

MAKROskop Lite

Jeszcze więcej niepewności

■ Ogłoszony przez Donalda Trumpa na początku kwietnia nowy pakiet ceł, nazywanych „wzajemnymi”, oznaczający wzrost amerykańskiego protekcjonizmu handlowego do poziomu najwyższego od ponad stu lat, wygenerował dodatkową niepewność dot. perspektyw gospodarczych. Destabilizacja na rynkach finansowych, która nastąpiła w reakcji na te wydarzenia, odzwierciedlała wzrost obaw o spowolnienie gospodarki światowej i ryzyko recesji w USA, ale też trudność w ocenie dalszych możliwych scenariuszy. Najnowsza decyzja USA o zawieszeniu ceł wzajemnych na 90 dni dla wszystkich z wyjątkiem Chin przyniosła rynkowe odreagowanie, ale nie wyeliminowała niepewności. Przeciwnie – jest potwierdzeniem, że warunki prowadzenia biznesu i handlu mogą się drastycznie zmienić w każdej chwili. Administracja amerykańska sugeruje przestrzeń do negocjacji, ale nie jest jasne czy w ogóle będzie możliwe przywrócenie stawek celnych niższych niż 10% określanych jako taryfa bazowa. Eskalacja wojny handlowej z Chinami sama w sobie również niesie ryzyka, m.in. poważnych zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw i napięć geopolitycznych.

■ Zgodnie z tym, co pisaliśmy w [marcowym MAKROskopie](#), wzrost protekcjonizmu handlowego to negatywny szok podaży, który generuje ryzyko w dół dla wzrostu gospodarczego. Negatywne skutki będą zapewne najbardziej bolesne dla USA, w Europie powinny być przynajmniej częściowo tagodzone zapowiedzianą już wcześniej ekspansją fiskalną, a polska gospodarka będzie nimi dotknięta głównie pośrednio, ze względu na małą wagę USA w eksporcie i ujemny bilans w handlu z tym krajem. Na razie **podtrzymujemy naszą prognozę PKB na poziomie 3,4% w br.** ze świadomością przesuwania się bilansu ryzyk w dół.

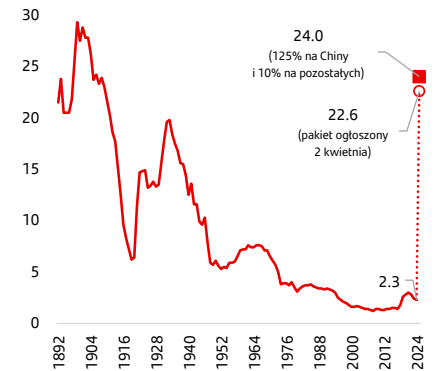
■ Skutki dla scenariusza inflacyjnego są również obciążone niepewnością i będą zależały nie tylko od skali nałożonych przez UE ceł odwetowych, ale też zachowania rynków walutowych i surowcowych. Wg naszych szacunków wpływ na CPI wyższych ceł w UE na towary z USA byłby znikomy i może zostać z namiarą skompensowany efektem tańszych surowców (dyskontujących ryzyko globalnego spowolnienia) i tańszych towarów importowanych z innych krajów, które nie trafiają na rynek amerykański. **Ryzyka dla ścieżki inflacji wydają się więc wychylone w dół.**

■ W tym kontekście, nieoczekiwany gotębi zwrot w retoryce banku centralnego, który dokonał się na kwietniowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej, wygląda na dobrze osadzony w czasie. Od dawna obstawialiśmy wznowienie obniżek stóp procentowych w tym roku, z lipcem jako najbardziej prawdopodobnym terminem pierwszej decyzji, na co wskazywały sygnały z RPP. Biorąc pod uwagę najnowsze wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego, rosnące ryzyka dla aktywności gospodarczej i poprawiające się perspektywy inflacji, **obstawiamy obniżkę stóp procentowych o 50pb w maju i o kolejne 25pb w lipcu, a w 2026 r. widzimy przestrzeń do redukcji stóp o kolejne 100pb.** Ta przestrzeń mogłaby się powiększyć w przypadku wzrostu ryzyka mocnego spowolnienia w globalnym przemyśle i wyraźnego skrótu w stronę łagodniejszej polityki pieniężnej również ze strony EBC. Gdyby kolejne publikacje krajowych danych okazały się wyraźnie lepsze od prognoz i/lub mocno przybrała na sile skala wyprzedaży złotego, mogłoby to przeważać szalę na rzecz rozpoczęcia obniżek w maju od ostrożniejszego ruchu, o 25pb.

■ W pierwszym tygodniu kwietnia złoty był w czołówce najszybciej słabnących walut z rynków rozwijających się, na co złożyła się ogólna awersja do ryzyka i skokowy wzrost oczekiwań na obniżki stóp NBP. Kurs EURPLN wrócił w pobliżu 4,30, tj. do poziomów sprzed inauguracji Donalda Trumpa, rosnąc o ok. 3% w ciągu trzech dni roboczych. **W naszej ocenie oczekiwania na szybsze i głębsze obniżki stóp procentowych, niepewność co do polityki handlowej oraz zawirowania na światowych rynkach finansowych będą w najbliższych tygodniach wstrzymywać złotego przed wyraźnym umocnieniem.** Obecny układ, w którym złoty traci głównie do euro, a znacznie mniej do dolara (z powodu wzrostu EURUSD) jest korzystny dla krajowej gospodarki, dając ulgę eksporterom (rozliczającym się głównie w euro) i ograniczony impuls inflacyjny (import surowców głównie w dolarze).

■ Zmienność na rynku obligacji mocno wzrosła, a rentowności po głębokim spadku zaczęły odbijać w górę. Kierunek na najbliższe tygodnie nie jest oczywisty. Z jednej strony wysoka awersja do ryzyka i oczekiwania obniżek stóp mogą sprzyjać rynkom długu, ale z drugiej wycena skali tagodzenia monetarnego jest już bardzo agresywna (w naszej ocenie nadmierna), a uwaga inwestorów może się coraz bardziej kierować w stronę fiskalnych implikacji globalnego spowolnienia. W efekcie, **nie zakładamy pogłębienia ostatnich dotków na rentownościach obligacji w horyzoncie do końca półrocza.**

Przeciętna efektywna stawka celna USA, %



Źródło: Bloomberg, Santander

Ostatnio publikowane

Komentarze ekonomiczne:

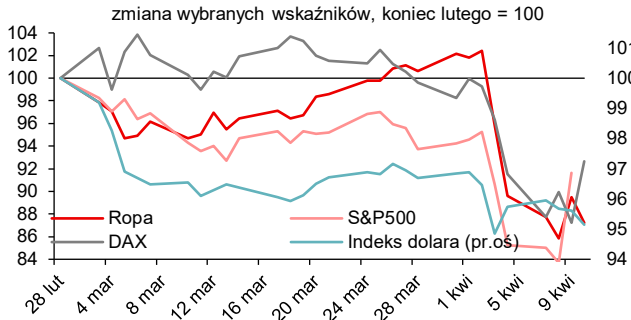
- [Cła na towary z USA nie byłyby groźne dla inflacji](#)
- [Pojawiła się przestrzeń do obniżek stóp](#)
- [Inflacja na skraju ptaskowyzu](#)
- [Kolejne rozczarowanie w sprzedaży detalicznej](#)
- [Z lutowych danych powiało chłodem](#)
- [Inflacja poniżej 5%, pomogła rewizja koszyka](#)
- [Dyskusja nt. obniżek się rozpoczęła, chociaż ton prezesa NBP wciąż jastrzębi](#)
- [Nowa projekcja nie przybliży obniżek stóp](#)

Departament Analiz Ekonomicznych:

a.l. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
 email: ekonomia@santander.pl
 www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
Piotr Bielski 691 393 119
Bartosz Białas 517 881 807
Marcin Luziński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

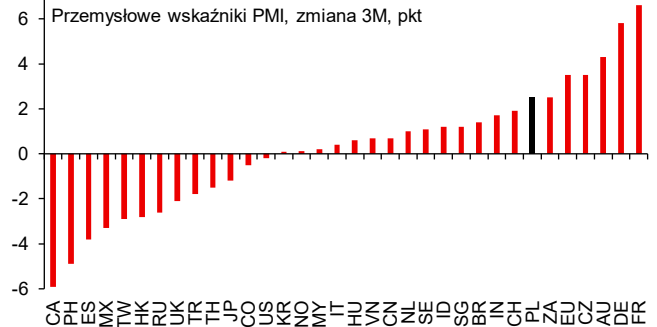
Gospodarka na wykresach

Zmiany w polityce celnej USA wywołały obawy o wzrost w tym kraju i na świecie, i uruchomiły silną awersję do ryzyka



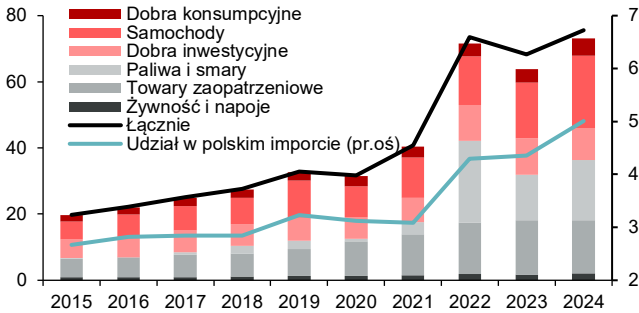
Źródło: Bloomberg, Santander

Mimo niepewności związanej z działaniami Donalda Trumpa I kw. uptyłnął pod znakiem poprawy nastrojów w europejskim przemyśle



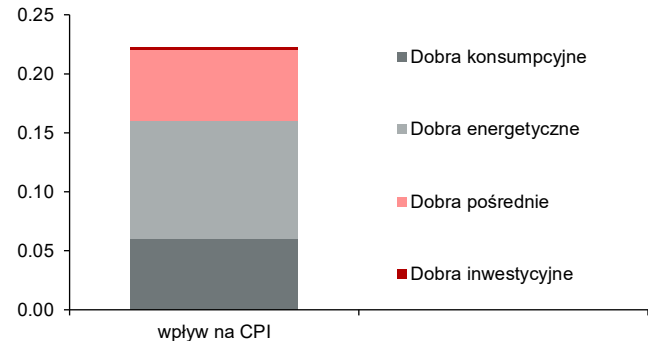
Źródło: S&P Global, Santander

Z USA pochodzi 5% polskiego importu towarów, to przede wszystkim samochody, ale też m.in. surowce energetyczne, za to w małym stopniu dobra konsumpcyjne



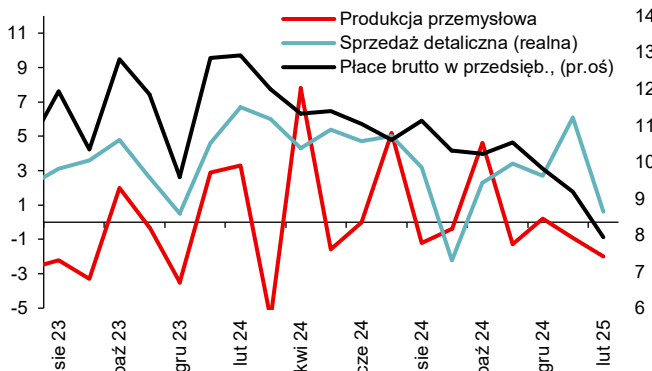
Źródło: GUS, Santander

Szacujemy, że każde 10% dotożone przez UE do stawek celnych na towary z USA podbiłoby polską inflację o ok. 0,2pp



Źródło: Santander

Po gospodarczo mocnym styczniu przyszedł słaby luty ...



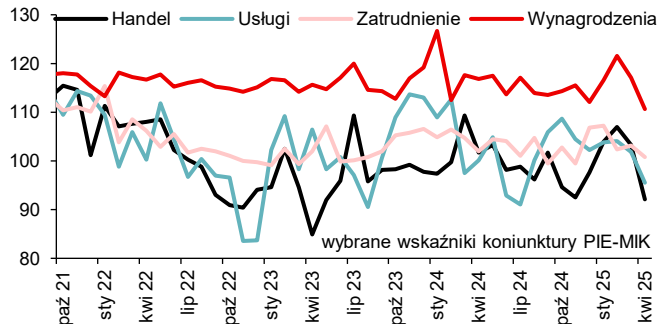
Źródło: GUS, Santander

...i wstrząsnął RPP. Rzeczywistość mocno odbiegła w I kw. od projekcji NBP

% r/r	IV kw. 2024	I kw. 2025	
	wynik	projekcja	wynik
Inflacja CPI	4.8	5.4	4.9
Infl. bazowa	4.1	4.0	3.6
CPI żywność	4.8	6.4	6.1
CPI energia	6.6	8.2	7.9

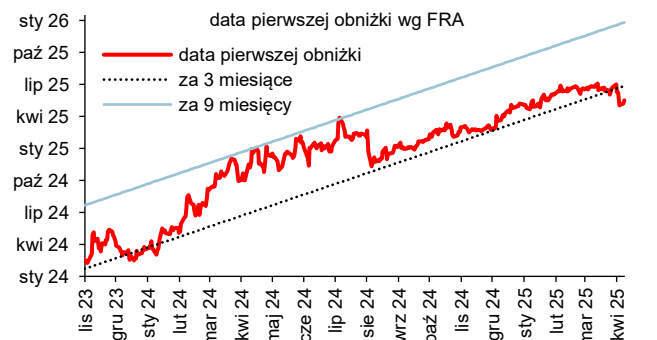
Źródło: GUS, NBP, Santander

Prezes NBP, który jeszcze niedawno mówił o braku argumentów za obniżką stóp, dat w kwietniu znać, że kolejny słaby zestaw miesięcznych danych może skłonić RPP do obniżki nawet o 50pb



Źródło: PIE, Santander

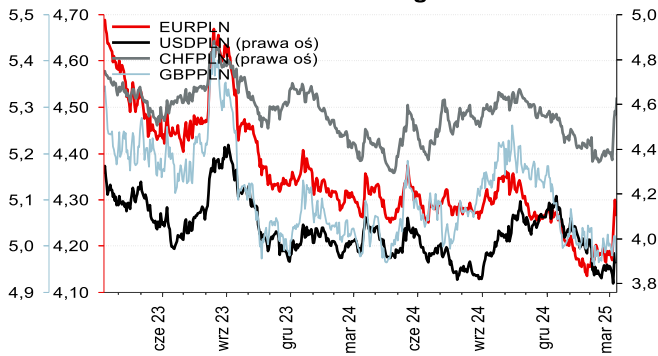
Piwot RPP i obawy o globalną destabilizację dały radykalną zmianę rynkowej wyceny skali i tempa dostarczania obniżek stóp w Polsce



Źródło: LSEG Datastream, Santander

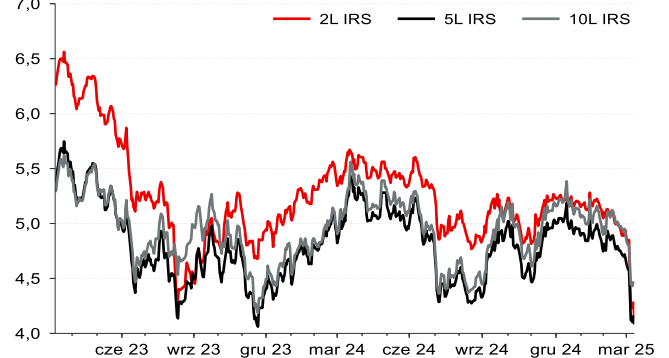
Rynek na wykresach

Notowania złotego



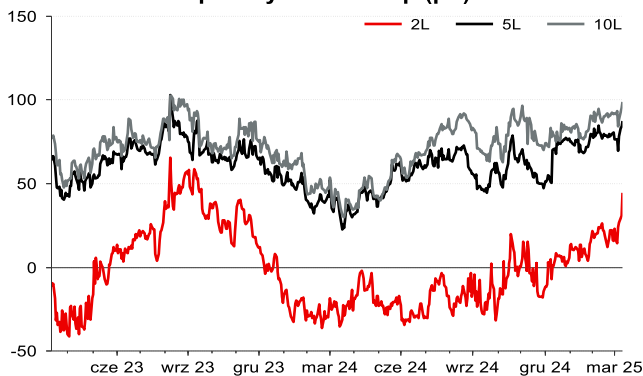
Source: LSEG Datastream, Santander

IRS (%)



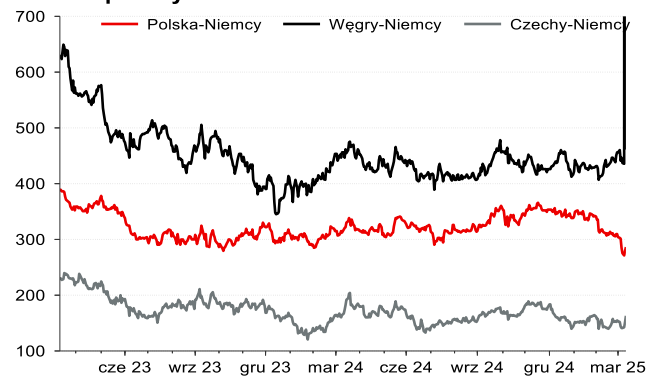
Source: LSEG Datastream, Santander

Spready asset swap (pb)



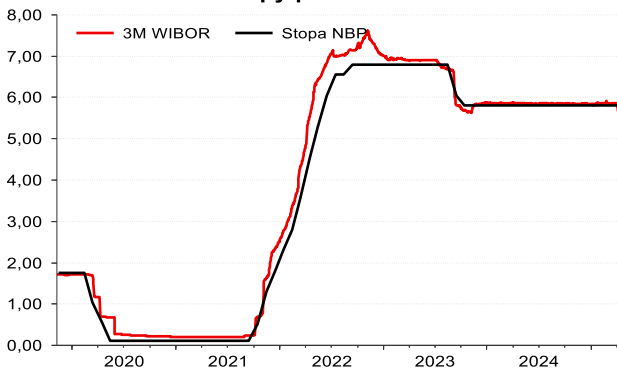
Source: LSEG Datastream, Santander

Spready 10-letnich rentowności do Bunda



Source: LSEG Datastream, Santander

Stopy procentowe



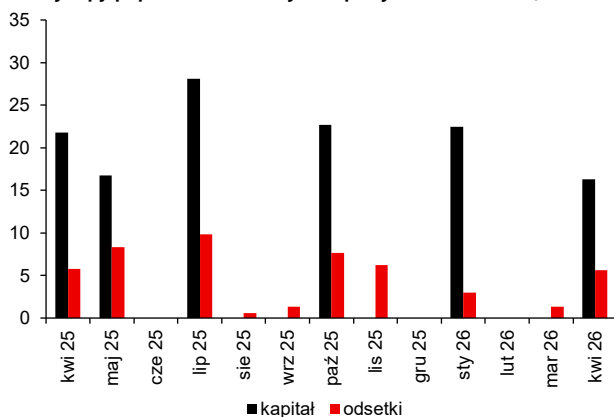
Source: LSEG Datastream, Santander

Rentowności polskich obligacji (%)



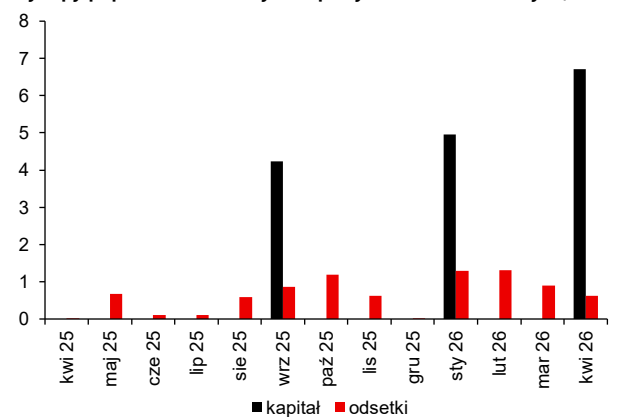
Source: LSEG Datastream, Santander

Wykupy papierów skarbowych i spłaty odsetek w PLN, mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Wykupy papierów skarbowych i spłaty odsetek walutowych, mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Kalendarz wydarzeń i publikacji

PONIEDZIAŁEK	WTOREK	ŚRODA	CZWARTEK	PIĄTEK
31 marca PL: Inflacja CPI (Mar) DE: Sprzedaż detaliczna (Lut) DE: Inflacja HICP (Mar)	1 kwietnia PL: PMI przemysł (Mar) DE: PMI przemysł – fin. (Mar) EZ: PMI przemysł – fin. (Mar) EZ: Inflacja HICP (Mar) CZ: PKB IV kw. US: ISM przemysł (Mar)	2 PL: Decyzja RPP ws. stóp proc. DE: PMI usługi – fin. (Mar) EZ: PMI usługi – fin. (Mar) US: Raport ADP (Mar) US: Zamówienia przemysłowe (Lut) US: Zamówienia dóbr trwałych (Lut)	3 DE: PMI usługi – fin. (Mar) EZ: PMI usługi – fin. (Mar) US: ISM usługi (Mar)	4 DE: Zamówienia przemysłowe (Lut) CZ: Inflacja CPI (Mar) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (Mar)
7 DE: Produkcja przemysłowa (Lut) DE: Eksport (Lut) EZ: Sprzedaż detaliczna (Lut)	8 HU: Inflacja CPI (Mar)	9 HU: Minutes MNB US: Minutes FOMC	10 CZ: Inflacja CPI – fin. (Mar) US: Inflacja CPI (Mar)	11 PL: Bilans płatniczy (Lut) DE: Inflacja HICP – fin. (Mar) US: PPI (Mar) US: Wsk. Michigan (Kwi)
14 Brak publikacji	15 PL: Inflacja CPI – fin. (Mar) DE: Wsk. ZEW (Kwi) EZ: Produkcja przemysłowa (Lut)	16 PL: Inflacja bazowa (Mar) EZ: Inflacja HICP – fin. (Mar) US: Sprzedaż detaliczna (Mar) US: Produkcja przemysłowa (Mar)	17 EZ: Decyzja ECB ws. stóp proc. US: Rozpoczęte budowy (Mar) US: Pozwolenia na budowę (Mar)	18 Brak publikacji
21 Brak publikacji	22 PL: Płace (Mar) PL: Zatrudnienie (Mar) PL: Produkcja przemysłowa (Mar) PL: Produkcja budowlana (Mar) PL: PPI (Mar)	23 PL: Sprzedaż detaliczna (Mar) PL: Podaż pieniądza (Mar) DE: PMI przemysł (Kwi) DE: PMI usługi (Kwi) EZ: PMI przemysł (Kwi) EZ: PMI usługi (Kwi) US: Sprzedaż domów (Mar) US: Pozwolenia na budowę – fin. (Mar)	24 PL: Koniunktura konsumencka (Kwi) PL: Stopa bezrobocia (Mar) US: Zamówienia dóbr trwałych (Mar)	25 US: Wsk. Michigan – fin. (Kwi)
28 Brak publikacji	29 EZ: Wsk. ESI (Kwi) HU: Decyzja MNB ws. stóp proc. US: Wsk. Conf. Board (Kwi)	30 PL: Inflacja CPI (Kwi) CZ: PKB I kw. DE: PKB I kw. EZ: PKB I kw. DE: Inflacja HICP (Kwi) US: PKB I kw. US: Dochody osobiste (Mar) US: Wydatki osobiste (Mar) US: Inflacja PCE (Mar) US: Niezakończona sprzedaż domów (Mar)	1 maja US: ISM przemysł (Kwi)	2 PL: PMI przemysł (Kwi) DE: PMI przemysł – fin. (Kwi) EZ: PMI przemysł – fin. (Kwi) EZ: Inflacja HICP (Kwi) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (Kwi) US: Zamówienia przemysłowe (Mar) US: Zamówienia dóbr trwałych (Mar)

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2025 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Decyzja EBC	30		6	17		5	24		11	30		18
Decyzja Fed	29		19		7	18	30		17	29		10
Decyzja RPP	16	5	12	2	7	4	2		3	8	5	3
Minutes RPP	20	7	14	4	9	6	4	28		10	7	5
Szybki szacunek PKB*		13			15			13			13	
PKB*		27				2		1				1
Inflacja CPI	15	14	14	15	15	13	15	14	15	15	14	15
Inflacja bazowa	16		17	16	16	16						
Ceny producenta	22	20	20	22	21	23	21	21	18	20	24	18
Produkcja przemysłowa	22	20	20	22	21	23	21	21	18	20	24	18
Sprzedaż detaliczna	23	24	24	23	26	24	22	25	22	22	25	22
Płace brutto, zatrudnienie	22	20	20	22	21	23	21	21	18	20	24	18
Handel zagraniczny	14	14	14	14	15	13	15	14	15	14	14	15
Bilans płatniczy*			31			30						
Bilans płatniczy	13	13	17	11	14	13	14					
Podaż pieniądza	24	24	24	23	23	24	22					

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów * dane kwartalne

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25	mar 25	kwi 25
PMI	pkt.	48.0	45.9	45.0	45.0	47.3	47.8	48.6	49.2	48.9	48.2	48.8	50.6	50.7	50.9
Produkcja przemysłowa	% r/r	-5.6	7.8	-1.6	0.0	5.2	-1.2	-0.4	4.6	-1.3	0.2	-0.9	-2.0	2.9	2.1
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-13.4	-2.0	-6.5	-9.0	-1.3	-9.6	-9.0	-9.6	-9.3	-8.0	4.2	0.0	5.7	-1.2
Sprzedaż detaliczna (ceny bieżące)	% r/r	6.1	4.1	5.0	4.4	4.4	2.6	-3.0	1.3	3.1	1.9	4.9	-0.5	-0.9	-0.8
Stopa bezrobocia	%	5.3	5.1	5.0	4.9	5.0	5.0	5.0	4.9	5.0	5.1	5.4	5.4	5.3	5.2
Płace brutto w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	12.0	11.3	11.4	11.0	10.6	11.1	10.3	10.2	10.5	9.8	9.2	7.9	8.4	8.4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-0.2	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.6	-0.9	-0.9	-0.9	-1.0
Eksport (w euro)	% r/r	-8.6	8.3	-5.3	-6.6	5.8	-2.3	1.5	2.6	-2.6	0.4	-0.9	-3.3	5.1	3.4
Import (w euro)	% r/r	-6.5	6.0	1.4	1.9	9.7	5.5	5.6	6.2	-0.8	3.4	8.9	4.5	8.6	6.6
Bilans handlowy	mln EUR	293	745	-1,098	-533	-1,167	-2,108	-554	-302	-900	-1,962	-1,506	-2,062	-704	-135
Rachunek bieżący	mln EUR	1,293	922	-468	-142	-491	-2,276	-1,160	1,510	313	-1,119	-168	-636	260	-190
Rachunek bieżący	% PKB	1.6	1.7	1.6	1.3	1.3	0.9	0.5	0.4	0.3	0.2	0.0	-0.3	-0.4	-0.5
Inflacja (CPI)	% r/r	2.0	2.4	2.5	2.6	4.2	4.3	4.9	5.0	4.7	4.7	4.9	4.9	4.9	4.2
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	4.6	4.1	3.8	3.6	3.8	3.7	4.3	4.1	4.3	4.0	3.7	3.6	3.5	3.5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-9.9	-8.5	-7.0	-5.8	-5.1	-5.5	-6.2	-5.1	-3.8	-2.7	-1.0	-1.3	-0.9	-0.7
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	6.6	7.4	8.0	8.4	8.3	7.8	6.5	7.8	8.7	9.3	9.4	9.1	10.1	9.3
Zobowiązania	% r/r	7.4	7.8	8.6	8.6	8.4	7.6	5.9	7.3	8.0	8.7	9.1	8.8	9.4	9.1
Należności	% r/r	0.3	1.1	1.7	2.7	2.6	3.8	2.9	4.5	5.7	5.0	4.7	5.2	4.2	4.9
EUR/PLN	PLN	4.31	4.30	4.28	4.32	4.28	4.29	4.28	4.32	4.33	4.27	4.25	4.17	4.18	4.28
USD/PLN	PLN	3.96	4.01	3.96	4.02	3.95	3.90	3.85	3.96	4.08	4.08	4.10	4.01	3.87	3.95
CHF/PLN	PLN	4.46	4.41	4.36	4.49	4.42	4.54	4.55	4.60	4.63	4.57	4.51	4.43	4.38	4.47
Stopa referencyjna *	%	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75
WIBOR 3M	%	5.86	5.86	5.86	5.85	5.86	5.85	5.85	5.85	5.85	5.85	5.85	5.87	5.85	5.74
Rentowność obligacji 2L	%	5.14	5.29	5.36	5.19	5.12	4.84	4.71	4.93	4.96	5.07	5.24	5.27	5.21	4.71
Rentowność obligacji 5L	%	5.29	5.53	5.55	5.58	5.56	5.09	5.04	5.31	5.33	5.40	5.69	5.63	5.59	5.08
Rentowność obligacji 10L	%	5.42	5.67	5.69	5.73	5.69	5.31	5.34	5.64	5.69	5.78	5.97	5.87	5.91	5.50

Źródło: GUS, NBP, MF, Santander Bank Polska; * wartość na koniec okresu;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
PKB	mld PLN	3,100.9	3,401.6	3,617.4	3,874.7	835.8	863.3	905.0	1,013.4	890.1	925.6	968.1	1,090.9
PKB	% r/r	5.3	0.1	2.9	3.4	2.1	3.2	2.7	3.2	3.1	3.3	3.4	3.9
Popyt krajowy	% r/r	4.8	-3.1	4.1	4.9	2.3	4.8	4.4	4.8	4.6	4.4	5.2	5.5
Spożycie indywidualne	% r/r	5.4	-0.3	3.1	2.9	4.4	4.6	0.3	3.5	2.5	2.5	3.0	3.5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	1.7	12.6	1.5	6.7	1.9	3.2	0.1	1.3	2.0	4.0	8.0	9.5
Produkcja przemysłowa	% r/r	10.4	-2.1	1.1	2.7	-0.1	2.0	1.1	1.4	0.1	2.7	3.9	4.3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	7.7	4.8	-7.6	3.8	-8.6	-6.0	-6.8	-8.8	3.4	2.7	5.0	3.7
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	5.5	-3.6	3.2	1.9	5.0	4.5	1.3	2.2	0.9	-0.8	2.7	4.5
Stopa bezrobocia *	%	5.2	5.1	5.1	5.0	5.3	4.9	5.0	5.1	5.3	5.0	4.9	5.0
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	12.1	12.8	13.7	7.9	14.4	14.7	13.4	12.4	8.6	8.3	7.4	7.3
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2.0	0.6	0.2	-0.2	0.2	0.1	0.3	0.1	-0.4	-0.4	-0.1	0.1
Eksport (w euro)	% r/r	23.0	3.5	-1.0	3.4	-3.6	-1.5	1.1	0.0	0.5	3.1	3.9	6.1
Import (w euro)	% r/r	27.7	-4.5	2.2	7.6	-3.3	2.6	6.9	2.8	8.3	6.7	6.5	9.0
Bilans handlowy	mIn EUR	-22,019	4,738	-5,996	-20,410	2,061	-649	-4,244	-3,164	-4,272	-3,650	-6,625	-5,863
Rachunek bieżący	mIn EUR	-14,872	13,485	1,495	-12,286	4,567	501	-4,277	704	-544	-3,138	-5,093	-3,512
Rachunek bieżący	% PKB	-2.2	1.8	0.2	-1.3	1.6	1.3	0.5	0.2	-0.4	-0.8	-0.9	-1.3
Wynik general government	% PKB	-3.4	-5.3	-6.6	-6.1	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	14.3	11.6	3.6	3.9	2.9	2.5	4.5	4.8	4.9	4.2	3.1	3.3
Inflacja (CPI) *	% r/r	16.6	6.2	4.7	3.5	2.0	2.6	4.9	4.7	4.9	4.2	3.2	3.5
Inflacja bazowa po wył cen żywności i energii	% r/r	9.1	10.2	4.3	3.6	5.4	3.8	3.9	4.1	3.6	3.7	3.5	3.6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	22.4	2.8	-6.7	-0.5	-10.2	-7.1	-5.6	-3.9	-1.1	-0.7	-0.1	0.0
Podaż pieniądza (M3) *	% r/r	5.4	8.5	9.3	6.0	6.6	8.4	6.5	9.3	10.1	8.4	7.8	6.0
Zobowiązania *	% r/r	o	9.8	8.7	5.8	7.4	8.6	5.9	8.7	9.4	8.7	8.5	5.8
Należności *	% r/r	1.4	0.0	5.0	4.8	0.3	2.7	2.9	5.0	4.2	3.9	4.7	4.8
EUR/PLN	PLN	4.69	4.54	4.31	4.25	4.33	4.30	4.28	4.31	4.20	4.29	4.25	4.25
USD/PLN	PLN	4.46	4.20	3.98	3.92	3.99	4.00	3.90	4.04	3.99	3.95	3.88	3.85
CHF/PLN	PLN	4.67	4.68	4.52	4.37	4.57	4.42	4.50	4.60	4.44	4.44	4.31	4.27
Stopa referencyjna *	%	6.75	5.75	5.75	5.00	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.25	5.00	5.00
WIBOR 3M	%	6.02	6.52	5.86	5.44	5.86	5.86	5.85	5.85	5.86	5.52	5.24	5.15
Rentowność obligacji 2L	%	6.35	5.67	5.05	4.81	5.05	5.28	4.89	4.99	5.24	4.63	4.78	4.59
Rentowność obligacji 5L	%	6.36	5.66	5.33	5.16	5.19	5.55	5.23	5.34	5.63	5.09	5.13	4.80
Rentowność obligacji 10L	%	6.10	5.83	5.55	5.55	5.36	5.70	5.45	5.70	5.92	5.53	5.50	5.25

Źródło: GUS NBP MF Santander; * wartość na koniec okresu

Niniejsze opracowanie oparte na informacjach dostępnych do 10.04.2025 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

Email: ekonomia@santander.pl Serwis ekonomiczny w internecie: <https://www.santander.pl/serwis-ekonomiczny>

Piotr Bielski	– Dyrektor	691 393 119
Bartosz Białas	– Ekonomista	517 881 807
Marcin Luziński	– Ekonomista	510 027 662
Grzegorz Ogonek	– Ekonomista	609 224 857



Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych. W sprawie dodatkowych informacji dostępnych na życzenie prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A. Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl