

Import rośnie w naszym regionie

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Tydzień na amerykańskich parkietach zakończył się spokojnie, indeksy giełdowe utrzymały się blisko historycznych szczytów, a rentowności obligacji lekko wzrosły. Dolar był stabilny względem euro. Na rynkach europejskich panowała umiarkowana stabilizacja, choć na GPW dominował kolor czerwony – WIG20 obniżył się o 0,7%, w rezultacie mimo negatywnych impulsów minionych dni, tygodniowa zmiana notowań była nieznaczna. Złoty pozostał stabilny wobec głównych walut, a rentowności krajowych obligacji lekko wzrosły.
- W tym tygodniu globalnie najważniejsze będą posiedzenia banków centralnych, w szczególności Fed (śr.), BoE (czw.) oraz BoJ (czw.) W Polsce uwaga skupi się na finalnym odczycie inflacji CPI w sierpniu (pon.) oraz inflacji bazowej (wt.), a także serii danych z rynku pracy (czw.) i sektora produkcyjnego (czw.).
- W środę decyzję o stopach procentowych podejmie Fed. Oczekujemy, zgodnie z rynkowym konsensusem, że **Rezerwa Federalna obniży stopy o 25pb**, tj. do przedziału 4,00-4,25%, zaś do końca roku może zredukować stopę jeszcze dwukrotnie, sprowadzając ją do przedziału 3,50-3,75%. Już w lipcu dwoje członków FOMC (M.Bowman i C.Waller) opowiedziało się za obniżką, która byłaby pierwszą od grudnia 2024. Jednocześnie w ostatnich tygodniach uwaga Fed przesunęła się z obaw o inflację w kierunku realizacji celu maksymalnego zatrudnienia. Dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w lipcu i sierpniu, w połączeniu z rewizją w dół danych historycznych, zdecydowanie rozczarowały, wzmacniając uzasadnione obawy o kondycję rynku pracy. Według najnowszej rewizji w okresie styczeń-sierpień 2025 zatrudnienie wzrosło o 598 tys., wobec 1,080 mln według pierwszych szacunków, przy wzroście o 1,144 mln w okresie styczeń-sierpień 2024. Jednocześnie liczba osób pobierających zasiłek dla bezrobotnych od początku roku wzrosła o ok. 200 tys., a stopa bezrobocia w sierpniu wyniosła 4,3% i była najwyższa od 2021.
- W czwartek decyzję w sprawie stóp podejmie **Norges Bank – spodziewamy się obniżki o 25pb** (do 4,00%). Kolejny ruch w Norwegii może mieć miejsce w dalszej części roku, choć potencjał do cięć ogranicza wysoki wzrost płac. Tego samego dnia decyzję podejmie **Bank Anglii (czw.)**, który z powodu

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

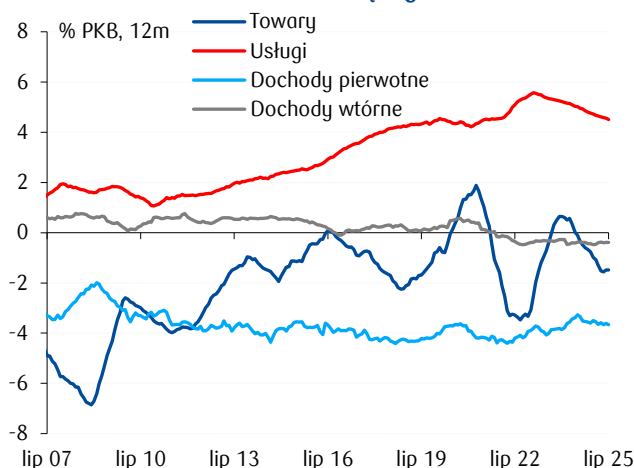
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

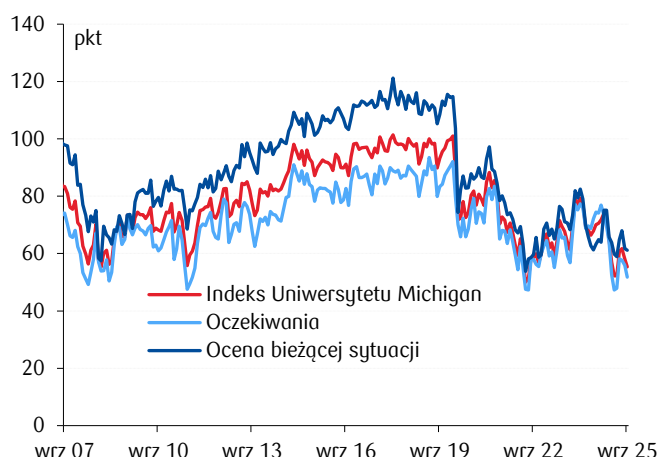
	Wartość 2025-09-12	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2543	0,0
USDPLN	3,6278	0,0
CHFPLN	4,5535	-0,1
GBPPLN	4,9173	-0,1
EURUSD	1,1727	0,0
Obligacje:		
PL2Y	4,31	5
PL5Y	4,91	5
PL10Y	5,49	2
DE10Y	2,71	6
US10Y	4,06	4
Indeksy akcyjne:		
WIG	106 413,2	-0,6
DAX	23 698,2	0,0
S&P500	6 584,3	0,0
Nikkei**	44 768,1	0,0
Shanghai Comp.**	3 870,1	0,0
Surowce:		
Złoto	3644,31	0,4
Ropa Brent	66,99	0,9

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.

Główne składowe rachunku bieżącego



Indeks Uniwersytetu Michigan



rosnących oczekiwań inflacyjnych i obaw o stabilność fiskalną najpewniej **utrzyma parametry polityki pieniężnej na niezmiennym poziomie**, zarówno na najbliższym posiedzeniu jak i w pozostałej części roku. Zakładamy, że **Bank Japonii (pt.) utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie (0,50%)**. Choć prawdopodobieństwo podwyżki stóp w tym roku wzrosło (za sprawą wyższego oczekiwanego wzrostu PKB oraz rekordowej podwyżki płacy minimalnej), to spodziewamy się, że niepewność wokół amerykańskiej polityki celnej i wewnętrznej sytuacji politycznej przesądzi o wstrzymaniu podwyżek do 2026.

- **Tydzień publikacji krajowych danych rozpocznie finalny odczyt inflacji CPI w sierpniu (pon.)**, która według odczytu *flash* wyniosła 2,8% r/r, poniżej naszych i rynkowych oczekiwań (kons.: 2,9% r/r). Źródłem zaskoczenia były ceny paliw (-1,9% m/m), niższe były również ceny kategorii bazowych. **Szacujemy, że inflacja bazowa (wt.) po wyłączeniu cen żywności i energii w sierpniu obniżyła się w okolice 3,0-3,1% r/r z 3,3% r/r w lipcu**. Spadek do 3,1% r/r oznaczałby powrót do poziomu obserwowanego po raz ostatni w styczniu 2020, a tym samym potwierdzał normalizację procesów inflacyjnych. **W czwartek poznamy sierpniowe dane z rynku pracy oraz o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej**. Spodziewamy się, że spadki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw były kontynuowane w sierpniu (kons., PKOe: -0,8% r/r), przy wciąż solidnym, wyższym niż w lipcu, wzroście wynagrodzeń (8,0% r/r). **Oczekujemy spadku produkcji przemysłowej i budowlanej w sierpniu** (odpowiednio -0,5% r/r i -0,3% r/r). Nasza prognoza jest bardziej pesymistyczna od rynkowego konsensusu, a jej kluczową przesłanką jest niższa niż przed rokiem liczba dni roboczych. **Dynamika cen producentów (PPI) w sierpniu wciąż była ujemna**, jednak bliższa zero niż miesiąc wcześniej (-0,8% r/r).
- **W piątek agencja ratingowa Moody's dokona okresowego przeglądu ratingu Polski**. Obecnie ocena kredytowa kraju pozostaje na poziomie A2, a jej perspektywa jest stabilna. **Spodziewamy się, że perspektywa zostanie zmieniona na negatywną przy utrzymaniu oceny A2**. Spośród trzech największych agencji ratingowych wiarygodność kredytową Polski najwyżej ocenia Moody's, o jeden poziom wyżej niż Fitch i S&P. Z tego powodu nie można wykluczyć, że rating zostanie obniżony do poziomu A3, albo przy okazji kolejnych przeglądów, albo już w najbliższy piątek. Zakładamy, że argumentem za obniżeniem perspektywy ratingu będzie bieżąca sytuacja i perspektywy sektora finansów publicznych oraz trudna koabitacja rządu z Prezydentem. Czyli te same przesłanki, na które powołała się agencja Fitch rewidując na początku września perspektywę oceny wiarygodności Polski do negatywnej i utrzymując ją na poziomie A-. W marcu br Moody's komunikował, że presja na obniżenie ratingu A2 pojawiłaby się w scenariuszu istotnie szybszego wzrostu obciążenia rządu długiem i pogorszenia wskaźników zdolności do zaciągania długu. Wtedy agencja spodziewała się, że deficyt sektora *general government* (GG) w 2025 wyniesie 5,8% PKB wobec ówczesnych szacunków 6,1% PKB w 2024. Ostatecznie deficyt fiskalny w 2024 wyniósł 6,6% PKB, a rząd prognozuje jej wzrost do 6,9% PKB w 2025 oraz spadek do 6,5% PKB w 2026. Jednocześnie Moody's prognozował w marcu, że dług sektora GG ustabilizuje się nieco powyżej 60% PKB do 2030, co dziś wydaje się założeniem nadmiernie optymistycznym – rząd zakłada, że w tym roku dług przekroczy 60%, na koniec 2026 wyniesie 66,8% PKB. W marcowym komunikacie Moody's pisał, że istotne pogorszenie sytuacji w zakresie bezpieczeństwa w regionie, w tym bardziej konkretne sygnały wycofania wsparcia USA wywierałyby presję na obniżenie stabilnej perspektywy ratingu Polski. Uważamy jednak, że o obniżeniu perspektywy zadecyduje polityka fiskalna (podobnie jak w przypadku przeglądu ratingu przez Fitch), a ostatnie naruszenie polskiej przestrzeni powietrznej nie będzie czynnikiem decydującym.

- **W strefie euro warto odnotować finalne dane o inflacji HICP w sierpniu**, która według odczytu *flash* nieznacznie wzrosła względem lipca (do 2,1% r/r z 2,0% r/r) przy stabilizacji inflacji bazowej (2,3% r/r). Ponadto opublikowane zostaną dane o bilansie handlowym w lipcu (pon.) oraz o produkcji przemysłowej w lipcu (wt.). Na koniec tygodnia poznamy także sierpniową inflację PPI w Niemczech (pt.).
- **W Stanach Zjednoczonych najważniejsze będą dane o sprzedaży detalicznej (wt.) i produkcji przemysłowej (wt.).** W przypadku sprzedaży rynek oczekuje spowolnienia miesięcznej dynamiki, przede wszystkim za sprawą sprzedaży samochodów, przy wzroście miesięcznej dynamiki sprzedaży z wyłączeniem pojazdów. W przypadku produkcji oczekiwane jest utrzymanie miesięcznego spadku. **W środę spłyną dane z rynku nieruchomości**, który wykazuje pewne oznaki spowolnienia, widoczne szczególnie wyraźnie zestawiając dane z tego roku z latami 2021-22, choć na tle ostatnich 15 lat sytuacja wciąż jest dobra. W czwartek poznamy cotygodniowe dane o złożonych wnioskach o zasiłek dla osób bezrobotnych – istotne z perspektywy pytań o stan amerykańskiego rynku pracy.
- W tym tygodniu wypowiadać się będzie C.Lagarde (Prezeska EBC, śr.), J.Nagel (Prezes Bundesbanku, śr.) i ponownie C.Lagarde (czw.).

PRZEGŁĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

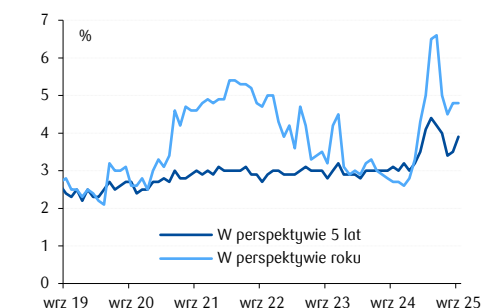
- **POL:** W lipcu rachunek bieżący miał 1,335 mld EUR deficytu wobec 651 mln EUR nadwyżki w czerwcu. **W ujęciu 12m deficyt pogłębił się do 1% PKB** z 0,9% PKB, a saldo rachunku bieżącego i kapitałowego pozostało lekko ujemne (-0,5% PKB). **Eksport towarów (w euro) wzrósł o 2,7% r/r, a import o 3,0% r/r**, zaskakując w górę m.in. silnym wzrostem importu samochodów z Chin i reeksportem dóbr konsumpcyjnych półtrwałych. Deficyt towarowy utrzymał się na poziomie 1,5% PKB, a nadwyżka usług spadła do 4,5% PKB (-0,1pp m/m). **Do końca 2025 możliwe jest lekkie pogłębienie deficytu, a w 2026 spodziewamy się stabilizacji.** Więcej w Makro Flashu: [Chińskie samochody podbijają import](#).
- **USA:** We wrześniu koniunktura konsumencka ponownie się pogorszyła, mimo oczekiwań na wzrost. Indeks Uniwersytetu Michigan spadł do 55,4 pkt. z 58,2 pkt w sierpniu, chociaż i tak znajduje się na historycznie niskich poziomach. Spadek wskaźnika wynikał przede wszystkim z bardziej pesymistycznego nastawienia konsumentów do przyszłości, jednocześnie pogorszyła się też ocena sytuacji bieżącej. **Dodatkowo wzrosły oczekiwania inflacyjne** - w perspektywie 5 lat do 3,9% z 3,5% w sierpniu, natomiast w perspektywie roku utrzymał się poziom 4,8%. **Wyniki nie rozbudzają nadziei na poprawę w sektorze konsumenckim.** Dane mają mieszany wpływ na Fed- wzrost oczekiwań inflacyjnych jest argumentem dla jastrzębi, a pogorszenie koniunktury konsumenckiej dla gołębi.
- **EUR:** Po wrześniowej decyzji EBC o utrzymaniu stóp, pojawiają się sygnały, że gołębie nie powiedziały jeszcze ostatniego słowa. F.Villeroy de Galhau (Bank Francji) i O.Rehn (Bank Finlandii) wskazali, że kolejna obniżka jest możliwa, zwłaszcza przy niższych cenach energii i mocniejszym euro. M.Kazaks (Bank Łotwy) uznał grudniowe posiedzenie za kluczowe, bo wtedy pojawią się nowe prognozy inflacji, a M.Kocher (Bank Austrii, następcą R.Holzmann) podkreślił brak z góry ustalonej ścieżki. Rynek wycenia niewielkie szanse na obniżkę w grudniu lub marcu przyszłego roku, nasza prognoza zakłada aktualnie ostatnią obniżkę w grudniu.
- **GER:** W sierpniu inflacja CPI wzrosła do 2,2% r/r z 2,0% r/r w lipcu, przy miesięcznym wzroście cen o 0,1%. Wzrost inflacji wynikał głównie z **szybszego wzrostu cen żywności** (2,5% r/r wobec 2,2% r/r w lipcu) oraz **słabszego wpływu spadku cen energii** (-2,4% r/r wobec -3,4% r/r). Inflacja cen usług utrzymała się na poziomie 3,1% r/r z lipca. Inflacja bazowa (bez żywności i energii) również pozostała stabilna na poziomie 2,7% r/r. Dane te

Dynamika eksportu i importu towarów



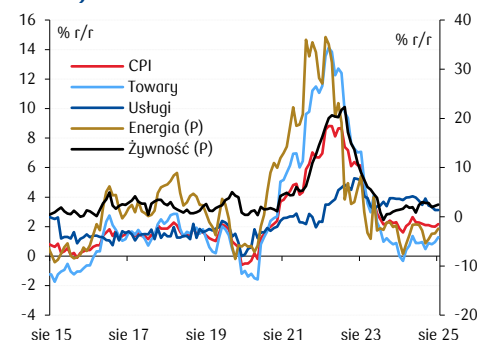
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Oczekiwania inflacyjne w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja CPI w Niemczech

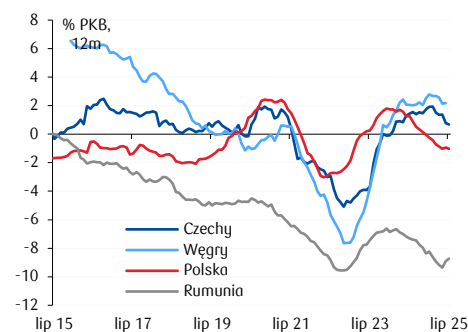


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

potwierdzają stopniowe wygasanie efektu taniejącej energii, przy jednoczesnej uporczywości wzrostu cen w usługach, co może utrzymywać inflację powyżej celu EBC w kolejnych miesiącach.

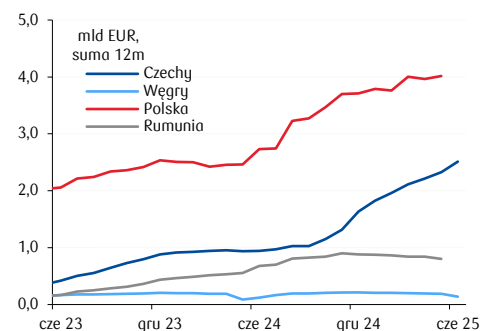
- **HUN:** W lipcu produkcja przemysłowa spadła o 1,0% r/r, wobec spadku o 4,9% r/r w czerwcu. W ujęciu m/m produkcja wzrosła o 2% (sa), co jednak nie wystarczyło do odwrócenia negatywnej rocznej dynamiki. Słabość przemysłu wynikała z niskiego popytu zarówno krajowego, jak i eksportowego – nowe zamówienia przemysłowe spadły o 3,3% r/r wobec spadku o 15,6% r/r w czerwcu. Dane te wskazują, że sektor nadal będzie miał negatywny wkład do wzrostu PKB w 3q25. Nadzieję na ożywienie w przyszłym roku tworzą plany nowych inwestycji BMW, Mercedesa i BYD na Węgrzech.
- **CZE:** W lipcu deficyt rachunku bieżącego wyniósł 14,9 mld CZK, wobec deficytu 73,4 mld CZK w czerwcu. Spowodowało to **spadek nadwyżki w ujęciu płynnego roku do 0,7% PKB z 0,8% PKB poprzednio oraz 1,9% PKB w styczniu tego roku.** Eksport towarów wzrósł o 5,2% r/r, natomiast import o 5,1% r/r. **Saldo obrotów bieżących w najbliższych miesiącach powinno znajdować się blisko równowagi.** Wraz z poprawą popytu zewnętrznego, poprawiającego eksport, równocześnie rosnąć będzie import, m.in. dzięki wzrostowi popytu wewnętrznego czy rosnącym zakupom sprzętu militarnego.
- **ROM:** W lipcu deficyt rachunku bieżącego wyniósł 2,5 mld EUR, pogłębiając się względem 1,6 mld EUR deficytu w czerwcu. **W ujęciu płynnego roku deficyt spadł do 8,8% PKB z 8,9% PKB w czerwcu.** Eksport (w EUR) wzrósł o 5,1% r/r, a import o 3,6% r/r. Nadwyżka usług wzrosła o 4,8% r/r. W kolejnych miesiącach ograniczone perspektywy eksportu utrudnią spadek deficytu handlowego.
- **ROM:** Wzrost wynagrodzeń w lipcu spowolnił do 5,2% r/r z 7,0% r/r w czerwcu i był najwolniejszy od ponad 2 lat. Spowolnienie wynikało z braku podwyżek w sektorze publicznym, zamrożenia płacy minimalnej oraz spowolnienia wzrostu gospodarczego. Dodatkowo rząd ograniczył liczne dodatki i bonusy. Wzrost inflacji sprawił, że **realnie wynagrodzenia spadły** (o 2,4% r/r) po raz pierwszy od ponad 2 lat. Oczekuje się, że dynamika płac nie będzie już przyspieszała, co oznacza głębsze spadki realnych wynagrodzeń, które odbiją się negatywnie na konsumpcji, będącej dotychczas główną siłą napędową dla PKB.
- **CHN:** Sprzedaż detaliczna w sierpniu wzrosła o 3,4% r/r po wzroście o 3,7% r/r w lipcu i słabiej od oczekiwań. Produkcja przemysłowa wzrosła natomiast o 5,2% r/r, wobec 5,7% r/r w lipcu i oczekiwań na poziomie 5,6% r/r. Sierpniowe dane zwiększają obawy o kondycję chińskiej gospodarki oraz wzmacniają oczekiwania na dodatkowe wsparcie ze strony polityki fiskalnej lub monetarnej.

Saldo obrotów bieżących w państwach EŚW



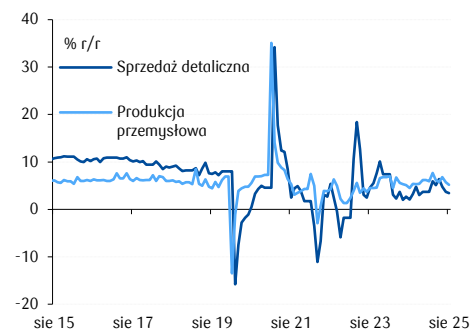
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Import broni i amunicji w państwach EŚW



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Dynamika produkcji i sprzedaży w Chinach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 12 września						
GER: Inflacja CPI (sie., rew.)	08:00	% r/r	2	2,2	--	2,2
GER: Inflacja HICP (sie., rew.)	08:00	% r/r	1,8	2,1	--	2,1
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (lip.)	14:00	mln EUR	651	-352	-530	-1335
POL: Eksport (lip.)	14:00	% r/r	1,9	2,6	2,8	2,7
POL: Import (lip.)	14:00	% r/r	-0,2	0,6	1,1	3,0
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz., wst.)	16:00	pkt.	58,2	59,3	--	55,4
Poniedziałek, 15 września						
ROM: Produkcja przemysłowa (lip.)	8:00	% r/r	-0,8	2,6	--	2,3
POL: Inflacja CPI (sie., rew.)	10:00	% r/r	3,1	2,8	2,8	--
EUR: Bilans handlowy (lip.)	11:00	mld	2,8	12,0	--	--
Wtorek, 16 września						
GER: Indeks instytutu ZEW (wrz.)	11:00	pkt.	34,7	26,3	--	--
EUR: Produkcja przemysłowa (lip.)	11:00	% r/r	0,2	1,7	--	--
POL: Inflacja bazowa (sie.)	14:00	% r/r	3,3	3,1	3,1	--
USA: Sprzedaż detaliczna (sie.)	14:30	% m/m	0,5	0,3	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (sie.)	14:30	%, m/m	0,3	0,4	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (sie.)	15:15	% m/m	-0,1	-0,1	--	--
Środa, 17 września						
POL: Koniunktura konsumencka (wrz.)	10:00	pkt.	-12,1	-13,1	-11,5	--
EUR: Inflacja HICP (sie., rew.)	11:00	% r/r	2,0	2,1	--	--
EUR: Inflacja bazowa (sie., rew.)	11:00	% r/r	2,3	2,3	--	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (sie.)	14:30	mln	1,428	1,365	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (sie., wst.)	14:30	--	1,362	1,370	--	--
USA: Posiedzenie Fed (.)	20:00	%	4,50	4,25	4,25	--
Czwartek, 18 września						
NO: Posiedzenie Norges Banku (.)	10:00	%	4,25	4,00	4,00	--
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (sie.)	10:00	% r/r	7,6	8,0	8,0	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (sie.)	10:00	% r/r	-0,9	-0,8	-0,8	--
POL: Produkcja przemysłowa (sie.)	10:00	% r/r	2,9	1,0	-0,5	--
POL: Inflacja PPI (sie.)	10:00	% r/r	-1,2	-0,9	-0,8	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (sie.)	10:00	% r/r	0,6	0,5	-0,3	--
UK: Posiedzenie BoE (.)	13:00	%	4,00	4,00	4,00	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys.	263	240	--	--
Piątek, 19 września						
JP: Posiedzenie BOJ (.)	--	%	0,5	0,5	0,5	--
GER: Inflacja PPI (sie.)	8:00	% r/r	-1,5	-1,7	--	--

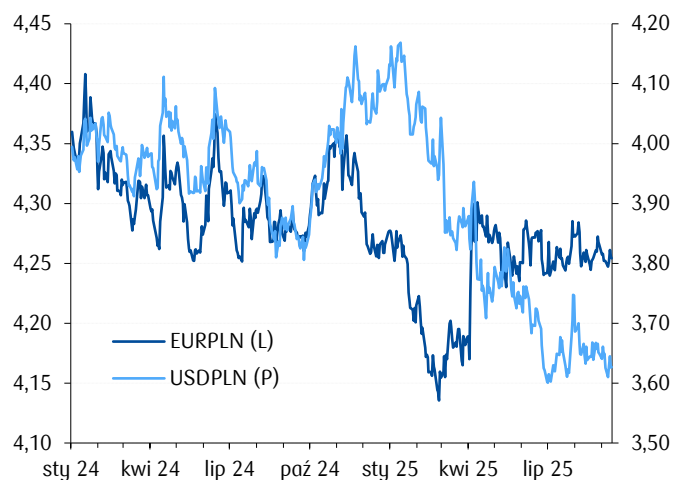
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

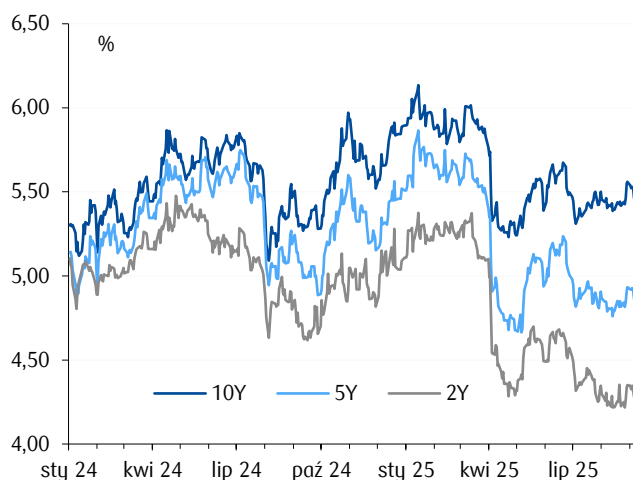
		Wartość 2025-09-12	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty	EURPLN	4,2543	0,0	0,1	-0,1	-0,6	-9,6
	USDPLN	3,6278	0,0	0,1	-0,2	-6,0	-22,6
	CHFPLN	4,5535	-0,1	0,3	0,9	0,1	-6,6
	GBPPLN	4,9173	-0,1	0,4	-0,3	-3,1	-9,2
	EURUSD	1,1727	0,0	-0,1	0,1	5,8	16,8
	EURCHF	0,9343	0,1	-0,2	-0,9	-0,6	-3,2
	GBPUSD	1,3559	0,0	0,3	0,0	3,1	17,1
	USDJPY	147,68	0,3	0,4	0,5	5,0	3,7
	EURCZK	24,32	-0,2	-0,3	-0,5	-3,3	-0,9
	EURHUF	390,88	-0,3	-0,5	-1,0	-1,0	-1,5
Obligacje	PL2Y	4,31	5	3	9	-33	-235
	PL5Y	4,91	5	5	12	-7	-149
	PL10Y	5,49	2	3	9	20	-53
	DE2Y	2,02	3	9	5	-19	71
	DE5Y	2,31	6	10	-2	29	77
	DE10Y	2,71	6	6	-7	56	101
	US2Y	3,56	2	3	-20	-2	-1
	US5Y	3,63	4	3	-21	19	18
	US10Y	4,06	4	-3	-26	40	74
Akcje	WIG	106 413,2	-0,6	0,8	-2,7	29,3	109,9
	WIG20	2 836,6	-0,7	1,1	-3,8	21,4	84,8
	S&P500	6 584,3	0,0	1,6	2,1	17,0	61,9
	NASDAQ100	24 092,2	0,4	1,9	1,6	23,5	91,4
	Shanghai Composite**	3 870,1	0,0	1,5	4,7	43,1	18,6
	Nikkei**	44 768,1	0,0	4,1	3,2	22,4	58,7
	DAX	23 698,2	0,0	0,4	-2,7	26,7	81,1
	VIX	17,95	-0,3	-5,0	-2,9	-2,9	-29,9
Surowce	Ropa Brent	67,0	0,9	2,3	1,7	-6,5	-27,8
	Ropa WTI	63,0	0,5	1,3	-1,2	-9,4	-27,8
	Złoto	3644,3	0,4	1,7	9,0	41,5	112,6

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

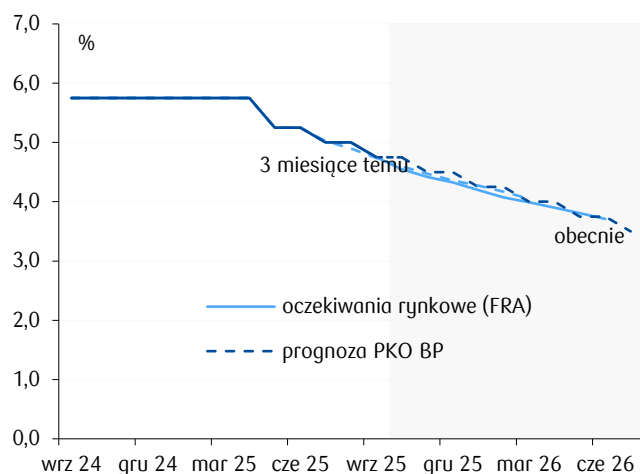
Notowania złotego wobec głównych walut



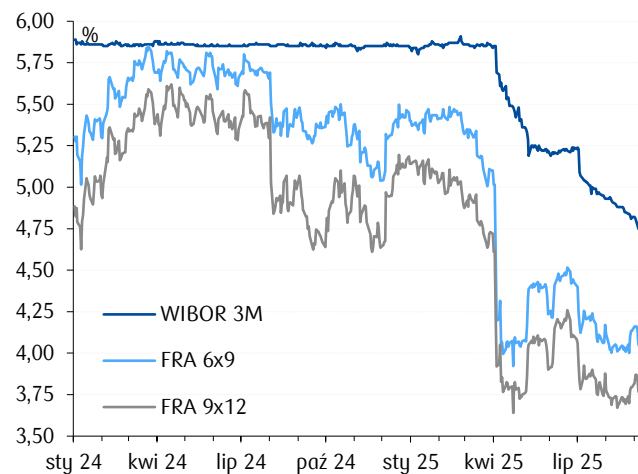
Rentowności polskich obligacji skarbowych



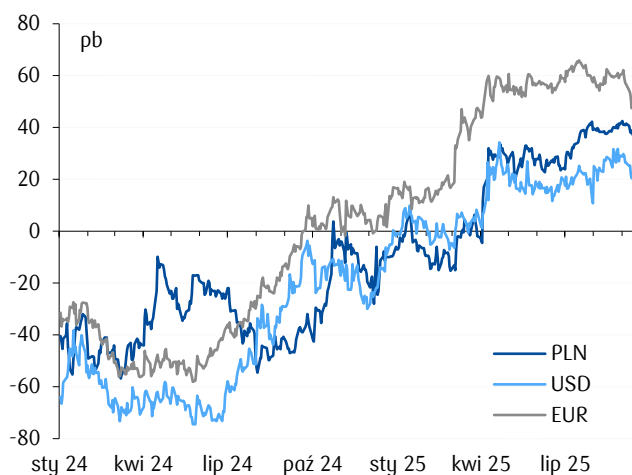
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



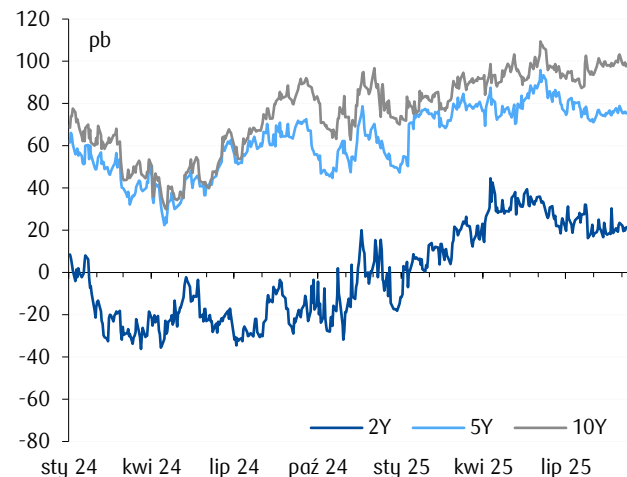
Krótkoterminowe stopy procentowe



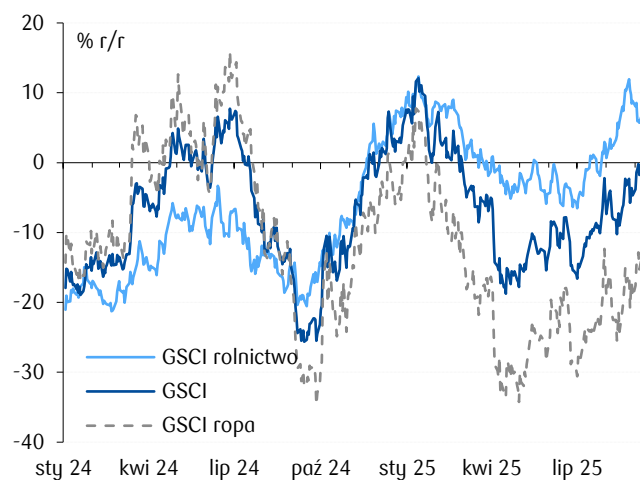
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



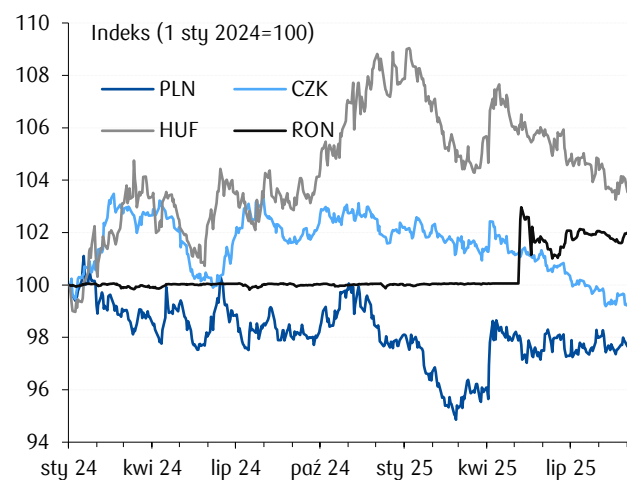
Spread asset swap dla PLN



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. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
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**:



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 przy ul. Świętokrzyskiej 36, 00-116 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla miasta stołecznego Warszawy w Warszawie. XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.