

## Oddala się perspektywa normalizacji stóp w USA

### W tym tygodniu w centrum uwagi:

- Słabe dane z amerykańskiego rynku pracy wzbudziły rynkowy niepokój. Rentowności amerykańskich obligacji szły w górę pomimo mniejszych szans na wcześniejszą normalizację polityki pieniężnej. Rynki akcji niespójnie zareagowały na odczyt NFP. Wpływ na amerykańskie giełdy ma też informacja o pracach Senatu nad propozycjami nowych podatków, m.in. od skupu akcji, emisji CO2 czy wynagrodzeń zarządów. Złoty zakończył tydzień bez większych zmian. Nadal rosną natomiast rentowności krajowych papierów skarbowych, w ślad za wzrostem oczekiwań na szybką podwyżkę stóp procentowych NBP.
- Kluczowymi wydarzeniami obecnego tygodnia będą **posiedzenie RPP** (decyzja w środę i wystąpienie szefa NBP w piątek) oraz **posiedzenie Rady Prezesów EBC** (cz.). Ze strony polskich władz monetarnych nie spodziewamy się zmian – stopy procentowe oraz stopa i oprocentowanie rezerwy obowiązkowej pozostaną zapewne bez zmian (pomimo wniosków o podwyżki). Ewentualne dostosowania nastąpią naszym zdaniem nie wcześniej niż w listopadzie, po publikacji nowej projekcji NBP. Bardziej niż na środowe ogłoszenie wyniku posiedzenia wyczekujemy na tradycyjną, choć jeszcze niezapowiedzianą „wideokonferencję” prezesa NBP A.Głapińskiego, na której zapewne będzie musiał się zmierzyć z pytaniami o reakcję banku na najwyższą od 20 lat inflację. Nie można jednak wykluczyć zmiany w sposobie komunikacji i terminie konferencji. **Posiedzenie EBC** powinno być ciekawe, ze względu na zapowiadaną dyskusję nt. stopniowego ograniczania „pandemicznego” skupu aktywów w ramach PEPP. Rada będzie musiała zmierzyć się z naciskami jastrzębiej frakcji by w większym stopniu uwzględnić ryzyko wzrostu inflacji. Warto będzie śledzić informacje na temat oczekiwanej przez EBC w przyszłości struktury i skali skupu aktywów. Ewentualne podwyżki stóp są możliwe dopiero po 2023. W środę odbędzie się też posiedzenie decyzyjne **Banku Kanady**, które powinno przynieść przerwę w comiesięcznym ograniczaniu skali skupu aktywów (z 5 mld CAD tygodniowo do 2 mld CAD).
- Argumentów do dyskusji w gronie bankierów centralnych dostarczą publikacje danych inflacyjnych. Poznamy m.in. **finalne dane o inflacji CPI za sierpień z Niemiec (pt.)** oraz z **Węgier (śr.)**, **Czech (pt.)** i **Chin (cz.)**.
- Publikowane w tym tygodniu dane z niemieckiej gospodarki pozwolą ocenić tempo ożywienia gospodarczego i skalę wpływu ograniczeń podaży. Na pierwszy ogień pójdą dane o **zamówieniach w przemyśle za lipiec (pn.)**, po których napłyną **dane**

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO\_Research

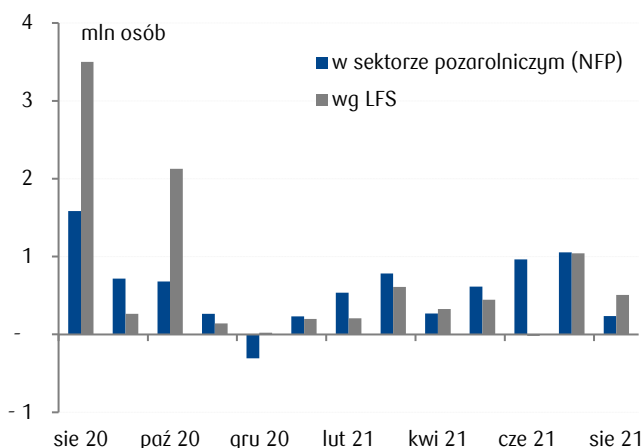
[www.pkobp.pl/centrum-analiz](http://www.pkobp.pl/centrum-analiz)

### Notowania rynkowe:

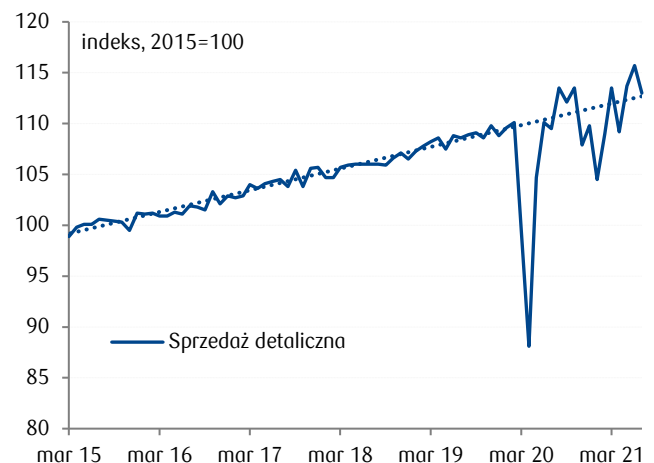
	Wartość 2021-09-03	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,5085	0,0
USDPLN	3,7947	-0,1
CHFPLN	4,1542	-0,1
GBPPLN	5,2634	0,1
EURUSD	1,1881	0,1
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	0,60	5
PL5Y	1,37	6
PL10Y	2,01	6
DE10Y	-0,36	2
US10Y	1,32	3
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	71 177,3	-0,4
DAX	15 781,2	-0,4
S&P500	4 535,4	0,0
Nikkei**	29 644,6	3,9
Shanghai Comp.	3 581,7	-0,4
<b>Surowce:</b>		
Złoto	1833,80	1,2
Ropa Brent	72,72	-0,6

Źródło: Refinitiv, 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.

### Zmiana zatrudnienia w USA



### Sprzedż detaliczna w strefie euro zgodna z trendem



Źródło: Eurostat, Macrobond, FAO, GUS, PKO Bank Polski.

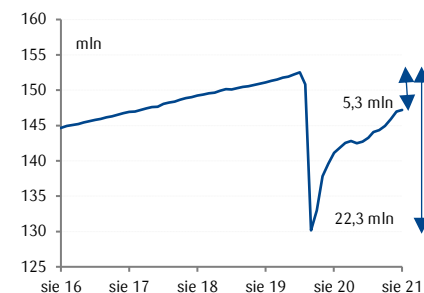
o lipcowej produkcji przemysłowej oraz indeks instytutu ZEW (oba wt.). W czwartek opublikowane zostaną dane o kondycji eksportu w lipcu.

- W strefie euro poznamy jedynie kolejny szacunek PKB za 2q21 (w tym o struktura) (wt.) oraz indeks nastrojów inwestorów Sentix za wrzesień (pn.).
- Uzupełnieniem piątkowych danych z amerykańskiego rynku pracy będzie raport JOLTS (śr.), który pozwoli na analizę wielkości i struktury popytu na pracę. W USA jak co tydzień poznamy też dane o liczbie wniosków o zasiłek dla bezrobotnych (cz.). Przeglądem spojrzenia poszczególnych banków Rezerwy Federalnej na gospodarkę będzie Beżowa Księga (śr.).

#### Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

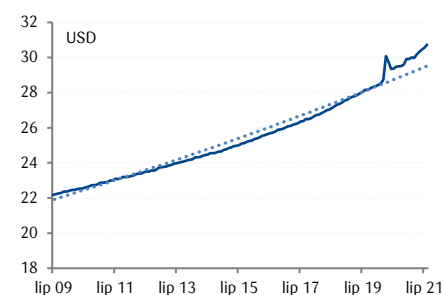
- **USA:** W sierpniu w sektorze pozarolniczym (NFP) przybyło tylko 235 tys. zatrudnionych, znacząco poniżej oczekiwań (750 tys.) i słabiej niż w czerwcu (962 tys.) i lipcu (1,1 mln). Odczyty za dwa ostatnie miesiące zostały zrewidowane w górę – łącznie o 134 tys. Za niski sierpniowy odczyt odpowiadało całkowite wyhamowanie wzrostu zatrudnienia w sektorze rozrywki i HoReCa (z ok. 400 tys. w poprzednich miesiącach do 0 w sierpniu) oraz sektorze publicznym (w lipcu wzrost o 255 tys., podczas gdy w sierpniu spadek o 8 tys.) i pogłębienie spadków zatrudnienia w handlu detalicznym (z -8 tys. w lipcu do -28,5 tys. w sierpniu). Zmiany te można wiązać z jednej strony ze wzrostem obaw przed kolejną falą Covid-19 z drugiej z problemami podażowymi na rynku pracy (szczególnie w najślabiej płatnych branżach usługowych). W dalszym ciągu zatrudnienie pozostaje o ok. 5,3 mln osób poniżej stanu sprzed epidemii i o ok. 9 mln niższe niż gdyby nie było epidemii. **Srednia płaca godzinowa wzrosła w sierpniu aż o 4,3% r/r (kons. 4,0%) i o 0,6% m/m**, cały czas oddalając się od przedepidemicznego trendu. Tak szybki wzrost żądań płacowych najprawdopodobniej nie znajduje zrozumienia po stronie pracodawców (szczególnie małych), nasilając napięcia na rynku pracy. **Stopa bezrobocia zgodnie z oczekiwaniami spadła z 5,4% w lipcu do 5,2% w sierpniu**. Systematycznie spada też odsetek długotrwale bezrobotnych. Z kolei stopa aktywności zawodowej nadal fluktuuje wokół poziomu 61,7%, o ok. 1,5 pp poniżej poziomu sprzed pandemii, odzwierciedlając wpływ odejść na wcześniejszą emeryturę czy trudności ze znalezieniem opieki dla dzieci oraz osób starszych. Naszym zdaniem piątkowe dane nie są aż tak słabe na jakie wyglądają. Wiele wskazuje, że nie jest to słabość popytu, lecz podaży – fizycznej dostępności pracowników do pracy za oferowane aktualnie stawki. Naszym zdaniem dane te znacząco zmniejszają prawdopodobieństwo ogłoszenia *taperingu* na wrześniowym posiedzeniu oraz oddalają perspektywę podwyżek stóp procentowych w USA.
- **POL:** Prezes NBP A.Głapiński w wywiadzie dla PAP zapewnił, że bank centralny nie ignoruje podwyższonej inflacji i nie dopuści do jej utrwalenia. Tempo obniżania inflacji musi natomiast uwzględniać sytuację gospodarczą i pandemiczną, a także naturę szoków powodujących wzrost cen. Zapewnił, że NBP stabilizuje i będzie stabilizował inflację w średnim okresie na poziomie celu NBP, natomiast kwestią otwartą jest tempo sprowadzania inflacji do celu, które obecnie nie może być nadmiernie szybkie, bo może zaszkodzić ożywieniu gospodarczemu. Prezes powiedział, że z punktu widzenia NBP najważniejsza jest przyszłoroczna koniunktura w gospodarce - sytuacja na rynku pracy i jej wpływ na procesy inflacyjne. Zapewnił, że jeżeli koniunktura będzie nadal bardzo dobra, sytuacja na rynku pracy pozostanie korzystna, a inflacja będzie przekraczała cel inflacyjny NBP, wówczas zasadne stanie się wycofanie akomodacji monetarnej. W jego ocenie, biorąc pod uwagę **naturę szoków podbijających inflację i bardzo wysoką niepewność dotyczącą dalszych losów pandemii i koniunktury, zacieśnienie polityki pieniężnej byłoby teraz bardzo ryzykowne**. Jego zdaniem inflacja prawdopodobnie zacznie się obniżać w przyszłym roku, chociaż obecnie trudno ocenić czy samoistnie powróci do celu. Podkreślił też ponownie egzogeniczny charakter szoków podażowych podbijających inflację na obecny najwyższy od 20 lat poziom, przyznał jednak, że wyższe ceny to także skutek odbicia popytu przy ograniczonej podaży. Zdaniem prezesa NBP ma w pewnym sensie podobną optykę co Fed, jeżeli chodzi o możliwą reakcję na ewentualne utrwalenie się inflacji. Z perspektywy kształtowania się jednostkowych kosztów pracy NBP nie widzi

#### Poziom zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

#### Przeciętna płaca godzinowa w USA

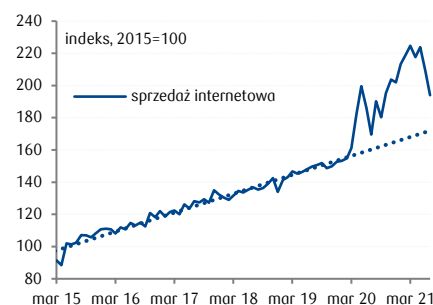


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

zagrożenia tzw. spiralą płacowo-cenową. Odnosząc się do kwestii skupu aktywów, A.Głapiński przyznał, że **NBP nie musi ogłaszać żadnego taperingu, bo on de facto już nastąpił** (w ciągu ostatnich 12 miesięcy skupiono mniej aktywów niż w kwietniu 2020). Dodał, że skup zakończy się gdy NBP zacznie wycofywać akomodację monetarną i podnosić stopy procentowe. Podkreślił ponadto, że aprecjacja złotego nie wydaje się korzystna dla gospodarki, bo niwelowałaby częściowo efekty akomodacji monetarnej. **Wypowiedź prezesa Głapińskiego wspiera nasz scenariusz bazowy zakładający stabilizację stóp w 2021 oraz ich pierwszą podwyżkę dopiero w 2022.**

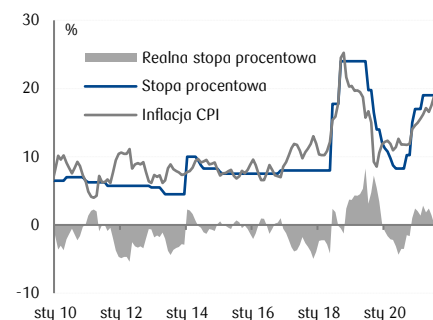
- **EUR: Sprzedaż detaliczna w strefie euro w lipcu była o 3,1% r/r wyższa wobec 5,4% r/r w czerwcu.** W ujęciu miesięcznym spadła o 2,3% m/m, głównie za sprawą aż 5,1% m/m spadku w Niemczech będącego odraogowaniem po mocnych wzrostach w czerwcu. Ze względu na ograniczenie restrykcji dla tradycyjnego handlu, widzimy stopniowe powrót konsumentów z „online” do „offline” – kategoria sprzedaży internetowej notuje drugi spadkowy miesiąc z rzędu, ale nadal pozostaje istotnie powyżej przedepidemicznego trendu (patrz wykres na str. 3). Sprzedaż detaliczna ogółem w lipcu była na poziomie wręcz idealnie zgodnym z tym wynikającym z trendu z okresu 2015-luty 2020. Wraz z postępującą poprawą na rynku pracy można oczekiwać kontynuacji fluktuacji właśnie wokół tego trendu.
- **TUR: Inflacja CPI w Turcji wzrosła z 19,0% r/r w lipcu do 19,3% r/r (kons. 18,7% r/r) w sierpniu.** W ujęciu miesięcznym ceny wzrosły o 1,1%. Najsilniej, bo aż o 29% r/r i 3,2% m/m rosną ceny żywności i napojów. Tylko nieznacznie wolniej drożeją meble, AGD oraz transport (ok. 20% r/r). Mocno drożeją towary importowane ze względu na deprecjację waluty oraz „usługi covidowe” (np. HoReCa). Utrzymująca się wysoka inflacja uniemożliwia zapowiadane przez prezydenta R.T.Erdogana obniżki stóp procentowych. Ze względu na rosnącą inflację, po raz pierwszy od października 2020 realna stopa procentowa *ex post* stała się ujemna. Nieznaczne obniżki stóp procentowych staną się możliwe, dopiero po spadku inflacji, najszybciej pod koniec roku.
- **USA: ISM dla usług w sierpniu obniżył się do 61,7 pkt. (kons. 61,5 pkt.)** z rekordowego poziomu 64,1 pkt. w lipcu. Koniunktura w amerykańskich usługach pozostaje jednak znakomita. Za spadek indeksu odpowiada przede wszystkim obniżenie wskaźnika bieżącej produkcji z 67,0 pkt. do wciąż relatywnie wysokiego poziomu 60,1 pkt. Napływ nowych zleceń nadal nie zwalnia. Warto zwrócić uwagę na spadające wskaźniki mierzące ceny oraz czasy dostaw. Prawdopodobnie wskazują one na pierwsze oznaki łagodzenia oznak wąskich gardeł w logistyce – podobne sygnały płyną z badań z Europy. Firmy nadal zwracają jednak uwagę na trudności w rekrutacji pracowników. W piątek opublikowano także **finalne dane o PMI usługowym** (mającym krótszą historię i mniejsze znaczenie niż ISM), który wyniósł w sierpniu 55,1 pkt. (flash 55,2 pkt.), wobec 59,9 pkt. w lipcu. W publikacji PMI nie widać oznak łagodzenia ograniczeń podaży.
- **EUR: Finalny odczyt usługowego PMI w sierpniu dla strefy euro wyniósł 59,0 pkt i był niższy zarówno od wstępnego odczytu flash (59,7 pkt.) jak i odczytu lipcowego (59,8 pkt.).** Był to najniższy wynik od czterech miesięcy. Finalny odczyt PMI dla całej europejskiej gospodarki spadł z 59,5 pkt. (flash) do 59,0 pkt. W komunikacie podano, że w danych widoczny jest nieznacznie słabszy napływ nowych zleceń. Na historycznie wysokich poziomach znajduje się natomiast wskaźnik zatrudnienia. W trendach cenowych widoczna jest dywergencja – wzrosty cen czynników produkcji przyspieszają, a wyższe cen sprzedaży zwalniają.
- **POL: B.Marczuk (PFR) poinformował, że liczba uczestników PPK przekroczyła 2,35 mln,** a zgromadzona kwota 6,3 mld PLN. Zaktualizował też wcześniejsze informacje nt. umorzeń subwencji w ramach Tarczy Finansowej 1.0. Według Marczuka PFR umarza średnio 63% wartości subwencji, a kwota umorzeń przekroczyła w piątek 35 mld PLN. **Poziom utrzymania zatrudnienia w firmach, które skorzystały z Tarczy wynosi 95%.**
- **POL: A.Niedzielski (MZ) powiedział, że pod koniec września poziom potwierdzonych zarażeń może sięgnąć ok. 1 tys. dziennie, a pod koniec października ok. 5 tys.** Według ministra przy poziomie 1 tys. zarażeń nie ma planów nakładania restrykcji.

### Sprzedaż internetowa w strefie euro na tle przedepidemicznego trendu



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

### Inflacja i stopy procentowe w Turcji



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 3 września</b>						
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (sie)	14:30	tys.	943	750	--	235
USA: Stopa bezrobocia (sie)	14:30	%	5,4	5,2	--	5,2
USA: Przeciętna płaca godzinowa (sie)	14:30	% r/r	4,0	4,0	--	4,3
<b>Poniedziałek, 6 września</b>						
GER: Zamówienia w przemyśle (lip)	8:00	% r/r	26,2	18,9	--	--
EUR: Indeks Sentix (wrz)	10:30	pkt.	22,2	18,3	--	--
<b>Wtorek, 7 września</b>						
GER: Produkcja przemysłowa (lip)	8:00	% r/r	5,1	5,1	--	--
GER: Indeks instytutu ZEW (wrz)	11:00	pkt.	40,4	32,0	--	--
EUR: Wzrost PKB (2q, fin)	11:00	% r/r	-1,3	13,6	--	--
<b>Środa, 8 września</b>						
HUN: Inflacja CPI (sie)	9:00	% r/r	4,6	4,6	--	--
USA: Raport JOLTS (lip)	16:00	tys.	10000	10073	--	--
<b>POL: Stopa referencyjna NBP</b>	--	%	<b>0,10</b>	<b>0,10</b>	0,10	--
USA: Beżowa księga	20:00	--	--	--	--	--
<b>Czwartek, 9 września</b>						
CHN: Inflacja CPI (sie)	3:30	% r/r	1,0	1,0	--	--
CHN: Inflacja PPI (sie)	3:30	% r/r	9,0	8,9	--	--
GER: Eksport (lip)	8:00	% m/m	1,3	0,1	--	--
EUR: Stopa refinansowa EBC	13:45	%	0,00	0,00	0,00	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	340	335	--	--
<b>Piątek, 10 września</b>						
GER: Inflacja CPI (sie, rew.)	8:00	% r/r	3,8	3,9	--	--
CZE: Inflacja CPI (sie)	9:00	% r/r	3,4	3,6	--	--
USA: Inflacja PPI (sie)	14:30	% r/r	7,8	8,2	--	--

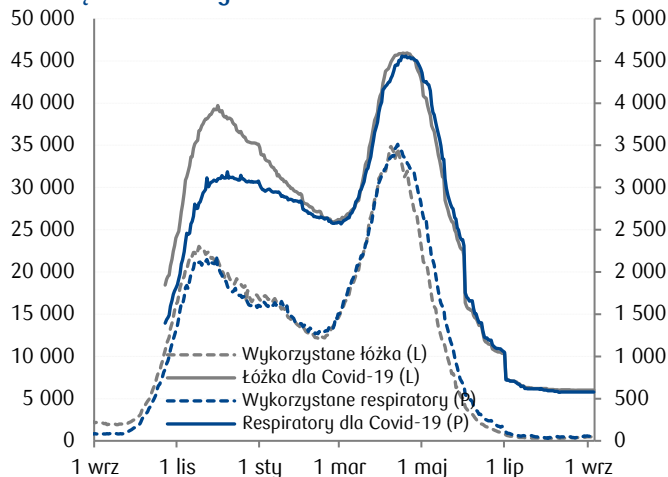
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji epidemicznej

Wskaźniki sytuacji epidemicznej w Polsce	Jednostka	2021-09-05	-1D	-7D	-28D
<b>Chorzy</b>					
Nowe przypadki w ciągu doby	os.	324	389	204	122
Nowe przypadki dziennie, średnia z 7 dni	os.	322	305	219	153
Szacowana liczba chorych (stan) <sup>^</sup>	os.	3 908	3 806	3 005	1 988
Zajęte łóżka	szt.	500	498	403	310
Zajęte/dostępne łóżka covidowe	%	8,3	8,3	6,7	6,7
Zajęte respiratory	szt.	60	61	57	48
Hospitalizowani wymagający respiratora	%	12,0	12,2	14,1	15,5
Zajęte/dostępne respiratory	%	10,4	10,6	9,9	8,2
<b>Testy</b>					
Liczba testów w ciągu doby	szt.	30 119	41 135	31 891	36 723
Liczba testów dziennie, średnia z 7 dni	szt.	36 390	36 643	36 941	39 138
Zakażenia/testy w ciągu tygodnia	%	0,9	0,8	0,6	0,4
<b>Działania antyepidemiczne</b>					
Osoby na kwarantannie	os.	53 016	53 037	53 308	71 091
Osoby na kwarantannie/szac. liczba chorych	szt.	13,6	13,9	17,7	35,8
<b>Zgony</b>					
Liczba zgonów w ciągu doby	os.	-	7	-	-
Średnia dzienna z 7 dni	os.	6	6	3	3
Śmiertelność łączna	%	2,6	2,6	2,6	2,6
Śmiertelność bieżąca*	%	2,2	2,3	1,8	3,8

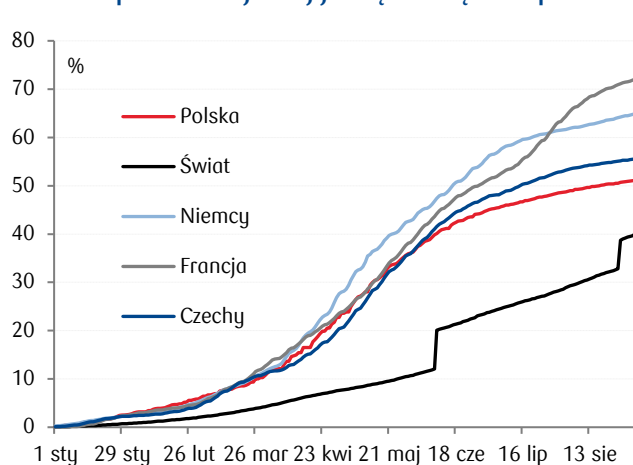
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski. <sup>^</sup> Szacunek PKO Banku Polskiego, \*Liczba zgonów z ostatnich 3 tygodni jako odsetek zakażeń z 3-tygodniowego okresu opóźnionego o 2 tygodnie wobec ostatnich danych.

### Obciążenie służby zdrowia



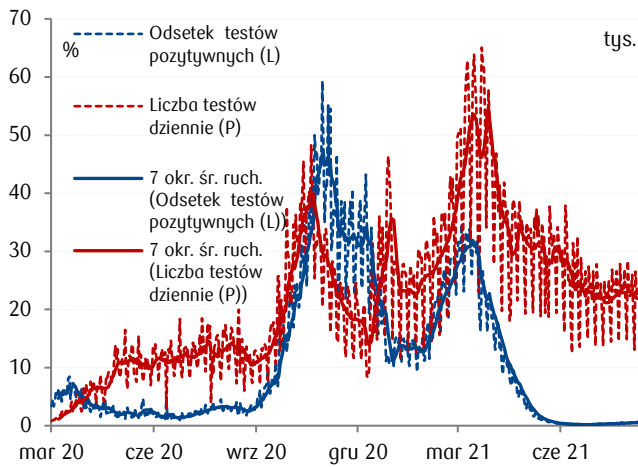
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, Macrobond, PKO Bank Polski.

### Zaszczepieni co najmniej jedną dawką szczepionki

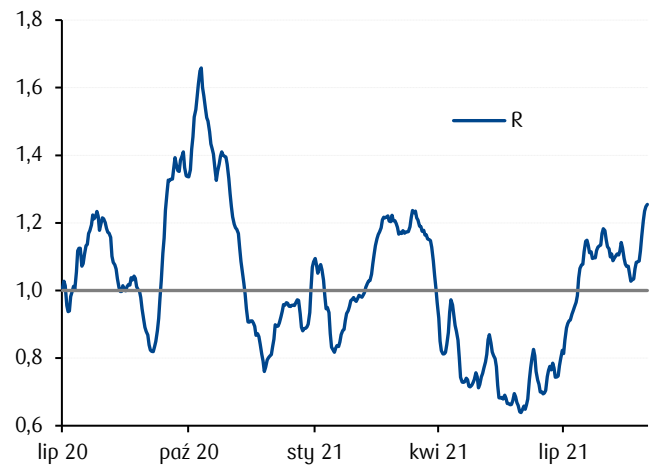


## Przegląd sytuacji epidemicznej

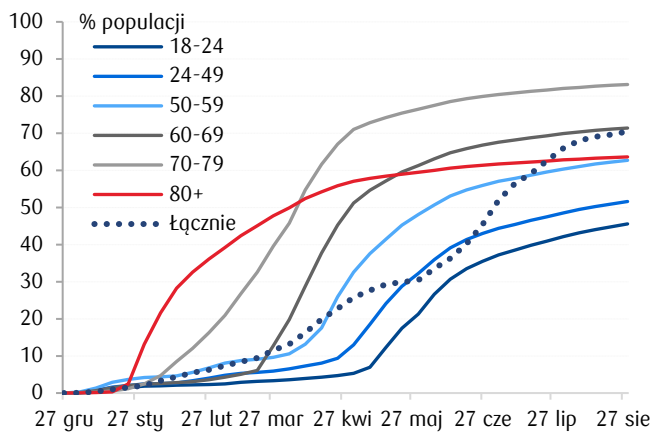
Proces testowania w Polsce



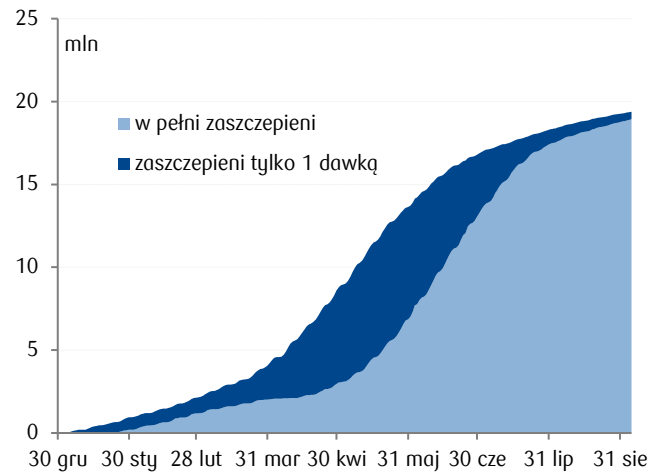
Współczynnik reprodukcji wirusa w Polsce



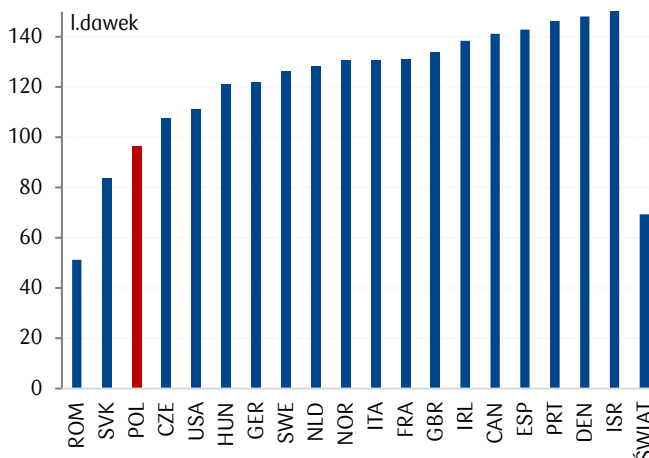
Odsetek populacji zaszczepionej pierwszą dawką wg grup wiekowych w Polsce



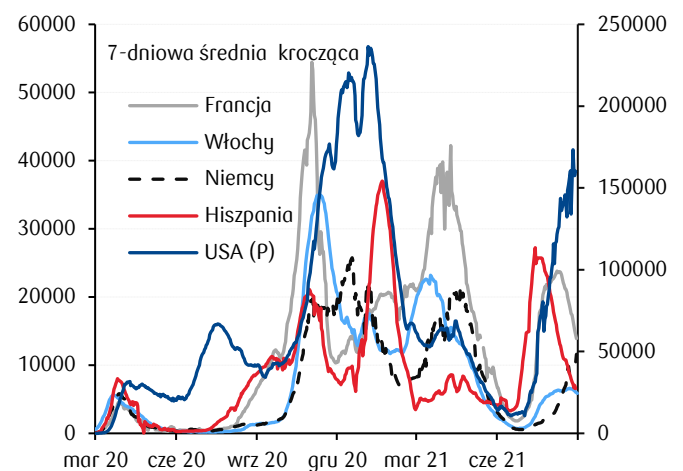
Liczba osób zaszczepionych



Liczba wykorzystanych dawek szczepionki na 100 mieszkańców



Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



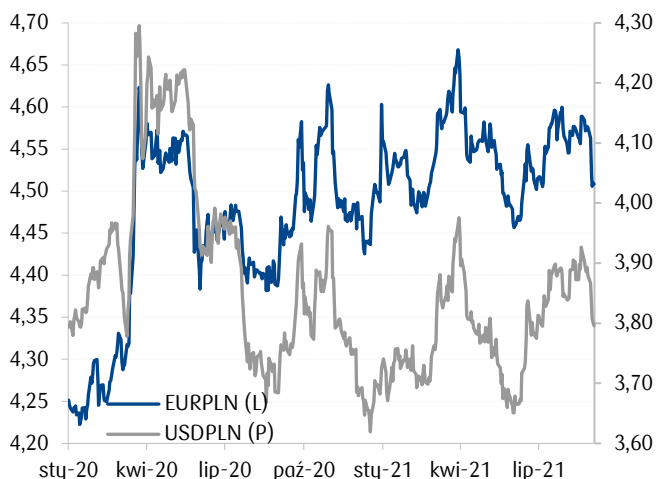
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, ECDC, PKO Bank Polski.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

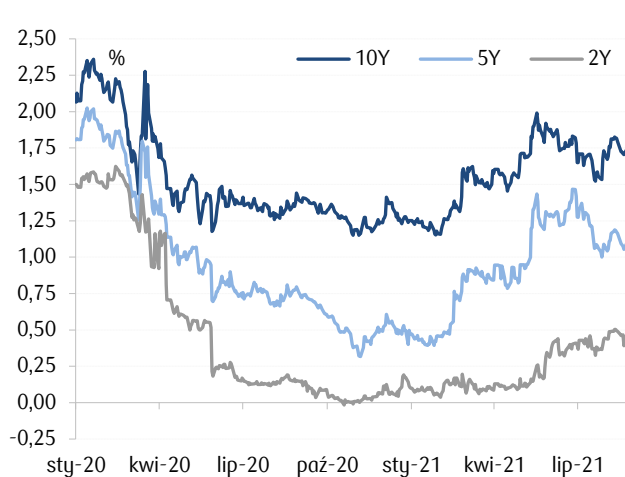
		Wartość	Δ (% , pb)*				
		2021-09-03	Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,5085	0,0	-1,5	-1,4	0,9	4,6
	USDPLN	3,7947	-0,1	-2,3	-2,4	0,2	1,8
	CHFPLN	4,1542	-0,1	-2,3	-2,2	0,4	8,6
	GBPPLN	5,2634	0,1	-1,4	-2,4	5,3	10,0
	EURUSD	1,1881	0,1	0,8	1,0	0,7	2,8
	EURCHF	1,0853	0,0	0,8	0,9	0,5	-3,7
	GBPUSD	1,3872	0,3	0,9	0,0	5,0	8,1
	USDJPY	109,67	-0,3	-0,3	-0,6	3,1	-1,5
	EURCZK	25,35	-0,2	-0,6	-0,3	-4,3	-1,6
	EURHUF	347,38	-0,3	-0,5	-1,8	-3,9	6,1
<b>Obligacje</b>	PL2Y	0,60	5	15	11	48	-102
	PL5Y	1,37	6	20	20	63	-119
	PL10Y	2,01	6	20	19	60	-121
	DE2Y	-0,71	1	3	4	-1	-11
	DE5Y	-0,67	2	3	6	2	-42
	DE10Y	-0,36	2	6	9	12	-72
	US2Y	0,21	-1	-1	0	6	-245
	US5Y	0,79	1	-2	2	48	-199
US10Y	1,32	3	1	3	60	-158	
<b>Akcje</b>	WIG	71 177,3	-0,4	2,0	4,1	40,9	19,8
	WIG20	2 380,8	-0,5	2,5	4,7	35,4	2,6
	S&P500	4 535,4	0,0	0,6	2,2	32,3	56,6
	NASDAQ100	15 652,9	0,3	1,4	3,6	34,7	105,4
	Shanghai Composite	3 581,7	-0,4	1,7	3,6	6,7	30,2
	Nikkei**	29 646,8	3,9	7,3	6,6	27,8	30,6
	DAX	15 781,2	-0,4	-0,4	0,1	22,9	29,2
	VIX	16,41	0,0	0,1	1,6	-46,6	24,7
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	72,7	-0,6	0,0	2,9	70,6	-7,3
	Ropa WTI	69,4	-1,0	0,8	1,6	74,4	-0,7
	Złoto	1833,8	1,2	1,4	4,0	-4,6	53,8

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

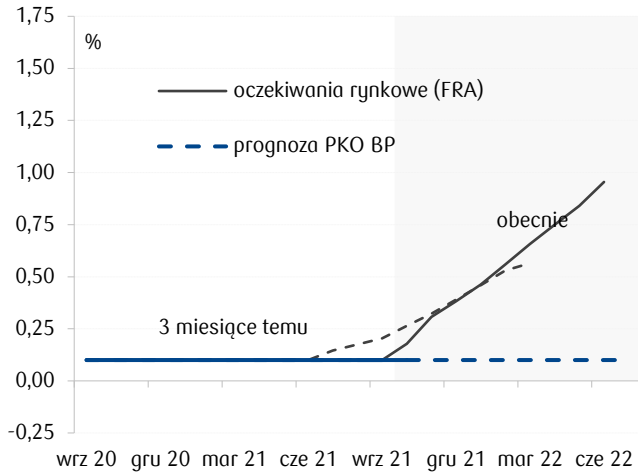
### Notowania złotego wobec głównych walut



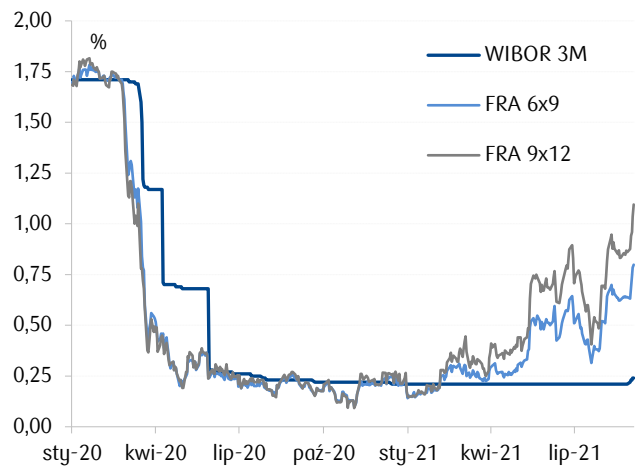
### Rentowności polskich obligacji skarbowych



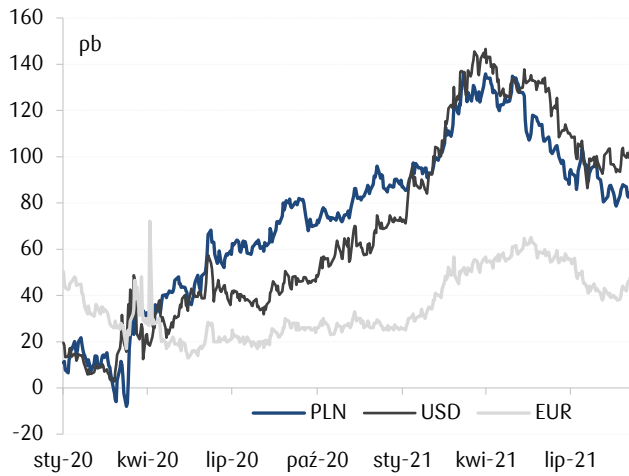
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



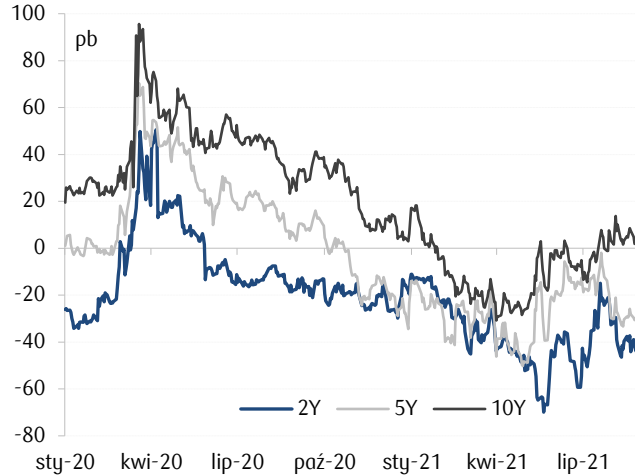
Krótkoterminowe stopy procentowe



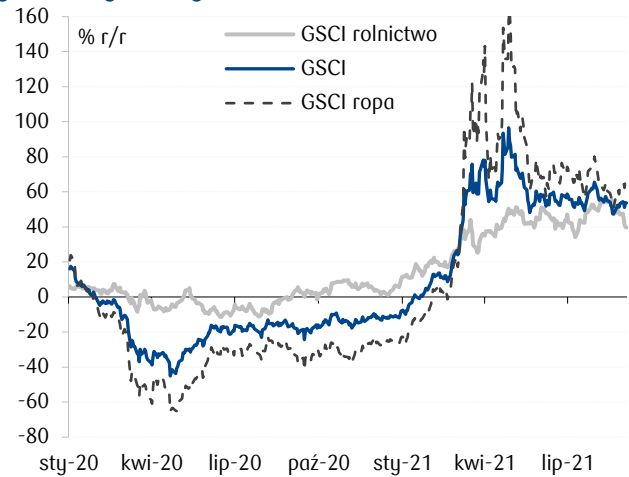
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



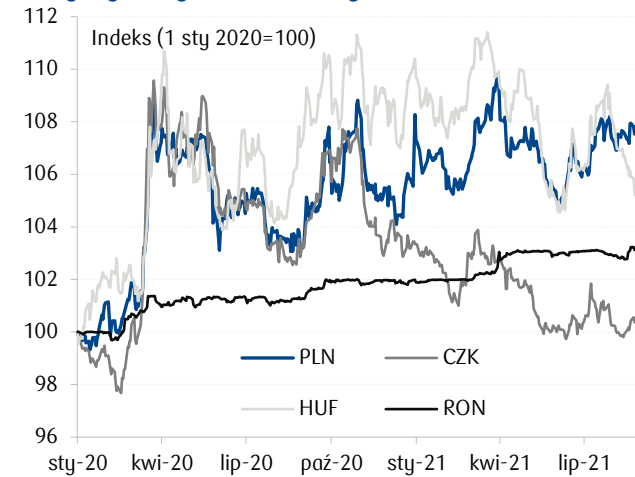
Spread asset swap dla PLN



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: [DAE@pkobp.pl](mailto:DAE@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

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

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

Marta Petka-Zagajewska (kierownik)	<a href="mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl">marta.petka-zagajewska@pkobp.pl</a>	22 521 67 97
dr Marcin Czaplicki, CFA	<a href="mailto:marcin.czaplicki@pkobp.pl">marcin.czaplicki@pkobp.pl</a>	22 521 54 50
Urszula Kryńska	<a href="mailto:urszula.krynska@pkobp.pl">urszula.krynska@pkobp.pl</a>	22 521 51 32
Kamil Pastor	<a href="mailto:kamil.pastor@pkobp.pl">kamil.pastor@pkobp.pl</a>	22 521 81 08
dr Michał Rot	<a href="mailto:michal.rot@pkobp.pl">michal.rot@pkobp.pl</a>	22 580 34 22

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

Nasze analizy znajdziesz również na platformie Twitter oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:

 [@PKO\\_Research](https://twitter.com/PKO_Research)



Bank Polski

Centrum  
Analiz

**Materiał zatwierdził(a):** Piotr Bujak

### 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.