

Niespodzianki inflacyjne

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Ubiegły tydzień zakończył się spadkami na giełdach w USA w obliczu oznak słabości amerykańskiej gospodarki oraz obaw o inflację i wojny handlowe. Indeksy akcyjne na europejskich giełdach również spadały. Dolar osłabił się nieco względem euro. Złoty pozostał stabilny wobec euro i zyskał względem dolara. Rentowności amerykańskich *Treasuries* istotnie obniżyły się na całej długości krzywej, a w ślad za nimi również rentowności krajowych papierów, choć w znacznie mniejszym stopniu. Globalna awersja do ryzyka utrzymuje się na początku nowego tygodnia – giełdy w Azji notowały dziś spadki, w tym japoński Nikkei obniżył się o prawie 4% do poziomu najniższego od 6 miesięcy.
- W tym tygodniu najistotniejsze globalnie publikacje makroekonomiczne to dane z amerykańskiego rynku pracy. W centrum uwagi będą również wstępne dane inflacyjne za marzec z kraju (które poznamy już dziś) i z Europy (Niemcy, strefa euro, Czechy). W środę poznamy decyzję RPP, ale nie spodziewamy się zmiany poziomu stóp procentowych.
- Inwestorzy i analitycy największą wagę będą przywiązywać do raportu NFP za marzec (pt.). Wynik powinien w większym stopniu niż miesiąc wcześniej oddawać skalę cięć etatów w administracji rządowej (przede wszystkim na poziomie federalnym) w związku z działalnością departamentu DOGE, co przełoży się na mniejszą skalę wzrostu zatrudnienia w sektorze pozarolniczym ogółem (PKO: 145 tys., kons.: 138 tys. vs 151 tys. w lutym). Jednocześnie oczekuje się, że dynamika wynagrodzeń ustabilizuje się na poziomie z lutego (3,9% r/r vs 4,0% r/r). Dane zostaną poprzedzone publikacją lutowego raportu JOLTS o wakatach (kons.: 7,68 mln vs 7,74 mln w styczniu) oraz raportem ADP (za marzec) o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (oczekiwane przyspieszenie wzrostu zatrudnienia do 120 tys., po słabym lutym, jednak nadal poniżej średniej z wcześniejszych miesięcy). **Materializacja skutków polityki D.Trumpa i E.Muska dotychczas widoczna była przede wszystkim w badaniach koniunktury. Jeśli pojawi się w „twardych” odczytach, najpewniej pogłębi pesymizm amerykańskich konsumentów, co może napędzać dalsze rewizje w dół prognoz dla wzrostu gospodarczego w USA.**

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO_Research

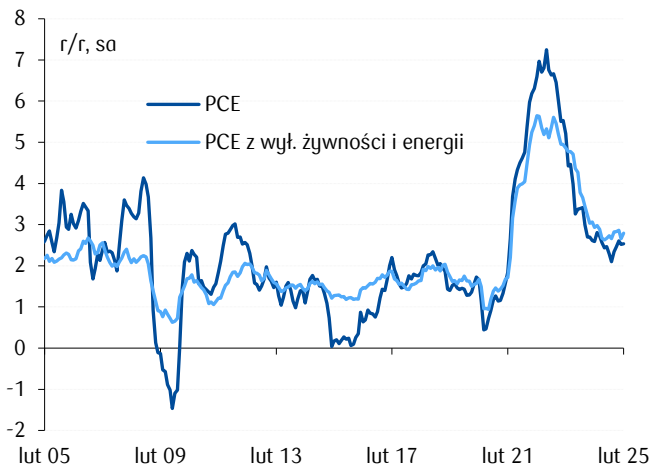
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-03-28	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,1818	-0,1
USDPLN	3,8638	-0,4
CHFPLN	4,3859	-0,3
GBPPLN	4,9979	-0,3
EURUSD	1,0823	0,2
Obligacje:		
PL2Y	5,09	-1
PL5Y	5,49	-3
PL10Y	5,83	-4
DE10Y	2,73	-4
US10Y	4,26	-10
Indeksy akcyjne:		
WIG	97 819,4	-0,9
DAX	22 461,5	-1,0
S&P500	5 580,9	-2,0
Nikkei**	35 674,1	-3,9
Shanghai Comp.**	3 325,0	-0,8
Surowce:		
Złoto	3083,97	1,0
Ropa Brent	73,63	-0,5

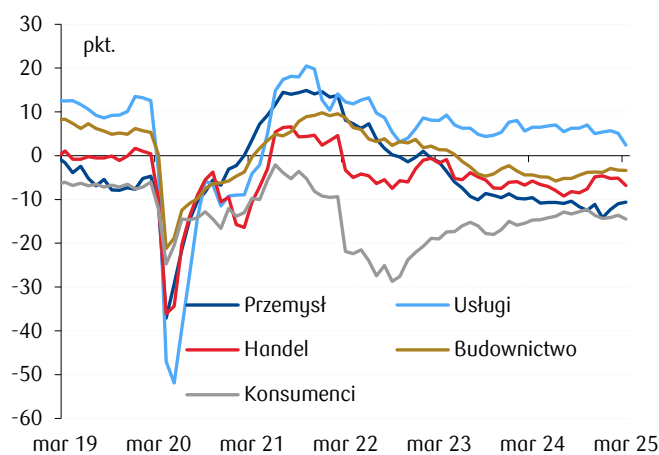
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Inflacja PCE w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Składowe wskaźniki ESI w strefie euro



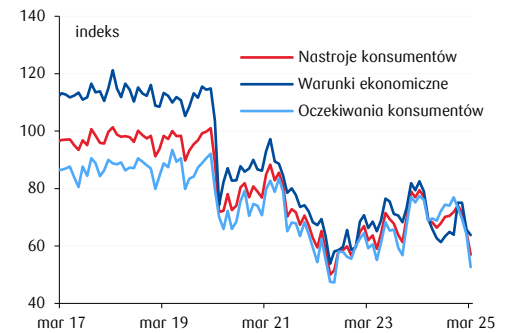
Jednocześnie ryzyka inflacyjne pozostają skierowane w górę, co ostatecznie będzie wzmacniać postawę „wait and see” Fed.

- **Na dziś w Polsce zaplanowana jest publikacja wstępnego odczytu inflacji za marzec.** Spodziewamy się jedynie nieznacznego przyspieszenia dynamiki cen, do 5,0% r/r z 4,9% r/r, ze względu na silniejszy wzrost cen żywności, przy niskiej bazie z ubiegłego roku. Po stronie komponentów bazowych większą niepewnością obarczona jest skala wzrostu cen tytoniu ze względu na podwyżkę akcyzy od marca, choć stopniowe wzrosty cen, wyprzedzające tę zmianę administracyjną, obserwowaliśmy już w poprzednim miesiącach. Zrewidowane dane za styczeń i luty obniżyły punkt startowy projekcji inflacji NBP. Równie pozytywna niespodzianka w marcu mogłaby wspierać przekonanie niektórych członków RPP o wygasaniu presji cenowej, choć najpewniej nie na tyle, by już na posiedzeniu w środę pojawiły się pierwsze wnioski o obniżkę stóp procentowych. **Spodziewamy się dalszego zamrożenia stóp, a biorąc pod uwagę niedawną wypowiedź A.Głapińskiego o braku podstaw do obniżek, nie zakładamy istotnego złagodzenia retoryki komunikatu, czy wydźwięku konferencji Prezesa NBP.**
- **We wtorek opublikowany zostanie wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2024.** W ujęciu płynnego roku po 3q24 deficyt wyniósł 6,2% PKB, przy czym ostatni kwartał roku przyniósł wyraźny wzrost deficytu w sektorze centralnym. **Szacujemy, że w całym 2024 deficyt GG sięgnął 6,3% PKB, wobec 5,3% w 2023. Naszym zdaniem dług publiczny wzrośnie do około 55% PKB, w porównaniu do 49,7% rok wcześniej.** Sfera fiskalna pozostaje daleko od równowagi, w dużej mierze ze względu na ponoszone konieczne wydatki m.in. na rzecz obronności i inwestycji w infrastrukturę. W kolejnych latach Ministerstwo Finansów planuje stopniową konsolidację fiskalną, prowadzoną jednak w sposób, który nie będzie obciążał wzrostu gospodarczego.
- **Równolegle do krajowej inflacji poznamy wstępny szacunek za marzec z Niemiec, gdzie oczekuje się lekkiego spadku inflacji względem lutego (konsensus dla CPI: 2,2% r/r, dla HICP: 2,4% r/r).** Dane z Francji oraz Hiszpanii były wyraźnie poniżej oczekiwań (w szczególności w tym drugim przypadku), sygnalizując potencjał do pozytywnej niespodzianki również w Niemczech i przede wszystkim w strefie euro (publikacja we wtorek; kons.: 2,2% r/r vs 2,3% r/r w lutym). Taki wariant wspierałby scenariusz kolejnych obniżek stóp EBC. Nieco więcej światła na dyskusję podczas marcowego posiedzenia rzucą publikowane w czwartek *minutes* ECB. W przypadku Czech (publikacja w piątek) zakładamy niewielką skalę spadku inflacji, którą wspierać będzie obniżka cen paliw, przy jednoczesnym przyspieszeniu dynamiki cen żywności. Zgodne z oczekiwaniami dane nie powinny zachwiać ostrożnym nastawieniem CNB.
- **We wtorek poznamy wskaźnik PMI dla przetwórstwa w Polsce. Oczekujemy, że powrót tej miary powyżej poziomu 50 pkt. w lutym rozpoczął trwały trend poprawy nastrojów w polskim przetwórstwie, który w marcu mógł być dodatkowo wspierany lepszą oceną dotyczącą perspektyw gospodarczych w Niemczech, w związku z zapowiadającym stymulusem fiskalnym.** Tego samego dnia poznamy zrewidowane marcowe indeksy dla strefy euro i Niemiec – wstępne odczyty pozostawały na recesyjnych poziomach, do których w marcu spaść może również indeks ISM dla przetwórstwa w USA (kons.: 49,5 pkt. vs 50,3 pkt. w lutym). Nieznaczne spowolnienie wzrostu aktywności w przetwórstwie może pokazać we wtorek chiński PMI (kons.: 50,6 pkt. vs 50,8 pkt.). Czwartek przyniesie natomiast zrewidowane wskaźniki PMI dla usług w Niemczech i strefie euro.
- W kalendarium EBC na ten tydzień zaplanowane są wystąpienia m.in. Ch.Lagarde, Ph.Lane’a oraz I.Schnabel, a w piątek wypowiadać się będzie prezes Fed, J.Powell.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

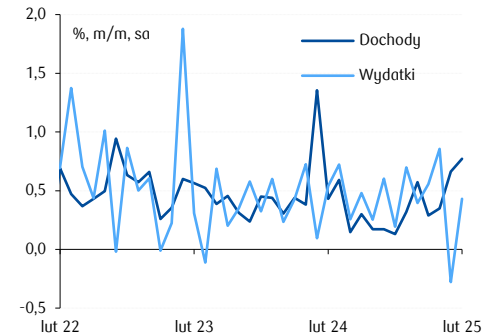
- **USA:** Deflator PCE (preferowana przez Fed miara inflacji) w lutym wyniósł 2,5% r/r, zgodnie z oczekiwaniami i bez zmiany względem stycznia. Inflacja bazowa PCE (po wyłączeniu cen żywności i energii) wzrosła do 2,8% r/r wobec 2,7% r/r w styczniu (dane zrewidowane z 2,6% r/r), powyżej oczekiwań (kons.: 2,7% r/r). Dynamika cen dóbr obniżyła się do 0,4% r/r, zaś dynamika cen usług wzrosła do 3,5% r/r. Ceny energii spadły o 1,1% r/r, natomiast ceny żywności wzrosły o 1,5% r/r. W ujęciu miesięcznym wskaźnik PCE wzrósł o 0,3% (bazowy o 0,4%). Oczekiwano, że mocniejszy od oczekiwań spadek inflacji CPI w lutym (do 2,8% r/r z 3,0% r/r, kons.: 2,9% r/r) sprawi, że również inflacja PCE okaże się niższa. Tak się jednak nie stało, a wyższa inflacja bazowa będzie studzić nadzieje na silne łagodzenie polityki pieniężnej Fed.
- **EUR:** Wskaźnik koniunktury gospodarczej ESI dla strefy euro w marcu obniżył się do 95,2 pkt. z 96,3 pkt. w lutym, wobec oczekiwań na poprawę nastrojów (kons.: 96,9 pkt.). Pogorszenie koniunktury było powszechne i objęło usługi (-2,7 pkt.), handel (-1,7 pkt.) i budownictwo (-0,1 pkt.). W przemyśle natomiast trzeci miesiąc z rzędu notowano poprawę (+0,4 pkt.), choć mniejszą niż w dwóch pierwszych miesiącach roku. Zrewidowane dane potwierdziły pogorszenie nastrojów konsumentów w marcu, a wskaźnik koniunktury obniżył się do -14,5 pkt. z -13,6 pkt. w lutym. Wskaźnik zatrudnienia EEL obniżył się do 96,7 pkt. (-0,7 pkt.). W Polsce koniunktura gospodarcza mierzona ESI poprawiła się o 0,2 pkt., a wzrost indeksu napędzany był silną poprawą nastrojów w przemyśle (+1,0 pkt.), przy spadkach w handlu, budownictwie i usługach oraz przy nieznacznym pogorszeniu nastrojów konsumentów. Wskaźnik ESI w marcu wzrósł również w Niemczech (+0,3 pkt.), natomiast obniżył się we Francji (-2,1 pkt.) i Włoszech (-2,0 pkt.).
- **USA:** Indeks Uniwersytetu Michigan obrazujący nastroje konsumentów w marcu obniżył się do 57,0 pkt. z 64,7 pkt. przed miesiącem, silniej niż wskazał wstępny odczyt (57,9 pkt.). W szczególności zrewidowano w dół oczekiwania (-1,6 pkt.) przy małej rewizji w górę oceny bieżących warunków ekonomicznych (+0,3 pkt.). Choć nastroje konsumentów ogółem zrewidowano w dół o 0,9 pkt., to podział nastrojów według preferencji partyjnych ujawnia bardziej zróżnicowany obraz. Wśród zwolenników Demokratów rewizja wyniosła -0,1 pkt. (a sam wskaźnik wynosi teraz 41,3 pkt.), wśród wyborców niezależnych rewizja sięgnęła -1,5 pkt., natomiast wśród wyborców republikańskich nastroje zrewidowano w górę o 3,5 pkt. i wynoszą teraz 87,4 pkt.
- **FRA:** Według wstępnego odczytu inflacja CPI w marcu wyniosła 0,8% r/r, bez zmian wobec lutego i poniżej oczekiwań (kons.: 0,9% r/r). Inflacja HICP również pozostała na poziomie z poprzedniego miesiąca, 0,9% r/r, choć spodziewano się jej wzrostu do 1,1% r/r. W ujęciu miesięcznym zarówno CPI, jak i HICP wzrosły o 0,2%, poniżej oczekiwań.
- **ESP:** Zgodnie ze wstępnym odczytem inflacja CPI w marcu obniżyła się do 2,3% r/r z 3,0% r/r w lutym przy oczekiwaniach na spadek do 2,6% r/r. Inflacja bazowa także zaskoczyła w dół i wyniosła 2,0% r/r wobec 2,2% r/r w lutym. Inflacja HICP spadła do 2,2% r/r z 2,9% r/r, również poniżej oczekiwań (kons.: 2,5% r/r). W ujęciu miesięcznym indeks CPI wzrósł o 0,1%, zaś HICP o 0,7%.
- **USA:** Dochody Amerykanów w lutym wzrosły o 0,8% (sa) wobec wzrostu o 0,7% m/m (sa) w styczniu. Odczyt stanowi pozytywne zaskoczenie (kons.: 0,4% m/m, sa). Jednocześnie wydatki wzrosły o 0,4% m/m (sa), wobec spadku o 0,3% m/m (sa) miesiąc wcześniej. W ujęciu rocznym dochody wzrosły o 4,6%, a wydatki o 5,3%.

Indeks Uniwersytetu Michigan



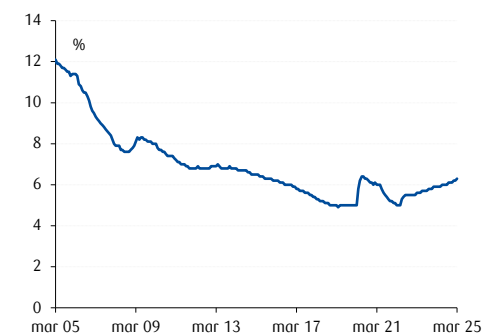
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Dochody i wydatki Amerykanów



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Stopa bezrobocia w Niemczech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wartość udzielonych kredytów mieszkaniowych



Źródło: BIK, PKO Bank Polski.

- **USA:** D.Trump zagroził, że jeśli z winy Rosji nie dojdzie do rozejmu, wprowadzi cła wtórne na rosyjską ropę. Cła wtórne miałyby polegać na nałożeniu podatków od importu produktów z krajów kupujących rosyjską ropę naftową. USA już na początku rosyjskiej inwazji zakazały importu rosyjskiej ropy naftowej do USA i nigdy nie sprowadzały jej wiele. D.Trump powiedział, że jest wściekły na W.Putina i kwestionowanie przez niego legitymacji prezydenta Ukrainy W.Zełenskigo. Ponadto prezydent oświadczył, że W.Zełenski stara się wycofać z umowy surowcowej i ostrzegł, że czekają go wielkie problemy. Podkreślił przy tym, że nadal wierzy, iż rosyjski prezydent Władimir Putin chce pokoju i nie złamie danego słowa.
- **GER:** Stopa bezrobocia w marcu wzrosła do 6,3% z 6,2% w lutym przy oczekiwaniach na stabilizację. Liczba zatrudnionych w lutym wyniosła 45,6 mln, co przekłada się na brak istotnej zmiany względem stycznia oraz spadek o 0,1% r/r.
- **POL:** Wartość udzielonych kredytów mieszkaniowych w lutym obniżyła się do 6,236 mld PLN (-32,0% r/r). Jednocześnie średnia wartość kredytu mieszkaniowego wyniosła 417,2 tys. PLN (-0,1% r/r). W komentarzu do danych wskazano, że sprzedaż kredytów hipotecznych wygląda dobrze, a głęboko ujemna dynamika r/r wynika z wysokiej bazy w 2024, gdy w akcji kredytowej było 4,9 mld PLN kredytów z puli programu Bezpieczny Kredyt 2% pochodzących z wniosków złożonych w 2023.
- **POL:** Ministra funduszy i polityki regionalnej K.Pelczyńska-Nałęcz powiedziała, że Polska rozpoczęła rozmowy z Komisją Europejską o możliwości opóźnienia o 4-5 miesięcy terminu rozliczenia ostatnich transz wypłat z KPO. Czas na wydatkowanie środków upływa 31 sierpnia 2026. Ministra dodała, że regulacje dopuszczają takie rozwiązanie a wszystko będzie zależało od interpretacji przepisów przez KE, do której należy decyzja w tej sprawie.
- **POL:** M.Kightley (wiceprezeska NBP, nie podejmuje decyzji w sprawie polityki pieniężnej) powiedziała, że nie ma obecnie przesłanek do obniżek stóp procentowych. Dodała, że oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych rosną za sprawą obserwowanych wzrostów cen żywności, energii i innych cen administrowanych.
- **HUN:** Saldo rachunku obrotów bieżących w 4q24 wyniosło 109 mln EUR wobec 531 mln EUR w 3q24. Odczyt stanowił zaskoczenie, a konsensus rynkowy zakładał wzrost salda do 888 mln EUR. W ujęciu 12m saldo rachunku obrotów bieżących Węgier jest najwyższe w regionie EŚW i wynosi 2,8% PKB.
- **HUN:** Stopa bezrobocia w lutym wzrosła do 4,5% z 4,4% w styczniu, powyżej oczekiwań na stabilizację na poziomie z poprzedniego miesiąca. Zatrudnienie wyniosło 4,682 mln, co przekłada się na brak zmiany w ujęciu miesięcznym i rocznym. Liczba bezrobotnych wyniosła 220 tys., co oznacza wzrost o 2,7% m/m i 0,8% m/m. Spadek populacji w wieku 15-74 został zrekompensowany wzrostem stopy aktywności zawodowej do 68,3%, dzięki czemu liczba aktywnych zawodowo w lutym nieznacznie wzrosła.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 28 marca						
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (mar.)	11:00	pkt.	96,3	96,9	--	95,2
USA: Dochody Amerykanów (lut.)	13:30	% m/m	0,7	0,4	--	0,8
USA: Wydatki Amerykanów (lut.)	13:30	% m/m	-0,3	0,5	--	0,4
USA: Deflator PCE (lut.)	13:30	% r/r	2,5	2,5	--	2,5
USA: Inflacja bazowa PCE (lut.)	13:30	% r/r	2,7	2,7	--	2,8
Poniedziałek, 31 marca						
HUN: Saldo handlowe (lut.)	8:30	mIn EUR	903	1425	--	--
POL: Inflacja CPI (mar., wst.)	10:00	% r/r	4,9	5,0	5,0	--
GER: Inflacja CPI (mar., wst.)	14:00	% r/r	2,3	2,2	--	--
GER: Inflacja HICP (mar., wst.)	14:00	% r/r	2,6	2,4	--	--
Wtorek, 1 kwietnia						
CHN: PMI w przetwórstwie (mar.)	3:45	pkt.	50,8	50,6	--	--
POL: PMI w przetwórstwie (mar.)	9:00	pkt.	50,6	51,1	50,9	--
GER: PMI w przetwórstwie (mar., rew.)	9:55	pkt.	46,5	48,3	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (mar., rew.)	10:00	pkt.	47,6	48,7	--	--
EUR: Inflacja HICP (mar., wst.)	11:00	% r/r	2,3	2,2	--	--
EUR: Inflacja bazowa (mar., wst.)	11:00	% r/r	2,6	2,5	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (mar., rew.)	15:45	pkt.	52,7	49,8	--	--
USA: Raport JOLTS (lut.)	16:00	mIn	7,74	7,68	--	--
USA: ISM w przetwórstwie (mar.)	16:00	pkt.	50,3	49,5	--	--
Środa, 2 kwietnia						
USA: Raport ADP (mar.)	14:15	tys.	77	120	--	--
USA: Zamówienia fabryczne (lut.)	16:00	% m/m	1,7	0,5	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (lut., rew.)	16:00	% m/m	3,3	0,9	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP	--	%	5,75	5,75	5,75	--
Czwartek, 3 kwietnia						
GER: PMI w usługach (mar., rew.)	9:55	pkt.	51,1	50,2	--	--
EUR: PMI w usługach (mar., rew.)	10:00	pkt.	50,6	50,4	--	--
EUR: Inflacja PPI (lut.)	11:00	% r/r	1,8	2,8	--	--
EUR: Minutes EBC (mar.)	13:30	--	--	--	--	--
USA: Bilans handlowy (lut.)	14:30	mld USD	-131,4	-123,4	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	224	225	--	--
Piątek, 4 kwietnia						
GER: Zamówienia fabryczne (lut.)	8:00	% m/m	-7,0	3,5	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (lut.)	8:00	% r/r	-2,6	1,5	--	--
HUN: Produkcja przemysłowa (lut.)	8:30	% r/r	-3,9	-5,5	--	--
CZE: Inflacja CPI (mar., wst.)	9:00	% r/r	2,7	25	2,5	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (mar.)	14:30	tys.	151	138	145	--
USA: Stopa bezrobocia (mar.)	14:30	%	4,1	4,1	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (mar.)	14:30	% r/r	4,0	4,0	--	--

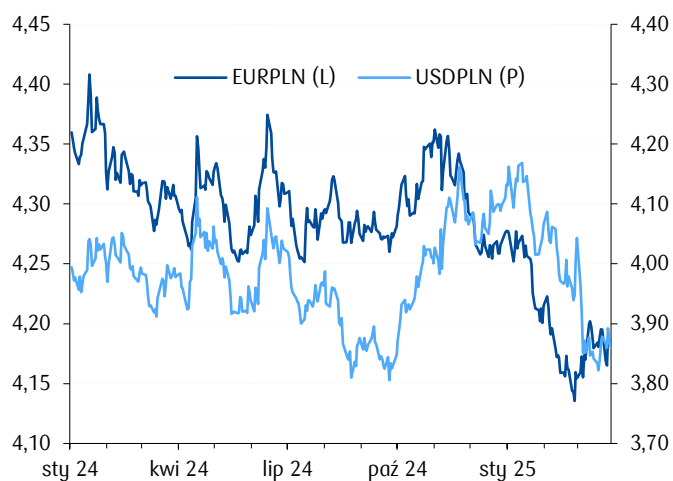
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

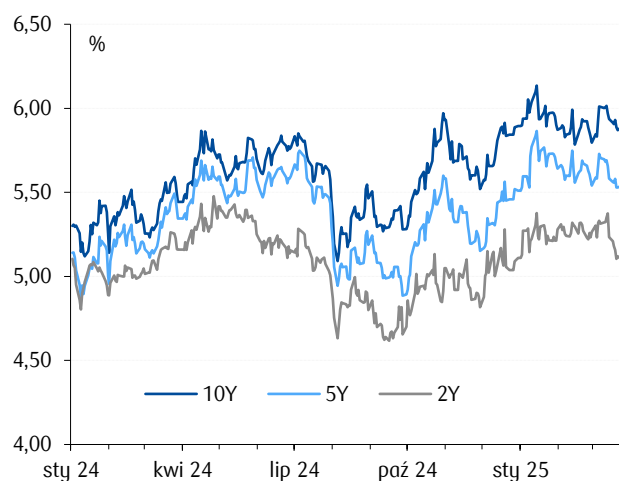
		Wartość 2025-03-28	Δ 1D	Δ 1W	Δ (%; pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,1818	-0,1	-0,3	0,7	-2,9	-11,5
	USDPLN	3,8638	-0,4	-0,4	-3,3	-3,1	-10,1
	CHFPLN	4,3859	-0,3	-0,2	-0,9	-0,9	-5,0
	GBPPLN	4,9979	-0,3	-0,2	-1,7	-0,5	-11,0
	EURUSD	1,0823	0,2	0,1	4,1	0,2	-1,5
	EURCHF	0,9535	0,1	-0,2	1,6	-2,0	-6,8
	GBPUSD	1,2942	-0,2	0,4	2,8	2,4	-1,9
	USDJPY	150,28	-0,5	0,9	-0,3	-0,7	23,2
	EURCZK	24,95	-0,1	-0,2	-0,5	-1,3	1,3
	EURHUF	402,80	0,2	1,1	0,7	2,2	7,6
Obligacje	PL2Y	5,09	-1	-3	-17	-7	-67
	PL5Y	5,49	-3	-4	-5	15	-27
	PL10Y	5,83	-4	-4	4	39	40
	DE2Y	2,03	-4	-11	1	-80	218
	DE5Y	2,33	-5	-8	19	1	201
	DE10Y	2,73	-4	-3	35	44	216
	US2Y	3,92	-8	-3	-7	-72	162
	US5Y	3,98	-12	-2	-2	-24	141
	US10Y	4,26	-10	1	6	5	177
Akcje	WIG	97 819,4	-0,9	1,0	6,3	18,2	51,8
	WIG20	2 747,7	-1,2	0,8	6,5	12,8	29,9
	S&P500	5 580,9	-2,0	-1,5	-6,3	6,2	22,8
	NASDAQ100	19 281,4	-2,6	-2,4	-7,7	5,6	30,7
	Shanghai Composite**	3 326,2	-0,7	-1,1	0,2	9,4	3,5
	Nikkei**	35 674,3	-3,9	-5,3	-4,0	-11,6	26,7
	DAX	22 461,5	-1,0	-1,9	-0,4	21,5	57,0
	VIX	20,98	10,6	8,1	11,4	46,0	-10,5
Surowce	Ropa Brent	73,6	-0,5	2,0	0,6	-15,8	-39,0
	Ropa WTI	69,7	-0,8	1,8	-0,3	-16,9	-39,6
	Złoto	3084,0	1,0	2,3	8,2	39,3	57,4

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

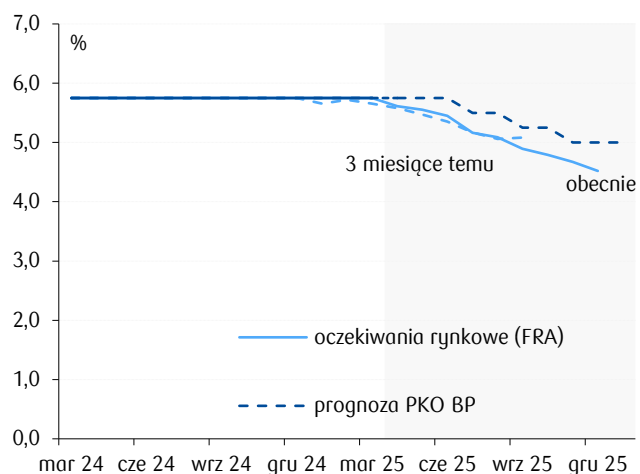
Notowania złotego wobec głównych walut



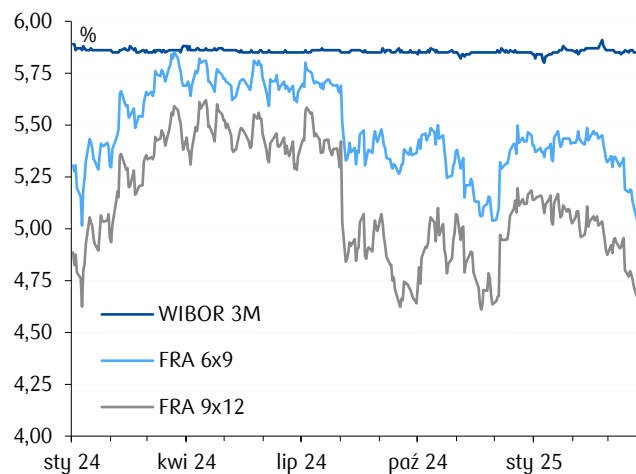
Rentowności polskich obligacji skarbowych



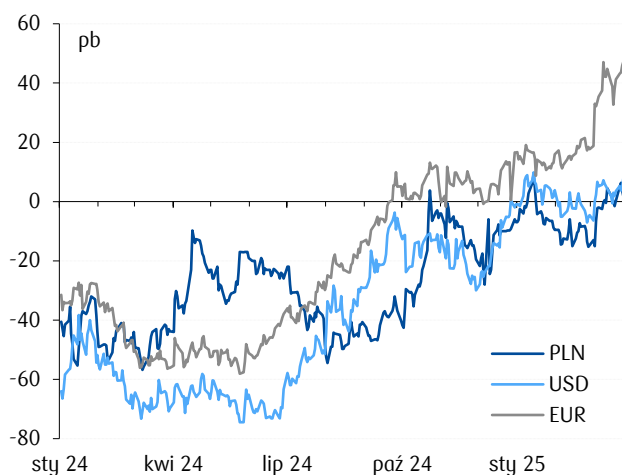
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



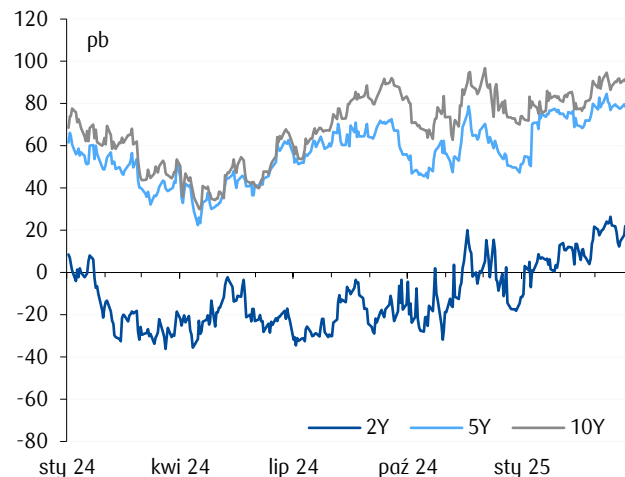
Krótkoterminowe stopy procentowe



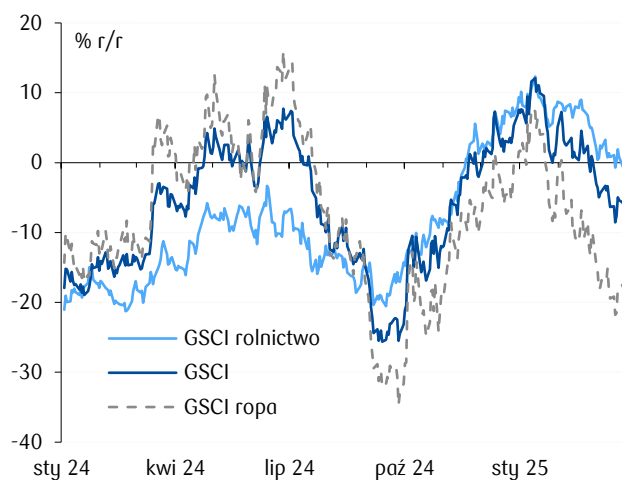
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



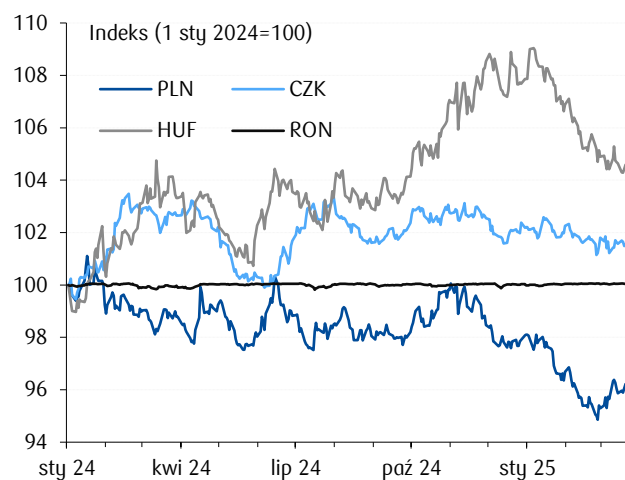
Spread asset swap dla PLN



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



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, usługi 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.