

## Nie ma potrzeby spieszyć się z obniżkami

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Ostatecznie wynik wczorajszego posiedzenia FOMC miał neutralny wpływ na rynki finansowe, chociaż początkowo giełdy w USA zareagowały negatywnie na nieco bardziej jastrzębi komunikat. Konferencja J.Powella potwierdziła jednak, że kolejne obniżki stóp są możliwe, chociaż Fed nie musi się z nimi spieszyć. Notowania spółek technologicznych znajdowały się pod presją w oczekiwaniu na wyniki Mety, Tesli i Microsoftu. Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych USA nie zmieniły się istotnie, podobnie jak notowania dolara. Kurs złotego stosunkowo mocno się wczoraj wahał - po porannym umocnieniu wobec EUR poniżej 4,20 (ostatnio taki poziom był w 2018), w ciągu dnia zobaczyliśmy osłabienie powyżej 4,22, a sesja zakończyła się w okolicy 4,21. Rentowności krajowych obligacji nieznacznie obniżyły się na całej długości krzywej.
- Dziś w centrum uwagi znajdzie się posiedzenie EBC, podczas którego prawdopodobna jest kontynuacja cyklu obniżek stóp procentowych, a także publikacja danych o PKB ze strefy euro, USA, Polski i Węgier.
- Oczekiwania rynkowe są jednoznaczne - EBC zdecyduje się na obniżkę stóp procentowych o 25 pb, sprowadzając stopę depozytową do 2,75% i refinansową do 2,90%. Większość członków Rady Prezesów wskazywała ostatnio na konieczność dalszego luzowania polityki pieniężnej, argumentując to gospodarczą słabością strefy euro oraz powrotem inflacji do celu w średnim terminie. Uwaga analityków skupi się również na wymowie konferencji Prezes Ch.Lagarde oraz komunikacie banku pod kątem sygnałów dotyczących dalszych ruchów EBC.
- Głównym krajowym wydarzeniem będzie publikacja danych o wzroście PKB za cały 2024. Konsensus przewiduje wzrost o 2,8%, a nasza prognoza to 2,9%, wobec jedynie 0,1% w 2023. Dane umożliwią oszacowanie dynamiki PKB w 4q24, gdzie nasz *nowcast* sugeruje przyspieszenie do 3,4% r/r z 2,7% r/r w 3q24. Pomimo słabszych danych o aktywności gospodarczej w grudniu, solidna aktywność w usługach i wzrost konsumpcji prywatnej powinny wspierać wzrost rocznej dynamiki.

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO\_Research

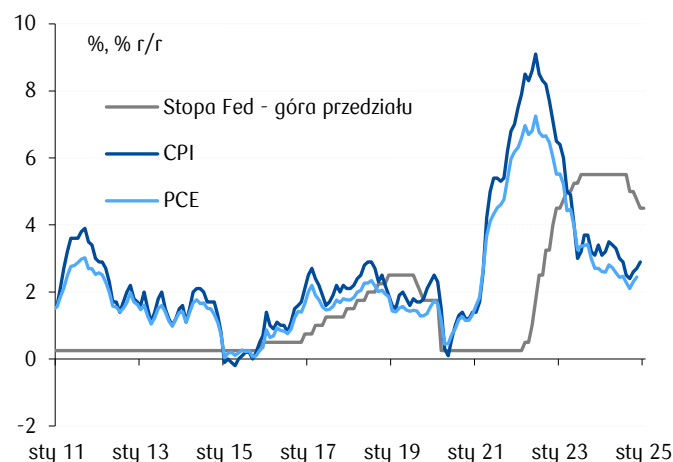
www.centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

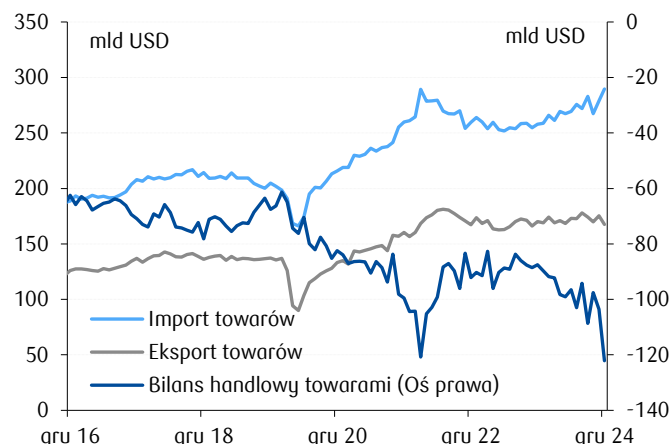
|                         | Wartość<br>2025-01-29 | (%, pb)*<br>Δ 1D |
|-------------------------|-----------------------|------------------|
| <b>Waluty:</b>          |                       |                  |
| EURPLN                  | 4,2127                | 0,3              |
| USDPLN                  | 4,0429                | 0,3              |
| CHFPLN                  | 4,4596                | 0,2              |
| GBPPLN                  | 5,0223                | 0,2              |
| EURUSD                  | 1,0420                | 0,0              |
| <b>Obligacje:</b>       |                       |                  |
| PL2Y                    | 5,21                  | -2               |
| PL5Y                    | 5,71                  | -2               |
| PL10Y                   | 5,95                  | -2               |
| DE10Y                   | 2,57                  | 1                |
| US10Y                   | 4,55                  | 2                |
| <b>Indeksy akcyjne:</b> |                       |                  |
| WIG                     | 86 203,2              | 0,0              |
| DAX                     | 21 637,5              | 1,0              |
| S&P500                  | 6 039,3               | -0,5             |
| Nikkej**                | 39 460,5              | 0,1              |
| Shanghai                |                       |                  |
| Comp.**                 | 3 250,6               | 0,0              |
| <b>Surowce:</b>         |                       |                  |
| Złoto                   | 2753,86               | -0,1             |
| Ropa Brent              | 76,58                 | -1,2             |

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.

### Inflacja i stopa procentowa w USA



### Bilans handlu towarowego w USA

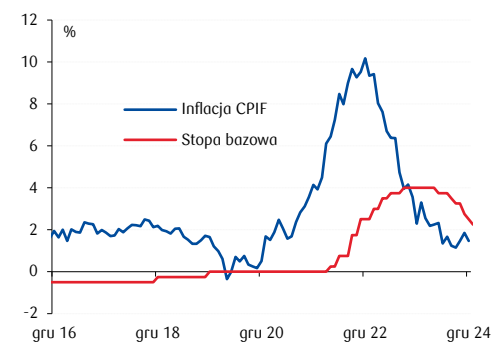


- Gospodarka strefy euro wciąż zmagają się z niską dynamiką wzrostu, ale **wstępne dane za 4q24 mogą wskazać na minimalne przyspieszenie, do 1,0% r/r wobec 0,9% r/r w 3q24. Szczególną uwagę zwróci wynik niemieckiej gospodarki**, gdzie skala spadku PKB powinna się zmniejszyć z 0,3% r/r do 0,1% r/r. Na przeciwstawnym biegunie znajduje się Hiszpania, której wzrost w 4q24 przyspieszył do 3,5% r/r.
- **Wzrost gospodarczy w USA w 4q24 prawdopodobnie spowolnił**, zgodnie z oczekiwaniami rynku, z 3,1% q/q saar do 2,6% q/q saar. **Konsumpcja prywatna, która była motorem wzrostu w poprzednich kwartałach, również straciła impet** – konsensus przewiduje spadek dynamiki z 3,7% q/q saar do 3,1% q/q saar. Mimo to, **amerykańska gospodarka pozostaje w dobrej kondycji na tle Europy**, co może mieć wpływ na restrykcyjność polityki Fed w nadchodzących miesiącach. Wczorajsze dane o wzroście deficytu w handlu towarowym stanowią dodatkowy argument za spowolnieniem wzrostu PKB.
- **Gospodarka Węgier prawdopodobnie wychodzi z recesji**, a dane za 4q24 mogą pokazać symboliczny wzrost o 0,1% r/r wobec spadku o -0,8% r/r w 3q24. Ożywienie pozostaje jednak kruche, a niepewność geopolityczna i trudności fiskalne mogą ograniczać dalszy wzrost w 2025.

#### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **USA: Rezerwa Federalna, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie.** Po trzech kolejnych posiedzeniach z obniżkami, stopa funduszy federalnych została utrzymana w przedziale 4,25-4,50%. Zgodnie z oczekiwaniami Fed nie uległ presji ze strony prezydenta D.Trumpa, który wzywał bank centralny do znaczących obniżek stóp procentowych. Sam przewodniczący zaznaczył, że nie miał kontaktu z nowym prezydentem. [Komunikat](#) po posiedzeniu może być odebrany jako lekko jastrzębi – w porównaniu z grudniowym usunięto z niego stwierdzenie, że inflacja dokonała postępu na drodze do 2-procentowego celu, pozostawiając ocenę, że inflacja pozostaje nieco podwyższona. J.Powell wyjaśnił jednak, że zmiana nie miała na celu ogłoszenia nowego nastawienia, a wynikała z potrzeby skrócenia komunikatu. W odpowiedzi na pytanie dziennikarza przewodniczący FOMC stwierdził, że do wznowienia obniżek nie jest wymagany powrót inflacji do celu, tylko zmiana całościowego obrazu gospodarki. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu J.Powell przyznał, że gospodarka pozostaje silna, rynek pracy jest solidny, a inflacja jest na wyboistej drodze do celu. W związku z tym Fed **nie musi się spieszyć z obniżkami stóp procentowych. Podkreślił przy tym, że aby wznowić cykl obniżek stóp, potrzeba prawdziwego postępu w walce z inflacją lub pogorszenia sytuacji na rynku pracy.** W odniesieniu do stopy neutralnej, szef Fed ocenił, że ciężko jest precyzyjnie określić, jaki jest jej poziom, chociaż jest przekonany, że obecnie stopy procentowe w sposób znaczący przyczyniają się do powrotu inflacji do celu, co oznacza, że są zauważalnie powyżej poziomu neutralnego. Podczas konferencji J.Powell unikał komentowania działań prezydenta D.Trumpa, podkreślał natomiast mandat Fed i rolę jaką pełni dla osiągnięcia „wspólnego dobra”. Jednocześnie zaznaczył utrzymującą się niepewność dotyczącą ostatecznego kształtu polityki gospodarczej nowej administracji. J.Powell poinformował, że podczas przeglądu swoich narzędzi, Fed nie planuje zmiany 2-procentowego celu inflacyjnego, ponieważ ten poziom się sprawdził w przeszłości i jest powszechnie stosowany również w innych gospodarkach. Konferencja po posiedzeniu zniwelowała jastrzębią wymowę komunikatu. **Naszym zdaniem obniżki stóp procentowych w USA będą kontynuowane, jednak w sposób bardzo ostrożny i wyważony.**
- **SE: Riksbank obniżył stopę procentową o 25 pb do 2,25%**, zgodnie z oczekiwaniami. Była to szósta obniżka od maja 2024, która sprowadziła stopy do najniższego poziomu od ponad dwóch lat. Decyzja była

#### Inflacja CPIF i stopa bazowa w Szwecji

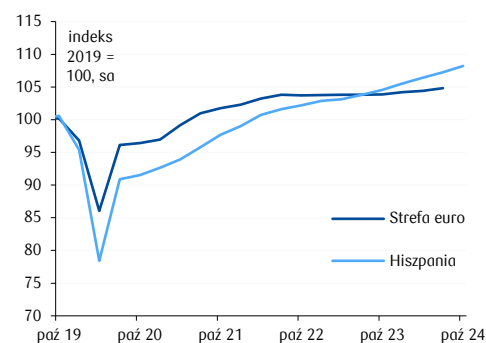


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

konsekwencją malejącego ryzyka wzrostu inflacji powyżej celu 2% oraz wciąż słabej aktywności gospodarczej, mimo pojawiających się oznak ożywienia. **Bank podtrzymał prognozę jeszcze jednej obniżki w 1h25**, ale zaznaczył gotowość do dostosowania polityki, jeśli perspektywy inflacyjne lub gospodarcze ulegną zmianie. Szwedzka gospodarka pozostaje w fazie powolnego odbicia po stagnacji ostatnich lat. Wzrost PKB był ograniczony przez wysokie koszty finansowania, słaby popyt wewnętrzny i globalne spowolnienie. Riksbank podkreślił, że kontynuacja ożywienia zależy od dalszej poprawy koniunktury i wzrostu inwestycji. **Wśród czynników ryzyka dla przyszłej polityki pieniężnej Riksbank wskazał niepewność dotyczącą sytuacji gospodarczej za granicą**, zwłaszcza polityki pieniężnej Fed i EBC oraz napięć geopolitycznych.

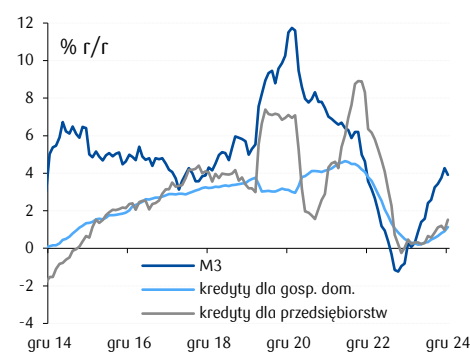
- EUR:** Komisja Europejska przedstawiła raport „[A Competitiveness Compass for the EU](#)”, w którym proponuje działania mające przywrócić globalną konkurencyjność Unii Europejskiej. Strategia KE opiera się na trzech imperatywach transformacyjnych: zamknięciu luki innowacyjnej, połączeniu dekarbonizacji z konkurencyjnością oraz zwiększeniu bezpieczeństwa gospodarczego. Planowane są reformy ułatwiające rozwój startupów, wsparcie dla przemysłu w transformacji energetycznej oraz działania ograniczające zależność od importu surowców. Dodatkowo, KE wskazuje pięć horyzontalnych filarów konkurencyjności, które mają zapewnić długoterminowy wzrost: uproszczenie regulacji, pełne wykorzystanie potencjału jednolitego rynku, mobilizację kapitału, rozwój kompetencji i lepszą koordynację polityk krajowych. Realizacja części projektów ma się rozpocząć już w pierwszych miesiącach br. KE podkreśla, że bez natychmiastowych działań Europa może zostać w tyle w globalnym wyścigu technologicznym i przemysłowym. Reformy mają budować silniejszy, bardziej odporny i dynamiczny rynek, zdolny do rywalizacji z największymi gospodarkami.
- USA:** Deficyt handlowy w zakresie towarów w grudniu gwałtownie wzrósł, do 122 mld USD, względem 103,5 mld USD w listopadzie. Import towarów zwiększył się o 12,4% r/r wobec 9,4% r/r poprzednio, natomiast eksport obniżył się o 1,6% r/r względem wzrostu o 5,5% r/r w listopadzie. Tak znaczne wzmocnienie importu wynika prawdopodobnie z faktu, że firmy kupowały towary z wyprzedzeniem, w oczekiwaniu na wprowadzenie uniwersalnych ceł przez nową administrację prezydenta D.Trumpa. Znaczny wzrost importu wspólnie ze spadkiem eksportu stanowi ryzyko w dół dla prognoz PKB za 4q24.
- ESP:** PKB w 2024 wzrósł o 3,2%, prawdopodobnie znacznie silniej niż przeciętna dla strefy euro. Lepszy od oczekiwań wynik był wspierany przez boom turystyczny, silne rolnictwo i wzrost eksportu. W 4q24 gospodarka urosła o 0,8% q/q, tak jak w 3q24 i powyżej prognoz, które kształtowały się na poziomie 0,6% q/q. Wzrost był napędzany przez popyt krajowy i inwestycje, podczas gdy eksport spowolnił. Wysoki poziom oszczędności gospodarstw domowych oraz napływ środków z UE powinny wspierać dalszy solidny wzrost w 2025.
- FRA:** PKB w 4q24 obniżył się o 0,1% q/q po wzroście o 0,4% q/q w 3q24. W komentarzu do danych zwrócono uwagę, że spadek to częściowo odwrócenie efektu olimpiady w Paryżu, która podbiła dynamikę aktywności w 3q24, jednak konsensus spodziewał się stabilizacji aktywności. W ujęciu r/r PKB wzrósł o 0,7%, a w całym 2024 dynamika wyniosła 1,1%, tyle samo co w 2023.
- EUR:** Podaż pieniądza M3 w grudniu wzrosła o 3,9% r/r, a wzrost spowolnił z 4,3% r/r w listopadzie. Wzrost węższego agregatu M1 przyspieszył do 2,2% r/r z 1,7% r/r poprzednio. Krótkoterminowe depozyty inne niż overnight (M2-M1) zwoływały do 4,5% r/r z 6,1% r/r, a wzrost instrumentów rynkowych (M3-M2) obniżył się do 16,3% r/r z 17,0% r/r. Wzrost kredytów dla

### Zmiana PKB Hiszpanii na tle PKB strefy euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

### Podaż M3 w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

gospodarstw domowych przyspieszył do 1,1% r/r z 0,9% r/r, a dla firm do 1,5% r/r z 1,0% r/r w listopadzie. Ożywienie dynamiki kredytów może wskazywać na stopniową odbudowę popytu na finansowanie zewnętrzne w sektorze prywatnym, wspierane obniżkami stóp EBC, choć tempo wzrostu pozostaje umiarkowane. Wzrost depozytów gospodarstw domowych utrzymał się na poziomie 3,5% r/r, a depozyty firm zwiększyły się o 2,9% r/r po wzroście o 2,3% r/r. Ogólne spowolnienie wzrostu podaży pieniądza częściowo wynika z nadal utrzymującej się restrykcyjnej polityki monetarnej.

- **POL:** Rada Ministrów przyjęła drugą rewizję KPO, której główne założenia to wzmocnienie Państwowej Inspekcji Pracy, korzystniejsze naliczanie stażu pracy dla osób zatrudnionych na umowach cywilnoprawnych oraz rezygnacja z obowiązkowego oskładkowania wszystkich umów zleceń i o dzieło. Dodatkowo zwiększono budżet Funduszu Wsparcia Energetyki o 1 mld PLN na rozwój sieci i magazynów energii. Polska przesłała formalny wniosek o rewizję KPO do KE przed końcem stycznia, a negocjacje rozpoczną się niebawem. K. Pełczyńska-Nałęcz zapowiedziała, że wkrótce rząd rozpocznie prace nad kolejną rewizją KPO, tym razem dotyczącą 6. i 7. wniosku o płatność, która powinna skończyć się około jesieni.
- **USA:** Po posiedzeniu Fed Prezydent **D.Trump** umieścił komentarz w mediach społecznościowych, w którym ocenił, że Rezerwa Federalna nie zdołała powstrzymać inflacji, a jej działania w zakresie regulacji bankowych są złe.
- **CZE:** Prezes CNB, **A.Michl**, powiedział w [wywiadzie](#), że przedstawi zarządowi propozycję dywersyfikacji rezerw CNB, w ramach której Bitcoin mógłby stanowić do 5% rezerw. W późniejszym wpisie na platformie X, prezes Michl nieco złagodził wydźwięk swojej wypowiedzi, tłumacząc, że jest to propozycja warta rozważenia, która jest dopiero na etapie analizy i dyskusji.
- **USA:** **H.Lutnick**, nominowany na nowego ministra handlu USA, stwierdził, że cła na dobra z Chin powinny być najwyższe, choć inni sojusznicy również wykorzystują USA. Dodał, że jest zwolennikiem nakładania szerokich ceł na poszczególne kraje, a nie taryf ukierunkowanych na konkretne sektory czy produkty. W zeszłym tygodniu D.Trump stwierdził, że wolałby nie nakładać ceł na Chiny.

## Kalendarz makroekonomiczny

| Wskaźnik   | Godz.        | Jednostka    | Poprzednio | Konsensus  | PKO BP     | Odczyt     |
|--|--------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Piątek, 24 stycznia</b>                               |              |              |            |            |            |            |
| GER: PMI w przetwórstwie (sty., wst.)                    | 9:30         | pkt.         | 42,5       | 42,8       | --         | 44,1       |
| GER: PMI w usługach (sty., wst.)                         | 9:30         | pkt.         | 51,5       | 51,0       | --         | 52,5       |
| EUR: PMI w przetwórstwie (sty., wst.)                    | 10:00        | pkt.         | 45,1       | 45,5       | --         | 46,1       |
| EUR: PMI w usługach (sty., wst.)                         | 10:00        | pkt.         | 51,6       | 51,5       | --         | 51,4       |
| <b>POL: Podaż pieniądza M3 (gru.)</b>                    | <b>14:00</b> | <b>% r/r</b> | <b>8,7</b> | <b>8,5</b> | <b>8,8</b> | <b>9,3</b> |
| USA: PMI w przetwórstwie (sty., wst.)                    | 15:45        | pkt.         | 49,4       | 49,9       | --         | 50,1       |
| USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sty., rew.)           | 16:00        | pkt.         | 74,0       | 73,2       | --         | 71,1       |
| <b>Poniedziałek, 27 stycznia</b>                         |              |              |            |            |            |            |
| <b>POL: Stopa bezrobocia (gru.)</b>                      | <b>10:00</b> | <b>%</b>     | <b>5,0</b> | <b>5,1</b> | <b>5,1</b> | <b>5,1</b> |
| GER: Indeks Ifo (sty.)                                   | 10:00        | pkt.         | 84,7       | 84,7       | --         | 85,1       |
| USA: Sprzedaż nowych domów (gru.)                        | 16:00        | tys          | 674        | 670        | --         | 698        |
| USA: Pozwolenia na budowę (gru., rew.)                   | --           | mln          | 1,49       | 1,48       | --         | 1,48       |
| <b>Wtorek, 28 stycznia</b>                               |              |              |            |            |            |            |
| HUN: Posiedzenie MNB (sty.)                              | 14:00        | %            | 6,5        | 6,5        | --         | 6,5        |
| USA: Zamówienia na dobra trwałe (gru., wst.)             | 14:30        | % m/m        | -2,0       | 0,8        | --         | -2,2       |
| USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (sty.) | 16:00        | pkt.         | 104,7      | 105,6      | --         | 104,1      |
| <b>Środa, 29 stycznia</b>                                |              |              |            |            |            |            |
| SE: Posiedzenie Riksbanku (sty.)                         | 9:30         | %            | 2,5        | 2,25       | --         | 2,25       |
| EUR: Podaż pieniądza M3 (gru.)                           | 10:00        | % r/r        | 3,9        | 4,0        | --         | 3,9        |
| USA: Bilans handlowy (gru.)                              | 14:30        | mln USD      | -102,9     | -103,5     | --         | -122,1     |
| USA: Posiedzenie Fed (sty.)                              | 20:00        | %            | 4,5        | 4,5        | --         | 4,50       |
| <b>Czwartek, 30 stycznia</b>                             |              |              |            |            |            |            |
| HUN: Wzrost PKB (4q)                                     | 8:30         | % r/r        | -0,8       | 0,1        | --         | --         |
| <b>POL: Wzrost PKB (2024)</b>                            | <b>10:00</b> | <b>% r/r</b> | <b>0,1</b> | <b>2,8</b> | <b>2,9</b> | --         |
| GER: Wzrost PKB (4q)                                     | 10:00        | % r/r        | -0,3       | -0,1       | --         | --         |
| EUR: Wzrost PKB (4q)                                     | 11:00        | % r/r        | 0,9        | 1,0        | --         | --         |
| EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (sty.)                     | 11:00        | pkt.         | 93,7       | 93,9       | --         | --         |
| EUR: Stopa depozytowa EBC (sty.)                         | 14:15        | %            | 3          | 2,75       | --         | --         |
| EUR: Stopa refinansowa EBC (sty.)                        | 14:15        | %            | 3,15       | 2,9        | --         | --         |
| USA: Wzrost PKB (4q)                                     | 14:30        | % q/q saar   | 3,1        | 2,6        | --         | --         |
| USA: Konsumpcja prywatna (4q)                            | 14:30        | % q/q saar   | 3,7        | 3,1        | --         | --         |
| USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (sty.)           | 14:30        | tys          | 223        | 225        | --         | --         |
| <b>Piątek, 31 stycznia</b>                               |              |              |            |            |            |            |
| CZE: Wzrost PKB (4q)                                     | 9:00         | % r/r        | 1,4        | 1,6        | --         | --         |
| GER: Stopa bezrobocia (sty.)                             | 9:55         | %            | 6,1        | 6,2        | --         | --         |
| CZE: Podaż pieniądza M3 (gru.)                           | 10:00        | % r/r        | 5,3        | --         | --         | --         |
| GER: Inflacja HICP (sty., wst.)                          | 14:00        | % r/r        | 2,8        | 2,7        | --         | --         |
| USA: Dochody Amerykanów (gru.)                           | 14:30        | % m/m        | 0,3        | 0,4        | --         | --         |
| USA: Wydatki Amerykanów (gru.)                           | 14:30        | % m/m        | 0,4        | 0,5        | --         | --         |
| USA: Deflator PCE (gru.)                                 | 14:30        | % r/r        | 2,4        | 2,5        | --         | --         |
| USA: Inflacja bazowa PCE (gru.)                          | 14:30        | % r/r        | 2,8        | 2,8        | --         | --         |

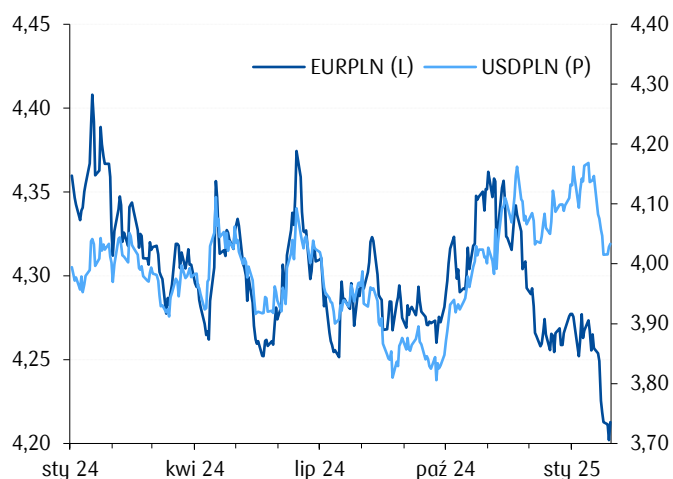
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

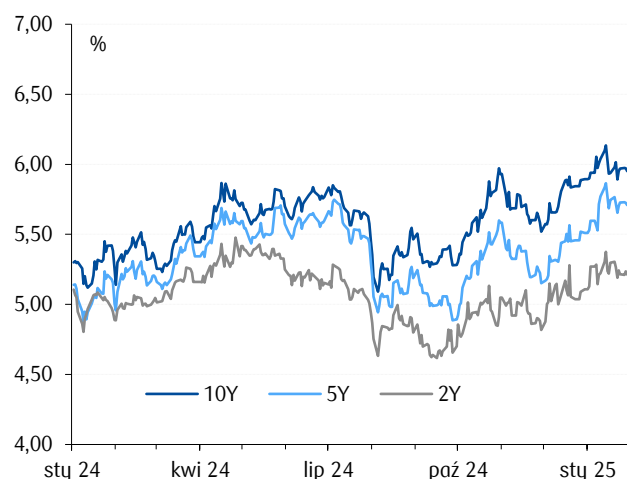
|                  |                      | Wartość<br>2025-01-29 | Δ 1D | Δ 1W | Δ (% , pb)* |       |       |
|------------------|----------------------|-----------------------|------|------|-------------|-------|-------|
|                  |                      |                       |      |      | Δ 4W        | Δ 12M | Δ 36M |
| <b>Waluty</b>    | EURPLN               | 4,2127                | 0,3  | -0,3 | -1,5        | -2,6  | -8,1  |
|                  | USDPLN               | 4,0429                | 0,3  | -0,3 | -2,1        | 1,5   | -0,5  |
|                  | CHFPLN               | 4,4596                | 0,2  | -0,3 | -2,2        | -4,0  | 1,1   |
|                  | GBPPLN               | 5,0223                | 0,2  | 0,5  | -2,9        | -1,1  | -8,6  |
|                  | EURUSD               | 1,0420                | 0,0  | 0,0  | 0,6         | -4,1  | -7,6  |
|                  | EURCHF               | 0,9447                | 0,0  | 0,0  | 0,7         | 1,4   | -9,1  |
|                  | GBPUSD               | 1,2435                | 0,0  | 1,0  | -0,7        | -2,4  | -8,0  |
|                  | USDJPY               | 155,01                | -0,5 | -0,9 | -1,4        | 6,0   | 35,6  |
|                  | EURCZK               | 25,12                 | 0,1  | -0,1 | -0,2        | 0,9   | 2,5   |
|                  | EURHUF               | 408,10                | 0,1  | -0,6 | -0,8        | 6,3   | 13,4  |
| <b>Obligacje</b> | PL2Y                 | 5,21                  | -2   | 2    | 10          | 32    | 206   |
|                  | PL5Y                 | 5,71                  | -2   | 5    | 20          | 71    | 177   |
|                  | PL10Y                | 5,95                  | -2   | 6    | 6           | 70    | 204   |
|                  | DE2Y                 | 2,28                  | 1    | 4    | 19          | -13   | 292   |
|                  | DE5Y                 | 2,38                  | 1    | 7    | 22          | 33    | 278   |
|                  | DE10Y                | 2,57                  | 1    | 7    | 21          | 41    | 264   |
|                  | US2Y                 | 4,22                  | 3    | -7   | -2          | 0     | 313   |
|                  | US5Y                 | 4,35                  | 2    | -8   | -3          | 48    | 271   |
|                  | US10Y                | 4,55                  | 2    | -5   | -2          | 60    | 271   |
| <b>Akcje</b>     | WIG                  | 86 203,2              | 0,0  | 1,1  | 8,3         | 11,4  | 26,7  |
|                  | WIG20                | 2 398,7               | 0,0  | 1,5  | 9,4         | 5,2   | 7,4   |
|                  | S&P500               | 6 039,3               | -0,5 | -0,8 | 2,7         | 24,6  | 38,8  |
|                  | NASDAQ100            | 21 411,5              | -0,2 | -2,0 | 1,9         | 24,9  | 51,1  |
|                  | Shanghai Composite** | 3 250,6               | 0,0  | 1,2  | -3,0        | 16,6  | -5,9  |
|                  | Nikkei**             | 39 458,6              | 0,1  | -0,5 | -1,1        | 8,7   | 46,1  |
|                  | DAX                  | 21 637,5              | 1,0  | 1,8  | 8,7         | 28,0  | 40,0  |
|                  | VIX                  | 16,84                 | -0,6 | 0,6  | -3,9        | 13,2  | -41,2 |
| <b>Surowce</b>   | Ropa Brent           | 76,6                  | -1,2 | -3,1 | 2,6         | -6,3  | -14,9 |
|                  | Ropa WTI             | 72,9                  | -1,6 | -4,2 | 0,7         | -4,4  | -17,4 |
|                  | Złoto                | 2753,9                | -0,1 | -0,1 | 4,9         | 34,4  | 50,2  |

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

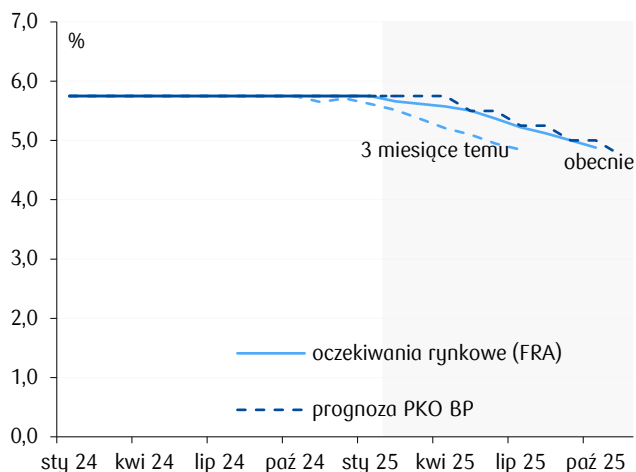
## Notowania złotego wobec głównych walut



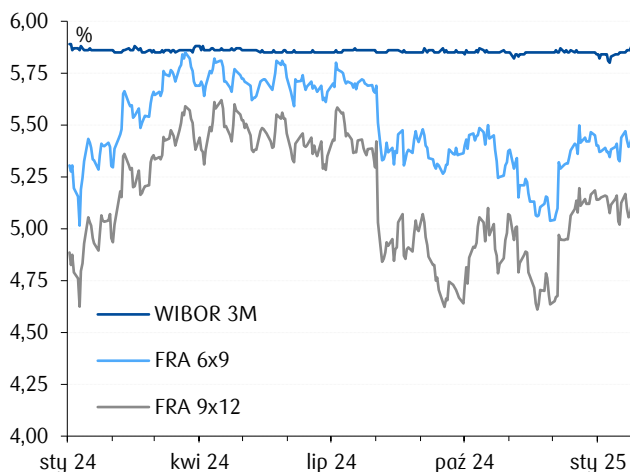
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



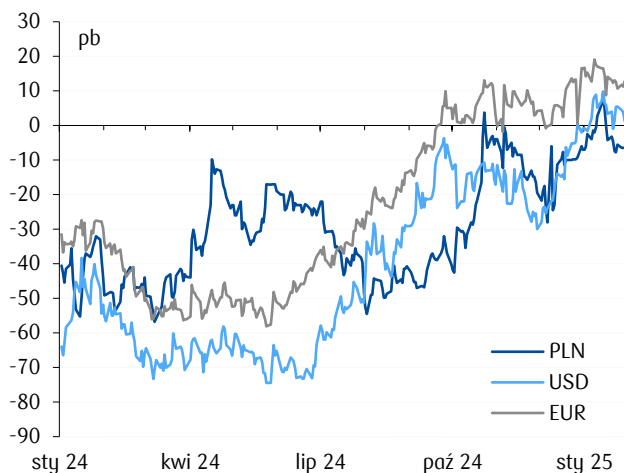
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs, oczekiwania rynkowe



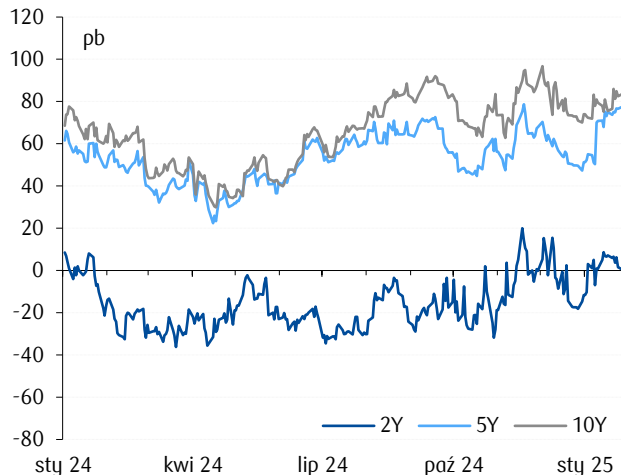
### Krótkoterminowe stopy procentowe



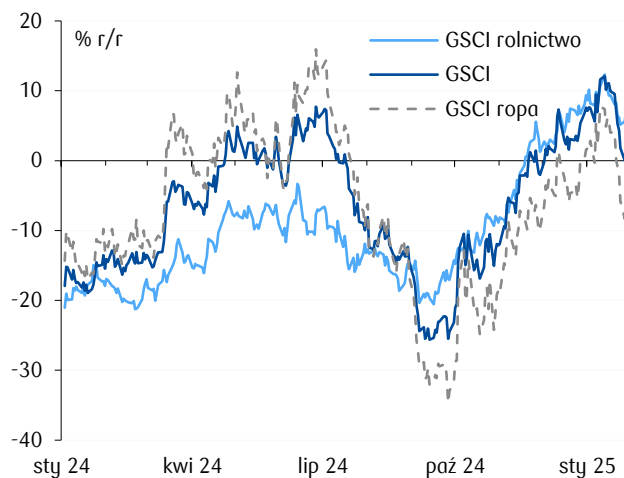
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



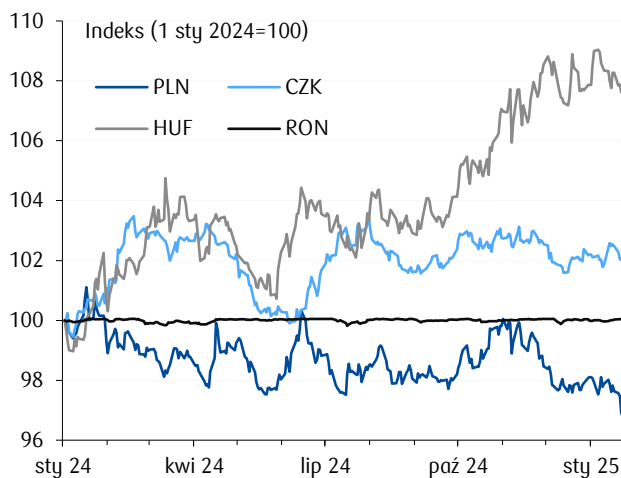
### Spread asset swap dla PLN



### 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](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista. Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl) 22 521 80 84

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl) 22 521 67 97

|   |  |             |
|---|--|-------------|
| Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura) | <a href="mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl">marta.petka-zagajewska@pkobp.pl</a>     | 691 335 426 |
| Urszula Kryńska (Kierownik)             | <a href="mailto:urszula.krynska@pkobp.pl">urszula.krynska@pkobp.pl</a>                   | 722 060 794 |
| Szymon Fabiański                        | <a href="mailto:szymon.fabianski@pkobp.pl">szymon.fabianski@pkobp.pl</a>                 | 722 051 585 |
| Kamil Pastor                            | <a href="mailto:kamil.pastor@pkobp.pl">kamil.pastor@pkobp.pl</a>                         | 723 670 836 |
| Agnieszka Pierzak                       | <a href="mailto:agnieszka.pierzak@pkobp.pl">agnieszka.pierzak@pkobp.pl</a>               | 666 823 657 |
| Michał Reczek                           | <a href="mailto:michal.reczek@pkobp.pl">michal.reczek@pkobp.pl</a>                       | 783 552 546 |
| Anna Wojtyniak-Stefańska                | <a href="mailto:anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl">anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl</a> | 698 635 126 |

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:  
[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

Nasze analizy znajdziesz również na X/Twitterze oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:



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, 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.