

Z cyfryzacją nadal jesteśmy na bakier

- W czwartek na rynki wróciła awersja do ryzyka, w dół poszły indeksy giełdowe oraz umocnił się amerykański dolar. W tym niesprzyjającym otoczeniu kurs EURPLN nie zmienił się, a krajową walutę wsparły bardzo dobre dane o marcowej sprzedaży detalicznej z Polski. **Kolejne incydenty w Zatoce Perskiej** oraz dalsza wymiana gróźb między przedstawicielami USA i Iranu wyraźnie **podbiły notowania ropy naftowej, co istotnie zwiększyło oczekiwania inflacyjne**. W efekcie globalnie rosły rentowności obligacji skarbowych, a krajowym SPW nie pomógł pozytywny w obecnym otoczeniu przebieg aukcji regularnej, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za niemal 9 mld zł. W piątek uwaga inwestorów pozostanie skoncentrowana na sytuacji na Bliskim Wschodzie, gdzie rozejm staje się coraz bardziej kruchy, a ryzyko eskalacji rośnie. **Zakładamy jednak, że przy braku dodatkowych negatywnych impulsów geopolitycznych kursy EURPLN i USDPLN na ostatniej sesji tygodnia utrzymają się poniżej odpowiednio 4,25 i 3,64, a wzrost rentowności SPW wyhamuje.**
- Koniec tygodnia zapowiada się relatywnie spokojnie pod względem publikacji makroekonomicznych. W kraju najważniejszym wydarzeniem będzie publikacja biuletynu statystycznego za marzec. Poznamy m.in. stopę bezrobocia rejestrowanego (szacunek MRPIPS wskazał 6,1%), dane o zamówieniach w przemyśle oraz szereg innych istotnych wskaźników.
- Z Niemiec napłyną dane dotyczące indeksu Ifo, który pokaże, czy nastroje firm ulegają dalszemu pogorszeniu. W USA zostanie opublikowany indeks Uniwersytetu Michigan obrazujący koniunkturę konsumencką. Wstępne dane pokazały jego spadek do historycznie niskiego poziomu.

Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

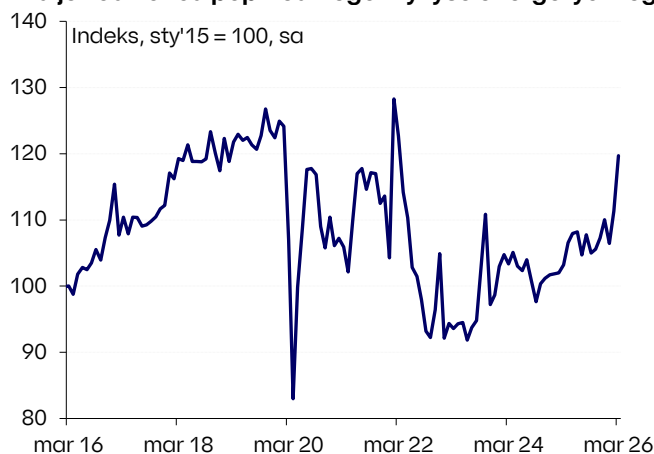
	Wartość 2026-04-23	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	131 420	-1,0
STOXX Europe 600	614	0,1
S&P500	7 108	-0,4
Waluty:		
EURPLN	4,24	0,0
USDPLN	3,63	0,1
CHFPLN	4,61	-0,2
EURUSD	1,17	-0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,39	6
PL5Y	5,04	8
PL10Y	5,60	7
DE10Y	3,00	0
US10Y	4,32	3
Surowce:		
Ropa Brent	105	3,1
Złoto	4693	-1,0

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

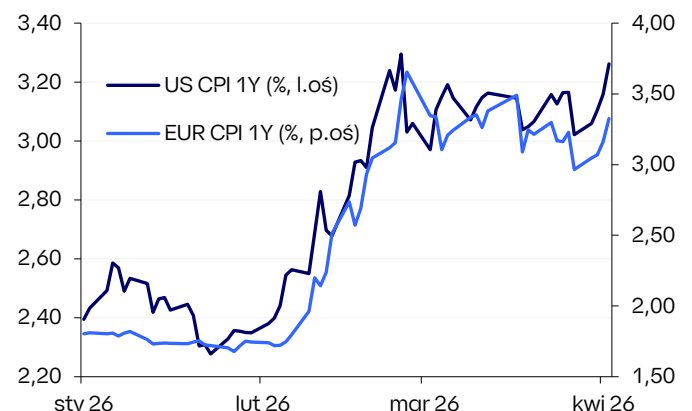
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- ŚWIAT: Sytuacja w regionie Zatoki Perskiej pozostaje napięta.** D.Trump zapowiedział użycie siły wobec jednostek minujących cieśninę Ormuz i utrzymanie pełnej blokady szlaku do czasu zawarcia porozumienia z Iranem. Marynarka wojenna USA przejmuje tankowce z irańską ropą, co następuje mimo formalnego zawieszenia broni. Ostatnie działania militarne, zarówno po stronie USA jak i Iranu, podnoszą ryzyko przedłużania się konfliktu. Jednocześnie D.Trump poinformował, że rozejm pomiędzy Izraelem i Libanem

Sprzedaż paliw w marcu silnie wzrosła, choć trend wzrostowy trwa już od końca poprzedniego kryzysu energetycznego



Krótkoterminowe oczekiwania inflacyjne w strefie euro i USA dynamicznie wzrosły - rynek zaczyna dyskontować wyższe ceny ropy na dłużej.



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

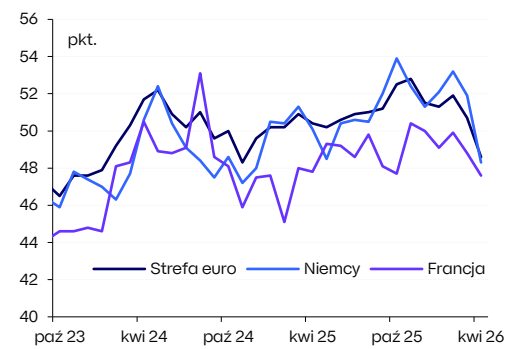
zostanie przedłużony o kolejne trzy tygodnie, a w niedalekiej przyszłości w Waszyngtonie odbędą się rozmowy pokojowe, w których weźmie udział premier Izraela B.Netanyahu i prezydent Libanu J.Aoun

- EUR: Wstępne dane PMI dla strefy euro za kwiecień wskazują na wejście gospodarki w fazę spadku po 15 miesiącach ekspansji. Indeks kompozytowy obniżył się do 48,6 pkt. z 50,7 pkt. w marcu, co było przede wszystkim efektem silnego pogorszenia aktywności w sektorze usług (47,4 pkt., najniżej od ponad 5 lat). Według badania produkcja w przetwórstwie nadal rosła, a nawet przyspieszyła (52,2 pkt. vs 51,6 pkt. w marcu), wskutek budowania zapasów w obliczu rosnących cen i ryzyka niedoborów ("frontloading"). Pogłębił się spadek nowych zamówień w usługach, natomiast w przetwórstwie odnotowano ich wzrost. Wojna na Bliskim Wschodzie nasiliła zakłócenia łańcuchów dostaw (wydłużenie czasów dostaw największe od 2022) oraz doprowadziła do silnego wzrostu kosztów produkcji i cen sprzedaży, zwiększając presję inflacyjną. Nastroje przedsiębiorstw wyraźnie się pogorszyły, do najniższego poziomu od końca 2022. Połączenie rosnących kosztów, zakłóceń podaźowych i ogólnej niepewności zapowiada dalsze opóźnienie ożywienia gospodarczego w strefie euro oraz trudne dylematy dla władz monetarnych.**
- GER: Wstępne dane PMI za kwiecień wskazują na ponowne osłabienie aktywności gospodarczej i wejście sektora prywatnego w fazę ograniczania aktywności, co przerwało niemal roczny okres wzrostu. Kompozytowy indeks PMI obniżył się do 48,3 pkt. z 51,9 pkt., głównie na skutek silnego pogorszenia w usługach (46,9 pkt.), podczas gdy produkcja w przetwórstwie wciąż rosła, lecz wolniej niż w marcu (51,7 pkt.). Spadek popytu, związany m.in. z niepewnością geopolityczną, przełożył się na największy od końca 2024 spadek nowych zamówień, szczególnie w sektorze usług, oraz pogorszenie nastrojów przedsiębiorstw, zwłaszcza w przetwórstwie. Jednocześnie firmy mierzą się z silnym wzrostem kosztów (najwyższym od 2022), co skłoniło je do najszybszego od ponad trzech lat podnoszenia cen sprzedaży, nasilając presję inflacyjną.**
- USA: Aktywność gospodarcza w kwietniu lekko odbiła po marcowym zmożeniu, jednak tempo wzrostu pozostaje słabe i poniżej poziomów z ubiegłego roku. Indeks kompozytowy PMI wzrósł do 52,0 pkt. z 50,3 pkt. w marcu i wskazuje na umiarkowaną ekspansję. Wzrost napędza głównie przetwórstwo (54,0 pkt.), gdzie produkcja i nowe zamówienia rosną najszybciej od kilku lat, częściowo w wyniku odbudowy zapasów i obaw o dostępność oraz wzrost cen. Jednocześnie sektor usług (51,3 pkt.) mierzy się ze słabym popytem notując najniższy przyrost nowych zleceń od ok. 2 lat i spadek eksportu usług. Presja inflacyjna wyraźnie rośnie. Koszty produkcji i ceny sprzedaży w kwietniu zwiększyły się najsilniej od połowy 2022, napędzane zaburzeniami łańcuchów dostaw, droższą energią i wzrostem kosztów pracy. Presja cenowa ogranicza przestrzeń do obniżek stóp Fed, z drugiej jednak strony słaba dynamika wzrostu produkcji i popytu sygnalizuje kruchość ożywienia.**
- USA: Liczba nowych wniosków o zasiłek dla osób bezrobotnych wzrosła do 214 tys. (sa) względem 208 tys. w poprzednim tygodniu, a dane były nieco wyższe od oczekiwań. Jednocześnie liczba osób pobierających zasiłek wzrosła do 1,821 mln z 1,809 mln tydzień wcześniej.**

WYDARZENIA KRAJOWE:

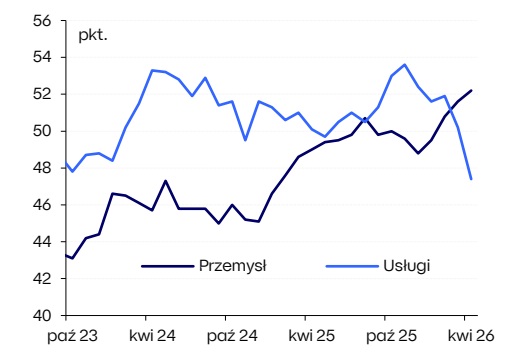
- POL: M.Zarzecki (RPP) stwierdził, że stopy procentowe najprawdopodobniej pozostaną bez zmian przez dłuższy czas.** Jednocześnie wskazał na asymetrię czynników ryzyka, przechyloną w kierunku ewentualnych podwyżek. W jego ocenie obniżki są mniej prawdopodobne ze względu na podwyższoną niepewność geopolityczną oraz rosnące ryzyko fiskalne. Członek RPP dodał, że RPP monitoruje politykę innych banków centralnych, gdzie pojawiają się głosy za bardziej restrykcyjnym nastawieniem, co może dodatkowo ograniczać przestrzeń do luzowania w Polsce.

Indeks kompozytowy PMI



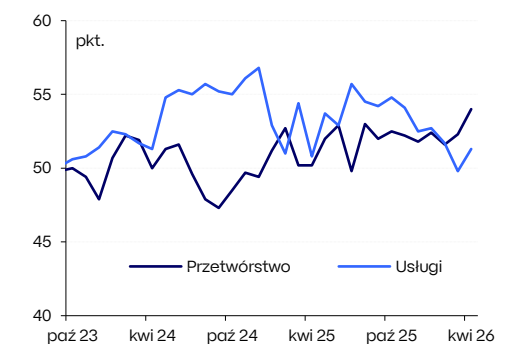
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Indeksy PMI dla strefy euro



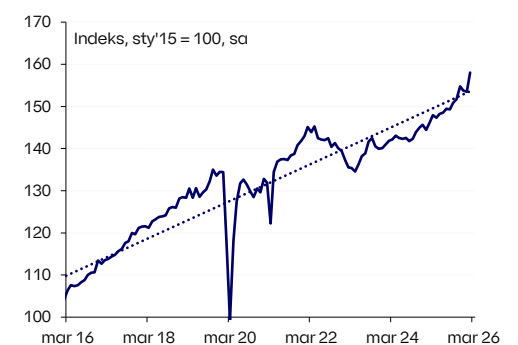
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Indeksy PMI dla USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Sprzedaż detaliczna w Polsce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

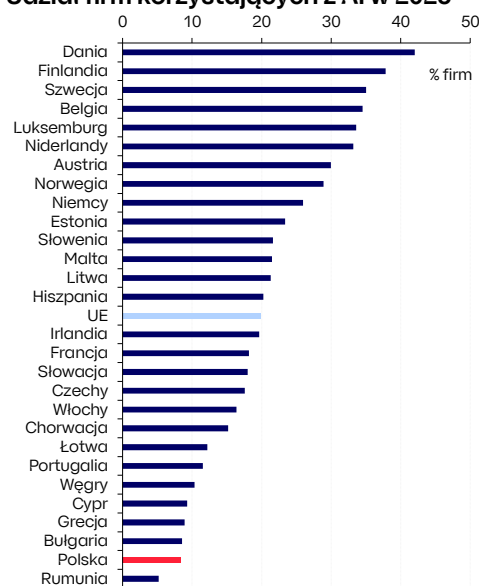
- POL: Sprzedaż detaliczna w marcu wzrosła o 8,7% r/r wobec 5,0% r/r w lutym, wyraźnie powyżej oczekiwań.** Wzrost po części wynikał z szoku w cenach paliw, który przełożył się na zwiększony popyt na nie. W ujęciu realnym sprzedaż paliw wzrosła o 16,2% r/r (25,1% r/r nominalnie) - jest to efekt zakupów przezornościowych. Przyspieszyła także sprzedaż samochodów, do 7,7% r/r z 2,7% r/r w lutym, czemu sprzyjały dalsze spadki cen w tej kategorii. Pozostałe kategorie również utrzymały wysoką dynamikę. Szczególnie widoczne jest ożywienie w sprzedaży żywności, która wzrosła o 4,3% r/r. To poziom wyraźnie powyżej średniej z ostatnich lat i najpewniej efekt zakupów Wielkanocnych realizowanych pod koniec marca. Więcej w Makro Flashu: [Sprzedaż mocna dzięki przezorności](#).
- POL: Nastroje konsumentów w kwietniu kontynuowały stopniowy spadek w reakcji na szok cen paliw.** Wskaźnik bieżącej ufności konsumenckiej (BWUK) obniżył się do -14,1 pkt. z -12,2 pkt. w marcu oraz -9,1 pkt. w lutym (przed szokiem). Wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej (WWUK) spadł do -11,2 pkt. z -9,5 pkt. w marcu. **Konsumenci gorzej niż przed miesiącem oceniają możliwość dokonywania ważnych zakupów**, jednak poziom wskaźnika pozostaje zbliżony do obserwowanego od połowy 2024. Wskazują także na niższą skłonność do oszczędzania, prawdopodobnie w celu podtrzymania konsumpcji mimo szoku cenowego, i przy nadal relatywnie wysokim poziomie deklaracji o gotowości do oszczędzania. **Reakcja konsumentów na wywołany przez wojnę na Bliskim Wschodzie jest relatywnie łagodna**, co powinno oznaczać utrzymanie względnie wysokiego popytu konsumpcyjnego w najbliższej perspektywie. Oczekiwania inflacyjne obniżyły się w stosunku do tych sformułowanych w marcu, co można wiązać z programem CPN oraz dominującym przekonaniem o dość szybkim zakończeniu wojny na Bliskim Wschodzie. **Brak silnego wzrostu oczekiwań inflacyjnych ogranicza ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy, które prowadziłyby do wyższej i bardziej uporczywej inflacji i mogłyby skutkować podwyżkami stóp procentowych.**
- POL: Podaż pieniądza M3 w marcu wzrosła o 11,5% r/r wobec 10,6% r/r w lutym, silniej od oczekiwań.** Najmocniej rosną płynne agregaty (M1: +12,7% r/r, gotówka: +15,9% r/r), a wsparciem są kredyty, których dynamika przyspieszyła do 2,7% r/r z 2,3% r/r w lutym. Dane wskazują na ożywienie monetarne, co może wspierać popyt w kolejnych kwartałach. Więcej w Makro Flashu: [Gospodarstwa domowe pożyczają jak w 2019](#).
- POL: Raport Eurostatu *Digitalisation in Europe 2026* pokazał, że Polska na tle UE wypada poniżej średniej w kluczowych obszarach zaawansowanej cyfryzacji, szczególnie w wykorzystaniu sztucznej inteligencji.** W 2025 tylko 8% firm w Polsce korzystało z AI (6% w 2024) wobec 20% średnio w UE, co plasowało nas wśród najsłabszych wyników w Unii, daleko za liderami jak Dania (42%) czy Finlandia (38%). Podobnie wyglądała powszechność korzystania z narzędzi AI wśród obywateli – korzystało z nich 25% Polaków wobec 35% średnio w UE i to również jest jeden z najniższych wyników w UE. W innych obszarach, takich jak kompetencje cyfrowe czy e-administracja, Polska zajmuje pozycję bliską średniej unijnej, podczas gdy liderami pozostają kraje nordyckie i państwa Beneluksu. Kolejnym obszarem, w którym wyróżnia się Polska, jest cyberbezpieczeństwo - 32% polskich firm zgłosiło incydenty ICT wobec 22% średnio w UE, to drugi najwyższy wynik w Unii. Całościowo obraz jest spójny, Polska uczestniczy w cyfryzacji, ale ma wyraźny dystans do nadrobienia w najbardziej zaawansowanych technologiach, szczególnie w obszarze AI.
- POL: W marcu ceny skupu podstawowych produktów rolnych (pszenicy, żyta, żywca wołowego, żywca wieprzowego, drobiu i mleka) spadły o 11,5% r/r wobec spadku o 9,9% r/r w lutym.** Spadki dynamiki rocznej obejmowały praktycznie cały koszyk. Presja cenowa po stronie producentów nadal słabła mimo rosnących cen paliw (które są kluczowe w rolnictwie), co może oznaczać, że ceny żywności w indeksie CPI krótkoterminowo nadal będą amortyzować wzrosty inflacji w innych kategoriach.
- POL: KE zaakceptowała 6. i 7. wniosek o płatność KPO.** Wypłata z KPO wyniesie 30 mld PLN i nastąpi 1 czerwca. Do jej uruchomienia konieczne jest jeszcze

Wskaźniki ufności konsumenckiej w Polsce



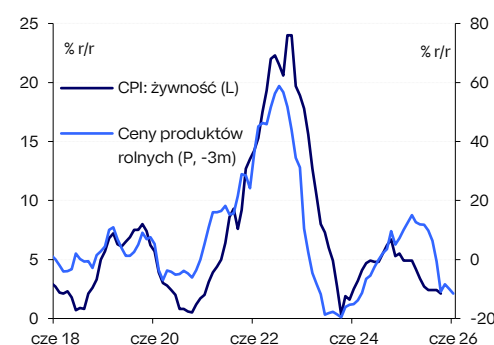
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Udział firm korzystających z AI w 2025



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Dynamika cen skupu podstawowych produktów rolnych na tle inflacji żywnościowej CPI



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

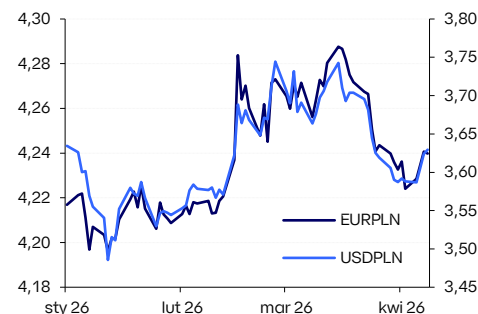
uzyskanie opinii EFC oraz formalna decyzja KE. Po tej transzy Polska otrzyma łącznie 34,15 mld EUR, czyli 62,4% środków z KPO.

- **POL:** Minister aktywów państwowych W.Balczun zapowiedział, że projekt „Local content” w krótkim czasie zostanie formalnie przyjęty i przekazany premierowi do podpisu.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **Złoty** w czwartek **nie zmienił się w relacji do euro i nieco osłabił do dolara**. Kurs EURPLN pozostał na 4,2450, a USDPLN zwyżkował do 3,63. Na rynkach bazowych kurs EURUSD osunął się do 1,1680.
- Zmienność kursów EURPLN i USDPLN była w czwartek podwyższona, a w pierwszych godzinach notowań testowały one ważne techniczne opory (odpowiednio 4,25 i 3,64), co było konsekwencją wycofywania się inwestorów z wyceny scenariusza szybkiego zakończenia konfliktu w Zatoce Perskiej i odblokowania cieśniny Ormuz. W drugiej części dnia kursy głównych par z PLN wróciły w okolice poziomów otwarcia, choć globalne nastroje były słabe. **Polską walutę wsparły kolejne bardzo dobre marcowe odczyty makro z krajowej gospodarki (sprzedaż detaliczna)**, a PLN w czwartek był mocniejszy od czeskiej korony i węgierskiego forinta. **W naszej opinii testowane podczas czwartkowych notowań wskazane wyżej poziomy były docelowym zasięgiem odreagowania trwających przez większość kwietnia spadków, przy założeniu, że to odreagowanie to jedynie ruch korekcyjny**. W tym kontekście kolejne dni będą istotne dla kierunku dalszych trendów głównych par z PLN.
- Uważamy, że **złoty** w perspektywie kolejnych sesji **pozostanie pod wpływem czynników globalnych związanych z konfliktem w Zatoce Perskiej**. Jak pokazały ostatnie dni, sytuacja jest tam mocno zmienna i trudno jest wskazać, czy rozwinie się ona w stronę eskalacji, czy deeskalacji. Ewentualna eskalacja konfliktu zapewne zmniejszyłaby globalny apetyt na ryzyko, w wyniku czego kursy EURPLN i USDPLN mogłyby się przesunąć w kierunku marcowych maksimów, odpowiednio w pobliżu 4,30 i 3,74. Z drugiej strony skutkiem wiarygodnej dla inwestorów deeskalacji, zmierzającej do trwałego odblokowania cieśniny Ormuz, mogłoby być przesunięcie kursów ww. par w pobliże tegorocznych minimów.
- W czwartek rentowności krajowych SPW poszły w górę w zakresie 6–8 pb. Na rynkach bazowych dochodowości amerykańskich Treasuries i papierów niemieckich zwyżkowały o ok. 1–4 pb, mocniej w USA.
- Czwartkowa sesja przyniosła kontynuację presji **na wzrost dochodowości na krajowym rynku długu, napędzanej obecnie przez dwie grupy czynników działających w tym samym kierunku**. Z jednej strony **pozytywnie zaskakuje krajowe otoczenie makroekonomiczne**. Dane o sprzedaży detalicznej wyraźnie przewyższyły konsensus, potwierdzając odporność gospodarki i wspierając wzrost rentowności na krótkim końcu krzywej. Z drugiej strony **zaostrzyła się dominująca na rynkach finansowych od kilku tygodni narracja wokół kryzysu na Bliskim Wschodzie**. Blokada portów irańskich przeszła z fazy deklaracji do realnych działań, obejmujących zaangażowanie amerykańskiej floty wojennej, która potwierdziła przechwycenie irańskich tankowców, odcinając ostatnie morskie przepływy ropy trafiające na rynek światowy przez cieśninę Ormuz. Zamierzona jako ekonomiczne narzędzie nacisku na Iran, blokada wywiera dodatkową presję na cenę ropy Brent, która po wybiciu powyżej 100 USD za baryłkę w środę utrzymała się ponad tym poziomem również w czwartek. Ten kanał oddziaływania, poprzez oczekiwania inflacyjne, wspiera wzrost dochodowości na krótkim końcu krzywej i w przypadku rynku niemieckiego nie został zneutralizowany przez słabsze dane makroekonomiczne. Odczyty PMI za kwiecień dla Niemiec wyraźnie zaskoczyły in minus, podczas gdy analogiczne dane z USA wypadły lepiej. Nie wystarczyło to jednak, aby wyprowadzić oba rynki z konsolidacji na tenorze 10-letnim, w okolicach odpowiednio 3,0% i 4,30%.
- **Na ostatniej sesji tygodnia oczekujemy wyhamowania wzrostów rentowności SPW oraz utrzymania trendu boczego w sektorze 10-letnim na rynkach bazowych**.

Waluty



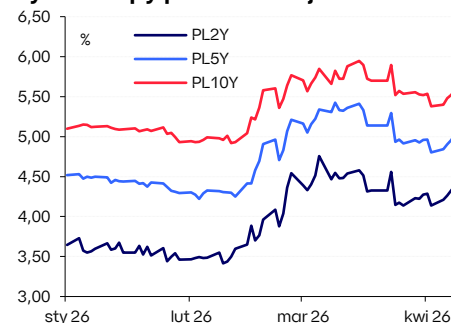
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



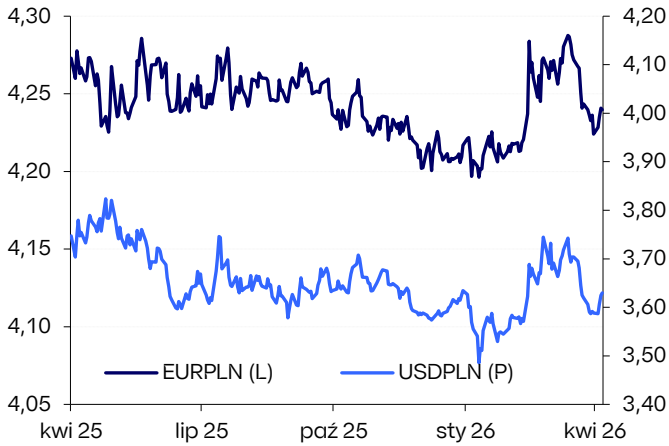
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

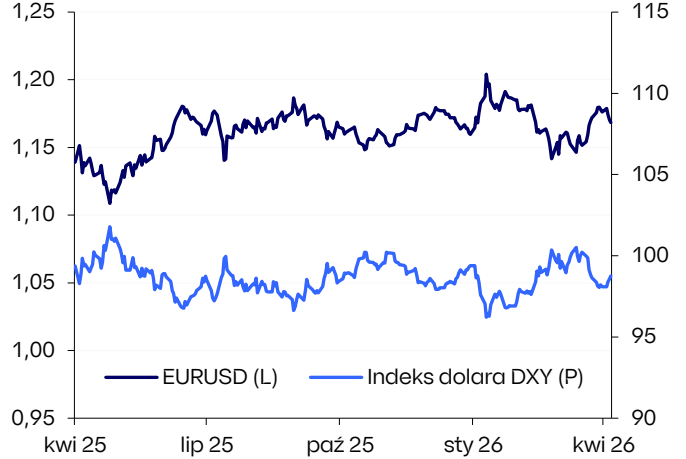
Tenor	2q26	3q26
PL1Y	3,85	3,82
PL2Y	4,35	4,25
PL5Y	5,00	4,90
PL10Y	5,60	5,30

Źródło: PKO Bank Polski.

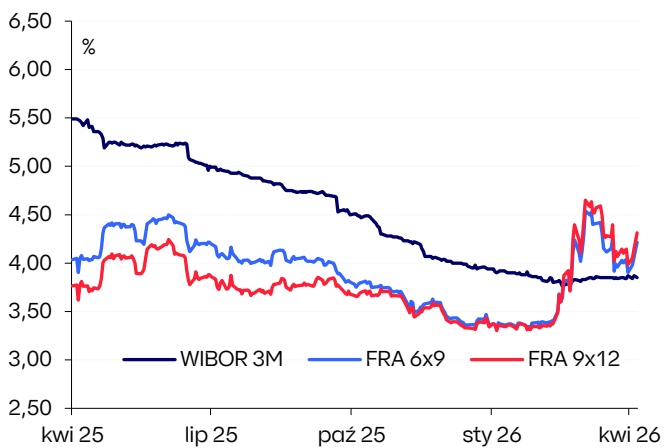
PLN vs główne waluty



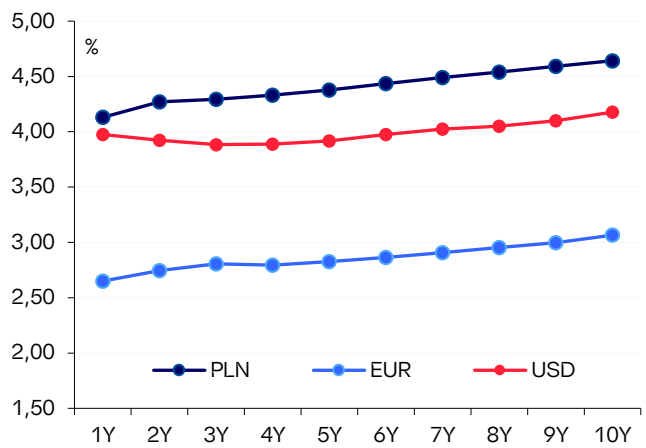
Notowania USD



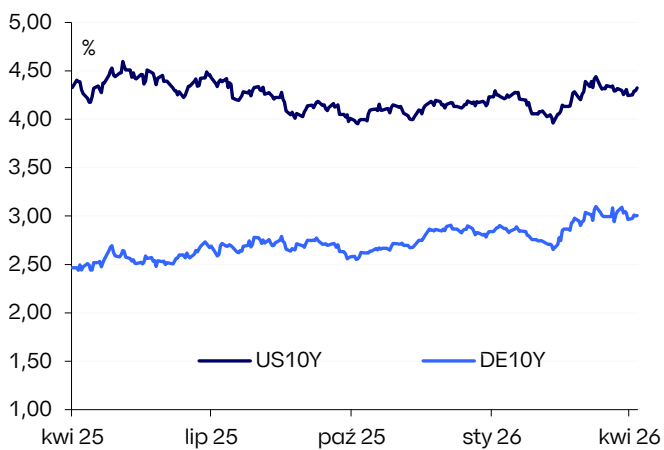
Krótkoterminowe stopy procentowe



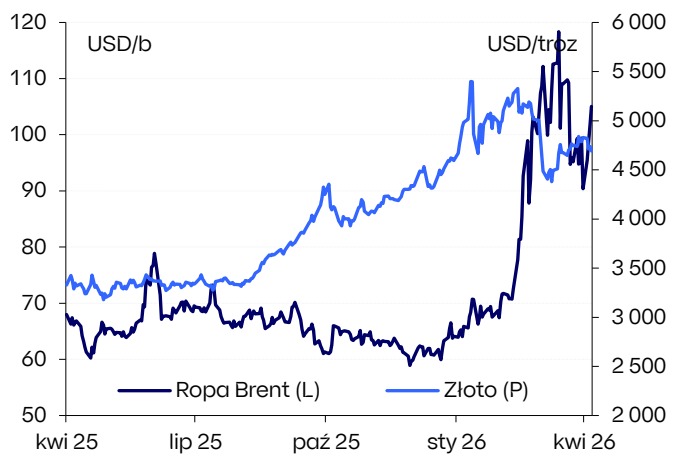
Krzywe IRS



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 wył. 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	--	--	46,9
GER: PMI w przetwórstwie (kwi., wst.)	9:30	pkt.	52,2	--	--	51,2
POL: Sprzedaż detaliczna (mar.)	9:30	% r/r	5,0	6,7	6,2	8,7
POL: Koniunktura konsumencka (kwi.)	9:30	pkt.	-12,2	-12,5	--	-14,2
EUR: PMI w przetwórstwie (kwi., wst.)	10:00	pkt.	51,6	50,5	--	52,2
EUR: PMI w usługach (kwi., wst.)	10:00	pkt.	50,2	49,5	--	47,4
POL: Podaż pieniądza M3 (mar.)	14:00	% r/r	10,6	10,6	10,7	11,5
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	208	210	--	214
USA: PMI w przetwórstwie (kwi., wst.)	15:45	pkt.	52,3	52,8	--	54,0
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	722 050 645
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.