

### Pozytywne, lecz mało znaczące odczyty inflacji

- W środę powróciły obawy inwestorów przed długotrwałą blokadą Cieśniny Ormuz, co ponownie podbiło notowania ropy naftowej. To z kolei zwiększało oczekiwania inflacyjne i uderzyło w ceny obligacji skarbowych, w tym krajowych SPW. Inwestorzy zakładają, że utrzymanie wysokich cen ropy oraz ogólna niepewność bardziej zaszkodzi Europie i euro, czego skutkiem jest m.in. presja na dalszy spadek kursu EURUSD oraz słabsze zachowanie europejskich indeksów giełdowych. W tym negatywnym dla ryzykownych aktywów otoczeniu złoty w środę był stabilny, a kursy EURPLN i USDPLN utrzymały się w lokalnych trendach bocznych. **W naszej opinii, jeśli w czwartek nie pojawią się pozytywne sygnały dotyczące możliwego odblokowania Cieśniny Ormuz, rynek może zacząć kwestionować dotychczasową narrację D.Trumpa o krótkotrwałym charakterze obecnego konfliktu i jego ograniczonym wpływie na globalny wzrost gospodarczy oraz inflację. To z kolei mogłoby nasilić tryb risk-off, umocnić dolara, zwiększyć presję na waluty rynków EM oraz podnieść rentowności obligacji skarbowych.**
- Na dziś nie zaplanowano istotnych publikacji makroekonomicznych. Uwaga rynków pozostanie skupiona przede wszystkim na czynnikach geopolitycznych, w szczególności na sytuacji związanej z konfliktem na Bliskim Wschodzie. Wśród mniej istotnych z punktu widzenia rynku danych pojawiają się publikacje dotyczące styczniowego bilansu handlowego oraz kondycji rynku nieruchomości w styczniu w USA.

**Biuro Analiz Makroekonomicznych**  
**Biuro Strategii Rynkowych**  
pkoresearch@pkobp.pl

 **@PKO\_Research**

centrumanaliz.pkobp.pl

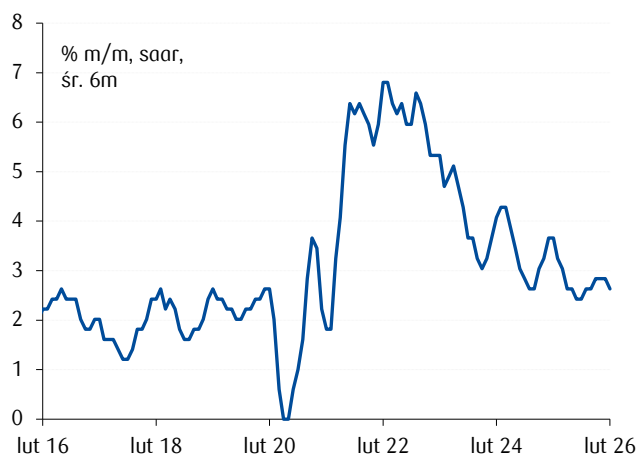
|                       | Wartość<br>2026-03-11 | (%, pb)*<br>Δ 1D |
|-----------------------|-----------------------|------------------|
| <b>Indeksy akcji:</b> |                       |                  |
| WIG                   | 121 879               | -0,6             |
| STOXX Europe 600      | 603                   | -0,6             |
| S&P500                | 6 776                 | -0,1             |
| <b>Waluty:</b>        |                       |                  |
| EURPLN                | 4,25                  | -0,4             |
| USDPLN                | 3,67                  | -0,1             |
| CHFPLN                | 4,70                  | -0,3             |
| EURUSD                | 1,16                  | -0,4             |
| <b>Obligacje:</b>     |                       |                  |
| PL2Y                  | 4,04                  | 16               |
| PL5Y                  | 4,83                  | 12               |
| PL10Y                 | 5,47                  | 11               |
| DE10Y                 | 2,93                  | 8                |
| US10Y                 | 4,21                  | 7                |
| <b>Surowce:</b>       |                       |                  |
| Ropa Brent            | 92                    | 4,8              |
| Złoto                 | 5175                  | -0,3             |

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

### WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- IRN: USA i Izrael intensyfikują działania militarne.** Pentagon poinformował o ponad 5,5 tys. celów uderzonych w Iranie oraz zniszczeniu wielu okrętów i instalacji wojskowych, podczas gdy Izrael rozszerza operacje przeciwko Hezbollahowi w Libanie. **Iran odpowiada atakami na statki i infrastrukturę w Zatoce Perskiej.** Dowódca marynarki IRGC (Islamic Revolutionary Guard Corps) A.Tangsiri ogłosił, że statki muszą uzyskać zgodę Iranu przed wejściem do cieśniny Ormuz. Jednostki, które zignorują ostrzeżenia, mogą zostać zatrzymane lub zaatakowane. Według doniesień co najmniej sześć statków zostało trafionych irańskimi pociskami po próbie przepłynięcia bez

**Impet inflacji bazowej w USA ledwie zbliżył się do poziomów sprzed ostatnich kryzysów, a na horyzoncie pojawiło się nowe ryzyko wzrostu**



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

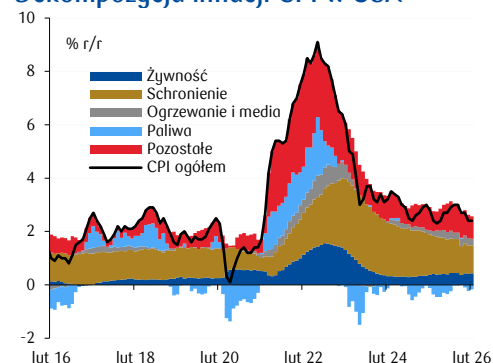
**Inwestorzy zakładają, że droższa ropa i ogólna niepewność zaszkodzi bardziej Europie i euro, co wywiera presję na kurs EURUSD**



zgody. Jednocześnie Iran grozi uderzeniami w banki w regionie powiązane z USA i Izraelem. Iran sygnalizuje gotowość do zawieszenia broni, lecz tylko na bardzo twardych warunkach. Prezydent M. Pezeshkian podkreślił, że zakończenie wojny wymaga uznania „praw Iranu”, wypłaty odszkodowań oraz zapewnienia międzynarodowych gwarancji, że USA i Izrael nie przeprowadzą w przyszłości kolejnych ataków. D. Trump zadeklarował natomiast, że wojna może zakończyć się „w każdej chwili”, ale jednocześnie stawia warunek bezwarunkowej kapitulacji Iranu. Oznacza to, że warunki rozejmu obu stron są obecnie bardzo odległe.

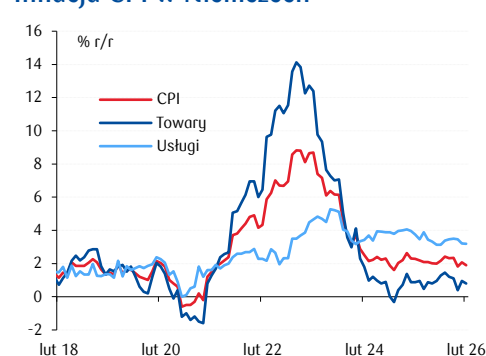
- **ŚWIAT:** Międzynarodowa Agencja Energetyczna zdecydowała o uwolnieniu 400 mln baryłek ropy z rezerw strategicznych w odpowiedzi na zakłócenia dostaw z Bliskiego Wschodu. Decyzja ma stabilizować globalny rynek energii. Obecnie konflikt ogranicza podaż z Zatoki Perskiej o ok. 15 mln baryłek dziennie, co oznacza, że uwolnienie zapasów po dość krótkim czasie przestanie równoważyć straty.
- **USA:** Inflacja CPI w lutym utrzymała się na poziomie 2,4% r/r, identycznym jak w styczniu, zgodnie z naszą prognozą i nieco poniżej konsensusu (2,5% r/r). Struktura inflacji nie zmieniła się istotnie. Presja inflacyjna związana z czynszami i kosztami schronienia nadal stopniowo maleje, choć pozostaje podwyższona, utrzymując się w okolicach 3,0% r/r. Zbliżoną dynamikę notują także ceny żywności. Wyraźne przyspieszenie odnotowano natomiast w cenach biletów lotniczych, których wzrost zwiększył się do 7,1% r/r z 2,2% r/r w styczniu. Może to być związane z narastającymi napięciami geopolitycznymi oraz rosnącymi cenami paliw. Inflacja bazowa pozostała na poziomie 2,5% r/r ze stycznia. Choć brak przyspieszenia inflacji stanowi pozytywną niespodziankę dla rynku, nie zwiększa to szans na obniżkę stóp procentowych przez Fed w marcu. Kluczowe znaczenie ma teraz skala, w jakiej rosnące ceny surowców przełożą się na inflację, co może być widoczne już w odczycie za marzec. Jeśli obecne poziomy cen surowców utrzymają się, inflacja CPI może przekroczyć 3% na koniec 2026. W takim scenariuszu najwcześniejszy możliwy termin obniżki stóp procentowych Fed to 3q25, przy założeniu, że skutki wojny na Bliskim Wschodzie zostaną wtedy opanowane. Amortyzujący wpływ na inflację będzie miało umocnienie dolara wobec głównych walut.
- **GER:** Inflacja CPI w lutym obniżyła się do 1,9% r/r z 2,1% r/r w styczniu, potwierdzając wstępny odczyt. Najważniejszym czynnikiem tego spadku była dynamika cen żywności, która zmniejszyła się do 1,1% r/r wobec 2,1% r/r miesiąc wcześniej. Inflacja usług pozostaje uporczywie podwyższona, utrzymując tempo 3,2% r/r, takie samo jak w styczniu, co nie neguje średnioterminowego spowolnienia wzrostu cen. W Niemczech inflacja w ostatnich miesiącach utrzymywała się w pobliżu celu i gdyby nie konflikt na Bliskim Wschodzie prawdopodobnie nadal by tam pozostawała. Ze względu na wysoką wrażliwość niemieckiej inflacji na zmiany cen energii można oceniać, że inflacja może wzrosnąć do 2,5-3,5% jeszcze w bieżącym roku. Ostateczny wynik będzie oczywiście zależał od dalszego przebiegu konfliktu.
- **USA:** USA wszczęły dochodzenia handlowe wobec 16 gospodarek, w tym UE, Chin i Japonii, które ma umożliwić trwałe przywrócenie wyższych ceł. Administracja USA chce je odtworzyć przed wygaśnięciem w maju tymczasowych 10% ceł globalnych. Analiza obejmuje m.in. subsydia, działalność firm państwowych, bariery rynkowe i politykę walutową. Docelowo cła mogłyby wynieść ok. 15% na towary z UE, Japonii i Korei Płd. oraz 45-55% na import z Chin.
- **EUR:** P. Kazimir (Prezes Banku Słowacji i członek Rady Prezesów EBC) ocenił, że ryzyko inflacyjne w strefie euro wzrosło w związku z konfliktem na Bliskim Wschodzie, co może skłonić EBC do podniesienia stóp procentowych. Jego zdaniem rosnące ceny energii oraz pamięć silnego szoku inflacyjnego z 2022 zwiększają skłonność firm do szybszego przerzucania rosnących kosztów na konsumentów. I. Schnabel (zarząd EBC) stwierdziła, że polityka pieniężna pozostaje obecnie w „dobrym miejscu”, a inflacja w średnim okresie powinna znaleźć się w okolicy celu 2%. Jednocześnie wskazała na rosnące

### Dekompozycja inflacji CPI w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

### Inflacja CPI w Niemczech

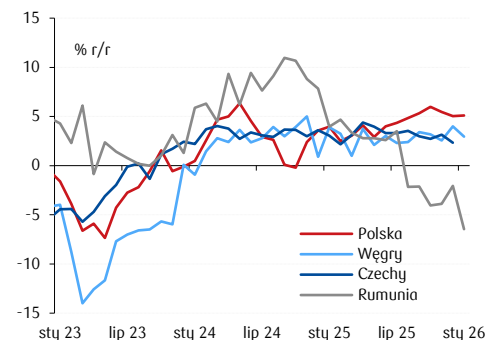


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

czynniki ryzyka dla wzrostu inflacji związane głównie z szokiem cen energii. EBC prawdopodobnie pozostanie na razie w trybie „wait-and-see”, a decyzja na marcowym posiedzeniu najpewniej nie przyniesie zmiany stóp. Kluczowa jednak będzie nowa projekcja, która uwzględni już szacunek wpływu wojny na gospodarkę strefy euro.

- **ROM:** Sprzedaż detaliczna w styczniu spadła o 6,5% r/r, po spadku o 2,1% r/r w grudniu. W ujęciu m/m (sa) sprzedaż obniżyła się o 3,7%. Za pogorszenie odpowiada przede wszystkim silniejszy spadek sprzedaży dóbr nieżywnościowych oraz paliw, podczas gdy sprzedaż żywności utrzymała umiarkowany wzrost. Słabość konsumpcji wynika z presji inflacyjnej związanej z podwyżkami VAT i akcyzy, wprowadzonymi w ramach działań konsolidacji fiskalnej. Rosnące globalnie ceny surowców będą dodatkowo nasilały negatywny wpływ wysokiej inflacji na sytuację gospodarstw domowych, odsuwając w czasie szanse na przyspieszenie wzrostu gospodarczego w bieżącym roku.

### Sprzedaż detaliczna w państwach EŚW



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

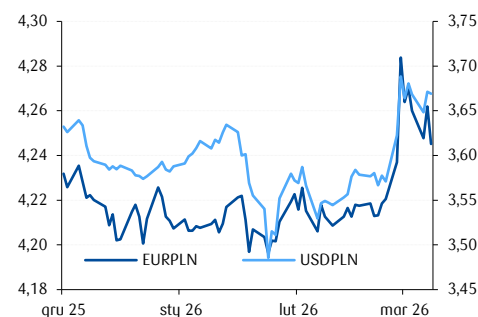
### WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL:** Prezes NBP A.Głapiński wskazał, że bank centralny posiada ok. 197 mld PLN niezrealizowanego zysku wynikającego ze wzrostu wartości złota i rozważa jego wykorzystanie na wsparcie wydatków obronnych. Operacje miałyby polegać na przekazywaniu zysku wygenerowanego przez NBP na specjalny fundusz – Polski Fundusz Inwestycji Obronnych. Prezes wyjaśnił, że zysk realizowany byłby przez rzeczywiste transakcje biznesowe w ramach zarządzania rezerwami (zmniejszające udział złota). Ewentualne wykorzystanie nadwyżki miałyby charakter stopniowy, rozłożony na lata i nie obejmowałoby jednorazowego uruchomienia całej kwoty, aby nie wywołać negatywnej reakcji rynków, pogorszenia oceny banku centralnego czy presji inflacyjnej. Prezes zaznaczył jednak, że ze względu na brak zainteresowania rządu tą propozycją, NBP na razie nie rozpocznie aktywnego zarządzania zasobem złota. Prezes NBP zadeklarował gotowość do powołania zespołu ekspertów wydelegowanych przez NBP, Ministerstwo Finansów oraz Ministerstwo Obrony Narodowej, którzy mieliby zajmować się doprecyzowaniem szczegółów technicznych i prawnych „SAFE 0%”.
- **POL:** L.Kotecki (RPP) ocenił, że marcowa obniżka stóp procentowych mogła być ostatnią w tym roku. Wskazał, że wcześniejsze scenariusze zakładające komfort do dalszego luzowania polityki pieniężnej mogą się nie zrealizować w związku rosnącą globalną niepewnością. Oznacza to, że przestrzeń do spadku stóp w 2026 może być bardzo ograniczona.

## KOMENTARZ RYNKOWY:

- W środę złoty finalnie umocnił się do euro i nieco osłabił względem dolara. Kurs EURPLN zniżył się do 4,25, a USDPLN wzrósł do 3,68. Na rynkach bazowych kurs EURUSD spadł do 1,1550.
- W czasie śródogodzinnych notowań kursy głównych par z PLN przetestowały środkowe partie krótkoterminowych trendów bocznych, które wskazywaliśmy w ostatnich wydaniach Dziennika i, co ciekawe, pomimo negatywnego dla ryzykownych aktywów otoczenia, od tych lokalnych technicznych oporów zawróciły. Nie zmienił się zatem obraz ich krótkoterminowych trendów, co oznacza, że lokalne konsolidacje na EURPLN i USDPLN rozbudowują się. Na rynkach bazowych FX, w ślad za ponownym uaktywnieniem trybu risk-off, umocnił się amerykański dolar, choć tam również nie zaszły zmiany w obrębie trendu, a minima EURUSD z początku poniedziałkowych notowań nie były testowane. W otoczeniu zaczyna się jednak wybijać narracja, że droższa ropa i ogólna niepewność zaszkodzi bardziej Europie i euro, co może w najbliższych dniach ciężić notowaniom EURUSD. Warto w tym kontekście wskazać, że pojawiają się pierwsze prognozy dotyczące wpływu obecnej sytuacji np. na wzrost gospodarczy Niemiec, jak ta najnowsza z Deutsche Bank, obniżająca tegoroczny wzrost PKB z 1,5% do 1%.
- Jeśli w czwartek w otoczeniu geopolitycznym nie zajdą jakieś pozytywne zmiany, aprecjacja dolara i awersja do ryzyka mogą ulec wzmocnieniu. W takim otoczeniu złoty byłby zapewne ponownie pod presją, a kursy EURPLN i USDPLN mogłyby się skierować bliżej górnych ograniczeń wskazywanych przez nas lokalnych trendów bocznych (4,24–4,30 dla EURPLN oraz 3,65–3,74 dla USDPLN).
- Podczas śródogodzinnej sesji rentowności krajowych SPW poszły w górę o 11/16 pb, a na rynkach bazowych dochodowości obligacji skarbowych Niemiec i USA zwiększyły się w zakresie 7/12 pb.
- Informacje dotyczące konfliktu w Zatoce Perskiej, związane głównie z jego wpływem na transport surowców energetycznych przez Cieśninę Ormuz, pozostają głównym czynnikiem wpływającym na oczekiwania inflacyjne inwestorów, a co za tym idzie na rynek FI. W środę na skutek ostrzelania, a w konsekwencji zapalenia jednego ze statków handlowych znajdujących się w tym obszarze, obawy inwestorów o trwałość obecnej blokady tego „wąskiego gardła” dla dostaw ropy naftowej oraz gazu wróciły. Skutkiem tego była wyższa notowań ropy o ok. 5%. Obaw tych nie zahamowała decyzja MAE, która zgodziła się na bezprecedensowe co do skali uwolnienie rezerw strategicznych ropy naftowej, które ma wynieść 400 mln baryłek. Warto wskazać, że taka skala uwolnionych rezerw stanowi ekwiwalent około miesiąca zakłóceń dostaw ropy przez Cieśninę Ormuz. W naszej opinii decyzja ta była przez inwestorów oczekiwana i została już przez nich zdyskontowana – patrz spadki np. notowań ropy Brent i WTI z poniedziałkowych maksimów. Warto dodać, że na skutek wzrostów ze środy, rentowności obligacji Niemiec i USA ponownie zbliżyły się do istotnych technicznie oporów (np. dla US10YT okolice 4,23%, a dla Bundów 2,94%), których pokonanie mogłoby otworzyć drogę do kontynuacji obecnych trendów, co ważne, z istotnym z tego punktu widzenia potencjałem.
- W czwartek uwaga inwestorów na rynkach FI pozostanie skupiona na konflikcie na Bliskim Wschodzie oraz powiązanych z nim oczekiwaniach inflacyjnych. Jeśli w tym kontekście nie pojawią się nowe, pozytywne informacje, to inwestorzy mogą zacząć testować dotychczasową narrację D. Trumpa o krótkotrwałości obecnego konfliktu. W naszej opinii ryzyka pozostają przesunięte w kierunku wyższych poziomów rentowności obligacji skarbowych, zarówno tych z rynków bazowych, jak i krajowych SPW.

## Waluty



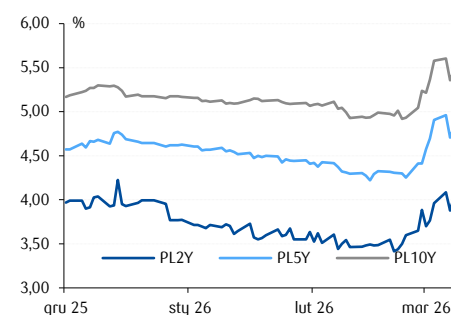
Źródło: LSEG Workspace &amp; Datastream, PKO Bank Polski.

## Prognozy walutowe

| Para   | 1q26 | 2q26 |
|--------|------|------|
| EURPLN | 4,27 | 4,25 |
| USDPLN | 3,68 | 3,60 |
| CHFPLN | 4,69 | 4,62 |
| EURUSD | 1,16 | 1,18 |
| EURCHF | 0,91 | 0,92 |

Źródło: PKO Bank Polski.

## Rynek stopy procentowej



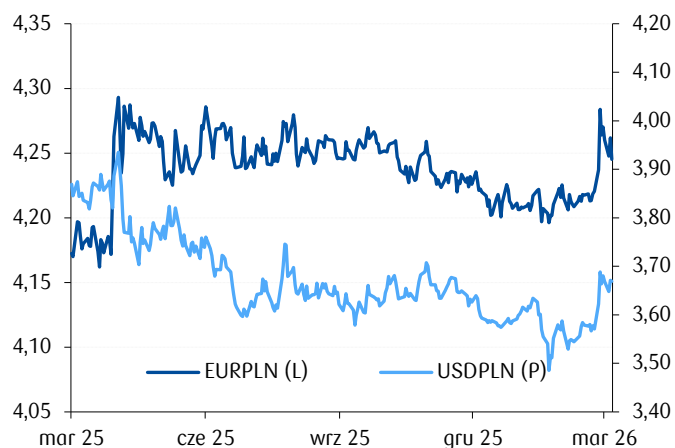
Źródło: LSEG Workspace &amp; Datastream, PKO Bank Polski.

## Prognozy rentowności obligacji

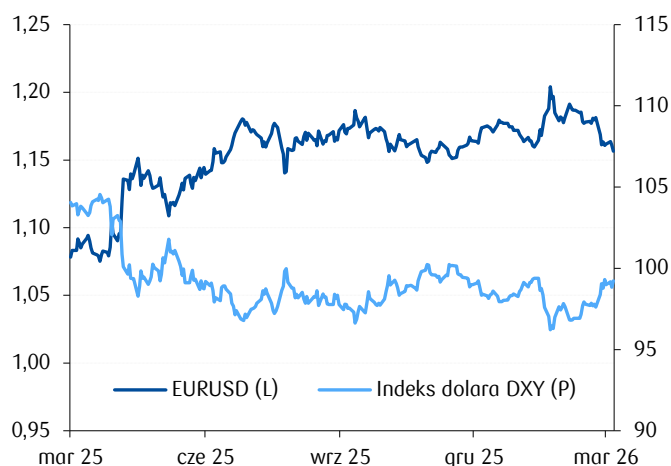
| Tenor | 1q26 | 2q26 |
|-------|------|------|
| PL1Y  | 3,20 | 3,20 |
| PL2Y  | 3,75 | 3,70 |
| PL5Y  | 4,50 | 4,40 |
| PL10Y | 5,10 | 4,90 |

Źródło: PKO Bank Polski.

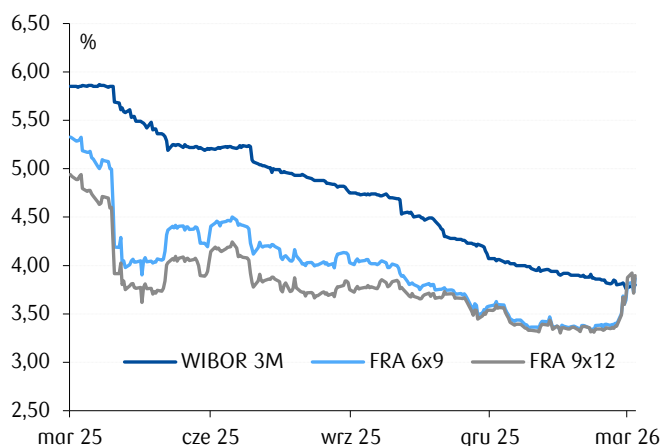
## PLN vs główne waluty



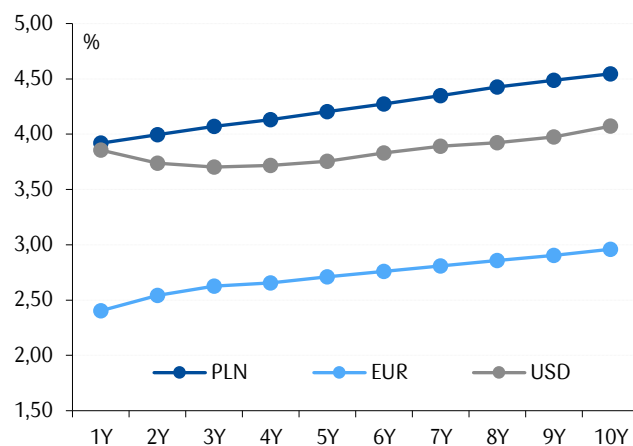
## Notowania USD



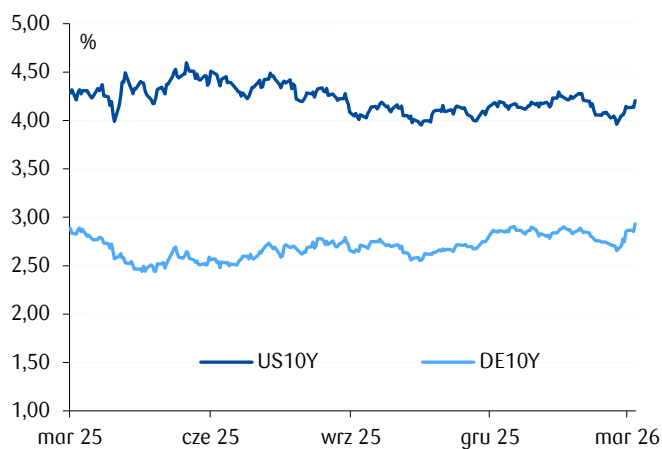
## Krótkoterminowe stopy procentowe



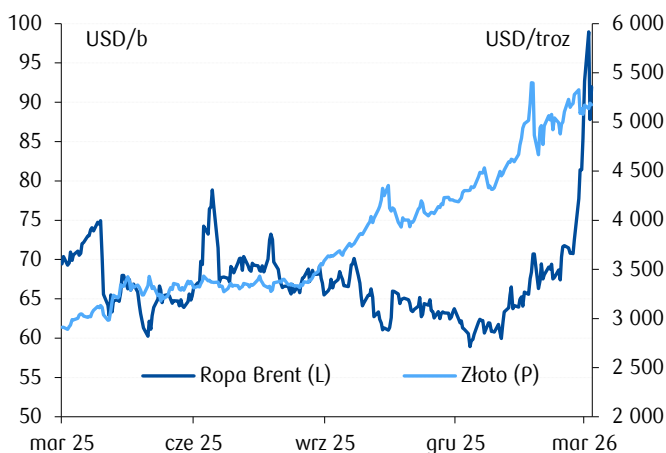
## Krzywe IRS



## Rynki bazowe



## Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

## Kalendarz makroekonomiczny

| Wskaźnik                                       | Godz.        | Jednostka    | Poprzednio | Konsensus  | PKO BP     | Odczyt |
|------------------------------------------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|--------|
| <b>Piątek, 6 marca</b>                         |              |              |            |            |            |        |
| EUR: Wzrost PKB (4q)                           | 11:00        | % r/r        | 1,4        | 1,3        | --         | 1,2    |
| USA: Sprzedaż detaliczna (sty.)                | 14:30        | % m/m        | 0          | -0,2       | --         | -0,2   |
| USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (lut.)       | 14:30        | tys.         | 126        | 60         | 120        | -92    |
| USA: Przeciętna płaca godzinowa (lut.)         | 14:30        | % r/r        | 3,7        | 3,7        | --         | 3,8    |
| USA: Stopa bezrobocia (lut.)                   | 14:30        | %            | 4,3        | 4,3        | --         | 4,4    |
| <b>Poniedziałek, 9 marca</b>                   |              |              |            |            |            |        |
| CHN: Inflacja PPI (lut.)                       | 2:30         | % r/r        | -1,4       | -1,1       | --         | -0,9   |
| CHN: Inflacja CPI (lut.)                       | 2:30         | % r/r        | 0,2        | 0,9        | --         | 1,3    |
| GER: Zamówienia w przemyśle (sty.)             | 8:00         | % r/r        | 11,2       | 13,2       | --         | 4,0    |
| GER: Produkcja przemysłowa (sty.)              | 8:00         | % r/r        | 0,4        | -0,8       | --         | -1,2   |
| EUR: Indeks Sentix (mar.)                      | 10:30        | pkt.         | 4,2        | -3,0       | --         | -3,1   |
| <b>Wtorek, 10 marca</b>                        |              |              |            |            |            |        |
| GER: Eksport (sty.)                            | 8:00         | % m/m        | 4,0        | -2,0       | --         | -2,3   |
| GER: Import (sty.)                             | 8:00         | % m/m        | 1,4        | -1,0       | --         | -5,9   |
| HUN: Inflacja CPI (lut.)                       | 8:30         | % r/r        | 2,1        | 1,8        | 1,7        | 1,4    |
| CZE: Inflacja CPI (lut., rew.)                 | 9:00         | % r/r        | 1,6        | 1,4        | 1,4        | 1,4    |
| USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (lut.)    | 15:00        | mln          | 4,02       | 3,87       | --         | 4,09   |
| <b>Środa, 11 marca</b>                         |              |              |            |            |            |        |
| GER: Inflacja CPI (lut., rew.)                 | 8:00         | % r/r        | 2,1        | 1,9        | --         | 1,9    |
| ROM: Sprzedaż detaliczna (sty.)                | 8:00         | % r/r        | -2,0       | --         | --         | -6,5   |
| USA: Inflacja CPI (lut.)                       | 13:30        | % r/r        | 2,4        | 2,5        | 2,4        | 2,4    |
| USA: Inflacja bazowa (lut.)                    | 13:30        | % r/r        | 2,5        | 2,4        | --         | 2,5    |
| <b>Czwartek, 12 marca</b>                      |              |              |            |            |            |        |
| CZE: Produkcja przemysłowa (sty.)              | 9:00         | % r/r        | 6,8        | 3,4        | --         | --     |
| USA: Bilans handlowy (sty.)                    | 13:30        | mld USD      | -70,3      | -67,9      | --         | --     |
| USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)    | 13:30        | tys          | 213        | 215        | --         | --     |
| USA: Rozpoczęcie budowy domów (sty.)           | 13:30        | mln          | 1,404      | 1,340      | --         | --     |
| USA: Pozwolenia na budowę (sty., wst.)         | 13:30        | --           | --         | 1,392      | --         | --     |
| <b>Piątek, 13 marca</b>                        |              |              |            |            |            |        |
| ROM: Inflacja CPI (lut.)                       | 8:00         | % r/r        | 9,6        | 9,4        | 9,3        | --     |
| ROM: Produkcja przemysłowa (sty.)              | 8:00         | % r/r        | 1,6        | -0,5       | --         | --     |
| <b>POL: Inflacja CPI (lut.)</b>                | <b>10:00</b> | <b>% r/r</b> | <b>2,2</b> | <b>2,1</b> | <b>2,0</b> | --     |
| EUR: Produkcja przemysłowa (sty.)              | 11:00        | % r/r        | 1,2        | 1,3        | --         | --     |
| USA: Dochody Amerykanów (sty.)                 | 13:30        | % m/m        | 0,3        | 0,5        | --         | --     |
| USA: Wydatki Amerykanów (sty.)                 | 13:30        | % m/m        | 0,4        | 0,3        | --         | --     |
| USA: Deflator PCE (sty.)                       | 13:30        | % r/r        | 2,9        | 2,9        | --         | --     |
| USA: Inflacja bazowa PCE (sty.)                | 13:30        | % r/r        | 3,0        | 3,1        | --         | --     |
| USA: Zamówienia na dobra trwałe (sty., wst.)   | 13:30        | % m/m        | -1,4       | 0,4        | --         | --     |
| USA: Wzrost PKB (4q)                           | 13:30        | %q/q saar    | 4,4        | 1,4        | --         | --     |
| USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (mar., wst.) | 15:00        | pkt.         | 56,6       | 56,3       | --         | --     |
| USA: Raport JOLTS (sty.)                       | 15:00        | mln          | 6,542      | 6,750      | --         | --     |

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):** Urszula Kryńska

### 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.