Dziennik Ekonomiczny

Analizy Makroekonomiczne

20 marca 2025

Bank Polski | Centrum Analiz

Fed maluje stagflacyjny obraz

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- W reakcji na decyzję Fed oraz konferencję prezesa J.Powella rentowności amerykańskich Treasuries obniżyły się, w szczególności na krótkim końcu krzywej. Indeksy giełdowe zareagowały wzrostami, a dolar umocnił się względem głównych walut w warunkach, gdy Fed ocenia wpływ ceł na inflację jako „przejściowy" i nie widzi konieczności podejmowania nerwowych ruchów. W pierwszej połowie dnia europejskie indeksy przechodziły korektę notowań, jednak po ogłoszeniu przez Komisję Europejską planów inwestycyjnych zdołały częściowo odrobić straty. Złoty utrzymał stabilny kurs wobec euro na poziomie 4,18, jednocześnie tracąc względem dolara - do 3,85. Rentowności krajowych obligacji obniżyły się na krótszym końcu i wzrosły na dłuższym końcu krzywej. Aresztowanie przez tureckie władze opozycyjnego burmistrza Stambułu, któremu zarzucana jest korupcja, spowodowało gwałtowną przecenę na giełdzie w Turcji i deprecjację liry, przejściowo nawet o 11%.
- **Dziś skupiamy się na krajowych danych za luty oraz kluczowych decyzjach w europejskiej polityce monetarnej**. Na tapet bierzemy **aktywność w przemyśle i budownictwie, a także aktualną kondycję rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw.** Co do decyzji banków centralnych większych niespodzianek raczej nie oczekujemy – **Riksbank i BoE najprawdopodobniej utrzymają stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, a SNB obniży je o 25pb, goniąc niedawne obniżki EBC.**
- **W krajowych danych o aktywności gospodarczej za luty prawdopodobnie nie dostrzeżemy jeszcze wyraźnej poprawy rocznych dynamik**. Ich przyspieszeniu nie sprzyjał układ kalendarza – liczba dni roboczych była o jeden mniejsza niż przed rokiem. **Oczekujemy, że produkcja przemysłowa pozostanie nieznacznie niższa niż rok temu** (PKOe: -0,5% r/r), przy czym nasze prognozy są bardziej optymistyczne niż konsensus, który zakłada spadek o 1% r/r. **W ujęciu sa wynik powinien być jednak pozytywny**, choć zasadniczego przyspieszenia spodziewamy się dopiero od 2q25. **Produkcja budowlano-montażowa**, po solidnych wzrostach m/m w ostatnich miesiącach ub.r., powinna – według naszych szacunków – co najmniej **utrzymać styczniowy poziom** (m/m sa). **Oznaczałoby to wzrost w ujęciu r/r o ok. 2,8%** (kons.: 2,3% r/r). **Dane z rynku pracy najpewniej ponownie**

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

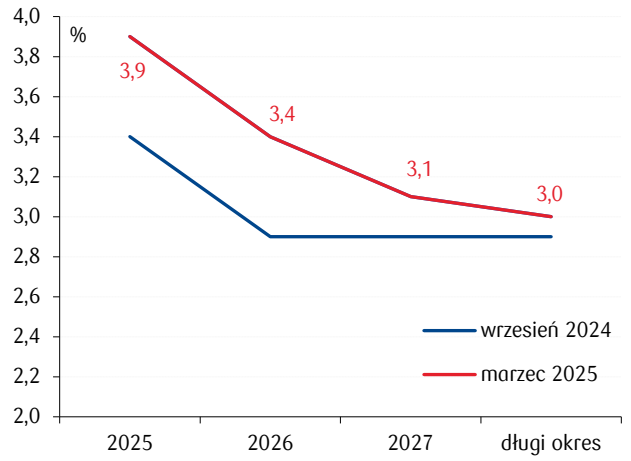
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

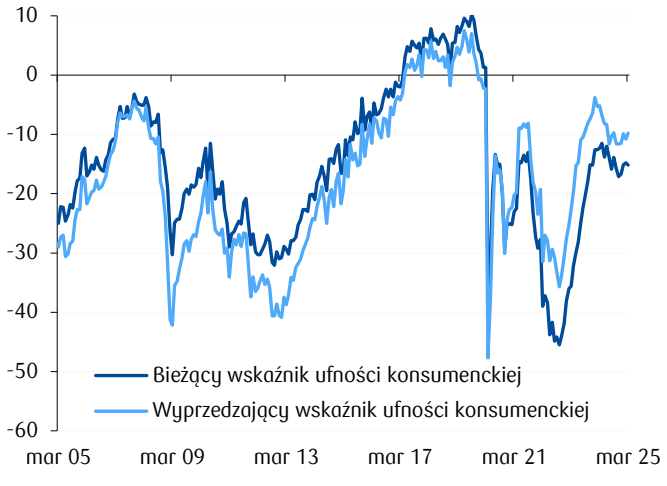
	Wartość 2025-03-19	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,1883	0,2
USDPLN	3,8506	0,6
CHFPLN	4,3757	0,3
GBPPLN	4,9914	0,4
EURUSD	1,0877	-0,5
Obligacje:		
PL2Y	5,16	-2
PL5Y	5,58	2
PL10Y	5,93	3
DE10Y	2,80	-2
US10Y	4,25	-4
Indeksy akcyjne:		
WIG	98 439,4	-0,3
DAX	23 288,1	-0,4
S&P500	5 675,3	1,1
Nikkei**	37 751,9	-0,2
Shanghai Comp.**	3 417,9	-0,3
Surowce:		
Złoto	3034,63	0,0
Ropa Brent	70,78	0,3

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.

Oczekiwania członków FOMC co do wysokości stopy *Fed funds* na koniec roku*



Koniunktura konsumencka w Polsce



Źródło: Fed, GUS, PKO Bank Polski. *Ścieżka dla mediany prognoz nie zmieniła się w marcu 2025 względem grudnia 2024. Prognoza na koniec danego roku.

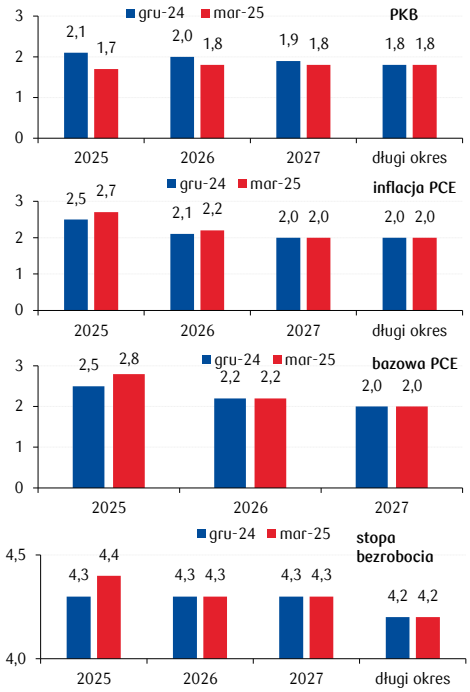
potwierdzą spadek zatrudnienia w ujęciu r/r (PKOe: -0,8% r/r, kons.: -0,9% r/r). Tak niska dynamika wynika ze słabego punktu startowego po styczniowej aktualizacji próby przedsiębiorstw. **Nie oczekujemy również ponadprzeciętnego wzrostu liczby etatów w samym lutym**. Tempo wzrostu wynagrodzeń, według naszych wyliczeń, nieznacznie spowolniło (PKOe i konsensus: 8,7% r/r wobec 9,2% r/r w styczniu).

- Inflacja w Szwajcarii w lutym spadła do 0,3% r/r, co tworzy to **przestrzeń dla SNB do obniżki stóp procentowych** – na dzisiejszym posiedzeniu możliwe jest cięcie o 25pb, a bank będzie „gonił" obniżki EBC (SNB spotyka się raz na kwartał). Szwedzki **Riksbank** spodziewając się ożywienia gospodarczego, przy jednoczesnym wzroście inflacji i globalnych zagrożeniach dla jej dalszego kształtowania – **prawdopodobnie nie zdecyduje się jeszcze na obniżki.** Niemniej jednak, jeszcze w 1h25 stopy najpewniej zostaną zredukowane. **Niepewność dotyka również angielski BoE**, który na ostatnim posiedzeniu obniżył stopy o 25pb, choć część Rady opowiadała się za głębszym cięciem o 50pb. Mimo tego, komunikat banku miał jastrzębi wydźwięk – podniesiono prognozy inflacji, jednocześnie obniżając szacunki wzrostu PKB. W obliczu mieszanych sygnałów gospodarczych oraz utrzymującej się niepewności **oczekujemy, że BoE pozostawi dziś stopy na niezmienionym poziomie**. Do końca roku przewidujemy jednak ich łączną obniżkę o 75pb.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- USA: **Rezerwa Federalna utrzymała docelowy poziom dla stopy *fed funds* w przedziale 4,25-4,50%, a decyzja była zgodna z oczekiwaniami.** Ponadto poinformowano, że od kwietnia tempo redukcji sumy bilansowej Fed spowolni (w odniesieniu do obligacji skarbowych z 25 mld USD do 5 mld USD miesięcznie). Decyzji towarzyszyła publikacja najnowszych prognoz członków FOMC. Decydenci z Fed spodziewają się wyższej niż zakładano w grudniu inflacji PCE w 2025 (2,7% vs 2,5%), przy słabszej dynamice wzrostu (1,7% vs 2,1%). Jednocześnie ścieżka dla stóp procentowych nakreślona przez medianę prognoz nie zmieniła się względem grudnia i dalej zakłada przestrzeń na dwie obniżki stóp w 2025. Rozkład prognoz jest jednak nieco bardziej „jastrzębi" niż w grudniu – liczba członków FOMC, którzy przewidują możliwość stabilizacji stóp procentowych lub tylko jednej obniżki w 2025 jest zdecydowanie wyższa niż tych który widzą przestrzeń do więcej niż dwóch cięć. Jednocześnie prognozy inflacji (zarówno PCE jak i bazowej) na 2026 i 2027 nie zmieniły się (lub jedynie marginalnie), podobnie jak prognozy stopy bezrobocia, które pozostają niskie. **W czasie konferencji prasowej prezes J.Powell powiedział, że precyzyjne określenie wpływu taryf celnych na inflację jest bardzo trudne na ten moment, jednak niewątpliwie był to istotny czynnik stojący za rewizją prognoz w krótkim horyzoncie. Jednocześnie dodał, że wzrost inflacji napędzany cłami będzie najpewniej tymczasowy**, a długoterminowe oczekiwania inflacyjne pozostają zakotwiczone wbrew wzrostom, pokazywanym przez niektóre miary. Dodał również, że prawdopodobieństwo recesji nieznacznie wzrosło, ale nie jest wysokie. **J.Powell stwierdził, że biorąc pod uwagę podwyższoną niepewność, Fed nie musi spieszyć się ze zmianą poziomu stóp procentowych. Zarówno projekcja jak i wydźwięk wystąpienia prezesa Fed wpisują się w nasze oczekiwania, że stopy procentowe w 2025 zostaną obniżone dwukrotnie, łącznie o 50pb, a pierwszego ruchu możemy spodziewać się późną wiosną, choć scenariusz ten jest obarczony dużą niepewnością.**
- UE: Raport Komisji Europejskiej „Joint white paper for European Defence Readiness 2030" **przedstawia kompleksową strategię wzmacniania europejskich zdolności obronnych** w obliczu narastających zagrożeń. Kluczowym elementem dokumentu jest inicjatywa „**ReArm Europe**", **zakładająca znaczący wzrost wydatków na obronność, wspólne zakupy uzbrojenia przez państwa UE oraz intensyfikację produkcji strategicznego**

Prognozy makroekonomiczne członków FOMC*

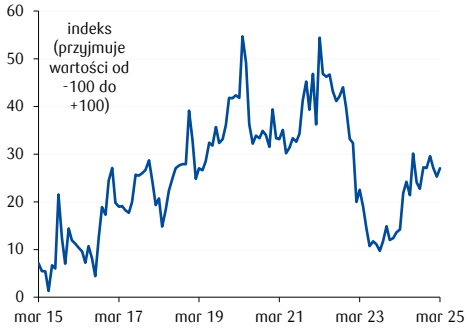


Źródło: Fed, PKO Bank Polski. Prognozy dotyczą 4q danego roku.

sprzętu wojskowego – w tym systemów obrony powietrznej, amunicji, artylerii dalekiego zasięgu, dronów oraz technologii związanych z wojną elektroniczną i cyberobroną. **Istotnym aspektem raportu jest także wsparcie militarne Ukrainy** w ramach strategii „Porcupine", obejmujące m.in. dostawy amunicji, systemów rakietowych i dronów, a także rozwój korytarzy transportowych umożliwiających szybkie dostawy sprzętu na Ukrainę. **Finansowanie wspomnianych działań będzie realizowane poprzez nowy instrument kredytowy SAFE (do 150 mld EUR dla całej UE)** oraz **czasowe wyłączenie dodatkowych wydatków obronnych do poziomu 1,5% PKB na okres czterech lat** (z możliwością przedłużenia) **spod rygorystycznych reguł budżetowych UE**. Celem jest także zwiększenie **udziału wspólnych zakupów uzbrojenia do co najmniej 40% całkowitych wydatków obronnych państw członkowskich**. Wsparcie zapewni również **Europejski Bank Inwestycyjny (EIB), który planuje podnieść roczne nakłady na projekty** związane z bezpieczeństwem i obronnością do **2 mld EUR rocznie**. Raport podkreśla ponadto konieczność ścisłej współpracy UE z NATO oraz kluczowymi sojusznikami, takimi jak USA, Wielka Brytania czy państwa Indo-Pacyfiku. Realizacja tych reform ma na celu zapewnienie Europie autonomii strategicznej, zwiększenie zdolności do odstraszania zagrożeń oraz umocnienie jej pozycji w nowym globalnym ładzie. **W kontekście Polski raport zwraca uwagę na kilka istotnych kwestii**. (1) **Zniesienie ograniczeń fiskalnych dla wydatków obronnych** – wyłączenie do 1,5% PKB wydatków związanych z obronnością (zgodnie z definicją COFOG, obejmującą nie tylko inwestycje) z reguł budżetowych zwiększa szanse Polski na wyjście z procedury nadmiernego deficytu w perspektywie czterech lat. (2) **Wspólne finansowanie zakupów zbrojeniowych** – większy udział środków UE w finansowaniu uzbrojenia może przyspieszyć powrót Polski do równowagi fiskalnej. (3) **Projekt „Tarcza Wschód"** – uznany w raporcie za inicjatywę kluczową dla ochrony wschodnich granic UE. Obejmuje on budowę fizycznych barier granicznych, rozwój infrastruktury granicznej oraz wdrożenie nowoczesnych systemów monitoringu i obserwacji. (4) **Wpływ na polski przemysł** – wzrost nakładów na sektor zbrojeniowy, nawet jeśli nie przyczyni się bezpośrednio do jego rozwoju w Polsce, zwiększy popyt na produkty z innych branż krajowego przemysłu, m.in. na wyroby metalowe. Przedstawione w raporcie reformy mogą zatem mieć istotne znaczenie zarówno dla bezpieczeństwa Europy, jak i dla kondycji finansowej oraz gospodarczej Polski.

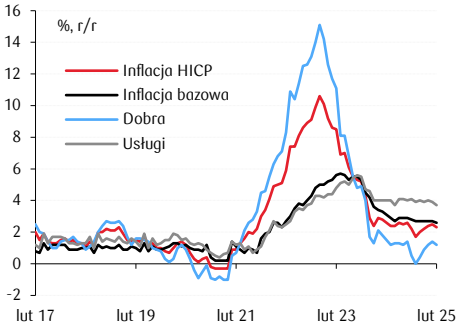
- POL: **Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej w marcu obniżył się do −15,2 pkt. z −14,8 pkt. w lutym. Jednocześnie wskaźnik wyprzedzający obrazujący oczekiwania wzrósł do −9,8 pkt. z −10,8 pkt. w poprzednim miesiącu.** Za spadek wskaźnika bieżącego odpowiada przede wszystkim pogorszenie obecnej sytuacji finansowej gospodarstw domowych oraz prognoz (i w mniejszym stopniu obecnej) ogólnej sytuacji ekonomicznej kraju. Istotnie poprawiły się oceny obecnej możliwości dokonywania ważnych zakupów. Nieznacznej poprawie uległy również prognozy sytuacji finansowej gospodarstw domowych. Za wzrost wskaźnika wyprzedzającego odpowiada poprawa ocen możliwości przyszłego oszczędzania pieniędzy, przyszłego poziomu bezrobocia, a także w mniejszym stopniu prognoza sytuacji finansowej gospodarstw domowych. Wzrost wskaźnika ograniczała prognoza ogólnej sytuacji ekonomicznej kraju. Wzrósł także wskaźnik oczekiwań inflacyjnych na rok do przodu (do 27,0 pkt. z 25,3 pkt.). **Na tle historycznym obecne nastroje są przeciętne, a wskaźnik bieżący jest równy 20-letniej średniej (−15,2 pkt.).** Oczekiwania są nieco lepsze, a wskaźnik wyprzedzający jest o 7,4 pkt. wyższy od 20-letniej średniej (−17,2 pkt.).
- EUR: **Inflacja HICP w strefie euro obniżyła się w lutym do 2,3% r/r z 2,5% r/r w styczniu, wobec wstępnego odczytu na poziomie 2,4% r/r.** Jednocześnie inflacja bazowa (z wyłączeniem cen energii, żywności, alkoholu

Wskaźnik 12m oczekiwań inflacyjnych konsumentów w Polsce



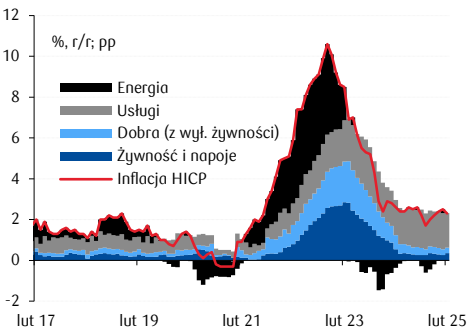
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Inflacja HICP w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Dekompozycja inflacji HICP w strefie euro

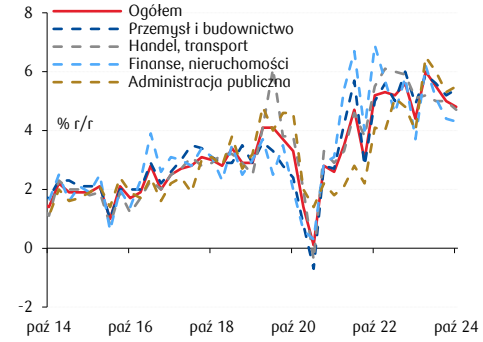


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

i tytoniu) obniżyła się do 2,6% r/r z 2,7% r/r (zgodnie ze wstępnym odczytem). Za spadek inflacji w ujęciu rocznym odpowiada obniżenie dynamiki cen energii (do 0,2% r/r z 1,9% r/r) oraz spadek inflacji usługowej (do 3,7% r/r z 3,9% r/r). Wkład dóbr nieżywnościowych do inflacji nie zmienił się, zaś dynamika cen żywności wzrosła do 2,2% r/r z 1,6% r/r, co podbiło inflację HICP o 0,1pp. W ujęciu miesięcznym indeks cen wzrósł o 0,4%, a zatem słabiej niż w lutym w 3 ostatnich latach. Państwami o najwyższej inflacji HICP w strefie euro są Estonia (5,1% r/r), Chorwacja (4,8% r/r), Belgia (4,4% r/r) oraz Słowacja (4,1% r/r), zaś najniższa inflacja jest we Francji (0,9% r/r). Średnia dla wszystkich państw UE wyniosła 2,7% r/r (0,4% m/m, tak jak w strefie euro), zaś inflacja w Polsce według metodologii HICP wyniosła 4,3% r/r.

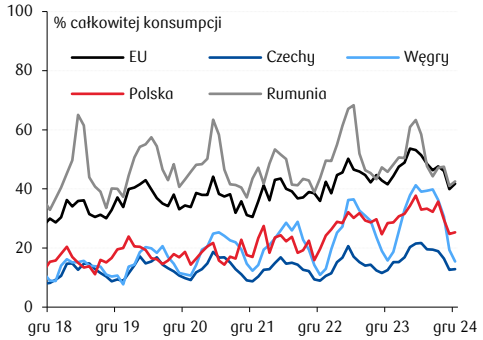
- POL: **G.Masłowska (RPP) powiedziała, że większe szanse na cięcie stóp widzi pod koniec 2025 lub na początku 2026, choć jeżeli byłoby to możliwe bez zagrożenia dla odbicia inflacji, to poparłaby taki ruch wcześniej.** Dodała, że ze względu na liczne czynniki proinflacyjne w 1h25 redukcja stóp jest nierealistyczna.
- POL: Ministerstwo Finansów poinformowało, że stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto budżetu 2025 wynosi około 54%.
- POL: Ministerstwo Finansów poinformowało również, że dane o VAT za 2024 w porównaniu do danych o konsumpcji (głównej części bazy VAT) sugerują, że luka VAT w 2024 zmniejszyła się względem 15,8% w 2023. Nasze szacunki wskazują, że luka VAT w 2024 wyniosła około 12-13%.
- EUR: **Przeciętne wynagrodzenie godzinowe w strefie euro w 4q24 wzrosło o 4,1% r/r** (względem 4,3% r/r poprzednio), a w UE o 4,8% r/r (względem 5,0% r/r poprzednio). W UE roczna dynamika wynagrodzeń przyśpieszyła w przemyśle i administracji publicznej, w pozostałych sektorach spowolniła. W podziale geograficznym **Polska zajmuje drugie miejsce ze wzrostem 13,8% r/r** zaraz po Chorwacji (13,9% r/r). Spowalniająca dynamika wynagrodzeń w strefie euro oznacza mniejszą presję na wzrost cen, a nadal dodatni realnie wzrost dochodów będzie generował wyższy popyt wewnętrzny.
- EUR: **W 2024 47,4% netto energii elektrycznej w UE pochodziło ze źródeł odnawialnych, co oznacza wzrost o 2,6 pp r/r.** Najwyższy udział OZE w wytwarzaniu energii miała Dania (88,8%, głównie wiatr), Portugalia (87,4%, wiatr i hydro) oraz Chorwacja (73,8%, hydro). Największy udział w produkcji zielonej energii miała energia wiatrowa (39,1%) i wodna (29,9%). Energia słoneczna stanowiła 22,4%, a ze spalania biomasy i odpadów pochodziło 8,1%. Geotermia miała marginalne znaczenie (0,5%). **W Polsce udział energii ze źródeł odnawialnych w całkowitej konsumpcji wyniósł 31%. Udział ten na przestrzeni ostatnich lat systematycznie rośnie, jednak nadal odbiega od średniej UE.**
- CHN: Ludowy Bank Chin utrzymał stopy procentowe na niezmienionym poziomie, w tym roczną stopę procentową na poziomie 3,10% i 5-letnią stopę na poziomie 3,60%. Stopy procentowe w Chinach nie zmieniły się od czasu obniżki o 25pb w październiku 2024 roku.

Przeciętne wynagrodzenie godzinowe w UE



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Udział energii ze źródeł odnawialnych w całkowitej konsumpcji elektryczności



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 14 marca						
ROM: Wynagrodzenie (sty.)	8:00	% r/r	11,1	--	--	9,7
GER: Inflacja CPI (lut., rew.)	8:00	% r/r	2,3	2,3	--	2,3
GER: Inflacja HICP (lut., rew.)	8:00	% r/r	2,8	2,8	--	2,6
POL: Inflacja CPI (lut.)	**10:00**	**% r/r**	**5,3**	**5,3**	**5,3**	**4,9**
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (mar., wst.)	15:00	pkt.	64,7	64,0	--	57,9
Poniedziałek, 17 marca						
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (sty.)	10:00	mld CZK	14,1	33,0	--	34,1
USA: Sprzedaż detaliczna (lut.)	13:30	% m/m	-1,2	0,6	--	0,2
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (lut.)	13:30	% m/m	-0,8	0,3	--	0,5
POL: Inflacja bazowa (lut.)	**14:00**	**% r/r**	--	**4,0**	**3,9**	**3,6**
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (sty.)	**14:00**	**mln EUR**	**-803**	**379**	**506**	**168**
POL: Eksport (sty.)	**14:00**	**% r/r**	**-0,3**	**-1,0**	**-1,5**	**-0,7**
POL: Import (sty.)	**14:00**	**% r/r**	**3,9**	**4,9**	**5,5**	**9,9**
Wtorek, 18 marca						
GER: Indeks instytutu ZEW (mar.)	11:00	pkt.	26,0	50,3	--	51,6
EUR: Bilans handlowy (sty.)	11:00	mld EUR	15,4	14,0	--	1,0
USA: Rozpoczęte budowy domów (lut.)	13:30	mln	1,350	1,381	--	1,501
USA: Pozwolenia na budowę (lut., wst.)	13:30	mln	1,473	1,450	--	1,456
USA: Produkcja przemysłowa (lut.)	14:15	% m/m	0,3	0,2	--	**0,7**
Środa, 19 marca						
JP: Posiedzenie BOJ (mar.)	--	%	0,50	0,50	0,50	0,50
EUR: Inflacja HICP (lut., rew.)	11:00	% r/r	2,5	2,4	--	2,3
EUR: Inflacja bazowa (lut., rew.)	11:00	% r/r	2,7	2,6	--	2,6
USA: Posiedzenie Fed (mar.)	19:00	%	4,50	4,50	4,50	4,50
Czwartek, 20 marca						
GER: Inflacja PPI (lut.)	8:00	% r/r	0,5	1,0	--	--
SWI: Posiedzenie SNB (mar.)	9:30	%	0,50	0,25	0,25	--
SE: Posiedzenie Riksbanku (mar.)	9:30	%	2,25	2,25	2,25	--
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (lut.)	**10:00**	**% r/r**	**9,2**	**8,7**	**8,7**	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (lut.)	**10:00**	**% r/r**	**-0,9**	**-0,9**	**-0,8**	--
POL: Produkcja przemysłowa (lut.)	**10:00**	**% r/r**	**-1,0**	**-1,0**	**-0,5**	--
POL: Inflacja PPI (lut.)	**10:00**	**% r/r**	**-0,9**	**-1,2**	**-1,8**	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (lut.)	**10:00**	**% r/r**	**4,3**	**2,3**	**2,8**	--
UK: Posiedzenie BoE (mar.)	13:00	%	4,50	4,50	4,50	--
USA: Saldo rachunku obrotów bieżących (4q)	13:30	USD	-310,9	-330,0	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	13:30	tys.	220	224	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (lut.)	15:00	mln	4,08	3,94	--	--
Piątek, 21 marca						
EUR: Koniunktura konsumencka (mar., wst.)	16:00	pkt.	-13,6	-13,0	--	--

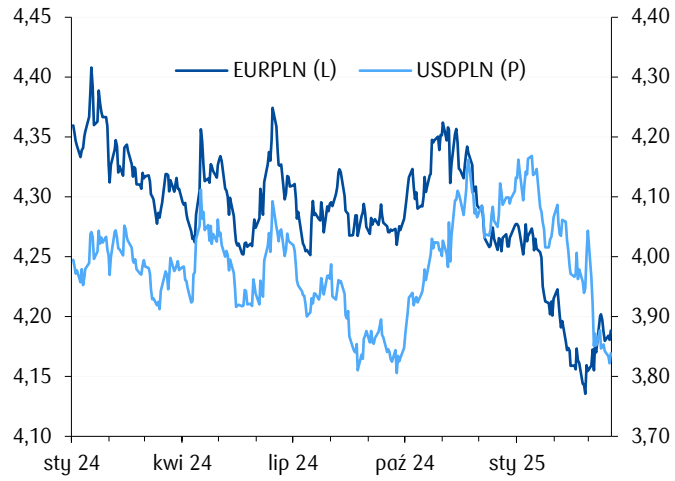
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

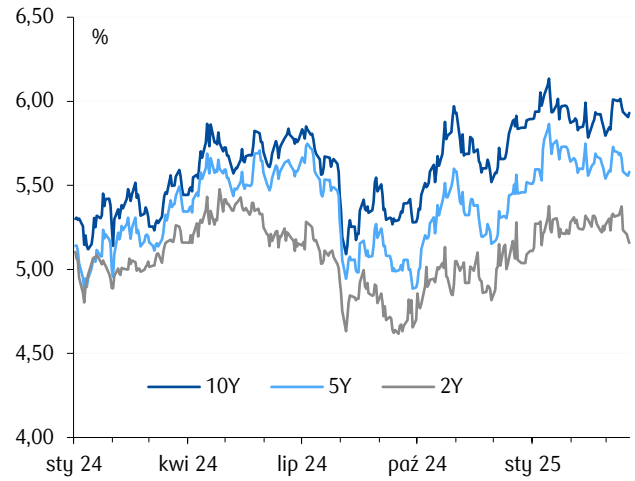
		Wartość	Δ (%, pb)*				
		2025-03-19	Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,1883	0,2	-0,2	0,4	-3,0	-10,5
	USDPLN	3,8506	0,6	0,2	-3,8	-3,2	-9,5
	CHFPLN	4,3757	0,3	0,5	-1,2	-2,0	-3,2
	GBPPLN	4,9914	0,4	0,0	-1,0	-1,1	-10,1
	EURUSD	1,0877	-0,5	-0,4	4,3	0,2	-1,1
	EURCHF	0,9572	-0,1	-0,7	1,6	-1,0	-7,5
	GBPUSD	1,2967	-0,1	0,0	3,0	2,0	-1,0
	USDJPY	150,04	0,4	1,2	-0,9	-1,1	26,6
	EURCZK	25,00	-0,1	-0,2	-0,4	-0,8	1,3
	EURHUF	398,28	0,1	-0,3	-0,9	0,8	7,5
Obligacje	PL2Y	5,16	-2	-19	-16	-1	-9
	PL5Y	5,58	2	-11	-5	20	45
	PL10Y	5,93	3	-8	4	43	116
	DE2Y	2,19	1	-4	2	-71	253
	DE5Y	2,46	0	-7	14	2	236
	DE10Y	2,80	-2	-9	25	36	240
	US2Y	3,98	-6	-1	-30	-63	201
	US5Y	4,03	-5	-5	-34	-23	183
	US10Y	4,25	-4	-7	-29	-3	206
Akcje	WIG	98 439,4	-0,3	5,4	5,3	23,5	57,5
	WIG20	2 779,3	-0,7	5,8	5,5	18,7	34,9
	S&P500	5 675,3	1,1	1,4	-7,6	8,6	30,2
	NASDAQ100	19 736,7	1,3	0,7	-11,0	8,2	41,4
	Shanghai Composite**	3 418,7	-0,3	1,4	2,0	11,0	7,8
	Nikkei**	37 751,9	-0,2	2,5	-3,6	-5,6	46,5
	DAX	23 288,1	-0,4	2,7	3,8	29,3	61,3
	VIX	19,75	-3,6	-9,0	16,8	35,6	-28,3
Surowce	Ropa Brent	70,8	0,3	-0,2	-6,9	-17,6	-27,8
	Ropa WTI	67,4	-0,1	-0,4	-7,1	-18,6	-29,1
	Złoto	3034,6	0,0	3,4	3,6	40,7	58,9

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

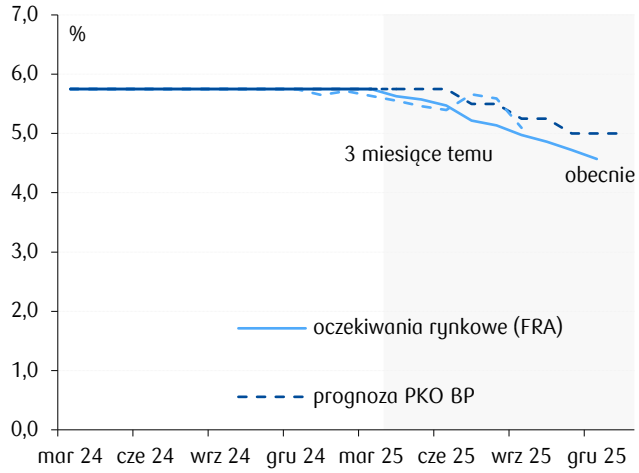
Notowania złotego wobec głównych walut



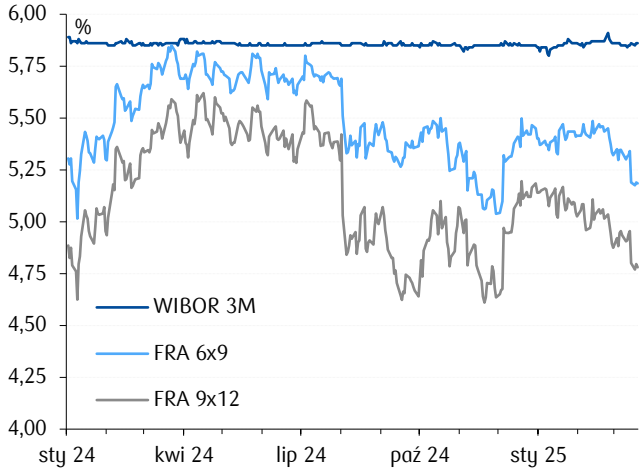
Rentowności polskich obligacji skarbowych



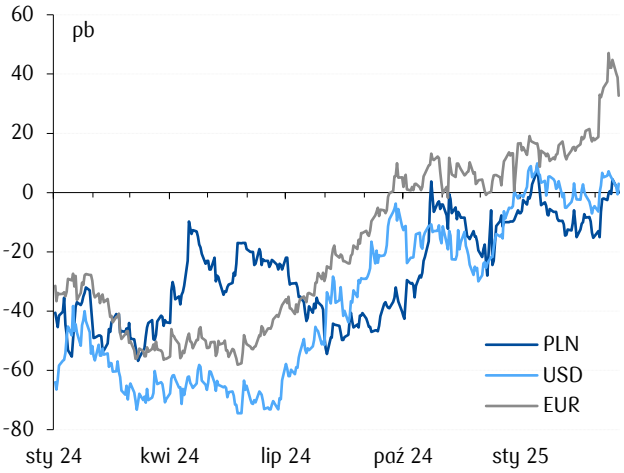
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



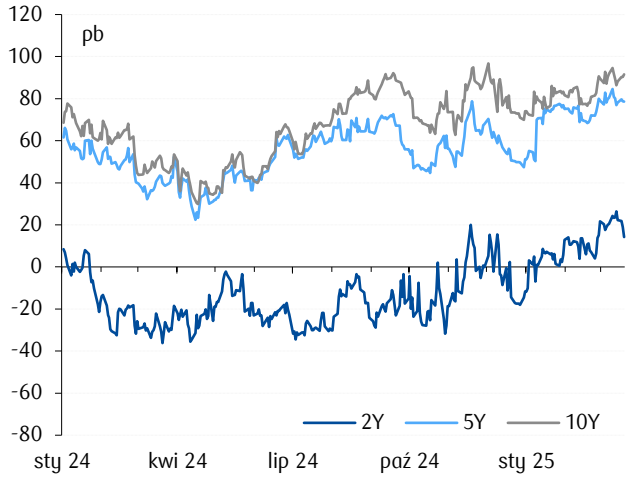
Krótkoterminowe stopy procentowe



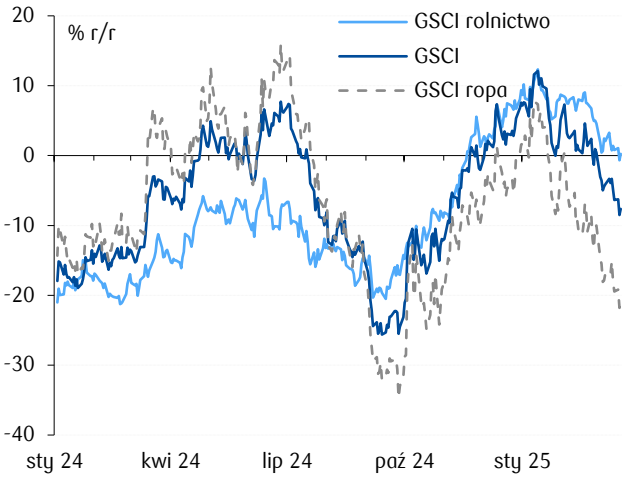
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



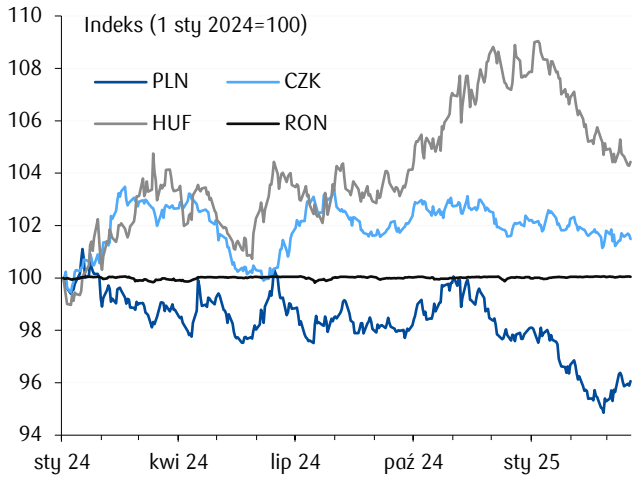
Spread asset swap dla PLN



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

Główny Ekonomista. Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84
Biuro Analiz Makroekonomicznych	analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	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
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:
analizy.makro@pkobp.pl

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

@PKO_Research

Bank Polski | 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 któregokolwiek 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.