

Kolejna wojna

- **Rozpoczęta w weekend interwencja zbrojna Stanów Zjednoczonych i Izraela w Iranie znalazła się w centrum zainteresowania rynków finansowych.** Jej efektem jest wzrost niepewności i przepływ kapitału w kierunku walut i aktywów bezpiecznych, w tym obligacji skarbowych, złota i dolara. Potwierdza to pierwsza reakcja rynków podczas sesji azjatyckiej. Główne indeksy giełdowe w Azji obniżyły się o blisko 2%, rentowności obligacji skarbowych zniżkowały o niecałe 5 pb., a kurs EURUSD spadł o blisko 0,5 centa do 1,1750. Podczas sesji europejskiej można spodziewać się zmian notowań w podobnym kierunku. Wzrost napięcia geopolitycznego na Bliskim Wschodzie widać szczególnie na rynku surowcowym, gdzie doszło do skokowego wzrostu ceny złota do niemal 5400 USD/troz. W związku z podwyższonym ryzykiem regionalnych zakłóceń podaży ropa Brent zdrożała o 7% do 78 USD/b, notowania gazu TTF też mogą znacznie wzrosnąć.
- Choć w tym tygodniu w centrum uwagi będą wydarzenia geopolityczne, to sporo wydarzy się też w „tradycyjnym” makro. W kraju dziś poznamy **przetwórczy PMI za luty**. Oczekujemy wzrostu w pobliżu 50 pkt. Poza tym poznamy **szczegółowe dane dotyczące wzrostu PKB w 4q25**.
- **RPP w środę zapozna się z marcową projekcją**, która najprawdopodobniej znacząco obniży ścieżkę CPI względem projekcji listopadowej. **Naszym zdaniem Rada powróci do obniżek stóp (-25pb)**, a poza projekcją skłonią ją do tego m.in. styczniowe dane o płacach. Wydarzenia w Iranie, stanowiące czynnik ryzyka dla cen paliw, wg nas nie zatrzymają obniżki stóp.
- **W USA uwaga skupi się na rynku pracy (pt.)**. Zatrudnienie wg NFP w styczniu wzrosło o 130 tys., w lutym - wg nas - o 120 tys. Solidny wynik zatrudnienia przy podwyższonej inflacji CPI ostatecznie przekreśliłby szanse na złagodzenie polityki pieniężnej Fed na posiedzeniu w marcu.
- **W Europie najciekawsze mogą być wstępne dane o inflacji HICP w lutym (wt.)**, która najpewniej pozostała na poziomie 1,7% r/r przy stabilizacji inflacji bazowej na poziomie 2,2% r/r. W piątek poznamy kolejny odczyt wzrostu PKB w strefie euro w 4q25, który według wcześniejszych danych wyniósł 1,3% r/r.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl

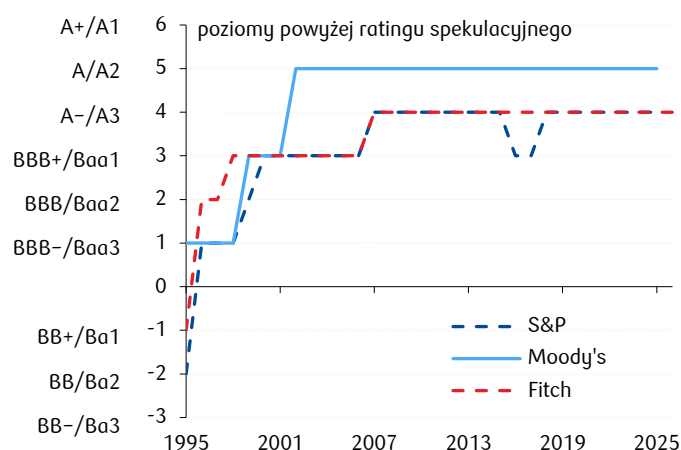
 @PKO_Research

centrumanaliz.pkobp.pl

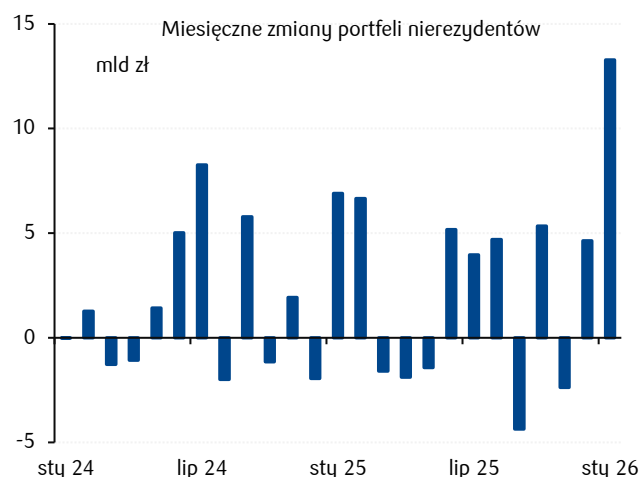
	Wartość 2026-02-27	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	126 787	-0,1
STOXX Europe 600	634	0,1
S&P500	6 879	-0,4
Waluty:		
EURPLN	4,22	0,0
USDPLN	3,57	-0,2
CHFPLN	4,64	0,6
EURUSD	1,18	0,1
Obligacje:		
PL2Y	3,51	1
PL5Y	4,25	-5
PL10Y	4,93	1
DE10Y	2,65	-5
US10Y	3,96	-6
Surowce:		
Ropa Brent	72	2,4
Złoto	5277	1,7

Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

Rating kredytowy Polski według Fitch pozostaje na stabilnym poziomie A- od 2007



Na polskim rynku długu inwestorzy zagraniczni kupili w styczniu obligacje skarbowe o rekordowej wartości 13,3 mld PLN



WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **USA/ISR/IRN:** W sobotę USA i Izrael zaatakowały Iran. Prezydent D.Trump wyjaśnił, że celem działań, które otrzymały nazwę „Epicka Furia” jest obrona narodu amerykańskiego poprzez eliminację bezpośrednich zagrożeń ze strony irańskiego reżimu. Podobnie atak wytłumaczył Izrael, nazywając go działaniem prewencyjnym. Premier Izraela B.Netanjahu i Prezydent USA D.Trump wezwali Irańczyków do podjęcia działań w celu obalenia reżimu. W wyniku ataków śmierć poniósł najwyższy przywódca Iranu Ali Chamenei oraz, wg relacji Amerykanów, ponad 40 liderów irańskiego reżimu. D.Trump ogłosił, że USA zatopiło 9 irańskich okrętów wojennych. Izrael, poza atakami na Iran, zaatakował także Hezbollah w Libanie.

Iran odpowiedział atakami odwetowymi w regionie, uderzając w państwa, w których znajdują się bazy wojskowe USA. Korpus Strażników Rewolucji Islamskiej poinformował o zamknięciu Cieśniny Ormuz dla ruchu statków. Przez cieśninę przepływa ok. 30% ropy transportowanej drogą morską. Według doniesień medialnych ruch przez cieśninę zostanie także przynajmniej czasowo wstrzymany ze względu na działania ubezpieczycieli, którzy mieli informować armatorów o anulacji polis i podniesieniu składek dla statków pływających w rejonie Zatoki Perskiej. Równolegle jemeńscy rebelianci Huti zapowiedzieli wznowienie ataków na morskie szlaki handlowe na Morzu Czerwonym, a Hezbollah wystrzelił rakietę na Izrael.

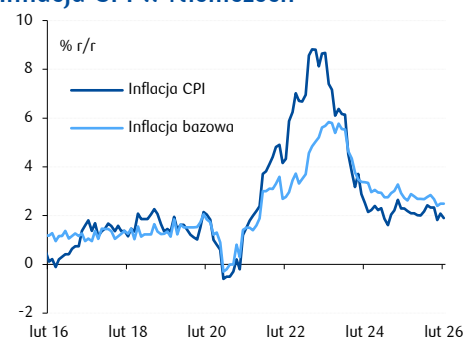
D.Trump powiedział, że działania USA mogą mieć zarówno charakter krótkoterminowy, jak i prowadzić do przejęcia kontroli nad Iranem, zależnie od rozwoju sytuacji. W niedzielę zapowiedział z kolei, że operacja przeciwko Iranowi może potrwać cztery tygodnie oraz poinformował, że Iran zwrócił się z prośbą o rozmowę, na którą przystał. Nie wiadomo kiedy i gdzie mogłoby do niej dojść.

Do ataku USA i Izraela doszło po nieskutecznych negocjacjach z Iranem, których celem było zagwarantowanie, że Iran zaprzestanie prac nad programem nuklearnym oraz nad rozwojem i produkcją rakiet balistycznych, przestanie wspierać finansowo zbrojne grupy militarne w regionie oraz zaprzestanie represji wobec opozycji. Przez ekspertów atak uznawany jest za naruszenie prawa międzynarodowego. Francja, Niemcy i Wlk. Brytania potępiły atak Iranu na region i zadeklarowały gotowość do obrony swoich interesów i sojuszników. W USA Demokraci podkreślają, że działania militarne podejmowane przez D.Trumpa (ponownie) nie zostały zatwierdzone przez Kongres i postulują ograniczenie prezydenckich prerogatyw w tym zakresie.

Głównym kanałem oddziaływania konfliktu na realną gospodarkę będą ceny surowców energetycznych, głównie ropy i gazu. W Europie, cieszącej się zaawansowanym trendem dezinflacyjnym, przejściowy wzrost cen paliw nie będzie miał raczej większego znaczenia dla polityki pieniężnej i gospodarki – nadal spodziewamy się polityki wait-and-see w przypadku EBC i jeszcze dwóch obniżek stóp o 25pb w przypadku NBP. W USA ewentualny wzrost cen ropy będzie częściowo niwelowany przez umocnienie dolara, ale wydarzenia wzmacniają według nas prawdopodobieństwo, że w najbliższym czasie Fed nadal będzie się wstrzymywał z obniżkami stóp procentowych. Przedłużanie się konfliktu i – co najważniejsze – blokady cieśniny Ormuz, lub wręcz eskalacja działań zbrojnych będą zwiększać koszty gospodarcze, w postaci wyższej globalnej inflacji i słabszego wzrostu gospodarczego, zwłaszcza dla importerów netto surowców energetycznych, takich jak Europa.

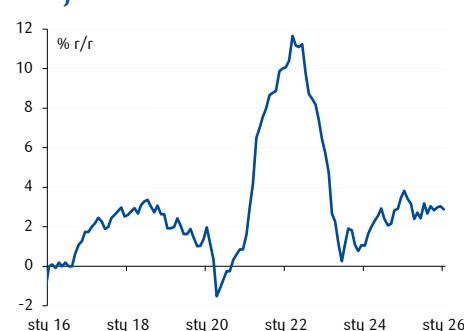
- **GER:** Według wstępnych danych inflacja CPI w lutym obniżyła się do 1,9% r/r z 2,1% r/r w styczniu, a odczyt był niższy od oczekiwań (kons.: 2,0% r/r). Inflacja bazowa wyniosła 2,5% r/r, tak jak miesiąc wcześniej. Bez zmian pozostała także inflacja usługowa (3,2% r/r), zaś ceny dóbr rosły w wolniejszym tempie niż poprzednio (0,8% r/r vs 1,0% r/r w styczniu). W szczególności niższa była inflacja cen żywności (1,1% r/r vs 2,1% r/r), a także pogłębiła się deflacja cen energii (–1,9% r/r vs –1,7% r/r). W ujęciu miesięcznym indeks CPI wzrósł o 0,2%. Inflacja HICP również była niższa od oczekiwań i wyniosła 2,0% r/r wobec 2,1% r/r miesiąc wcześniej (kons.: 2,1% r/r). Dane z Niemiec mogłyby sprzyjać oczekiwaniom niższej inflacji

Inflacja CPI w Niemczech



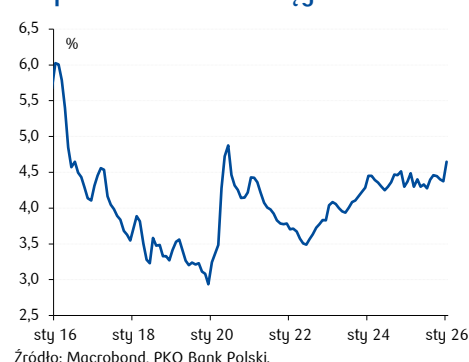
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja PPI w USA



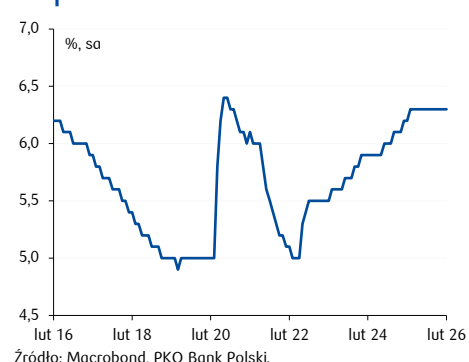
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Stopa bezrobocia na Węgrzech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Stopa bezrobocia w Niemczech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

HICP w strefie euro (wt.), ale w przeciwną stronę (w górę) zaskoczyły dane z Francji i Hiszpanii. W pierwszym przypadku inflacja wzrosła silniej od oczekiwań, do 1,0% r/r z 0,3% r/r (oczekiwano 0,8% r/r). W drugim, inflacja utrzymała się na niezmiennym poziomie (2,3% r/r), podczas gdy oczekiwano jej spadku (do 2,2% r/r).

- **USA:** Inflacja PPI w styczniu obniżyła się do 2,9% r/r z 3,0% r/r w grudniu, a rynkowe oczekiwania zakładały silniejszy spadek (kons.: 2,6% r/r). W ujęciu miesięcznym ceny producentów wzrosły o 0,5% (sa). Jednocześnie inflacja bazowa PPI (po wyłączeniu cen żywności, energii i handlu) wyniosła 3,4% r/r wobec 3,5% r/r miesiąc wcześniej. Procesy cenowe po stronie producentów nie zwiastują szybkiego hamowania inflacji CPI, która pozostaje podwyższona.
- **HUN:** Stopa bezrobocia rejestrowanego wśród osób w wieku 15-74 w styczniu wzrosła do 4,6% z 4,4% w grudniu, choć oczekiwano jej stabilizacji. Liczba osób bezrobotnych wzrosła o 13 tys. do 4,608 mln. Liczba osób w wieku 15-74 zmniejszyła się o około 5 tys. m/m, zaś liczba osób aktywnych zawodowo jedynie o 1,9 tys. m/m. Zatrudnienie spadło o 15 tys. m/m i było o 1,6% niższe niż przed rokiem. Przeciętny czas szukania pracy przekracza 12 miesięcy.
- **GER:** Stopa bezrobocia rejestrowanego w lutym wyniosła 6,3% (sa), zgodnie z oczekiwaniami. Wskaźnik utrzymuje się na niezmiennym poziomie od marca 2025.

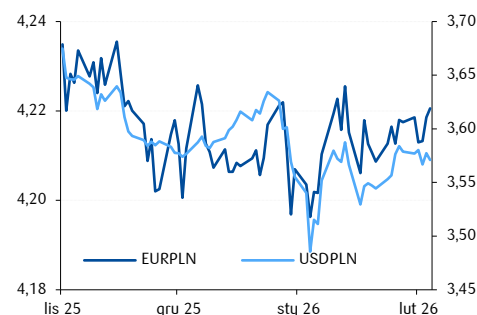
WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL:** Agencja Fitch utrzymała ocenę ratingową Polski na poziomie A-/F1 i nie zmieniła jej negatywnej perspektywy. Według agencji za potwierdzeniem oceny stoją duża, zróżnicowana i odporna gospodarka, korzyści wynikające z członkostwa Polski w UE, wiarygodna polityka pieniężna i kursowa oraz solidna pozycja zewnętrzna na tle krajów o analogicznej ocenie ratingowej. Czynniki te są równoważone przez wysoki deficyt fiskalny, szybko rosnący dług publiczny oraz niższy poziom dochodów. Negatywna perspektywa odzwierciedla ryzyko utrzymywania się wysokiego deficytu i dalszego wzrostu relacji długu do PKB przy braku wiarygodnego planu konsolidacji fiskalnej oraz w warunkach napięć politycznych, ograniczających skuteczność działań władz. Według prognoz agencji deficyt *general government* w 2025 wzrósł do 7,0% PKB, w 2026 prognozowany jest jego spadek do 6,5% PKB, a w 2027 do 6,2% PKB. Mediana deficytu dla krajów o podobnym poziomie ratingu wynosi 2,9% PKB. Agencja przewiduje wzrost relacji długu publicznego do ok. 70% PKB w 2027 z 59% PKB w 2025 oraz jej dalszy wzrost w średnim okresie. Prognozy fiskalne Fitch na najbliższe dwa lata są zbliżone do naszych oczekiwań. Obniżenie ratingu mogłoby nastąpić w przypadku spadku zaufania do zdolności władz do stabilizacji długu publicznego, słabszego wzrostu gospodarczego lub istotnego wzrostu kosztów finansowania. **Podwyższenie oceny lub perspektywy ratingu możliwe jest w przypadku wzrostu wiarygodności i skuteczności konsolidacji fiskalnej prowadzącej do stabilizacji relacji długu do PKB w średnim okresie.**
- **POL:** Pełnomocniczka rządu do spraw Instrumentu na rzecz Zwiększenia Bezpieczeństwa Europy (SAFE), M.Sobkowiak-Czarnecka poinformowała, że w ramach środków z SAFE 170 mld PLN trafi na projekty zbrojeniowe, 9,2 mld PLN na projekty związane z mobilnością i infrastrukturą, a 7,1 mld PLN na projekty związane z odpornością (policja, straż graniczna, służba ochrony państwa). W ramach środków na zbrojenia rząd planuje wydać odpowiednio 47,6 mld PLN na systemy artyleryjskie; 44,2 mld PLN na obronę przeciwlotniczą, przeciwrakietową oraz systemy antydronowe; 32,3 mld PLN na walkę naziemną i systemy wsparcia; 23,8 mld PLN na amunicję i pociski rakietowe; 13,6 mld PLN na strategiczny transport powietrzny oraz zasoby kosmiczne; 5,1 mld PLN na technologie; a 3,2 mld PLN na „bezpieczny Bałtyk”.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- Złoty w skali ubiegłego tygodnia był wyjątkowo stabilny wobec euro i dolara, a kursy EURPLN oraz USDPLN oscylowały w wąskich zakresach wokół poziomów odpowiednio 4,22 oraz 3,58. Początek nowego tygodnia, na skutek wybuchu konfliktu zbrojnego na Bliskim Wschodzie, przyniósł umiarkowane osłabienie złotego wobec dolara i franka szwajcarskiego. Kurs USDPLN wzrósł powyżej 3,60 a CHFPLN w pobliżu 4,68. Na bazowych rynkach FX kurs EURUSD spadł w pobliżu 1,1750 a EURCHF w pobliżu 0,9035.
- W bieżącym tygodniu kluczowym czynnikiem dla rynków będzie rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie. Ryzyko dalszej eskalacji działań militarnych oraz dłuższej blokady cieśniny Ormuz – co ze względu na poważne konsekwencje dla globalnego rynku energetycznego, wzmocniłoby awersję do ryzyka i sprzyjałoby przepływowi kapitału do bezpiecznych przystani, m.in. dolara oraz franka szwajcarskiego – oznacza że, w horyzoncie tygodnia widzimy istotne ryzyko osłabienia złotego. Wynikałoby on również z możliwej częściowej redukcji ekspozycji zagranicznych inwestorów na PLN. Krajowy czynnik w postaci posiedzenia RPP, w przypadku zakładanej przez nas obniżki stóp procentowych o 25 pb, powinien mieć neutralny wpływ na złotego, gdyż ruch ten jest już w pełni wyceniony przez rynek. **Oczekujemy zatem przesunięcia kursu EURPLN do strefy 4,23-4,2450 oraz wzrostu USDPLN powyżej 4,60.**
- Na rynku stopy procentowej eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie powinna doprowadzić do globalnego spadku rentowności obligacji. Pierwsza reakcja rynków azjatyckich wskazuje na potencjał ruchu sięgającego 5pb. Mimo że w ostatnich tygodniach notowania obligacji w Europie i Stanach Zjednoczonych spadały pod wpływem rosnącego prawdopodobieństwa interwencji zbrojnej w Iranie, w dalszym ciągu dostrzegamy potencjał do kontynuacji ruchu. Polski rynek zapewne podążać będzie w tym samym kierunku, chociaż skala zmian może okazać się nieco mniejsza. **W efekcie rentowności polskich 2-letnich obligacji mogą spaść w okolice 3,45% a 10-letnich poniżej 4,90%. Po pierwszej nerwowej reakcji rynków spodziewać się można ustabilizowania notowań.** Z dostępnych informacji wynika, że ataki na Iran utrzymają się w najbliższych dniach, co sugeruje przestrzeń do mocniejszego spadku rentowności obligacji.
- W kraju spadek rentowności obligacji wspierać będzie dodatkowo zbliżające się posiedzenie RPP, na którym oczekujemy obniżki stóp procentowych o 25pb do 3,75%, a także pozostawienia otwartej przestrzeni do dalszego luzowania polityki pieniężnej. Chociaż rynek w pełni wycenia marcowe cięcie stóp, to kolejnego w 2q26 już nie. **Krajowy rynek długu może nieco wesprzeć perspektywa niewielkiego spadku podaży obligacji w marcu.** Ministerstwo Finansów zgodnie z oczekiwaniami zapowiedziało przeprowadzenie jednej aukcji zamiany i dodatkowo dwóch aukcji regularnych z podażą 14–26 mld PLN. **Pozytywnie odbieramy też informację o rekordowym styczniowym napływie środków inwestorów zagranicznych na polski rynek obligacji skarbowych (13,3 mld PLN).**
- W reakcji na amerykańsko-izraelski atak na Iran złoto w porannej fazie dzisiejszej sesji zbliżyło się do poziomu 5400 USD/troz. Notowania ropy Brent skoczyły o 7% do 78 USD/b, choć momentami przekraczały 82 USD/b. Prawdopodobna jest silna aprecjacja gazu TTF. Inwestorzy obawiają się blokady przez Iran Cieśniny Ormuz, która odpowiada za 20% światowych dostaw zarówno ropy jak i LNG. Transport przez cieśninę już praktycznie zamarł z powodu podwyższonego ryzyka geopolitycznego. Pojawiają się prognozy wzrostu ceny Brenta do 100 USD/b, a w skrajnym przypadku skutecznej blokady cieśniny przez Iran nawet do 140-200 USD/b. Wczorajsza decyzja OPEC+ o zwiększeniu w kwietniu wydobycia o 206 tys. b/d (ok. 0,2% globalnego popytu) przeszła bez większego echa.

Waluty



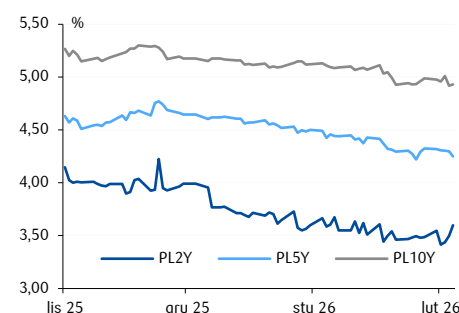
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

Para	1q26	2q26
EURPLN	4,20	4,21
USDPLN	3,53	3,48
CHFPLN	4,47	4,43
EURUSD	1,19	1,21
EURCHF	0,94	0,95

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



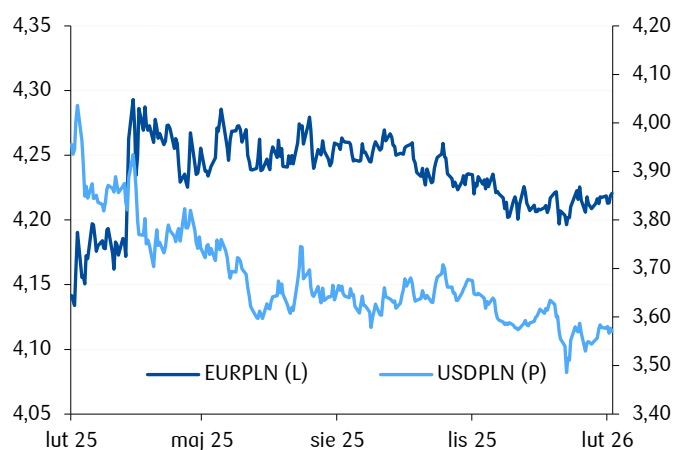
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

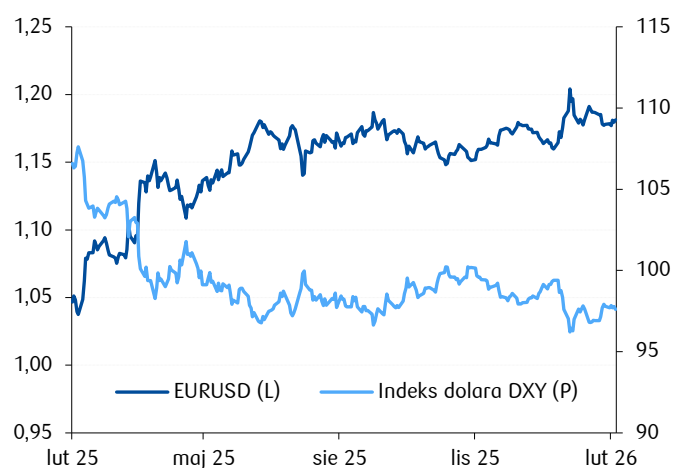
Tenor	1q26	2q26
PL1Y	3,20	3,20
PL2Y	3,75	3,70
PL5Y	4,50	4,40
PL10Y	5,10	4,90

Źródło: PKO Bank Polski.

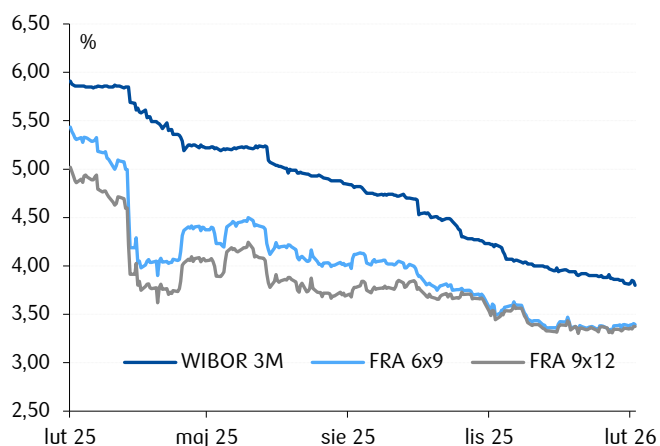
PLN vs główne waluty



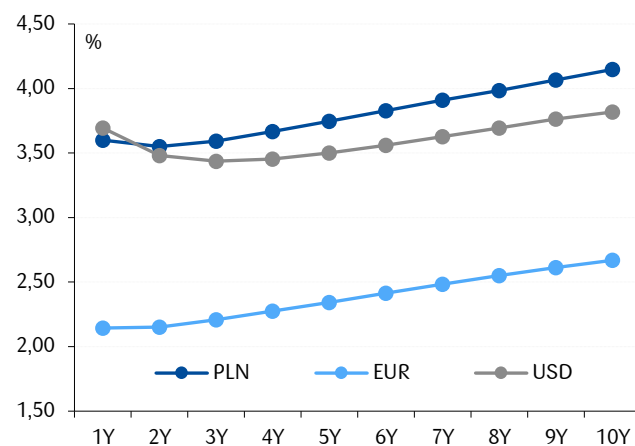
Notowania USD



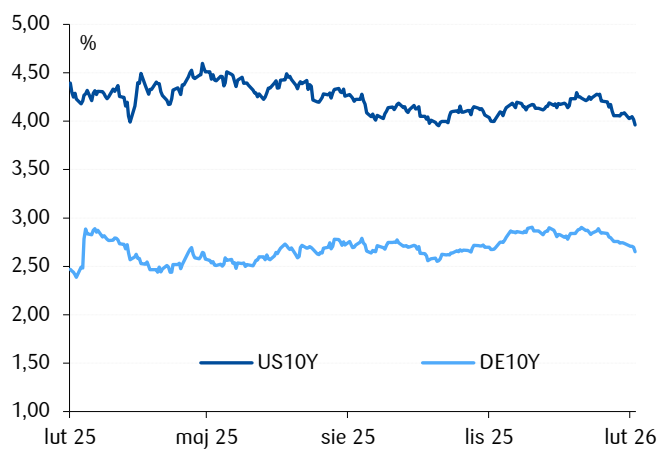
Krótkoterminowe stopy procentowe



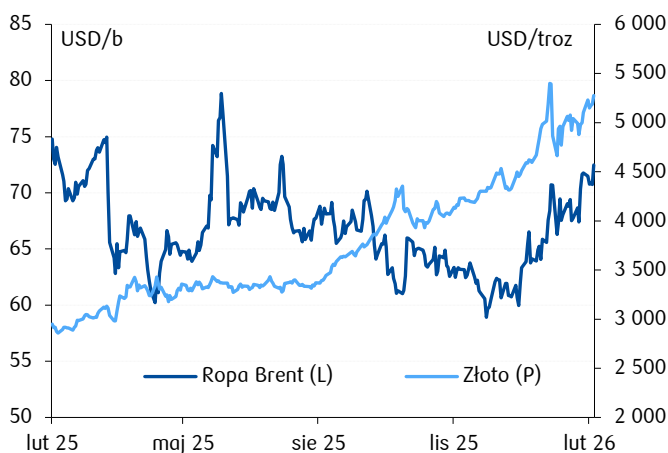
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 27 lutego						
GER: Inflacja CPI (lut., wst.)	14:00	% r/r	2,1	2,0	--	1,9
GER: Inflacja HICP (lut., wst.)	14:00	% r/r	2,1	2,1	--	2,0
USA: Inflacja PPI (sty.)	14:30	% r/r	3,0	2,6	--	2,9
POL: Rating kredytowy wg Fitch	--	--	A-	--	A-	A-
Poniedziałek, 2 marca						
HUN: Saldo handlowe (sty.)	8:30	mln EUR	333	--	--	--
POL: PMI w przetwórstwie (lut.)	9:00	pkt.	48,8	49,6	49,3	--
GER: PMI w przetwórstwie (lut., rew.)	9:55	pkt.	49,1	50,7	--	--
POL: Wzrost PKB (4q)	10:00	% r/r	3,8	4,0	4,0	--
CZE: Podaż pieniądza M3 (sty.)	10:00	% r/r	3,8	--	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (lut., rew.)	10:00	pkt.	49,5	50,8	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (lut., rew.)	15:45	pkt.	52,4	51,4	--	--
USA: ISM w przetwórstwie (lut.)	16:00	pkt.	52,6	51,5	--	--
Wtorek, 3 marca						
HUN: Wzrost PKB (4q)	8:30	% r/r	0,6	0,7	--	--
CZE: Wzrost PKB (4q)	9:00	% r/r	2,8	2,4	--	--
EUR: Inflacja HICP (lut., wst.)	11:00	% r/r	1,7	1,7	--	--
EUR: Inflacja bazowa (lut., wst.)	11:00	% r/r	2,2	2,2	--	--
Środa, 4 marca						
CHN: PMI w przetwórstwie (lut.)	2:45	pkt.	50,3	50,1	--	--
ROM: Stopa bezrobocia (sty.)	8:00	%	6,0	--	--	--
CZE: Inflacja CPI (lut., wst.)	9:00	% r/r	1,6	1,6	--	--
GER: PMI w usługach (lut., rew.)	9:55	pkt.	52,4	53,4	--	--
EUR: PMI w usługach (lut., rew.)	10:00	pkt.	51,6	51,8	--	--
EUR: Inflacja PPI (sty.)	11:00	% r/r	-2,1	-2,6	--	--
USA: Raport ADP (lut.)	14:15	tys.	22	50	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP	--	%	4,00	3,75	3,75	--
Czwartek, 5 marca						
HUN: Sprzedaż detaliczna (sty.)	8:30	% r/r	3,5	2,0	--	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (sty.)	11:00	% r/r	1,3	1,7	--	--
EUR: Minutes ECB (lut.)	13:30	--	--	--	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	212	215	--	--
Piątek, 6 marca						
GER: Zamówienia fabryczne (sty.)	8:00	% m/m	7,8	-4,0	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (sty.)	8:00	% r/r	13,0	13,2	--	--
ROM: Wzrost PKB (4q)	8:00	% r/r	1,7	0,1	--	--
HUN: Produkcja przemysłowa (sty.)	8:30	% r/r	-1,0	-2,6	--	--
EUR: Wzrost PKB (4q)	11:00	% r/r	1,4	1,3	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna (sty.)	14:30	% m/m	0,0	-0,2	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (sty.)	14:30	% m/m	0,0	0,1	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (lut.)	14:30	tys.	130	60	120	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (lut.)	14:30	% r/r	3,7	3,7	--	--
USA: Stopa bezrobocia (lut.)	14:30	%	4,3	4,3	--	--

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

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: pkoresearch@pkobp.pl

Główny Ekonomista. Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

Biuro Strategii Rynkowych

Mariusz Adamiak. CFA (Dyrektor Biura)	mariusz.adamiak@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Sławomir Bembenik. CFA (Rynek Stopy Procentowej)	slawomir.bembenik@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	miroslaw.budzicki@pkobp.pl	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy)	tomasz.marek@pkobp.pl	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	tomasz.niewinski@pkobp.pl	696 406 889

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Zapisz się:

centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja

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

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



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.