

### Obniżka na ostrzu noża

- **Charakter wtorkowej sesji zdeterminował konflikt na Bliskim Wschodzie.** Na rynkach finansowych awersja do ryzyka nasiliła się, co przełożyło się na znaczącą przecenę aktywów ryzykownych. **Główne europejskie indeksy akcji spadły o ponad 3%, a polski WIG o 4,20%.** Lepiej zachowywał się amerykański indeks S&P, który zakończył dzień 0,9% niżej. Wyprzedaż na rynkach akcji była kontynuowana w trakcie dzisiejszej sesji azjatyckiej, gdzie **koreański indeks KOSPI spadł o ponad 10%.** Na rynku walutowym wzrost awersji do ryzyka przejawiał się **znaczącym umocnieniem dolara oraz deprecjacją walut rynków wschodzących.** Złoty znacząco tracił na wartości, sięgając poziomów 4,28 na EURPLN i 3,69 na USDPLN. W obszarze stopy procentowej dominującym rynkowym mechanizmem interpretacji wydarzeń pozostaje **proinflacyjny charakter szoku geopolitycznego.** Ryzyko utrzymania podwyższonych cen surowców znalazło odzwierciedlenie w przesunięciu w górę krzywych dochodowości. **Rentowności polskich SPW wzrosły znacząco o ok. 20pb.** Przebieg środowej sesji również wyznaczy dynamika konfliktu na Bliskim Wschodzie.
- **Dziś uwaga skupi się głównie na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej.** Jeszcze w poniedziałek byliśmy przekonani, że po dwóch miesiącach paury marzec przyniesie obniżkę stóp o 25pb. Dziś, po wczorajszym silnym osłabieniu złotego, mamy znacznie więcej wątpliwości. Rada zapozna się z nową projekcją PKB i inflacji, która zapewne pokaże znacznie niższą ścieżkę CPI niż w projekcji listopadowej. Obniżkę wspierają też ostatnie wypowiedzi członków RPP, którzy sugerowali, że marzec będzie dobrym momentem na dokonanie cięcia. Z kolei za podtrzymaniem paury przemawiać będzie inwazja Izraela i USA na Iran i obserwowana eskalacja konfliktu, która doprowadziła do wzrostu cen ropy i gazu, a także deprecjacji złotego. Łącznie składa się to na szok inflacyjny, którego skalę trudno jeszcze oszacować.
- **W Europie publikowane dane będą nieco mniej istotne, m.in. inflacja PPI w strefie euro czy rewizje usługowego PMI.** W regionie CEE ciekawe będą wstępne dane o inflacji CPI w Czechach.
- **W USA poznamy raport ADP, który będzie stanowił preludium do piątkowych danych o wzroście zatrudnienia w sektorze pozarolniczym.**

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
Biuro Strategii Rynkowych  
pkoresearch@pkobp.pl

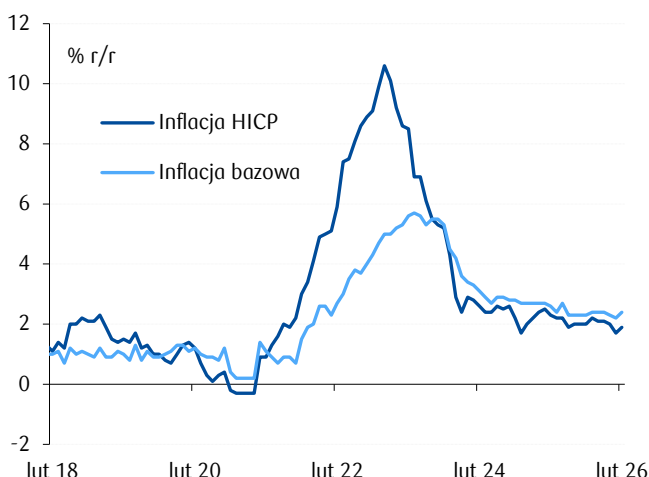
 @PKO\_Research

centrumanaliz.pkobp.pl

|                       | Wartość<br>2026-03-03 | (%, pb)*<br>Δ 1D |
|-----------------------|-----------------------|------------------|
| <b>Indeksy akcji:</b> |                       |                  |
| WIG                   | 120 112               | -4,2             |
| STOXX Europe 600      | 604                   | -3,1             |
| S&P500                | 6 817                 | -0,9             |
| <b>Waluty:</b>        |                       |                  |
| EURPLN                | 4,28                  | 1,1              |
| USDPLN                | 3,69                  | 1,8              |
| CHFPLN                | 4,71                  | 1,4              |
| EURUSD                | 1,16                  | -0,6             |
| <b>Obligacje:</b>     |                       |                  |
| PL2Y                  | 3,88                  | 24               |
| PL5Y                  | 4,56                  | 15               |
| PL10Y                 | 5,24                  | 20               |
| DE10Y                 | 2,78                  | 7                |
| US10Y                 | 4,06                  | 1                |
| <b>Surowce:</b>       |                       |                  |
| Ropa Brent            | 81                    | 4,7              |
| Złoto                 | 5086                  | -4,5             |

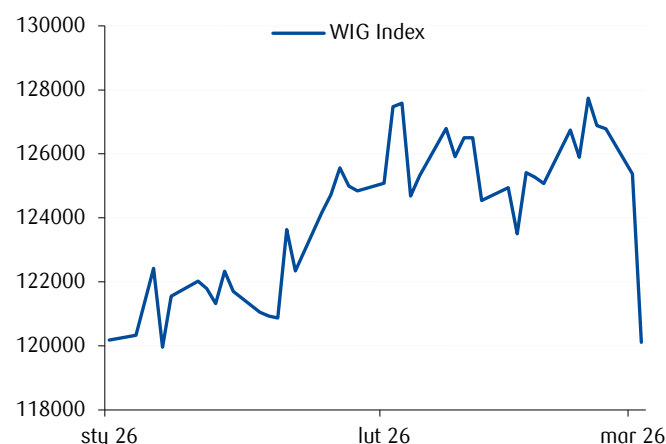
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; \*zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

### Inflacja HICP w strefie euro w lutym nieoczekiwanie wzrosła, również w części bazowej



Źródło: Macrobond, GUS, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

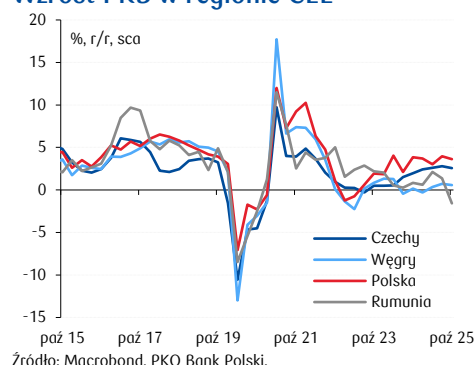
### Rynki akcji pod presją konfliktu na Bliskim Wschodzie: WIG stracił we wtorek ponad 4%



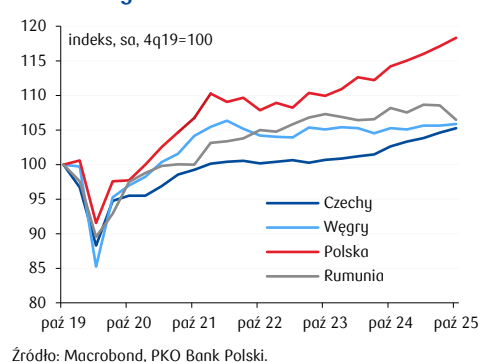
## WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **ŚWIAT:** Chiny wezwały do natychmiastowego zaprzestania działań wojennych USA i Izraela wobec Iranu. Rzeczniczka chińskiego MSZ M.Ning podkreśliła konieczność ochrony bezpieczeństwa żeglugi w Cieśninie Ormuz i zapobieżenia dalszej eskalacji walk w Zatoce Perskiej, ponieważ brak jej drożności stanowi zagrożenie dla światowej gospodarki. Po sobotnich atakach USA i Izraela irańska Gwardia Rewolucyjna ogłosiła, że żadnym jednostkom nie wolno wpływać do cieśniny, a setki tankowców zostały unieruchomione po obu jej stronach.
- **ŚWIAT:** Prezydent USA D.Trump polecił Sekretarzowi Skarbu S.Bessentowi aby wstrzymał wymianę handlową pomiędzy USA a Hiszpanią i powiedział, że ma prawo by nałożyć embargo na import towarów z innego państwa. Zablokowanie importu z Hiszpanii ma być „karą” za to, że Madryt nie zgodził się na udostępnienie USA hiszpańskich baz wojskowych na cele realizacji operacji wymierzonej przeciwko Iranowi. W niedzielę Premier Hiszpanii P.Sanchez ocenił, że działania USA i Izraela w Iranie stanowią nieuzasadnioną i niebezpieczną interwencję wojskową wykraczającą poza ramy prawa międzynarodowego. D.Trump powiedział również, że nie jest zadowolony z Wielkiej Brytanii, która jest niechętna do współpracy. Wielka Brytania także odmówiła wykorzystania bazy wojskowej do prowadzenia amerykańskich nalotów na Iran.
- **EUR:** Według wstępnych danych inflacja HICP w lutym wzrosła do 1,9% r/r z 1,7% r/r w styczniu, choć oczekiwano, że pozostanie na poziomie z ubiegłego miesiąca (kons.: 1,7% r/r). Jednocześnie inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności, energii, alkoholu i tytoniu) przyspieszyła do 2,4% r/r z 2,2% r/r miesiąc wcześniej, także powyżej oczekiwań (kons.: 2,2% r/r). Inflacja usługowa wzrosła do 3,4% r/r z 3,2% r/r, zaś ceny dóbr nieenergetycznych zwiększyły się o 0,7% r/r wobec wzrostu o 0,4% r/r miesiąc wcześniej. Inflacja cen żywności (oraz alkoholu i tytoniu) nie zmieniła się i wyniosła 2,6% r/r, zaś spadek cen energii był płytszy niż w styczniu i wyniósł 3,2% r/r (vs -4,0% r/r miesiąc wcześniej). Inflacja wciąż kształtuje się nieznacznie poniżej celu EBC, w związku z czym nie zakładamy, żeby jej wzrost miał prowadzić do podwyżek stóp procentowych w strefie euro.
- **HUN:** Wzrost PKB w 4q25 wyniósł 0,8% r/r wobec 0,6% r/r w 3q25, więcej niż wskazał wstępny odczyt (0,7% r/r). W ujęciu kwartalnym wzrost wyniósł 0,2% (sa). W całym 2025 PKB zwiększył się o 0,4% (0,3% w ujęciu odsezonowanym, skorygowanym o liczbę dni roboczych). Po stronie popytowej największy wkład do dynamiki w 4q25 (w ujęciu rocznym) miała zmiana zapasów (+2,0pp) oraz konsumpcja prywatna (+1,9pp) i publiczna (+0,9pp), przy lekko ujemnym wkładzie inwestycji (-0,2pp) i zdecydowanie ujemnym wkładzie eksportu netto (-3,9pp). Zakładamy, że 2026 przyniesie ożywienie węgierskiej gospodarki, a całoroczny wzrost PKB przekroczy 2%.
- **CZE:** Wzrost PKB w 4q25 wyniósł 2,6% r/r wobec 2,8% r/r w 3q25, a skala jego hamowania była niższa niż wskazał wstępny szacunek (2,4% r/r). Wzrost w ujęciu kwartalnym także został zrewidowany w górę, do 0,6% q/q z 0,5% q/q. W całym 2026 PKB zwiększył się o 2,6%. Motorami wzrostu w ujęciu rocznym były konsumpcja prywatna i publiczna oraz inwestycje, przy minimalnie ujemnym wkładzie eksportu netto i nieco bardziej ujemnym wkładzie zapasów. Zakładamy, że w 2026 średnioroczny wzrost PKB pozostanie na podobnym poziomie lub nieco przyspieszy.
- **CHN:** Oficjalny indeks PMI w przetwórstwie w lutym obniżył się do 49,0 pkt. z 49,3 pkt. w styczniu, przy oczekiwaniach na spadek do 49,1 pkt. Wskaźnik poza przetwórstwem, mierzący aktywność w budownictwie i usługach, wzrósł do 49,5 pkt. z 49,4 pkt., choć nie spełnił oczekiwań (kons.: 49,8 pkt.). Dane za luty mogą być zaburzone negatywnym wpływem ze strony przestojów związanych z obchodami Nowego Roku.
- **USA:** J.Williams (New York Fed, z prawem głosu w FOMC) powiedział, że gospodarcze skutki amerykańsko-izraelskich ataków na Iran będą zależeć od tego, jak długo będą one wpływać na ceny surowców, zwłaszcza ropy

## Wzrost PKB w regionie CEE



## PKB w regionie CEE



naftowej. Szef nowojorskiego Fed dodał, że jak dotąd wpływ na rynki finansowe był „stosunkowo ograniczony”, a ceny ropy wprawdzie wzrosły, ale jeszcze nie „w sposób dramatyczny”. Zdaniem bankiera centralnego wzrost cen paliw może znacznie silniej uderzyć w Europę, z możliwymi efektami rozlewania się na gospodarkę światową. Dodał, że jeśli inflacja będzie podążać ścieżką, której się spodziewa, dalsze obniżki stopy funduszy federalnych ostatecznie okażą się uzasadnione, aby zapobiec niezamierzonemu nadmiernemu zaostrzeniu polityki pieniężnej. **N.Kashkari (Minneapolis Fed, z prawem głosu w FOMC) powiedział, że konflikt w Iranie zwiększył niepewność związaną z perspektywami amerykańskiej gospodarki oraz utrudnił podejmowanie decyzji o stopach procentowych.** Członek FOMC powiedział, że rozpoczynał 2026 z oczekiwaniem, że słabnąca presja inflacyjna pozwoli na dokonanie jednej obniżki stóp w tym roku, jednak teraz potrzebna jest ocena jak silny jest wpływ szoku związanego z atakiem USA i Izraela na Iran oraz jak długo ten wpływ się utrzyma. Dodał, że wpływ takich konfliktów na inflację jest trudny do przewidzenia, dlatego będzie musiał poczekać na napływające dane.

#### WYDARZENIA KRAJOWE:

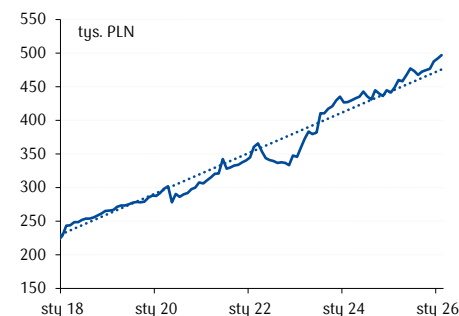
- **POL:** Premier D.Tusk poinformował, że wojna w Iranie nie ma bezpośredniego wpływu na dostawę ropy i innych paliw do Polski. Dodał, że struktura dostaw do Orlenu i do Polski jest w tej chwili całkowicie bezpieczna i nie ma mowy o żadnych, nawet najmniejszych zakłóceniach. Premier powiedział również, że Orlen użyje narzędzi, w tym związanych z marżą, aby wzrosty cen ropy na giełdach światowych nie odbiły się mocno na cenach paliw w Polsce, choć rząd nie może zagwarantować nienaruszalności cen. Może to częściowo ograniczyć proinflacyjny wpływ szoku, jednak już w tym momencie obserwujemy wzrosty cen paliw na stacjach.
- **POL:** Z danych BIK wynika, że wartość zapytań o kredyty mieszkaniowe w lutym wzrosła o 49,0% r/r, zaś sama liczba wnioskujących zwiększyła się o 34,5% r/r. Średnia wartość wnioskowanego kredytu mieszkaniowego wyniosła 497,06 tys. PLN i była wyższa o 10,7% r/r. Według BIK wzrost zainteresowania kredytami mieszkaniowymi to efekt rosnącej zdolności kredytowej Polaków, poprawiającej się sytuacji na rynku nieruchomości oraz zwiększonego zainteresowania refinansowaniem wcześniej zaciągniętych zobowiązań.

#### Liczba osób wnioskujących o kredyt mieszkaniowy



Źródło: BIK, PKO Bank Polski.

#### Przeciętna wartość wniosku o kredyt mieszkaniowy

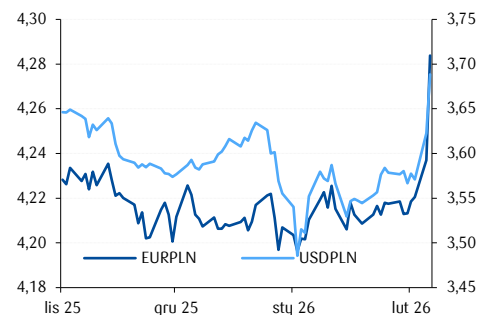


Źródło: BIK, PKO Bank Polski.

## KOMENTARZ RYNKOWY:

- We wtorek złoty uległ znaczącej deprecjacji, kurs EURPLN zwiększył się do 4,28, a USDPLN wzrósł do 3,69. Na rynkach bazowych EURUSD spadł do 1,16.
- Eskalacja globalnego trybu risk-off oraz towarzysząca jej aprecjacja amerykańskiego dolara to główne czynniki, które we wtorek negatywnie wpływały m.in. na waluty rynków rozwijających się. Źródłem tych zmian były narastające obawy inwestorów o osłabienie globalnego wzrostu gospodarczego oraz wzrost inflacji po tym, jak rozpoczęta w miniony weekend wojna USA i Izraela z Iranem doprowadziła do zatrzymania transportu ropy naftowej i LNG przez cieśninę Ormuz, skutkiem czego są drastyczne wzrosty notowań tych kluczowych surowców energetycznych. Wznowienie lub perspektywa wznowienia morskiego transportu ww. surowców z tego regionu będzie w naszej opinii kluczowa dla zatrzymania spirali awersji do ryzyka, a co za tym idzie czynników mających decydujący wpływ na deprecjację PLN. **W wyniku wtorkowego osłabienia złotego EURPLN pokonał ważny opór na 4,2550 i dotarł do średnioterminowego maksimum z kwietnia 2025. Kurs USDPLN przełamał natomiast strefę oporów 3,66–3,67, co otworzyło drogę w kierunku 3,7450–3,7750.**
- W środę to dalszy rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie i jego wpływ na notowania ropy naftowej oraz gazu będą miały kluczowy wpływ na apetyt inwestorów na ryzyko, a co za tym idzie na notowania PLN. **Uważamy, że wpływ decyzji RPP na złotego będzie w krótkim terminie marginalny, nawet gdyby Rada, ze względu na dynamiczne zmiany w globalnym otoczeniu, nie zdecydowała się obniżyć w marcu stóp procentowych.** Po sesji wtorkowej nie widzimy sygnałów deeskalacji napięcia na Bliskim Wschodzie, co może sugerować kontynuację wzrostu notowań surowców energetycznych oraz umacniania dolara podczas środowych notowań. **W takim otoczeniu widzimy ryzyko dalszej deprecjacji PLN do USD w kierunku 3,7450–3,7750, ale jednocześnie szanse na wyhamowanie osłabienia złotego do euro w okolicy 4,3050.**
- We wtorek dochodowości polskich obligacji skarbowych wzrosły o 15–24pb. W segmencie 10-letnim rentowność SPW podniosła się o 20pb do 5,24%. Na rynkach bazowych rentowności amerykańskich Treasuries oraz niemieckich Bundów wzrosły o 1pb i 7pb odpowiednio do 4,06% i 2,78%.
- Wtorkowej sesji towarzyszył utrzymujący się wzrost napięcia geopolitycznego na Bliskim Wschodzie po weekendowym ataku Izraela i USA na Iran. **Nasilenie awersji do ryzyka przełożyło się na mocniejszą przecenę aktywów ryzykownych. Główne europejskie indeksy akcji spadły ponad 3%, a WIG 4.20%.** Na rynku walutowym widoczna była reakcja typu risk-off w postaci umocnienia dolara oraz osłabienia walut rynków wschodzących, w tym złotego. **Na rynku stopy procentowej dominującym mechanizmem interpretacji wydarzeń pozostaje proinflacyjny charakter szoku geopolitycznego.** Ryzyko utrzymania podwyższonych cen surowców znalazło odzwierciedlenie w przesunięciu w górę krzywych dochodowości na rynkach bazowych. Swapy inflacyjne bezpośrednio wyceniły wzrost oczekiwań inflacyjnych, szczególnie silny na krótkim końcu krzywej (w horyzoncie jednego roku). Dla uczestników krajowego rynku dodatkowym źródłem niepewności będzie środowa decyzja RPP. **Przed eskalacją konfliktu wokół Iranu rynek niemal w pełni wycenił obniżenie stopy referencyjnej NBP z 4,00% do 3,75% w marcu.** We wtorek scenariusz ten uległ w oczach rynku osłabieniu.
- W środę presja wzrostowa na rentowności na rynkach bazowych może osłabnąć, o ile nie dojdzie do dalszych wzrostów cen surowców energetycznych. W przypadku polskich SPW dodatkowym impulsem wzrostowym dla rentowności byłby scenariusz, w którym RPP utrzyma stopę referencyjną NBP bez zmian, argumentując decyzję potrzebą odczekania na pełniejszą ocenę ekonomicznych konsekwencji sytuacji na Bliskim Wschodzie.

## Waluty



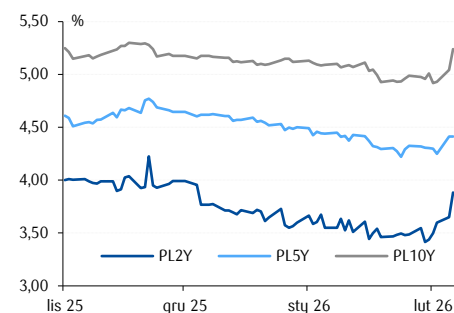
Źródło: LSEG Workspace &amp; Datastream, PKO Bank Polski.

## 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



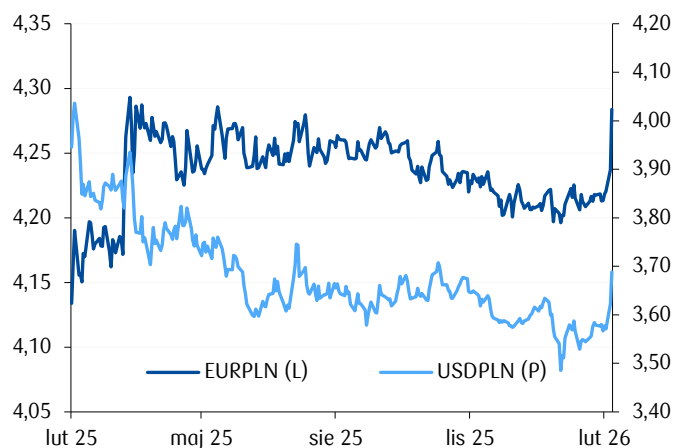
Źródło: LSEG Workspace &amp; Datastream, PKO Bank Polski.

## Prognozy rentowności obligacji

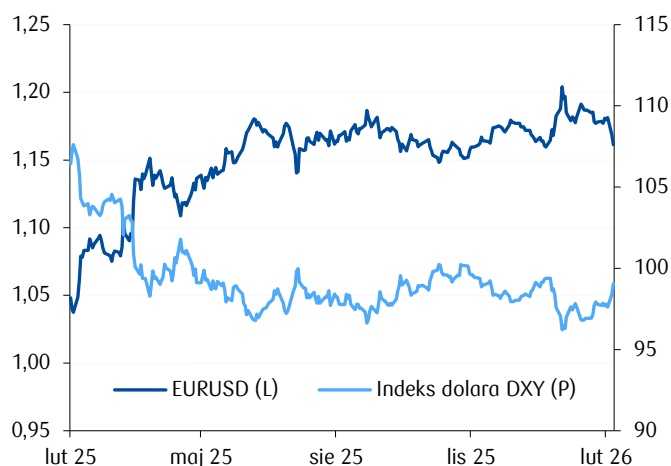
| Tenor | 1q26 | 2q26 |
|-------|------|------|
| PL1Y  | 3,20 | 3,20 |
| PL2Y  | 3,75 | 3,70 |
| PL5Y  | 4,50 | 4,40 |
| PL10Y | 5,10 | 4,90 |

Źródło: PKO Bank Polski.

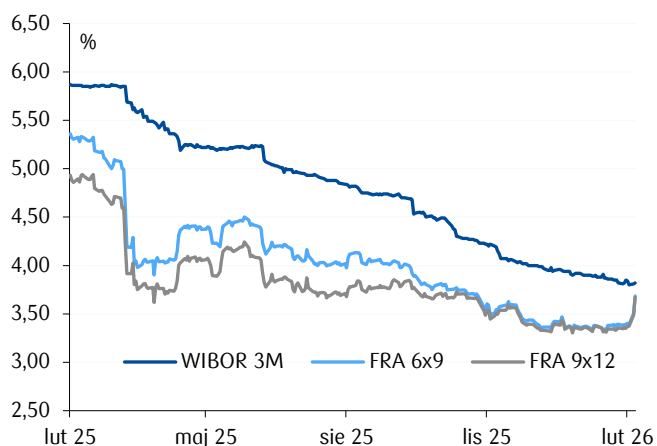
## PLN vs główne waluty



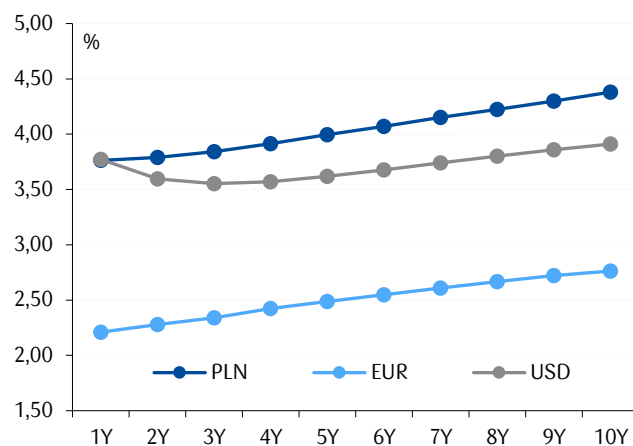
## Notowania USD



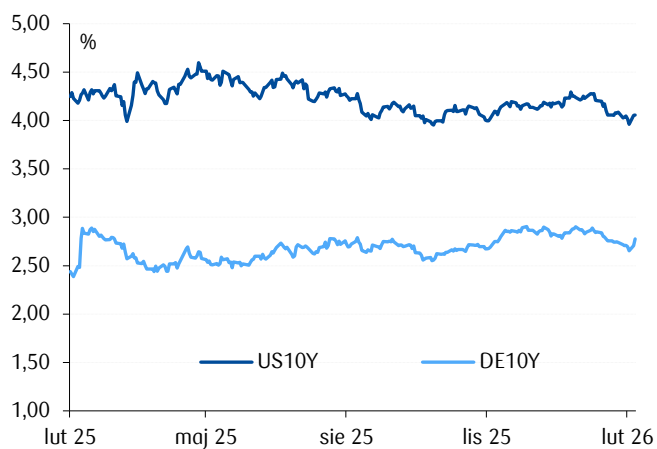
## Krótkoterminowe stopy procentowe



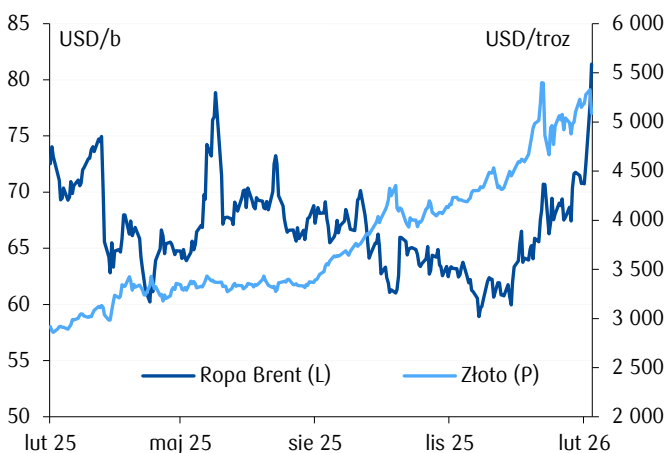
## Krzywe IRS



## Rynki bazowe



## Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

## Kalendarz makroekonomiczny

| Wskaźnik                                        | Godz.        | Jednostka    | Poprzednio  | Konsensus   | PKO BP      | Odczyt |
|-------------------------------------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------|
| <b>Piątek, 27 lutego</b>                        |              |              |             |             |             |        |
| 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-     |
| <b>Poniedziałek, 2 marca</b>                    |              |              |             |             |             |        |
| HUN: Saldo handlowe (sty.)                      | 8:30         | mln EUR      | 333         | --          | --          | 12     |
| <b>POL: PMI w przetwórstwie (lut.)</b>          | <b>9:00</b>  | <b>pkt.</b>  | <b>48,8</b> | <b>49,6</b> | <b>49,3</b> | 47,1   |
| GER: PMI w przetwórstwie (lut., rew.)           | 9:55         | pkt.         | 49,1        | 50,7        | --          | 50,9   |
| <b>POL: Wzrost PKB (4q)</b>                     | <b>10:00</b> | <b>% r/r</b> | <b>3,8</b>  | <b>4,0</b>  | <b>4,0</b>  | 4,0    |
| CZE: Podaż pieniądza M3 (sty.)                  | 10:00        | % r/r        | 4,6         | --          | --          | 5,3    |
| EUR: PMI w przetwórstwie (lut., rew.)           | 10:00        | pkt.         | 49,5        | 50,8        | --          | 50,8   |
| USA: PMI w przetwórstwie (lut., rew.)           | 15:45        | pkt.         | 52,4        | 51,4        | --          | 51,6   |
| USA: ISM w przetwórstwie (lut.)                 | 16:00        | pkt.         | 52,6        | 51,5        | --          | 52,4   |
| <b>Wtorek, 3 marca</b>                          |              |              |             |             |             |        |
| HUN: Wzrost PKB (4q)                            | 8:30         | % r/r        | 0,6         | 0,7         | --          | 0,8    |
| CZE: Wzrost PKB (4q)                            | 9:00         | % r/r        | 2,8         | 2,4         | --          | 2,6    |
| EUR: Inflacja HICP (lut., wst.)                 | 11:00        | % r/r        | 1,7         | 1,7         | --          | 1,9    |
| EUR: Inflacja bazowa (lut., wst.)               | 11:00        | % r/r        | 2,2         | 2,2         | --          | 2,4    |
| <b>Środa, 4 marca</b>                           |              |              |             |             |             |        |
| CHN: PMI w przetwórstwie (lut.)                 | 2:45         | pkt.         | 49,3        | 49,1        | --          | 49,0   |
| 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          | --          | --     |
| <b>POL: Stopa referencyjna NBP</b>              | <b>--</b>    | <b>%</b>     | <b>4,00</b> | <b>3,75</b> | <b>3,75</b> | --     |
| <b>Czwartek, 5 marca</b>                        |              |              |             |             |             |        |
| 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         | --          | --     |
| <b>Piątek, 6 marca</b>                          |              |              |             |             |             |        |
| 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](mailto:pkoresearch@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista. Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

[piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl)

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

|                                         |                                                                                          |             |
|-----------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura) | <a href="mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl">marta.petka-zagajewska@pkobp.pl</a>     | 691 335 426 |
| Urszula Kryńska (Kierownik)             | <a href="mailto:urszula.krynska@pkobp.pl">urszula.krynska@pkobp.pl</a>                   | 722 060 794 |
| Szymon Fabiański                        | <a href="mailto:szymon.fabianski@pkobp.pl">szymon.fabianski@pkobp.pl</a>                 | 722 051 585 |
| Kamil Pastor                            | <a href="mailto:kamil.pastor@pkobp.pl">kamil.pastor@pkobp.pl</a>                         | 723 670 836 |
| Agnieszka Pierzak                       | <a href="mailto:agnieszka.pierzak@pkobp.pl">agnieszka.pierzak@pkobp.pl</a>               | 666 823 657 |
| Michał Reczek                           | <a href="mailto:michal.reczek@pkobp.pl">michal.reczek@pkobp.pl</a>                       | 783 552 546 |
| Anna Wojtyniak-Stefańska                | <a href="mailto:anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl">anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl</a> | 698 635 126 |

### Biuro Strategii Rynkowych

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

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Zapisz się:  
[centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja](http://centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja)

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



**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.