprowadzenie systemu handlu emisjami ETS 2 w 2027 r., zwiększy ceny paliw i ogrzewania domów i ponownie zwiększy inflację, a zadaniem NBP jest trwały powrót inflacji do celu.

**Gabriela Masłowska** z RPP stwierdziła, że obniżki stóp procentowych, które nie utrwalą inflacji, będą możliwe dopiero pod koniec 2025 r. Jej zdaniem, obniżka stóp powinna być początkiem dłuższej serii obniżek. Po stronie czynników utrudniających decyzję o obniżce stóp wymieniła wysoki poziom bieżącej inflacji, podwyższoną i uporczywą inflację bazową, wysoką dynamikę wynagrodzeń, luźną politykę fiskalną, która w jej ocenie działa wyraźnie proinflacyjnie, wzrost cen energii, usług i akcyzy na alkohol i wyroby tytoniowe oraz wzrost opłat za emisje CO2. Po stronie czynników działających w kierunku obniżki stóp wymieniła spadek inflacji bazowej w lutym, niską inflację w otoczeniu gospodarki Polski, spadek cen surowców energetycznych, słabnącą dynamikę wynagrodzeń oraz umocnienie złotego.

**Iwona Duda** z RPP powiedziała, że lipcowa projekcja NBP będzie kluczowa dla decyzji o obniżce stóp. W jej ocenie obniżki stóp powinny być ostrożne a RPP powinna zobaczyć wyraźny trend spadkowy inflacji przed decyzją o obniżce stóp procentowych.

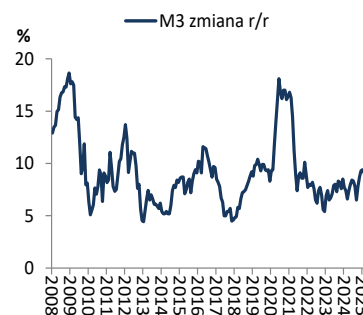
Prof. **Ireneusz Dąbrowski** z RPP stwierdził, że prawdopodobieństwo utrzymania stóp w tym roku jest równe prawdopodobieństwu obniżki stóp. Dodał, że w projekcji NBP niepokoi go lekki wzrost inflacji na początku 2027 zanim inflacja spadnie do celu pod koniec 2027 r. Podkreślił, że obniżka stóp w III kw. br. będzie możliwa, jeśli lipcowa projekcja pokaże szybszy spadek inflacji i brak odbicia cen na początku 2027 r.

Wykres 1. Sprzedaż detaliczna (dynamika r/r)



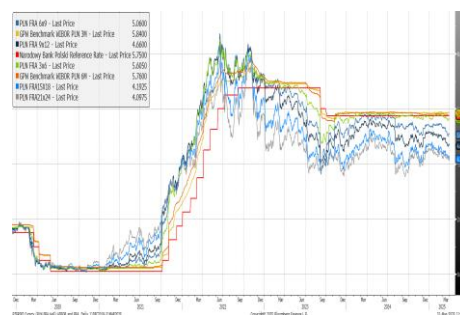
Źródło: GUS

Wykres 2. Podaż pieniądza M3 (dynamika r/r)



Źródło: NBP

Wykres 3. WIBOR i FRA



Źródło: Bloomberg



## GŁÓWNE WSKAŹNIKI W TYM TYGODNIU:

Data	godzina	wskaźnik/wydarzenie	prognoza DB	Aktualny	Konsensus
31-mar	10:00	Inflacja (mar, wst.)	0,2% (5,0%)	0,1% (4,9%)	0,3% (5,1%)
1-kwi	9:00	PMI przemysł (mar)	51,2		51,1
2-kwi		Decyzja RPP	5,75%		5,75%
3-kwi	15:00	Konferencja prasowa prezesa NBP			
4-kwi	14:00	Opis dyskusji na posiedzeniu RPP			

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>	4,186	3,870	4,390	5,004	1,082	5,75	5,84	5,76	2,34	4,375	4,9	5,74
<b>kwi-25</b>	4,200	3,889	4,403	5,017	1,080	5,75	5,80	5,60	2,09	4,375	4,0	5,70
<b>maj-25</b>	4,225	3,912	4,410	5,047	1,080	5,75	5,65	5,45	2,09	4,375	4,3	5,55
<b>cze-25</b>	4,250	3,935	4,427	5,076	1,080	5,75	5,50	5,40	1,84	4,375	4,4	5,45
<b>lip-25</b>	4,254	3,927	4,416	5,072	1,083	5,50	5,40	5,35	1,84	4,375	3,5	5,35
<b>sie-25</b>	4,258	3,919	4,405	5,068	1,087	5,50	5,30	5,35	1,84	4,375	3,4	5,25
<b>wrz-25</b>	4,263	3,911	4,394	5,064	1,090	5,25	5,30	5,35	1,59	4,375	3,7	5,15
<b>paź-25</b>	4,267	3,902	4,384	5,060	1,093	5,25	5,30	5,35	1,59	4,375	3,9	5,05
<b>lis-25</b>	4,271	3,894	4,373	5,056	1,097	5,25	5,30	5,35	1,59	4,375	3,6	4,90
<b>gru-25</b>	4,275	3,886	4,362	5,052	1,100	5,25	5,30	5,30	1,59	4,375	3,9	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	4,0	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	3,9	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