

Jaka jest ta inflacja?

- Wojna w Zatoce Perskiej dominuje nad innymi czynnikami kształtującymi rynkowe trendy, a w czwartek, w wyniku jej eskalacji, w górę o ok. 10% poszły notowania ropy naftowej, co powodowało wzrost oczekiwań inflacyjnych, któremu towarzyszył globalny tryb risk-off. Skutkiem takiego otoczenia były wzrosty rentowności obligacji skarbowych oraz spadki indeksów giełdowych, co istotne, mocniejsze w USA. Tryb risk-off na rynku FX powodował aprecjację dolara, co łącznie wywierało presję na waluty z rynków EM, w tym na PLN. W piątek nie widzimy istotnych przesłanek do złagodzenia presji rynkowej wynikającej z trwających działań zbrojnych na Bliskim Wschodzie. W związku z czym oczekujemy, iż sytuacja rynkowa nie ulegnie znaczącej zmianie, a tym samym globalna awersja do ryzyka utrzyma się, co będzie wspierać dolara i ciężać notowaniom walut z rynków EM. Na rynku FI scenariuszem bazowym w krótkim terminie pozostaje dalszy wzrost rentowności obligacji skarbowych.
- Dziś, obok wydarzeń związanych z trwającym konfliktem na Bliskim Wschodzie, czeka nas kilka istotnych publikacji makroekonomicznych.
- Najważniejszą z nich będzie krajowy odczyt inflacji CPI – poznamy zarówno wynik za luty, jak i zrewidowane dane za styczeń. Będą to pierwsze odczyty uwzględniające coroczną aktualizację wag poszczególnych kategorii w koszyku CPI. Historycznie takie rewizje zazwyczaj prowadziły do obniżenia inflacji. Tym razem zmiany metodyczne mają jednak szerszy charakter - począwszy od stycznia wprowadzono [nową klasyfikację COICOP 2018](#). Szacujemy, że inflacja w lutym wyniosła około 2% r/r (konsensus: 2,1% r/r, PKOe: 2,0% r/r). Trzeba jednak podkreślić, że wynik obciążony jest podwyższoną niepewnością ze względu na wspomnianą zmianę metodyki.
- Dziś poznamy też pakiet danych z USA dotyczących sytuacji konsumentów – dochody i wydatki gospodarstw domowych, popyt na pracę oraz deflator PCE za styczeń. Opublikowany zostanie również indeks nastrojów konsumenckich Uniwersytetu Michigan za marzec oraz rewizja PKB za 4q25.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl

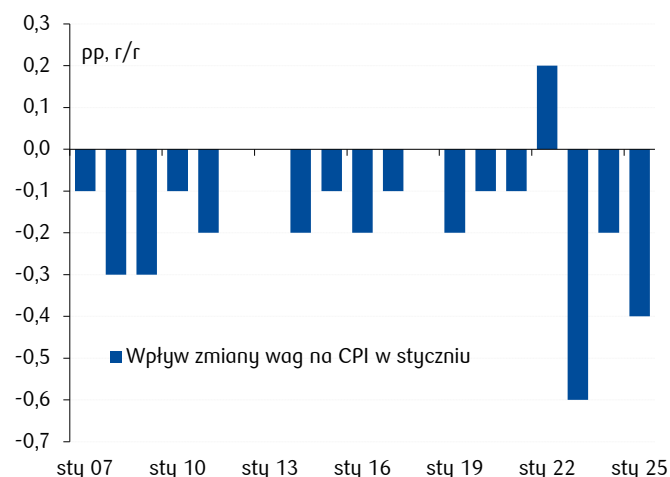
 @PKO_Research

centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość 2026-03-12	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	120 935	-0,8
STOXX Europe 600	599	-0,6
S&P500	6 673	-1,5
Waluty:		
EURPLN	4,27	0,6
USDPLN	3,71	1,2
CHFPLN	4,72	0,4
EURUSD	1,15	-0,5
Obligacje:		
PL2Y	4,36	33
PL5Y	5,07	24
PL10Y	5,64	17
DE10Y	2,94	1
US10Y	4,27	7
Surowce:		
Ropa Brent	100	9,2
Złoto	5079	-1,9

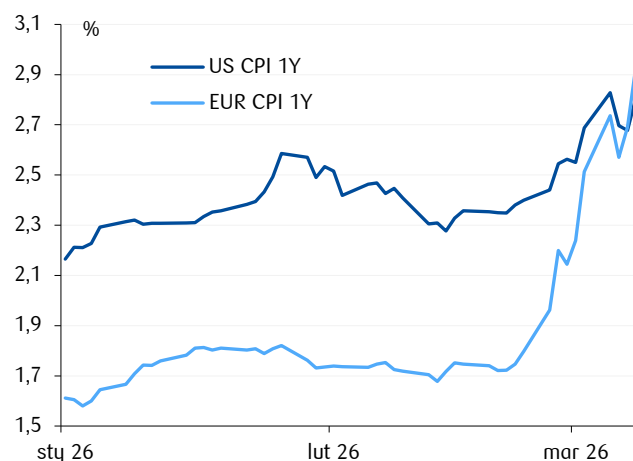
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

Coroczna aktualizacja wag w indeksie CPI z reguły działa obniżająco na inflację w styczniu



Źródło: GUS, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

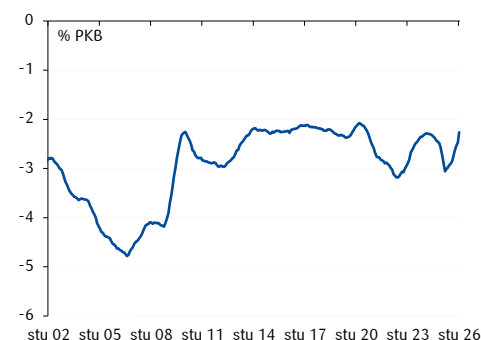
Oczekiwania inflacyjne w strefie euro i USA, mierzone rynkiem swapów inflacyjnych, osiągnęły w czwartek wielomiesięczne maksima



WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

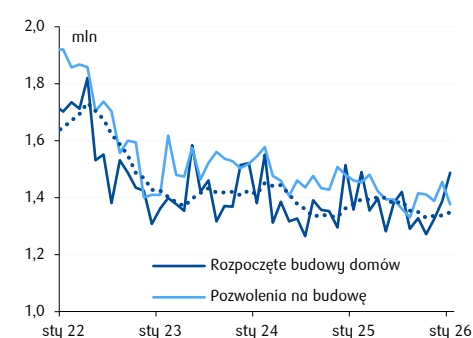
- IRN:** Iran przeprowadził atak na tankowce w pobliżu Iraku. W odpowiedzi Irak zamknął wszystkie terminale naftowe po uderzeniach w rejonie Basry. Równocześnie narasta regionalna eskalacja – Hezbollah wystrzelił setki rakiet i dronów w kierunku Izraela, który zapowiedział rozszerzenie operacji wojskowych w Libanie. Napięcia rosną również w Zatoce Perskiej, m.in. bojowy dron przeleciał nad centrum finansowym Dubaju i rozbił się u wybrzeży miasta. **Nowy najwyższy przywódca Iranu, ajatollah M.Chamenei, oświadczył w pierwszym publicznym wystąpieniu po objęciu władzy, że Cieśnina Ormuz powinna pozostać zamknięta, sygnalizując brak zamiaru przywrócenia normalnego ruchu w tym kluczowym szlaku transportu ropy. Zaznaczył również, że będą otwierane następne fronty ataków Iranu, jeżeli wojna się nie zakończy. Jednocześnie wiceminister spraw zagranicznych Iranu M.Tacht-Rawanci poinformował, że Iran zezwolił statkom z niektórych państw płynąć przez cieśninę Ormuz oraz zdementował informacje o minowaniu cieśniny. Prezydent USA D.Trump ocenił, że USA mają „mnóstwo czasu” na wojnę w Iranie, a zdecydowanie ważniejsze niż wysokie ceny ropy jest dla niego powstrzymanie Iranu.**
- USA:** Deficyt handlowy w styczniu wyniósł 54,5 mld USD i był nieco niższy niż 72,9 mld USD odnotowane w grudniu. W ujęciu płynnego roku deficyt zmniejszył się do 2,3% PKB z 2,5% PKB wcześniej, osiągając jednocześnie najniższy poziom od czasu pandemii. Eksport wzrósł o 10,4% r/r, podczas gdy import spadł o 11,3% r/r. W danych o handlu widoczne są obecnie dwie siły. Po pierwsze, deficyt powraca do poziomów notowanych przed pandemią, co może wskazywać, że handel wraca do równowagi po dwóch ostatnich kryzysach. Dodatkowo wyższe cła wprowadzone przez administrację D.Trumpa również sprzyjają redukcji deficytu. Aby jednak w pełni ocenić efektywność polityki celnej, konieczna będzie obserwacja, czy saldo handlowe w relacji do PKB zdoła wzrosnąć do jeszcze wyższego poziomu. Jednocześnie na horyzoncie rysuje się kryzys energetyczny, który ponownie może zaburzyć wymianę handlową.
- USA:** Liczba rozpoczętych budów domów w styczniu zwiększyła się o 7,2% m/m (1,487 mln, saar), kontynuując silny trend wzrostowy, który w poprzednich dwóch miesiącach przekraczał 4% m/m. Dane potwierdzają, że na rynek zaczynają oddziaływać efekty wcześniejszych obniżek stóp procentowych, widoczne w postaci spadku oprocentowania kredytów hipotecznych, co pobudza aktywność w sektorze nieruchomości. **Liczba pozwoleń na budowę zmniejszyła się natomiast o 5,4% m/m (1,376 mln, saar) po wzroście o 4,8% m/m w grudniu. Wskazuje to, że wzrost liczby rozpoczętych budów wynika głównie z nadrobienia inwestycji odłożonych wcześniej z powodu wysokich kosztów.**
- USA:** Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu wyniosła 213 tys. (kons.: 215 tys.), praktycznie tak samo jak w poprzednich tygodniach. Liczba bezrobotnych kontynuujących pobieranie zasiłku lekko spadła (w tygodniu, który skończył się 28 lutego). Napływ nowych bezrobotnych wydaje się pozostawać stabilny, choć ostatnie dane z raportu NFP wskazały na istotne osłabienie sytuacji na rynku pracy.
- CZE:** Produkcja przemysłowa w styczniu wzrosła o 2,8% r/r (wda), spowalniając z 4,9% r/r w grudniu. W ujęciu m/m produkcja spadła o 2,6% (sa). Jedyнным silnym sektorem pozostaje motoryzacja (+8,4% r/r) oraz energetyka, podczas gdy większość pozostałych branż odnotowała spadki. Sprzedaż budowlana spadła o 0,3% r/r (wda) względem wzrostu o 5,7% r/r w grudniu. **Sprzedaż detaliczna w styczniu zaskoczyła natomiast pozytywnie rosnąc o 5% r/r (wda) wobec 1,8% r/r w grudniu. W ujęciu m/m zwiększyła się o 1% (sa) – najmocniej od kwietnia. Sprzedaż dóbr nieżywnościowych wzrosła o 7,8% r/r, napędzana głównie wyprzedażami poświadczeniowymi. Sprzedaż żywności również rosła, jednak w ograniczonym tempie. Dane wskazują na wyraźne ożywienie popytu konsumpcyjnego. Perspektywy na**

Bilans handlowy USA



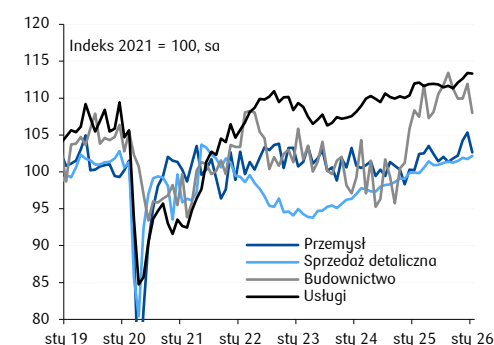
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Rynek nieruchomości w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Miesięczna aktywność gospodarcza w Czechach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Stopa bazowa na tle inflacji w Turcji



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

najbliższe miesiące pozostają silnie obciążone rosnącymi cenami surowców, co będzie negatywnie odbijać się na aktywności gospodarczej.

- **TUR:** Bank Turcji zdecydował o wstrzymaniu cyklu obniżek stóp procentowych, pozostawiając je na poziomie 37%. Jak podkreślono w komunikacie, decyzja ta wynika z ryzyka wzrostu kosztów energii w związku z konfliktem na Bliskim Wschodzie oraz utrzymującej się presji na krajową walutę. Rada zapowiedziała kontynuację restrykcyjnej polityki pieniężnej, a w razie pogorszenia perspektyw inflacyjnych, gotowość do jej ponownego zacieśnienia.

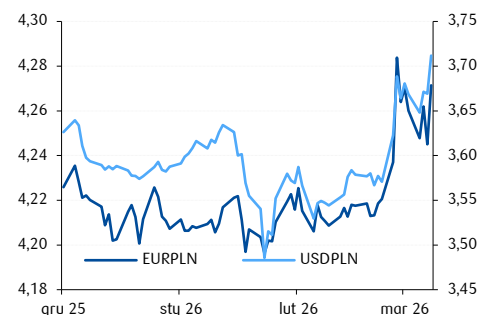
WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL:** Prezydent K.Nawrocki poinformował w orędziu, że nie podpisze ustawy pozwalającej na zaciągnięcie unijnej pożyczki SAFE. Zawetowana ustawa, którą Sejm przyjął pod koniec lutego, zakłada stworzenie zarządzanego przez Bank Gospodarstwa Krajowego Finansowego Instrumentu Zwiększenia Bezpieczeństwa, za pośrednictwem którego rząd będzie mógł korzystać z pieniędzy z SAFE. Uzasadnieniem prezydenckiego weta są obawy związane z przekazaniem UE kompetencji dotyczących obronności państwa, w związku z mechanizmem warunkowości. K.Nawrocki zwracał też uwagę na ryzyko związane z zaciąganiem długoterminowych pożyczek w walutach obcych. Jako alternatywne źródło finansowania Prezydent wskazał zaproponowany przez siebie program „SAFE 0%”, w którym wydatki zbrojeniowe miałyby być finansowane dzięki zyskowi NBP wypracowanemu w procesie zarządzania rezerwami. Polska jest największym beneficjentem unijnego programu SAFE - może z niego pozyskać ok. 43,7 mld EUR, a rząd planuje, że 89% tych środków ma trafić do polskich firm zbrojeniowych. **Weto Prezydenta nie oznacza, że środki z SAFE nie zostaną wykorzystane** - w ubiegłym tygodniu premier D.Tusk sygnalizował prace nad "planem B". Wcześniej pełnomocniczka rządu ds. SAFE M.Sobkowiak-Czarnecka wskazywała, że jeśli ustawa o FIZB nie wejdzie w życie to pieniądze trafią do Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych. FWSZ pozwala jednak jedynie na zakup broni (bez kosztów utrzymania) oraz umożliwia finansowanie tylko projektów czysto wojskowych, co wyklucza finansowanie wsparcia dla Straży Granicznej, policji, Służby Ochrony Państwa i projektów infrastrukturalnych. **Zdaniem ekspertów od obronności konieczność wykorzystania FWSZ rodzi ryzyko opóźnień realizacji zaplanowanych projektów, w rezultacie udział krajowego przemysłu może być mniejszy od założeń, a łączna wydatkowana kwota niższa od limitu.**
- **POL:** J.Tyrowicz (RPP) oceniła, że inflacja pozostaje na tyle wysoka, że nawet niewielkie zewnętrzne szoki mogą stanowić zagrożenie dla stabilności cen. Jej zdaniem bardziej restrykcyjna polityka pieniężna w przeszłości mogłaby szybciej sprowadzić inflację do celu i zwiększyć odporność gospodarki na zewnętrzne wstrząsy, podobnie jak obecnie w strefie euro. **W.Janczyk (RPP) stwierdził natomiast, że stopy NBP są obecnie na właściwym poziomie i RPP prawdopodobnie przez najbliższe miesiące pozostanie w trybie „wait and see”.** L.Kotecki (RPP) ocenił z kolei, że eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie zakończyła w Radzie dyskusję o dalszym obniżaniu stóp procentowych. Jego zdaniem strategia *wait and see* dziś jest najlepsza. Być może Rada w ogóle nie wróci do obniżek, ale na razie nie widać też konieczności podwyżki.
- **POL:** Agencja Fitch podwyższyła prognozę wzrostu PKB Polski na 2026 do 3,6%, wobec wcześniej szacowanych 3,2%. W 2027 tempo wzrostu ma obniżyć się do 2,9%, co Fitch wiąże m.in. z planowaną konsolidacją fiskalną oraz ograniczeniem napływu środków z KPO. Agencja przewiduje również, że NBP może obniżyć stopy procentowe w 2026 jeszcze o 25 pb, a inflacja w średnim horyzoncie powinna utrzymywać się w pobliżu 3%. Według Fitch potencjalne implikacje wojny na Bliskim Wschodzie na ratingi państw CEE mogą pochodzić głównie z obszaru finansów publicznych. Główny analityk na Polskę M.Trajkovic podkreślał jednak, że przestrzeń fiskalna w regionie pozostaje ograniczona, a tylko Czechy mają pewną przestrzeń aby zastosować wsparcie.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- Złoty podczas czwartkowych notowań osłabił się. Kurs EURPLN zwiększył w pobliżu 4,27, a USDPLN w okolice 3,71. Na rynkach bazowych kurs EURUSD spadł do 1,1520.
- Brak sygnałów deeskalacji wojny na Bliskim Wschodzie, a przede wszystkim gasnące nadzieje na szybkie udrożnienie Cieśniny Ormuz, to czynniki, które w czwartek powodowały dalsze wzrosty notowań ropy naftowej, sięgające 10%. Możliwość kontynuacji szoku podażowego na rynku surowców energetycznych, pomimo zatwierdzenia bezprecedensowego pod względem skali uwolnienia rezerw ropy naftowej, zwiększała w czwartek obawy inwestorów dotyczące spowolnienia globalnego wzrostu gospodarczego i wzrostu inflacji. To generowało kolejną falę awersji do ryzyka, której beneficjentem był amerykański dolar. Natomiast pod presją znalazły się waluty z rynków wschodzących, w tym PLN. W takim otoczeniu kursy EURPLN i USDPLN kierowały się w stronę górnych ograniczeń wskazywanych w poprzednich wydaniach Dziennika trendów bocznych, a na rynkach bazowych kurs EURUSD testował okolice 1,15, gdzie już znajdował się w pierwszej części poniedziałkowych notowań.
- Piątkowe kalendarium makro jest rozbudowane, a **w Europie poznamy odczyty inflacji konsumenckiej z Francji, Hiszpanii oraz Polski, które jednak w obecnej sytuacji rynkowej będą miały drugorzędne znaczenie.** Z USA ze sporej ilości danych istotne będą te o marcowych nastrojach konsumenckich (Raport Uniwersytetu Michigan), gdyż pokażą, jak wojna z Iranem i towarzyszące jej wzrosty notowań surowców energetycznych przełożyły się m.in. na oczekiwania inflacyjne. Przy założeniu, że nie nastąpi deeskalacja wojny w Zatoce Perskiej, podczas piątkowych notowań oczekujemy kontynuacji trybu risk-off, dalszej aprecjacji dolara i presji na waluty z rynków EM, w tym na PLN.
- We czwartek rentowności krajowych SPW wzrosły o 17–33 pb. W segmencie 10-letnim dochodowość krajowych obligacji skarbowych podniosła się o ok. 17pb, do 5,64%. Na rynkach bazowych rentowności amerykańskich Treasuries (10Y) zwiększyły o 7pb do 4,27%, a Bundów o 1pb do 2,94%.
- Wojna z Iranem zdecydowanie dominuje nad innymi czynnikami kształtującymi wyceny na rynku stopy procentowej. Czwartkowa sesja przyniosła dalszą eskalację konfliktu na Bliskim Wschodzie, czemu towarzyszyło utrzymanie wzrostowego trendu cen ropy naftowej, która ponownie przebiła poziom 100 USD za baryłkę (Brent). Nowy przywódca Iranu otwarcie potwierdził wolę utrzymania blokady cieśniny Ormuz jako narzędzia presji rynkowej. Europa jako importer netto surowców energetycznych, pozostaje bardzo wrażliwa na sytuację na rynku energii. Oczekiwania inflacyjne w strefie euro, mierzone rynkiem swapów inflacyjnych, osiągnęły w czwartek nowe lokalne maksima, przekraczając 2,9% w horyzoncie rocznym oraz 2,5% w horyzoncie dwuletnim. Rentowność 10-letnich Bundów osiągnęła w czasie sesji poziom 2,95%, czyli górne ograniczenie przedziału wahań z marca ubiegłego roku, pozostając nieznacznie poniżej wieloletnich maksimów. Nerwowość powróciła również na rynek krajowy. Stawki IRS w segmencie 2- i 10-letnim zamknęły sesję na tegorocznych maksimach, odpowiednio w okolicach 4,27% i 4,74%. Podobnie rentowności krajowych SPW kontynuowały ruch w górę, wyznaczając najwyższe poziomy zamknięcia w tym roku.
- W piątek nie widzimy istotnych przesłanek do złagodzenia presji rynkowej wynikającej z trwających działań zbrojnych. Na rynkach bazowych czynnikiem ograniczającym dalszy wzrost rentowności może okazać się bliskość technicznych oporów w rejonie 2,95% dla Bundów oraz 4,30% dla 10-letnich US Treasuries.

Waluty



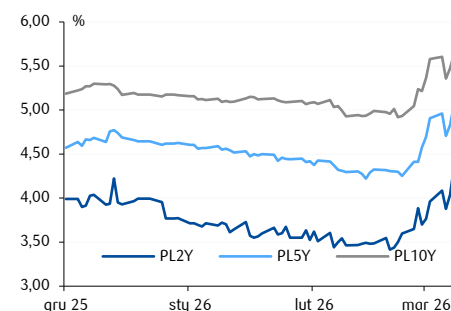
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



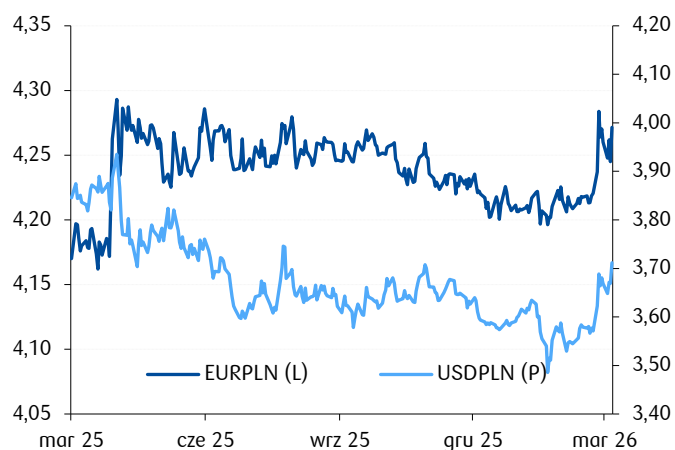
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

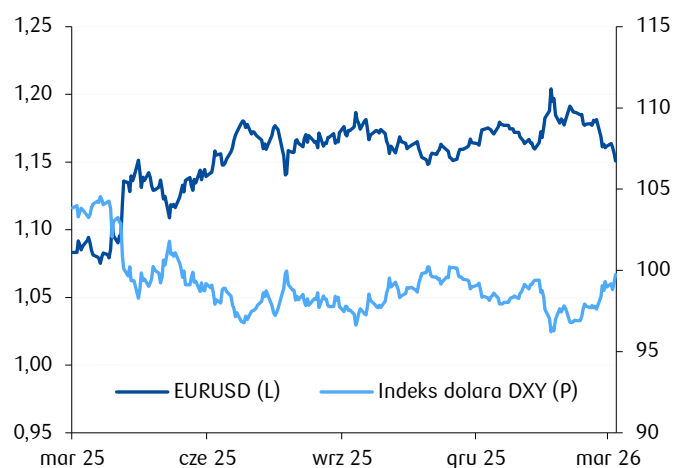
Tenor	1q26	2q26
PL1Y	3,20	3,20
PL2Y	3,75	3,70
PL5Y	4,50	4,40
PL10Y	5,10	4,90

Źródło: PKO Bank Polski.

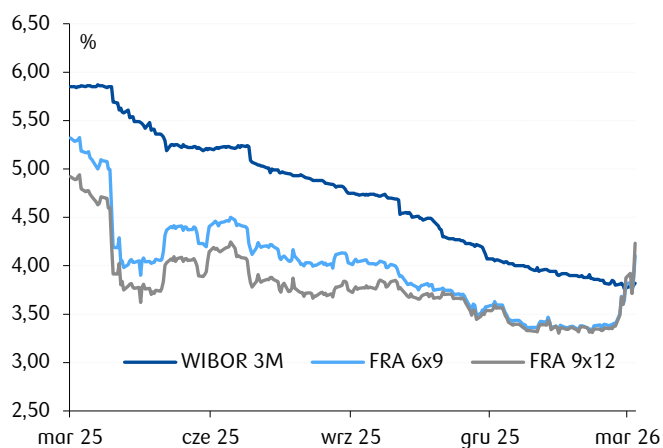
PLN vs główne waluty



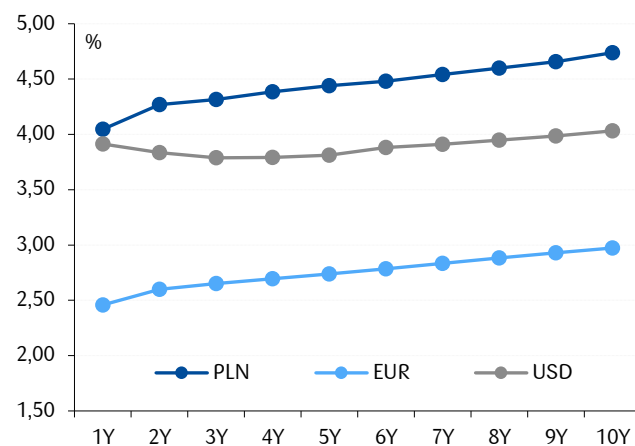
Notowania USD



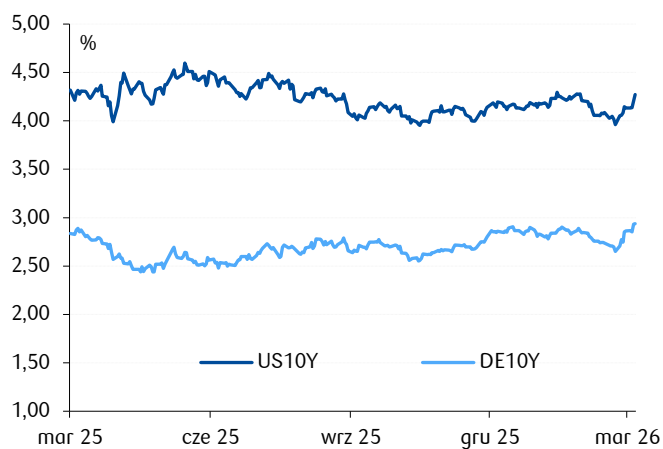
Krótkoterminowe stopy procentowe



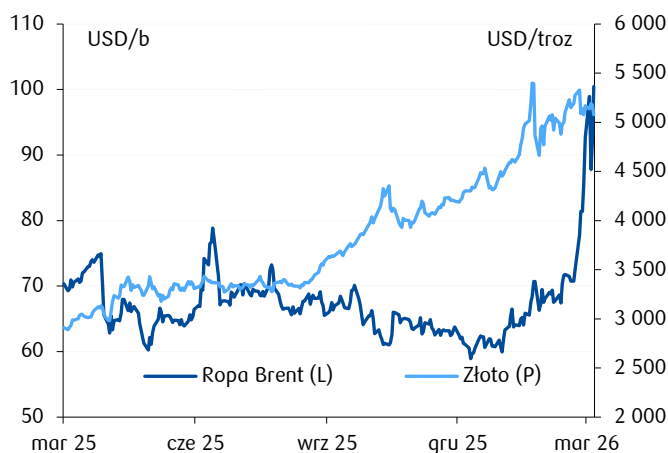
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 6 marca						
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
Poniedziałek, 9 marca						
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
Wtorek, 10 marca						
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
Środa, 11 marca						
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
Czwartek, 12 marca						
CZE: Produkcja przemysłowa (sty.)	9:00	% r/r	6,9	3,4	--	-1,5
USA: Bilans handlowy (sty.)	13:30	mld USD	-72,9	-67,9	--	-54,5
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	13:30	tys	214	215	--	213
USA: Rozpoczęcie budowy domów (sty.)	13:30	mln	1,387	1,340	--	1,487
USA: Pozwolenia na budowę (sty., wst.)	13:30	mln	1,455	1,392	--	1,376
Piątek, 13 marca						
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	--	--
POL: Inflacja CPI (lut.)	10:00	% r/r	2,2	2,1	2,0	--
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

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): 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, usługi 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.