

Zaskakująca siła gospodarki w marcu

- **Niepewność wokół drugiej rundy rozmów pokojowych między USA a Iranem wprowadziła negatywny ton do sentymentu rynkowego już we wtorek. Główne indeksy giełdowe zakończyły sesję na minusach**, notując umiarkowane spadki nieprzekraczające 1%. **Rentowności krajowych SPW oraz obligacji na rynkach bazowych znalazły się pod presją wzrostową, a złoty osłabił się** wobec euro i dolara amerykańskiego. Sam dolar zyskiwał względem koszyka głównych walut, pełniąc tradycyjną funkcję bezpiecznej przystani. **Negatywny odbiór rynkowy pogłębiły doniesienia o odwołaniu rozmów pokojowych w Pakistanie planowanych na dziś.** Oczekujemy, że brak postępów w kluczowym na ten moment dla rynków obszarze geopolityki, w połączeniu z negatywnymi implikacjami dla rynku ropy naftowej, będzie ciążył na nastrojach inwestorów w trakcie środowej sesji.
- **Po wczorajszym maratonie krajowych danych, dzisiejsze kalendarium jest znacznie skromniejsze.** Poznamy kwietniową koniunkturę gospodarczą, która pokaże wpływ wyższych cen energii na nastroje polskich firm. Ponadto GUS opublikuje szczegółowe dane fiskalne za 2025, które wyjaśnią co stało za wzrostem deficytu *general government* do 7,2% PKB pod koniec roku (mogą to być np. większe od planowanych dostawy sprzętu wojskowego).
- **Kalendarz zagraniczny zawiera tylko kwietniowe dane o nastrojach konsumentów w strefie euro** – biorąc pod uwagę wysoką niepewność i rosnące ceny paliw ich kierunek może być tylko jeden – oczekiwane jest pogłębienie pesymizmu. Warto przy tym pamiętać, że reakcja europejskich konsumentów na wojnę na Bliskim Wschodzie była do tej pory bardziej stonowana niż w USA.

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

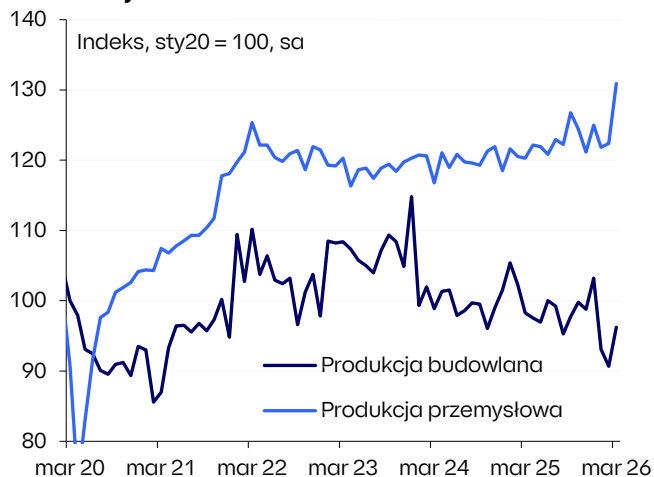
| | Wartość 2026-04-21 | (%, pb)* Δ 1D |
|-----------------------|-----------------------|------------------|
| Indeksy akcji: | | |
| WIG | 133 195 | -0,7 |
| STOXX Europe 600 | 616 | -0,9 |
| S&P500 | 7 064 | -0,6 |
| Waluty: | | |
| EURPLN | 4,23 | 0,1 |
| USDPLN | 3,61 | 0,5 |
| CHFPLN | 4,61 | 0,2 |
| EURUSD | 1,17 | -0,4 |
| Obligacje: | | |
| PL2Y | 4,26 | 5 |
| PL5Y | 4,90 | 6 |
| PL10Y | 5,48 | 8 |
| DE10Y | 3,01 | 3 |
| US10Y | 4,29 | 4 |
| Surowce: | | |
| Ropa Brent | 98 | 3,1 |
| Złoto | 4712 | -2,2 |

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

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

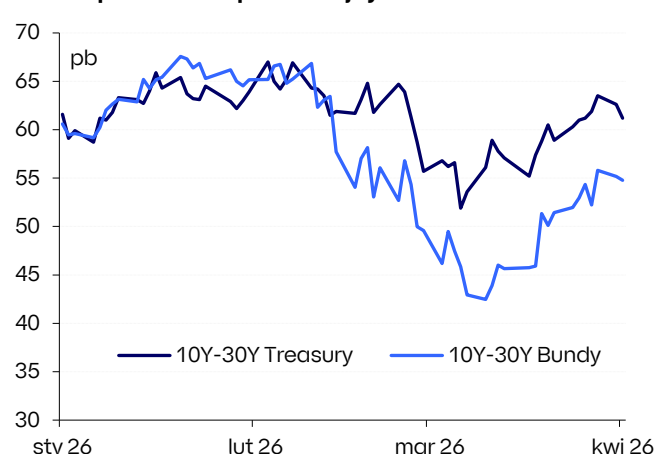
- **ŚWIAT: Prezydent USA D.Trump ogłosił, że przedłuży kończące się zawieszenie broni z Iranem do czasu złożenia przez Iran nowej propozycji zakończenia wojny i zakończenia rozmów na ten temat.** Utrzymana ma być natomiast amerykańska blokada irańskich portów. D.Trump nie wskazał dokładnego terminu obowiązywania obecnego zawieszenia broni, choć wg doniesień Axios może ono trwać „od trzech do pięciu dni”. Amerykańscy informatorzy portalu Axios twierdzą, że przerwa w rozmowach wynikała

Poziom aktywności w krajowym sektorze produkcyjnym w marcu wyraźnie wzrósł



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

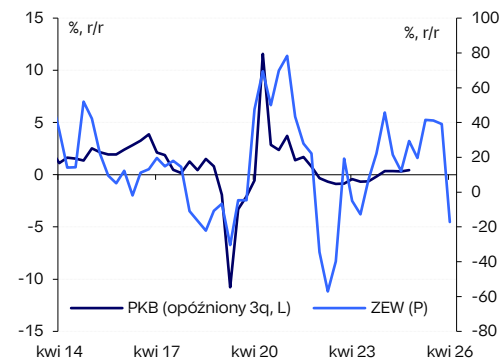
Stromość krzywych bazowych (10Y–30Y) powraca w kierunku poziomów sprzed wojny w Iranie



z braku porozumienia między irańskimi negocjatorami a irańską generacją oraz decyzji Amerykanów by dać Irańczykom czas na wypracowanie jednolitego stanowiska negocjacyjnego. Obie strony potwierdziły też anulowanie rozmów w Islamabadzie, które miały odbyć się w tym tygodniu.

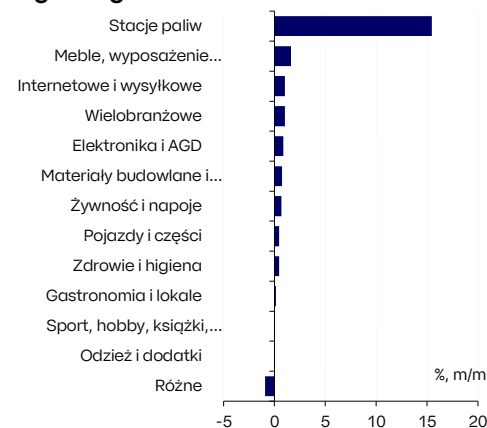
- GER: Po gwałtownym spadku w marcu, w kwietniu sentyment w niemieckiej gospodarce ponownie się pogorszył, a mierzący oczekiwania inwestorów i analityków indeks ZEW spadł do -17,2 pkt. z -0,5 pkt.** miesiąc wcześniej i był niższy od prognoz. Indeks ocen obecnej sytuacji obniżył się z kolei do -73,7 pkt. wobec -62,9 pkt. w marcu. Gospodarcze konsekwencje wojny na Bliskim Wschodzie wykraczają poza sam wzrost cen. Powszechnie są obawy o dostępność energii, co zniechęca do inwestycji i może ograniczać pozytywne skutki stymulusu rządowego. W kwietniu obawy o przyszłość pogłębiły się w sektorze chemicznym i metalowym, a w branży motoryzacyjnej poziom pesymizmu był podobny jak przed miesiącem. Chociaż ZEW nie jest „twardym” wskaźnikiem kondycji niemieckiej gospodarki (tak jak podsumowujący nastroje przedsiębiorstw indeks Ifo), to jego głęboki spadek, o ile zostanie potwierdzony w kolejnych miesiącach, może zwiastować jej wyraźne spowolnienie.
- USA: Sprzedaż detaliczna w marcu wzrosła o 1,7% m/m po wzroście o 0,7% m/m w lutym i nieco silniej od oczekiwań.** Wynik za marzec, który jest podawany w ujęciu nominalnym, był podbijany przez wyższe ceny paliw. W ciągu miesiąca sprzedaż na stacjach benzynowych wzrosła o 15,5%. Sprzedaż tzw. grupy kontrolnej, która wyłącza samochody, paliwa, materiały budowlane i usługi gastronomiczne i jest uwzględniana w szacunkach PCE, wzrosła o 0,7% m/m po wzroście o 0,6% m/m w lutym i również była lepsza od oczekiwań. Pomimo negatywnych sygnałów płynących z badań koniunktury, wydatki konsumentów wykazały w marcu dużą odporność na szok energetyczny.
- EUR: Wiceprezes EBC L.de Guindos ocenił, że ze względu na wysoką niepewność związaną z wojną w Iranie, Europejski Bank Centralny powinien przyjąć wyważone podejście do ustalania stóp procentowych.** W jego ocenie wpływ gospodarczy konfliktu na Bliskim Wschodzie jest znaczący i będzie stanowił negatywny szok podaży, który podniesie inflację oraz ograniczy aktywność gospodarczą. L.de Guindos wyraził nadzieję, że Hiszpania utrzyma miejsce zwolnione przez niego miejsce w Zarządzie EBC, oraz ponownie podkreślił, że były prezes Banku Hiszpanii, P. Hernández de Cos, jest wybitnym kandydatem na następcę prezes EBC Ch.Lagarde.
- USA: K.Warsh, podczas przesłuchania przed Senatem jako kandydat na szefa Fed, zdawał się podkreślać większe znaczenie walki Fed z inflacją niż wspierania zatrudnienia.** Powtórzył również, że potencjalny wzrost gospodarczy przyspiesza, dzięki rewolucji AI. Dodatkowo wezwał do zasadniczej zmiany sposobu prowadzenia polityki pieniężnej przez Fed, proponując nowy system walki z inflacją (odejście od celu inflacji PCE, ale bez wskazania alternatywy), nowe narzędzia i lepszą komunikację („spotkania Fed bez wyuczonych skryptów”, krytyka *forward guidance*). Skrytykował publikowane przez Fed prognozy stóp procentowych (*dot plot*). Kandydat na szefa Fed wyraził opinię, że niezależność Rezerwy nie jest zagrożona przez wyrażane przez polityków opinie na temat stóp procentowych, ale zależy od samej instytucji, która powinna trzymać się swojego mandatu i działać niezależnie. Podczas przesłuchania wiele kontrowersji budziła niezależność kandydata, który m.in. odmówił wskazania obszaru, w którym nie zgadza się z D.Trumpem oraz komentarza na temat legalności wyników wyborów prezydenckich w 2020. K.Warsh zaprzeczył by zawarł układ z prezydentem D.Trumpem przewidujący obniżkę stóp procentowych w zamian za nominację. Jednocześnie tuż przed przesłuchaniem ukazał się wywiad z D.Trumpem, w którym prezydent stwierdził, że byłby zawiedziony gdyby nowy prezes Fed nie obniżył stóp natychmiast po objęciu urzędu. Sporo kontrowersji budziły też jego aktywa finansowe, o wartości ponad 100 mln USD, które miałyby zostać sprzedane przez niego w ciągu 90 dni od zaprzysiężenia, jednak sam K.Warsh

Indeks koniunktury ZEW na tle wzrostu gospodarczego Niemiec



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Dynamika sprzedaży detalicznej w USA wg kategorii



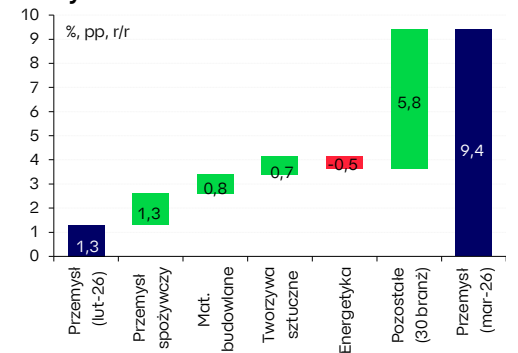
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

odmówił udzielenia jakichkolwiek informacji na ten temat. Obecnie nie jest znany termin rekomendacji K.Warsha przez komisję senacką, a członek komisji bankowej T.Tillis zapowiedział blokadę nominacji, do czasu aż Departament Sprawiedliwości wycofa się z dochodzenia w sprawie obecnego prezesa J.Powella. Rośnie prawdopodobieństwo, że J.Powell, którego kadencja na stanowisku Prezesa Fed kończy się w maju 2026, będzie pełnił obowiązki prezesa dłużej.

WYDARZENIA KRAJOWE:

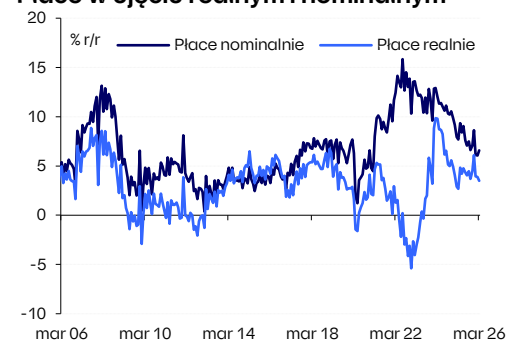
- POL: W marcu dane produkcyjne zaskoczyły bardzo pozytywnie.** Produkcja przemysłowa wzrosła o 9,4% r/r po wzroście o 1,3% r/r w lutym i przy oczekiwaniach 4,2% r/r, a produkcja budowlano montażowa o 0,4% r/r po spadku o 13,7% r/r w lutym i oczekiwaniach wzrostu o 0,8% r/r. **Głównym powodem ożywienia jest odreagowanie po zakończeniu mrozów. Dostępne dane za 1q26 wskazują na spowolnienie wzrostu gospodarczego w okolice 3,0% r/r, a znacznie lepszy od oczekiwań marzec zmniejsza ryzyko, że skala hamowania okaże się większa.** Więcej na ten temat w Makro Flash: [Wiosna pełną parą w produkcji.](#)
- POL: Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w marcu wzrosło o 6,6% r/r wobec 6,1% r/r w lutym, nieco silniej od oczekiwań.** W ujęciu realnym płace wzrosły o 3,5% r/r, najslabiej od marca 2025. Przeciętne zatrudnienie w marcu spadło o 9 tys. etatów, co przekłada się na spadek o 0,1% m/m oraz 0,9% r/r wobec -0,8% r/r miesiąc wcześniej. Choć dynamika płac nieco przyspieszyła, to wciąż kształtuje się poniżej poziomów obserwowanych w latach 2021-2025. **Zakładamy, że do końca roku wzrost wynagrodzeń może nieco spowolnić, jednak w całym roku wyniesie około 6%.** Więcej w Makro Flash: [Nominalnie solidny wzrost płac, w ujęciu realnym - traci na sile.](#)
- POL: Deflacja PPI utrzymuje się – w marcu ceny produkcji obniżyły się o 0,8% r/r po spadku o 2,0% r/r w lutym** (rewizja z -2,3% r/r). W ciągu miesiąca poziom cen wzrósł o 1,0% m/m, z czego w petrochemii o 7,9% m/m. Wynik był niższy od oczekiwań, co również wskazuje na brak (jak na razie) silnej reakcji cen na szok naftowy.
- POL: Liczba cudzoziemców ubezpieczonych w ZUS na koniec marca wyniosła 1,305 mln i była o 9,4% wyższa niż w analogicznym okresie 2025.** Prawie 67% ubezpieczonych obcokrajowców stanowią Ukraińcy, w marcu rejestry ZUS wskazywały na 873,23 tys. osób. W ostatnich miesiącach dynamika liczby ubezpieczonych Ukraińców ponownie przekracza tempo wzrostu liczby obcokrajowców ogółem. Wzrost może obejmować zarówno nową migrację jak i zmianę formy zatrudnienia (np. z sektora rolniczego lub szarej strefy).
- POL:** Minister finansów A.Domański wskazał, że istnieje wysokie prawdopodobieństwo przedłużenia programu CPN na maj, ale decyzja będzie zależna od rozwoju sytuacji na rynku ropy i czynników geopolitycznych. Według obecnych regulacji obniżona stawka VAT i akcyza na paliwa mają obowiązywać do końca kwietnia.
- POL:** Ministerstwo Finansów oceniło, że negatywne stanowisko Rady Fiskalnej dotyczące nowelizacji stabilizującej reguły wydatkowej (w szczególności dotyczące klauzuli obronnej) jest nieuzasadnione. Według Rady Fiskalnej zmiany zwiększałyby, w sposób nieuzasadniony, krótkookresową swobodę wydatkową kosztem stabilności fiskalnej w średnim okresie.

Dekompozycja zmiany dynamiki krajowej produkcji przemysłowej między marcem a lutym 2026



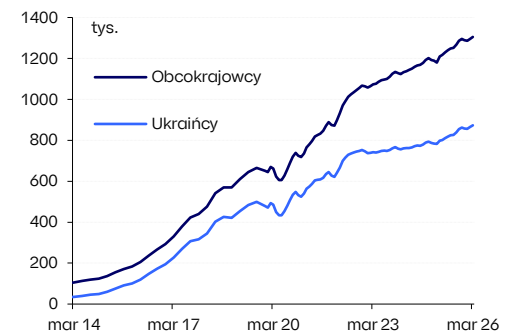
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Płace w ujęciu realnym i nominalnym



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Ubezpieczeni w ZUS

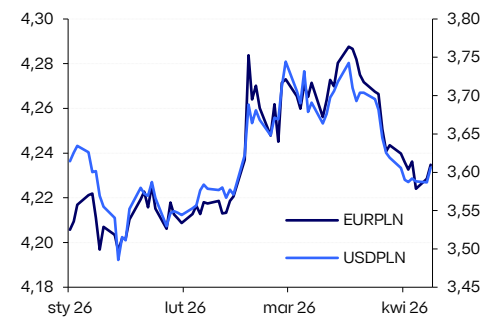


Źródło: ZUS, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **Złoty we wtorek osłabił się, kurs EURPLN zwyżkował do 4,24, a USDPLN poszedł w górę do 3,61.** Na rynkach bazowych kurs EURUSD spadł do 1,1740.
- Wyraźnie wyższe od konsensusu ekonomistów odczyty krajowej produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej za marzec br. nie miały we wtorek wpływu na notowania PLN. **Polska waluta ponownie reagowała głównie na globalne czynniki i trendy, a tam umocnił się amerykański dolar.** Aprecjacja USD była początkowo spowodowana znacząco mocniejszymi względem rynkowych oczekiwań danymi o sprzedaży detalicznej z USA za marzec br. Dodatkowo pośrednio dolara wspierała słabość euro (ma dominujący udział w indeksie dolara) po tym, jak Indeks ZEW był znacząco niższy względem rynkowych oczekiwań. W późniejszych godzinach handlu **presję na złotego wywarł globalny wzrost awersji do ryzyka po tym, jak mające się odbyć w środę negocjacje pokojowe USA–Iran zostały odwołane.** W tym okresie kursy EURPLN i USDPLN przetestowały istotne w krótkim terminie techniczne opory, które wskazywaliśmy w poprzednich wydaniach Dziennika.
- Środowe kalendarium makro nie zawiera kluczowych dla nastrojów inwestorów figur, a tym samym uwaga uczestników rynku będzie skoncentrowana na Bliskim Wschodzie. Tam natomiast USA jednostronnie przedłużyły zawieszenie broni, co istotne bezterminowo. Nie jest jednak jasne, czy będzie się do niego stosować Iran i Izrael. To rodzi dużą niepewność odnośnie dalszego przebiegu konfliktu, choć w środę o poranku, z wyjątkiem notowań ropy, reakcja rynków jest relatywnie spokojna. Oznacza to, że w dalszym ciągu inwestorzy zakładają pozytywny scenariusz, czyli stopniowe wygasanie wojny w Zatoce Perskiej. **W naszej opinii w takim otoczeniu krajowy rynek FX będzie czekał na nowe impulsy, a kursy EURPLN i USDPLN w środę będą się konsolidować odpowiednio w przedziale 4,23–4,24 oraz 3,60–3,62.**
- **We wtorek rentowności krajowych SPW wzrosły o 5–8pb.** W segmencie 10-letnim rentowność podniosła się o 8pb, do 5,48%, podczas gdy na rynkach bazowych rentowności amerykańskich Treasuries i niemieckich Bundów wzrosły o 3-4pb, odpowiednio do 4,29% i 3,01%.
- **Wtorkowa sesja na rynku krajowym pozostawała pod wpływem istotnego pakietu danych makroekonomicznych, których wydzźwięk był wyraźnie pozytywny dla obrazu krajowej koniunktury.** W szczególności produkcja przemysłowa zaskoczyła in plus, a w połączeniu z solidnymi danymi o wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw przełożyła się na **wzrostową presję na rentowności ze strony czynników krajowych.** Po odwołaniu planowanej na środę drugiej rundy rozmów pokojowych w Islamabad, globalny kontekst geopolityczny pozostaje nierozstrzygnięty i nadal stanowi kluczowy katalizator zmienności na rynku stopy procentowej – zarówno lokalnie, jak i na rynkach bazowych. Równolegle, we wtorek uwagę inwestorów przyciągnęło wystąpienie K. Warsha przed Senacką Komisją ds. Bankowości. Jako następcą J.Powella na stanowisku przewodniczącego Fed, Warsh rozpoczyna proces budowania swojej wiarygodności i percepcji rynkowej. Znaczenie jego wystąpienia dla krótkoterminowego pozycjonowania inwestorów było ograniczone.
- Oczekujemy, że w najbliższym czasie rynek pozostanie w trybie wyczekiwania na rozwój wydarzeń na Bliskim Wschodzie. **Brak wznowienia dialogu dyplomatycznego między USA a Iranem w Islamabadzie w środę podważa optymistyczny sentyment rynkowy i w krótkim terminie generuje presję wzrostową na rentowności. Jednocześnie utrzymanie zawieszenia broni oraz brak nowych gróźb militarnych ze strony prezydenta USA ograniczają skalę tej reakcji.**

Waluty



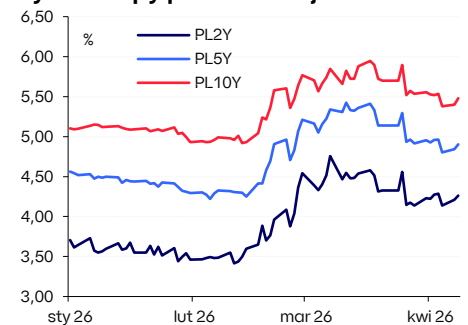
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

| Para | 2q26 | 3q26 |
|--------|------|------|
| EURPLN | 4,28 | 4,27 |
| USDPLN | 3,69 | 3,65 |
| CHFPLN | 4,65 | 4,59 |
| EURUSD | 1,16 | 1,17 |
| EURCHF | 0,92 | 0,93 |

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



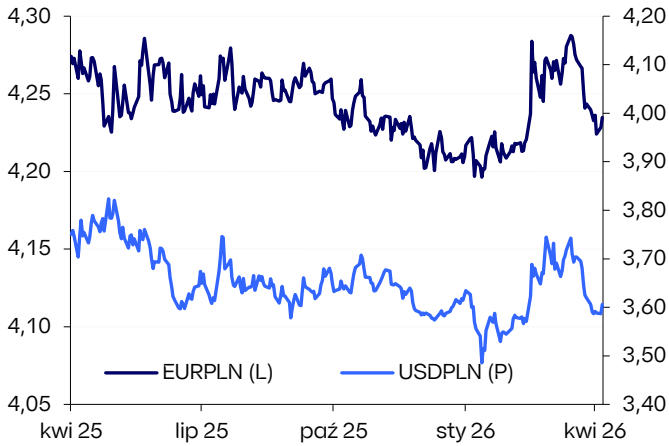
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

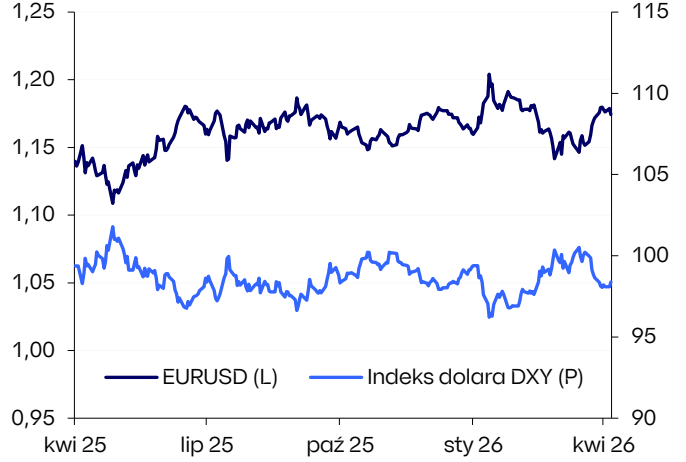
| Tenor | 2q26 | 3q26 |
|-------|------|------|
| PL1Y | 3,85 | 3,82 |
| PL2Y | 4,35 | 4,25 |
| PL5Y | 5,00 | 4,90 |
| PL10Y | 5,60 | 5,30 |

Źródło: PKO Bank Polski.

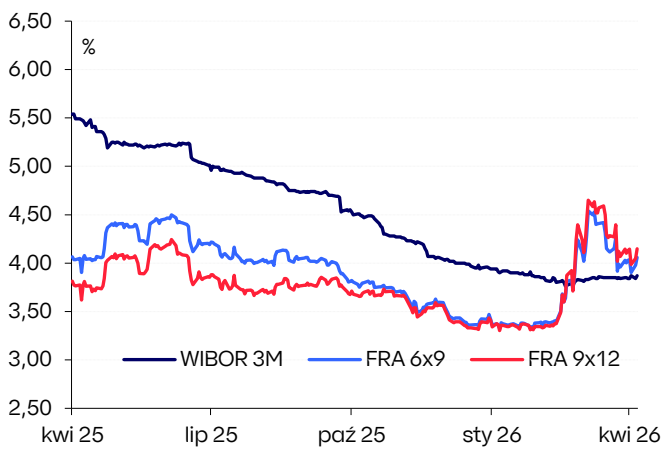
PLN vs główne waluty



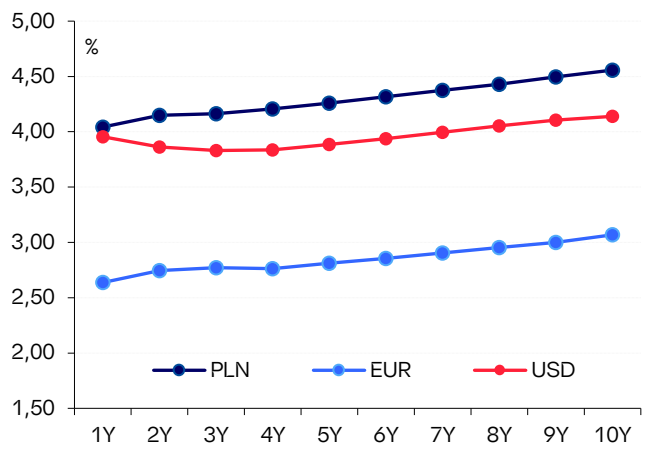
Notowania USD



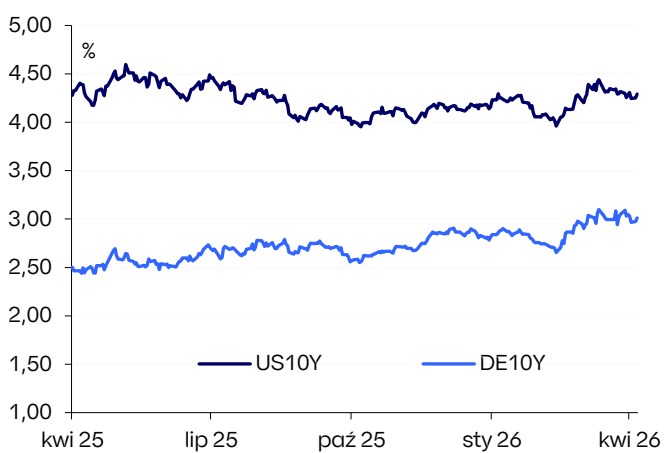
Krótkoterminowe stopy procentowe



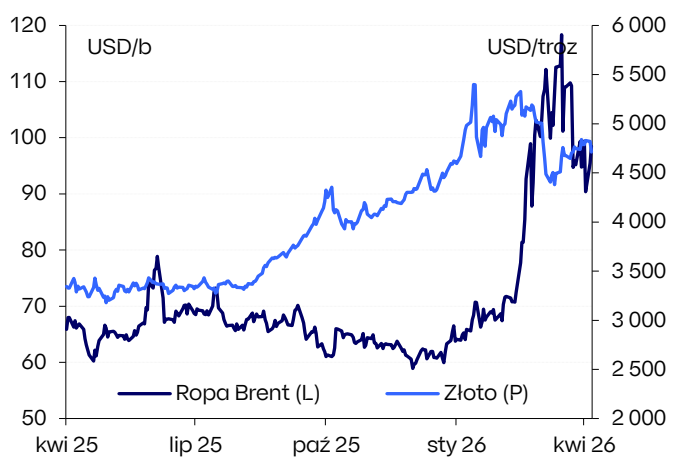
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

| Wskaźnik | Godz. | Jednostka | Poprzednio | Konsensus | PKO BP | Odczyt |
|--|-------|-----------|------------|-----------|--------|--------|
| Piątek, 17 kwietnia | | | | | | |
| EUR: Bilans handlowy (lut.) | 11:00 | mld | -1,0 | -- | -- | 11,5 |
| Poniedziałek, 20 kwietnia | | | | | | |
| GER: Inflacja PPI (mar.) | 8:00 | % r/r | -3,3 | -- | -- | -0,2 |
| Wtorek, 21 kwietnia | | | | | | |
| POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (mar.) | 9:30 | % r/r | 6,1 | 6,3 | 6,3 | 6,6 |
| POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (mar.) | 9:30 | % r/r | -0,8 | -0,8 | -0,8 | -0,9 |
| POL: Produkcja przemysłowa (mar.) | 9:30 | % r/r | 1,3 | 4,2 | 4,3 | 9,4 |
| POL: Inflacja PPI (mar.) | 9:30 | % r/r | -2,0 | 0,0 | -0,1 | -0,8 |
| POL: Produkcja budowlano-montażowa (mar.) | 9:30 | % r/r | -13,7 | 0,8 | -1,8 | 0,4 |
| GER: Indeks instytutu ZEW (kwi.) | 11:00 | pkt. | -0,5 | 5,0 | -- | -17,2 |
| USA: Sprzedaż detaliczna (mar.) | 14:30 | % m/m | 0,7 | 1,3 | -- | 1,7 |
| USA: Sprzedaż detaliczna z wyl. pojazdów (mar.) | 14:30 | %, m/m | 0,7 | 1,3 | -- | 1,9 |
| Środa, 22 kwietnia | | | | | | |
| EUR: Koniunktura konsumencka (kwi., wst.) | 16:00 | pkt. | -16,3 | -17,3 | -- | -- |
| Czwartek, 23 kwietnia | | | | | | |
| GER: PMI w usługach (kwi., wst.) | 9:30 | pkt. | 50,9 | -- | -- | -- |
| GER: PMI w przetwórstwie (kwi., wst.) | 9:30 | pkt. | 52,2 | -- | -- | -- |
| POL: Sprzedaż detaliczna (mar.) | 9:30 | % r/r | 5,0 | 6,7 | 6,2 | -- |
| POL: Koniunktura konsumencka (kwi.) | 9:30 | pkt. | -12,2 | -12,5 | -- | -- |
| EUR: PMI w przetwórstwie (kwi., wst.) | 10:00 | pkt. | 51,6 | 50,5 | -- | -- |
| EUR: PMI w usługach (kwi., wst.) | 10:00 | pkt. | 50,2 | 49,5 | -- | -- |
| POL: Podaż pieniądza M3 (mar.) | 14:00 | % r/r | 10,6 | 10,6 | 10,7 | -- |
| USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych | 14:30 | tys | 207 | 210 | -- | -- |
| USA: PMI w przetwórstwie (kwi., wst.) | 15:45 | pkt. | 52,3 | 52,8 | -- | -- |
| Piątek, 24 kwietnia | | | | | | |
| HUN: Stopa bezrobocia (mar.) | 8:30 | % | 4,8 | 4,8 | -- | -- |
| POL: Stopa bezrobocia (mar.) | 9:30 | % | 6,1 | 6,1 | 6,1 | -- |
| GER: Indeks Ifo (kwi.) | 10:00 | pkt. | 86,4 | 86,6 | -- | -- |
| USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (kwi., rew.) | 16:00 | pkt. | 47,6 | 48,3 | -- | -- |

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 (Dyrektorka Biura) | marta.petka-zagajewska@pkobp.pl | 691 335 426 |
| Urszula Kryńska (Kierowniczka) | 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 |
| dr Anna Sznajderska | anna.sznajderska@pkobp.pl | |
| 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](#)

[X @PKO_Research](#)



Centrum
Analiz

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.