

Sytuacja fiskalna coraz bardziej napięta

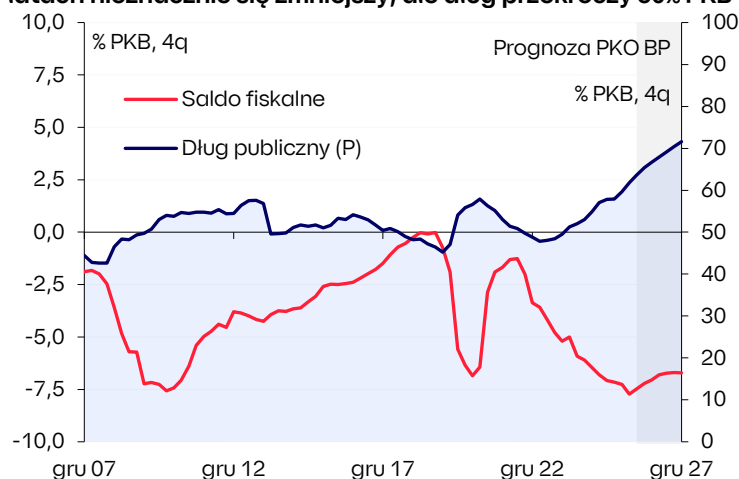
- Środowa sesja na rynkach finansowych upłynęła pod znakiem utrzymującej się niepewności geopolitycznej, przy relatywnie ograniczonej zmienności na głównych aktywach. Brak postępów w kierunku wznowienia rozmów na Bliskim Wschodzie oraz przedłużająca się blokada cieśniny Ormuz podtrzymywały presję na ceny surowców energetycznych – **ropa Brent ponownie przekroczyła 100 USD/b, negatywnie oddziałując na nastroje wobec aktywów rynków wschodzących**. Złoty nieznacznie osłabił się wobec euro i wyraźniej względem dolara, podczas gdy EURUSD obniżył się w pobliże 1,17. Na krajowym rynku długu rentowności SPW wzrosły o 4–7 pb, podczas gdy na rynkach bazowych zmiany były niewielkie, a inwestorzy pozostawali w trybie wyczekiwania na dalszy rozwój sytuacji w Zatoce Perskiej. W czwartek uwaga rynków skoncentruje się na doniesieniach z Bliskiego Wschodu oraz wstępnych odczytach PMI w Europie i USA. Lokalnie wsparciem dla złotego mogą być solidne dane o sprzedaży detalicznej, jednak **przy braku przełomu geopolitycznego oczekujemy stabilizacji kursów (EURPLN 4,24–4,25; USDPLN 3,62–3,64), a na rynku FI utrzymania presji w kierunku nieco wyższych rentowności**.
- **Dzisiaj czeka nas kolejny pakiet krajowych danych**. Najpierw poznamy sprzedaż detaliczną w marcu (oczekujemy ożywienia względem lutego) oraz koniunkturę konsumencką w kwietniu (możliwe pogorszenie względem marca). Następnie opublikowane zostaną dane o podaży pieniądza M3, której wzrost zapewne nie zmienił się istotnie w porównaniu do wcześniejszych miesięcy (ok. 10-11% r/r).
- **Za granicą skupimy się na wstępnych odczytach wskaźnika PMI za kwiecień w USA, strefie euro i w Niemczech**. Oczekiwania w strefie euro wskazują na możliwy spadek indeksów w przetwórstwie i usługach, zaś wskaźnik w przetwórstwie w USA wg konsensusu wzrośnie. Niemniej, należy podkreślić, że metodyka PMI traktuje wydłużone czasy dostaw jako pozytywny sygnał zwiększonego popytu, co w sytuacji zaburzeń logistycznych związanych z wojną w Zatoce zawyża wskazania indeksu.
- W USA zostaną opublikowane cotygodniowe dane o wnioskach o zasiłek dla osób bezrobotnych.
- Ponadto dzisiaj wypowiadać się będzie Prezes Bundesbanku, J.Nagel.

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

	Wartość 2026-04-22	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	132 736	-0,3
STOXX Europe 600	614	-0,3
S&P500	7 138	1,0
Waluty:		
EURPLN	4,24	0,1
USDPLN	3,62	0,5
CHFPLN	4,62	0,1
EURUSD	1,17	-0,3
Obligacje:		
PL2Y	4,33	7
PL5Y	4,96	6
PL10Y	5,52	4
DE10Y	3,00	-1
US10Y	4,29	0
Surowce:		
Ropa Brent	102	3,5
Złoto	4738	0,6

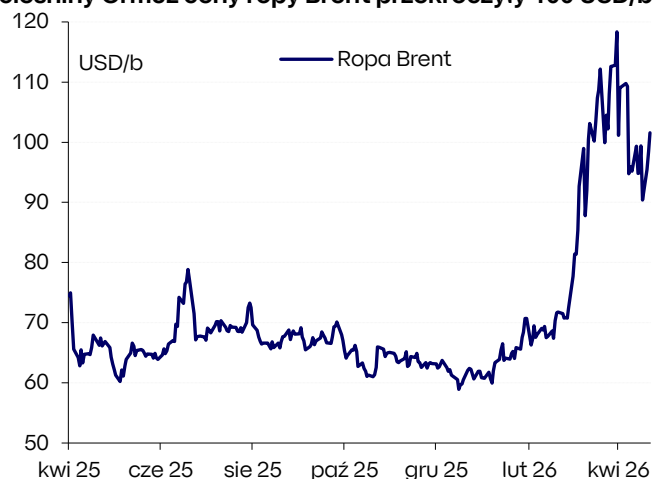
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

Deficyt sektora general government w Polsce w kolejnych latach nieznacznie się zmniejszy, ale dług przekroczy 60% PKB



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

W wyniku topniejących szans na szybkie odblokowanie cieśniny Ormuz ceny ropy Brent przekroczyły 100 USD/b



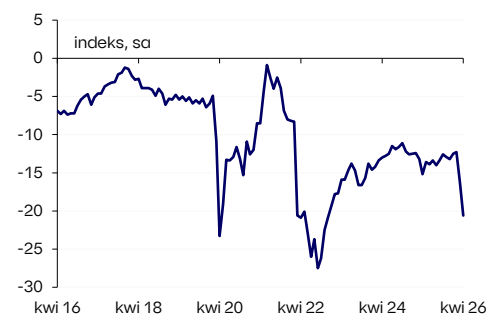
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **ŚWIAT:** Irańska marynarka wojenna zaatakowała trzy statki handlowe, a dwa z nich sprowadziła na własne wody terytorialne – wynika z komunikatu IRGC. Mimo zawieszenia broni USA-Iran, żegluga w cieśninie Ormuz pozostaje ograniczona, co negatywnie rzutuje na ceny ropy. Washington Post, powołując się na szacunki Pentagonu, poinformował, że usunięcie wszystkich min w cieśninie Ormuz może zająć sześć miesięcy, a sama operacja rozminowywania raczej nie rozpocznie się przed zakończeniem wojny. Oznaczałoby to, że gospodarcze skutki wojny mogą być bardziej przewlekłe niż się obecnie zakłada.
- **EUR:** Według wstępnych danych wskaźnik koniunktury konsumenckiej w kwietniu obniżył się do **-20,6 pkt. z -16,3 pkt. w marcu**. Tym samym znalazł się na poziomie najniższym od grudnia 2022. Choć nie znamy jeszcze szczegółowych danych, zakładamy, że źródłem pogorszenia koniunktury, wzorem poprzedniego miesiąca, było nasilenie obaw o sytuację gospodarczą w przyszłości, jak również o przyszłą sytuację finansową gospodarstw domowych przy rosnących oczekiwaniach inflacyjnych związanych z wyższymi cenami paliw (w związku z wojną USA i Izraela z Iranem) oraz z powodu samego wzrostu inflacji HICP w marcu.
- **EUR:** Prezeska EBC Ch.Lagarde powiedziała, że państwa UE muszą połączyć swoje finansowe siły by wspólnie zmierzyć się ze stojącymi przed nimi kosztownymi wyzwaniami (wskazała m.in. na obronność, transformację energetyczną i AI). **Główny ekonomista EBC P.Lane** powiedział, że dopóki nie wiemy jak długo będzie trwać wojna w Zatoce Perskiej, to trudno będzie określić, czy szok przez nią wywołany będzie przejściowy czy trwale zmieni sytuację gospodarczą w strefie euro. **G.Šimkus (Prezes Banku Litwy)** powiedział, że jego zdaniem EBC nie powinien podnosić stóp procentowych na posiedzeniu w kwietniu, choć nie wykluczył, że stopy wzrosną jeszcze w tym roku. **M.Kocher (Prezes Banku Austrii)** zaznaczył, że choć do posiedzenia decyzyjnego został tydzień, to jest zbyt wcześnie by określić jaką decyzję podejmie Bank. Zastrzegł, że decyzja 30 kwietnia zostanie podjęta na podstawie danych publikowanych w przyszłym tygodniu (w środę publikowane będą m.in. szczegółowe dane o koniunkturze konsumenckiej, w tym oczekiwania inflacyjne konsumentów, zaś w czwartek poznamy wstępne dane o inflacji HICP w kwietniu oraz szacunek wzrostu PKB w 1q26). **Nasza bazowa prognoza zakłada, że EBC w kwietniu utrzyma stopy na niezmiennym poziomie, a podwyżkę stóp o 25pb możemy zobaczyć najwcześniej w czerwcu.**
- **TUR:** Bank Turcji utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym stopę bazową na poziomie **37,00%**. W [komunikacie](#) odnotowano spadek inflacji CPI w marcu (do 30,9% r/r) oraz jej możliwy wzrost w kwietniu. Podkreślono, że Bank będzie monitorował możliwe efekty drugiej rundy związane ze wzrostem cen energii. Bank zastrzegł, że restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej będzie utrzymywane do momentu osiągnięcia stabilności cen, a decyzje będą podejmowane z posiedzenia na podstawie perspektyw inflacji.
- **GER:** Ministerstwo Gospodarki obniżyło prognozę wzrostu PKB w 2026 do 0,5% z 1,0% prognozowanych wcześniej, z powodu wojny USA i Izraela z Iranem, która spowodowała wzrost cen energii dla przemysłu i gospodarstw domowych. Ministerstwo zrewidowało również prognozę wzrostu w 2027 – do 0,9% z 1,3%.

WYDARZENIA KRAJOWE:

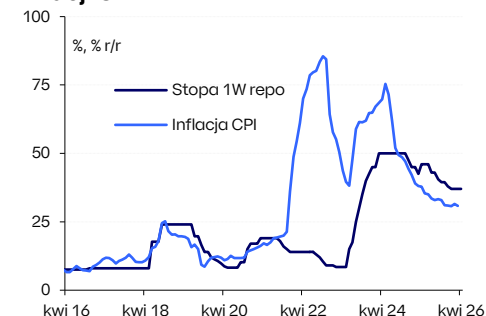
- **POL:** Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2025 wyniósł **7,3% PKB** (vs wcześniej szacowane 7,2% PKB) wobec deficytu na poziomie 6,4% PKB w 2024 (dane zrewidowane w dół z 6,5% PKB). **Jednocześnie dług sektora GG w 2025 wyniósł 59,7% PKB** wobec 54,8% PKB w 2024 (dane zrewidowane w dół z 55,1% PKB). Rewizja deficytu i długu w relacji do PKB w 2024 wynika przede wszystkim z rewizji samego PKB. **Zgodnie z notyfikacją**

Wskaźnik koniunktury konsumenckiej w strefie euro



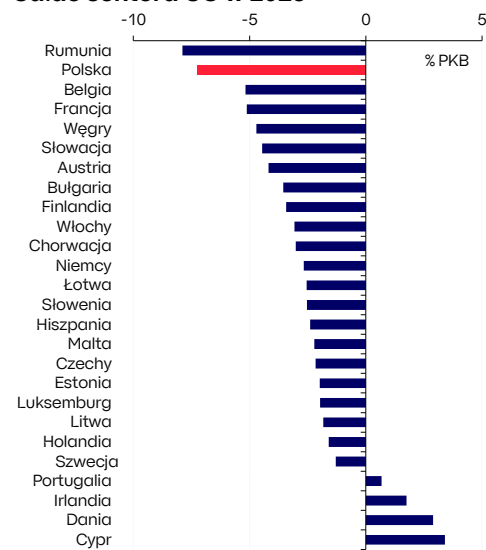
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Stopa procentowa Banku Turcji na tle inflacji CPI



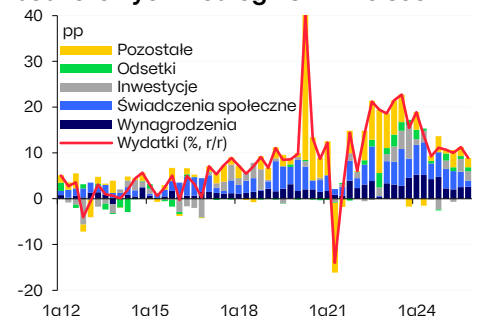
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Saldo sektora GG w 2025



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Dekompozycja dynamiki wydatków budżetowych według ESA w Polsce

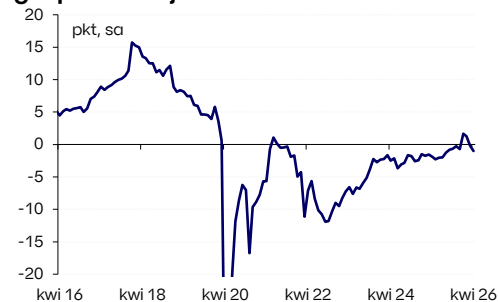


Źródło: GUS, Eurostat, PKO Bank Polski.

fiskalną, rząd planuje w tym roku obniżenie deficytu do 6,8% PKB oraz wzrost długu do 65,1% PKB (według metodologii unijnej, a nie krajowej, a zatem nie stanowi to przekroczenia limitu zadłużenia określonego w Konstytucji). Pogłębienie deficytu fiskalnego w 2025 wynikało głównie ze wzrostu wydatków o 1,6% PKB, do poziomu 50,9% PKB, podczas gdy dochody wzrosły tylko o 0,8% PKB, do 43,6% PKB. Wzrost wydatków był szeroko rozłożony: inwestycje zwiększyły się o 0,4% PKB, do 5,2% PKB, co było efektem dostaw sprzętu obronnego i wydatków na rozbudowę infrastruktury. Wydatki socjalne również wzrosły o 0,4% PKB, do 17,3% PKB. Koszty obsługi długu osiągnęły 2,5% PKB, jeden z najwyższych poziomów w UE, co może utrudnić szybką i bezbolesną konsolidację fiskalną, podobnie jak w przypadku Włoch. Dochody rosły głównie dzięki wzrostowi wpływów z podatku VAT (22% r/r w 4q25), co może być skutkiem ograniczenia luki VAT, podczas gdy wyhamowało tempo wzrostu dochodów ze składek na ubezpieczenia społeczne. **W 2026 polski deficyt fiskalny (w relacji do PKB) będzie najpewniej najwyższy w całej UE**, a w 2025 był drugim najwyższym po Rumunii (7,9% PKB). Wprowadzona w Rumunii konsolidacja fiskalna (według prognoz MFW) sprowadzi saldo fiskalne w 2026 do -6,2% PKB, a Polska przesunie się na pierwszą pozycję.

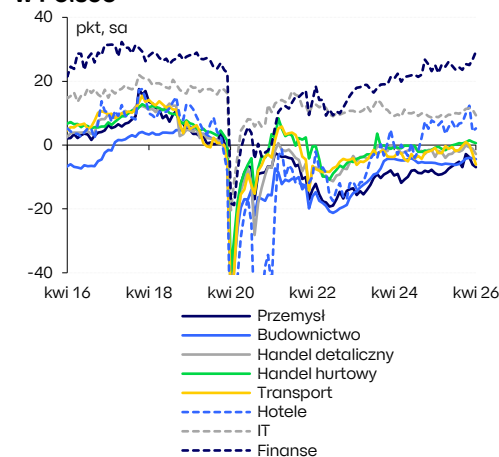
- POL:** Zagregowany przez nas na podstawie danych GUS wskaźnik koniunktury gospodarczej w kwietniu obniżył się do -1,0 pkt. z -0,2 pkt. w marcu. W większości sektorów raportowano pogorszenie koniunktury, a najsilniejszy spadek wskaźnika odnotowano w transporcie i gospodarce magazynowej (o 3,4 pkt. m/m, do -6,1 pkt.), a zatem w branży szczególnie wrażliwej na wzrost cen paliw oraz ewentualne problemy z ich fizyczną dostępnością. Gorszą koniunkturę obserwowano również w sektorze IT (-1,8 pkt. m/m) oraz w handlu, przede wszystkim detalicznym (-1,7 pkt. m/m), w mniejszym stopniu w handlu hurtowym (-0,4 pkt. m/m). W przemyśle (-0,8 pkt. m/m) oraz budownictwie (-0,3 pkt. m/m) także wzrósł odsetek przedsiębiorstw odczuwających pogorszenie sytuacji lub oczekujących jej pogorszenia. Poprawę sytuacji gospodarczej zgłaszały natomiast przedsiębiorstwa z sektora zakwaterowania i gastronomii (+0,9 pkt. m/m, odreagowanie po silnym spadku miesiąc wcześniej) oraz finansów (+2,5 pkt. m/m). Od kilku lat branża finansowa sygnalizuje największy optymizm spośród analizowanych sektorów gospodarki (por. wykres na marginesie). **Mimo niewielkiego pogorszenia wskaźnika koniunktury gospodarczej w kwietniu, znajduje się on powyżej poziomów obserwowanych od listopada 2021 do sierpnia 2025 i kształtuje się blisko maksimum notowanych od wybuchu pandemii.** Dodatkowe pytania o aktualne zagadnienia gospodarcze ujawniły, że w porównaniu do ankiety ze stycznia istotnie zwiększył się odsetek firm, które spodziewają się szybszego wzrostu kosztów. Obecnie jest to co najmniej 30% przedsiębiorstw w każdej branży, wobec ok. 10% w styczniu (z wyjątkiem HoReCa, gdzie oczekiwania kosztowe już w styczniu były wysokie). W największym stopniu na koszty funkcjonowania firm (niezależnie od branży) wpłyną wg ankietowanych ceny energii i paliw.
- POL:** Minister finansów A.Domański powiedział, że założenia podatku od nadmiarowych zysków, tzw. *windfall tax*, powinny być gotowe do końca kwietnia. Minister powiedział również, że Polska ma plan stopniowej redukcji deficytu, ale nie może się ona odbyć kosztem gospodarki i nakładów na obronę. Minister dodał, że ceny energii będą absolutnie fundamentalne dla konkurencyjności polskiej gospodarki w kolejnych latach i dekadach, a obecnie są one jej słabą stroną. W temacie REIT-ów (*real estate investment trust* - fundusze inwestycyjne pozwalające na ulokowanie środków w nieruchomościach przeznaczonych na wynajem) minister zaznaczył, że resort nie pracuje nad ich wprowadzeniem.
- POL:** Pełnomocniczka rządu ds. SAFE M.Sobkowiak-Czarnecka poinformowała, że pierwsze środki z mechanizmu SAFE to 15% zaliczka (w przypadku Polski ponad 20 mld PLN). Środki te wpłyną niezwłocznie po podpisaniu umowy pożyczkowej z Komisją Europejską (mogłoby to być jeszcze w kwietniu). Pełnomocniczka dodała, że prace po polskiej stronie są już zakończone, a KE może przesłać ostateczną treść umowy do wszystkich

Zagregowany wskaźnik koniunktury gospodarczej w Polsce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Wskaźniki koniunktury gospodarczej w Polsce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

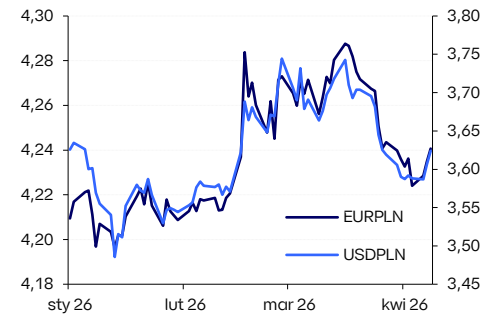
państw członkowskich jeszcze w tym tygodniu. Pytana o to, kiedy zamówienia zbrojeniowe w ramach SAFE muszą być złożone, żeby otrzymać wsparcie, odparła, że kluczowe są dwie daty - wszystkie umowy w ramach tzw. *single procurement*, czyli jeden kraj członkowski zamawia u jednego producenta, muszą być podpisane do 29 maja 2026 (w przypadku Polski jest to znaczna część umów), natomiast wszystkie produkty zamówione w ramach mechanizmu SAFE muszą być na stanie Wojska Polskiego do końca 2030.

- **POL:** Zgodnie z raportem OECD klin podatkowy w Polsce w 2025 wzrósł do 35,03% z 34,73% w 2024, a tym samym znalazł się blisko średniej dla wszystkich państw OECD (35,08%). Dane dotyczą pracownika prowadzącego jednoosobowe gospodarstwo domowe zarabiającego przeciętne wynagrodzenie.
- **POL:** Wiceprezes PGZ A.Bąk zapewnił, że terminy realizacji kluczowych projektów obronnych finansowanych z programu SAFE nie są zagrożone, mimo zawetowania przez Prezydenta K.Nawrockiego ustawy o SAFE.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **W środę złoty osłabił się nieznacznie wobec euro i wyraźniej wobec dolara**, w pobliżu odpowiednio 4,2450 na EURPLN oraz 3,6250 na USDPLN. Na bazowych rynkach FX dolar się nieco umocnił a kurs EURUSD zszedł w pobliże 1,1700.
- Środowa sesja charakteryzowała się utrzymującą niepewnością na globalnych rynkach, związaną z przedłużającym się oczekiwaniem na wznowienie rozmów pokojowych na Bliskim Wschodzie oraz oddalającą się perspektywą szybkiego odblokowania cieśniny Ormuz. Pomimo wyhamowania tempa wzrostu cen ropy naftowej **benchmarkowe notowania kontraktów na ropę Brent ponownie przekroczyły barierę 100 USD/b**, co wywierało presję na akcje i waluty gospodarek rynków wschodzących, uzależnionych od importu surowców energetycznych. Zmiany na głównych parach ze złotym były jednak stosunkowo niewielkie i wpisywały się w oczekiwany przez nas trend korekcyjny.
- W czwartek w centrum uwagi inwestorów pozostanie rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie. **Lokalnie złotego powinien wspierać przekraczający 6% r/r wzrost sprzedaży detalicznej w Polsce w marcu**, rozpatrywany w kontekście perspektyw solidnego wzrostu PKB w 2026. Globalnie uwagę uczestników rynku przyciągną wstępne kwietniowe odczyty indeksów aktywności gospodarczej w sektorze przemysłowym i usługowym w UE oraz USA, na które negatywny wpływ mogą mieć utrzymujące się wysokie ceny paliw i energii. Przy założeniu braku przełomowych informacji z Bliskiego Wschodu **oczekujemy, że kurs EURPLN utrzyma się pomiędzy 4,24–4,25 a USDPLN w strefie 3,62–3,64**.
- **W środę rentowności krajowych SPW poszły w górę w zakresie 4–7pb**. Na rynkach bazowych dochodowości amerykańskich Treasuries i papierów niemieckich zmieniły się w zakresie o ok. -1/+2pb.
- **Kontynuacja wzrostów notowań ropy naftowej podbiła oczekiwania inflacyjne na głównych rynkach, jednak zmiany rentowności obligacji nie były tam duże**, gdyż inwestorzy czekali na rozwój sytuacji w Zatoce Perskiej, w tym głównie w cieśninie Ormuz. Z tamtego regionu napływały natomiast zarówno dobre, jak i złe informacje. Z jednej strony USA jednostronnie przedłużyły zawieszenie broni z Iranem, choć media donosiły o pojawiających się incydentach militarnych w Zatoce Perskiej. Z drugiej strony cieśnina pozostaje niemal całkowicie zablokowana przez Iran i Stany Zjednoczone. Utrzymuje się więc pat, a strony konfliktu prowadzą presję ekonomiczno-logistyczną, by wzmocnić swoją pozycję przed ewentualnymi rozmowami, na które wciąż liczą inwestorzy. Warto dodać, że przedstawiciele administracji USA sugerowali w mediach, iż blokada irańskich portów w ciągu kilku dni doprowadzi do zapełnienia magazynów i wymusi ograniczenie wydobycia ropy i gazu przez Iran, jednak analizy branżowe wskazują raczej na perspektywę kilku tygodni niż dni.
- W czwartek wstępne wskaźniki koniunktury w przemyśle i usługach strefy euro i USA za kwiecień br. pokażą, jak konflikt w Zatoce Perskiej wpływa na gospodarkę. **W kraju wydarzeniem dnia będzie aukcja regularna, na której Ministerstwo Finansów zaofertuje obligacje za 7–12 mld zł**. Skala popytu i wartość sprzedanych papierów pokażą bieżące nastroje inwestorów. Głównym czynnikiem wpływającym na notowania obligacji skarbowych pozostaną jednak perspektywy odblokowania cieśniny Ormuz, a **przy braku pozytywnych sygnałów ryzyka w naszej opinii zaczynają się przesuwac w kierunku wyższych rentowności w horyzoncie najbliższych dni**.

Waluty



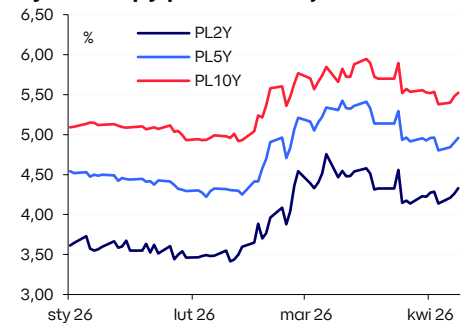
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



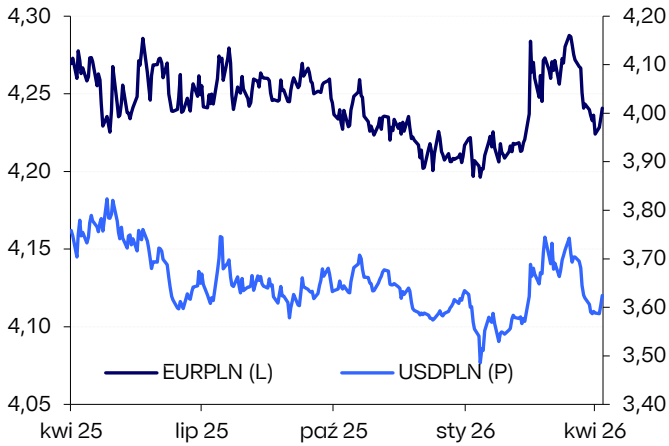
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

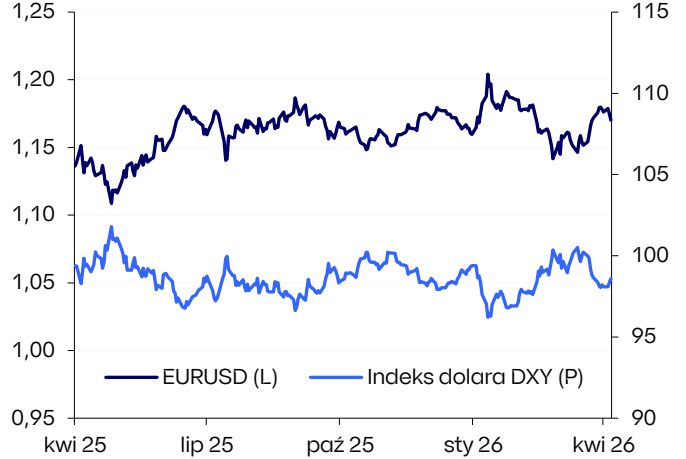
Tenor	2q26	3q26
PL1Y	3,85	3,82
PL2Y	4,35	4,25
PL5Y	5,00	4,90
PL10Y	5,60	5,30

Źródło: PKO Bank Polski.

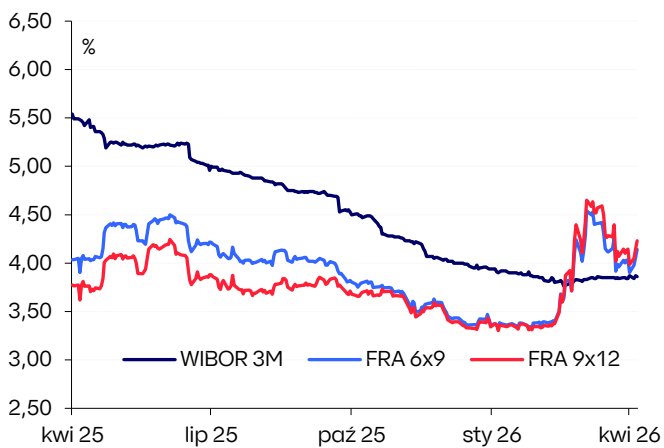
PLN vs główne waluty



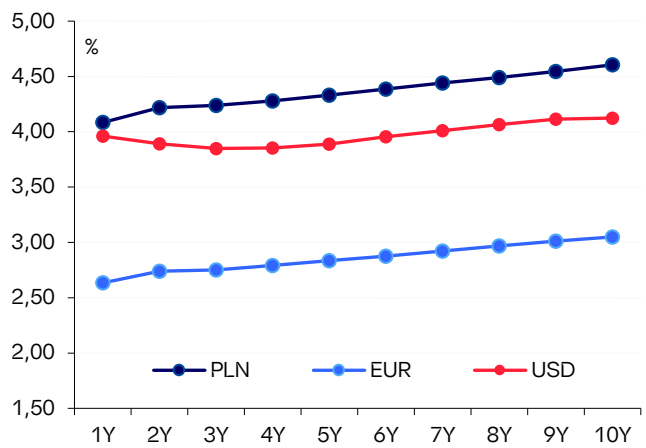
Notowania USD



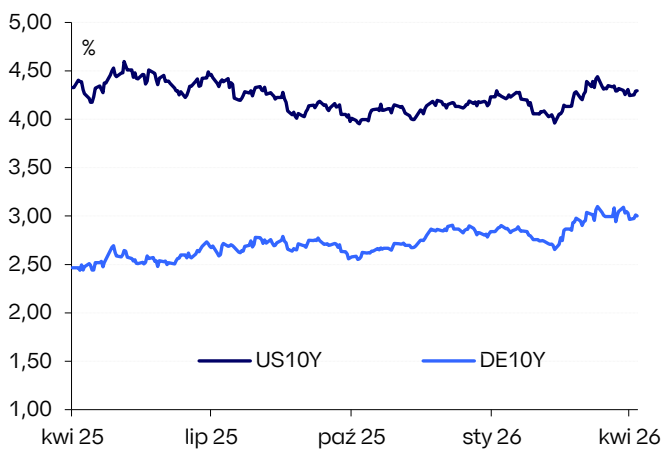
Krótkoterminowe stopy procentowe



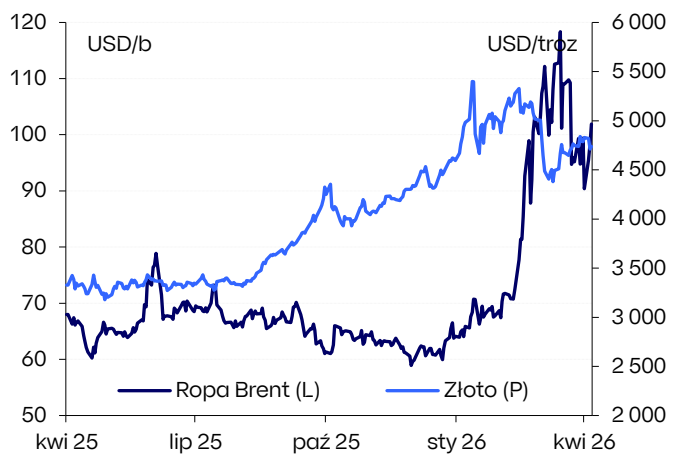
Krzywe IRS



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	--	-20,6
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](#)



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.