

### Inflacja coraz bliżej górnego ograniczenia celu

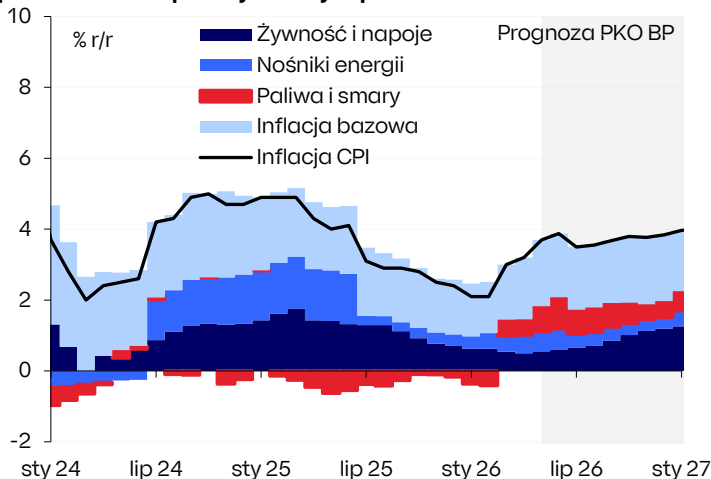
- Impas na Bliskim Wschodzie, windujący ceny ropy naftowej, coraz wyraźniej przekłada się na wzrost rynkowych obaw dotyczących dalszej ścieżki inflacji. **Presja na wzrost rentowności obligacji narastała od początku tygodnia, a w piątek doszło do kulminacji lęków inwestorów i nerwowej wyprzedaży długu skarbowego.** Rentowności obligacji — od Japonii po USA — odnotowały gwałtowny ruch w górę, wyznaczając na wielu rynkach wieloletnie maksima. **Najważniejszy benchmark globalnego rynku stopy procentowej, rentowność 10-letnich Treasuries, zdecydowanie przebił w piątek poziom 4,50%. Rentowności polskich SPW wzrosły o 17–22pb.** Silna przecena na rynku obligacji zdestabilizowała optymizm inwestorów giełdowych. **Indeksy S&P 500, Stoxx Europe 600 i WIG, spadły o około 1–2%.** Atmosfera awersji do ryzyka udzieliła się również rynkowi FX, gdzie dolar — jako waluta bezpiecznej przystani — zyskiwał względem koszyka walut. **Złoty tracił wobec dolara i euro, zamykając tydzień odpowiednio w okolicach 3,65 na USDPLN i 4,24 na EURPLN. W poniedziałek zakładamy stopniowe uspokojenie sentymentu,** jednak przy braku jasnych perspektyw pokoju na Bliskim Wschodzie trudno dostrzec przesłanki do trwałego wygaszenia obaw inflacyjnych, które coraz silniej targają rynkami finansowymi.
- **W tym tygodniu kalendarz makro zdominują krajowe publikacje za kwiecień.** Szacujemy, że inflacja bazowa (pon.) mogła wzrosła do 3,0% r/r z 2,7% r/r w marcu. W danych z rynku pracy (czw.) nie spodziewamy się wielkich zmian — dynamika zatrudnienia pozostała ujemna (–0,9% r/r), a wzrost płac mógł nieco spowolnić (6,0% r/r). Dane produkcyjne (czw.) pokażą jak rozpoczął się 2q26 — dynamika produkcji przemysłowej zapewne zwolniła, lecz pozostała solidna (4,5% r/r), zaś dynamika produkcji budowlanej mogła przyspieszyć (1,2% r/r). Oczekujemy silnego wzrostu inflacji PPI (czw.), która od lipca 2023 pozostaje ujemna, zaś w kwietniu zbliżyła się do 0% r/r.
- **W publikacjach z zagranicy raczej nie zobaczymy przełomu.** W USA ciekawe będą *minutes* z kwietniowego posiedzenia Fed (śr.) oraz dane z rynku nieruchomości w kwietniu (czw.). W strefie euro poznamy zrewidowane dane o inflacji HICP (śr.) oraz niemiecki indeks Ifo za maj (pt.). Ponadto, w USA i strefie euro zostaną opublikowane wstępne odczyty indeksu PMI w maju (czw.).

**Biuro Analiz Makroekonomicznych  
Biuro Strategii Rynkowych**  
pkoresearch@pkobp.pl  
@PKO\_Research  
centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość 2026-05-15	(%, pb)* Δ 1D
<b>Indeksy akcji:</b>		
WIG	131 379	-1,8
STOXX Europe 600	607	-1,5
S&P500	7 409	-1,2
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,24	0,1
USDPLN	3,65	0,4
CHFPLN	4,63	0,0
EURUSD	1,16	-0,4
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	4,80	22
PL5Y	5,64	17
PL10Y	5,96	18
DE10Y	3,15	11
US10Y	4,60	14
<b>Surowce:</b>		
Ropa Brent	109	3,3
Złoto	4538	-2,4

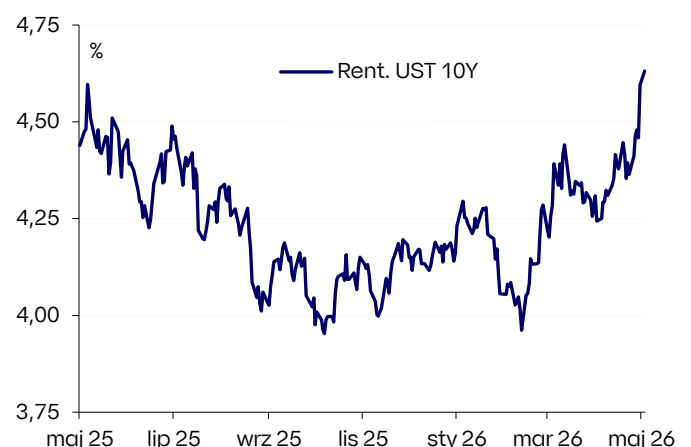
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; \*zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

### Inflacja CPI w kwietniu ponownie wzrosła i do końca roku pozostanie na podwyższonym poziomie



Źródło: GUS, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

### Rentowność 10-letnich Treasuries ponownie powyżej 4,50% pod presją obaw inflacyjnych



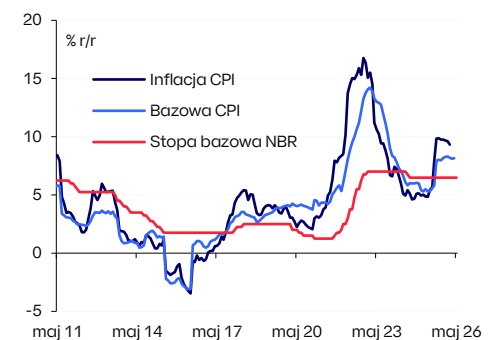
## WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **USA/CHN: Wizyta D.Trumpa w Chinach nie zaowocowała przełomowymi porozumieniami.** Rozmowy koncentrowały się na kwestiach cel, dostępu do rynku, dostaw surowców strategicznych oraz sytuacji związanej z Iranem i Tajwanem, jednak nie dokonano wiążących ustaleń. Kontrowersje wzbudziły niejednoznaczne wypowiedzi D.Trumpa dotyczące Tajwanu, co wywołało zaniepokojenie wśród amerykańskich sojuszników w Azji. Spotkanie przyczyniło się jedynie do tymczasowego złagodzenia napięć między mocarstwami, nie rozwiązując kluczowych sporów strategicznych i handlowych.
- **USA: Produkcja przemysłowa w kwietniu wzrosła o 0,7% m/m (sa), odrabiając marcowy spadek o 0,3% m/m i przewyższając prognozy (0,3%). Od początku 2025 sektor przemysłowy utrzymuje trend wzrostowy, a poziom produkcji po raz pierwszy od wybuchu pandemii wyrównał ten sprzed jej rozpoczęcia.** W przetwórstwie przemysłowym produkcja wzrosła o 0,6% m/m, napędzana głównie przez motoryzację (+3,7%), elektronikę, lotnictwo oraz sektory związane z rozwojem centrów danych. Czynnikiem wspierającym są ulgi podatkowe, inwestycje infrastrukturalne i zwiększone wydatki zbrojeniowe, choć część wzrostu może wynikać z gromadzenia zapasów w obliczu rosnących kosztów związanych z konfliktem z Iranem i wprowadzanymi cłami.
- **ROM: NBR pozostawił stopy procentowe bez zmian – stopę referencyjną utrzymano na poziomie 6,50%, zgodnie z oczekiwaniami.** Według NBR inflacja w 2q26 przekroczy wcześniej prognozowane poziomy z powodu wyższych cen paliw. Istotna korekta w dół oczekiwana jest w 3q26, po czym inflacja powinna stopniowo spadać, powracając do pasma dopuszczalnych odchyień od celu w 3q27. Bank wskazał, że presja dezinflacyjna powinna wynikać przede wszystkim ze słabego popytu krajowego, będącego efektem konsolidacji fiskalnej. Jednocześnie podkreślił, że w obecnych uwarunkowaniach politycznych dalsza konsolidacja fiskalna pozostaje obciążona wysoką niepewnością.
- **CHN: Produkcja przemysłowa w kwietniu wzrosła o 4,1% r/r wobec 5,7% r/r w marcu. Sprzedaż detaliczna zwiększyła się jedynie o 0,2% r/r wobec 1,7% r/r miesiąc wcześniej.** Oba odczyty okazały się wyraźnie niższe od oczekiwań. Jednocześnie inwestycje w środki trwałe spadły w okresie styczeń-kwiecień o 1,6% wobec wzrostu o 1,7% miesiąc wcześniej, co oznacza silny spadek w kwietniu. Dane te odzwierciedlają pogorszenie aktywności gospodarczej, spowodowane konfliktami geopolitycznymi i wysokimi cenami energii, pomimo działań władz mających na celu złagodzenie tych skutków.
- **CZE: W marcu na rachunku obrotów bieżących odnotowano nadwyżkę w wysokości 5,9 mld CZK (0,0% PKB w ujęciu płynnego roku),** która była o blisko 21 mld CZK niższa niż w marcu 2025 (wówczas 1,6% PKB). Zarówno saldo handlu towarami, jak i saldo usługowe były dodatnie i łącznie wyniosły 52 mld CZK. Saldo towarowe poprawiło się względem lutego, pomimo trwającej już wojny na Bliskim Wschodzie, jednak efekt tego konfliktu w danych handlowych będzie widoczny najpewniej z opóźnieniem, a obraz z marca odzwierciedla realizację zamówień zawartych jeszcze przed wybuchem wojny. Pogorszeniu uległo natomiast dodatnie saldo usługowe, gdzie większa wrażliwość na sytuację geopolityczną i wzrost cen surowców mogły dotyczyć usług transportowych. Deficyt na rachunku pierwotnym (wynikający przede wszystkim z dochodów zagranicznych inwestorów) pogłębił się do 36 mld CZK względem lutego, jednak w relacji do PKB nie zmienił się istotnie (-4,7%). Zakładamy, że w kolejnych miesiącach możemy obserwować pogorszenie salda bilansu płatniczego, w szczególności w zakresie salda towarowego i usługowego.

## WYDARZENIA KRAJOWE:

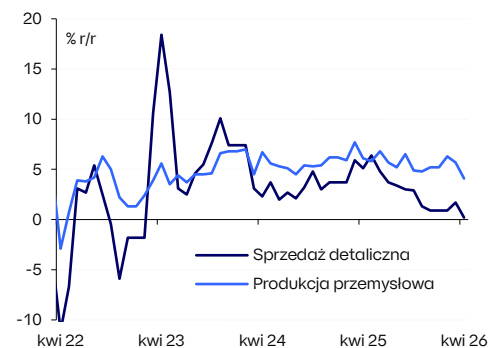
- **POL: Inflacja CPI w kwietniu wzrosła do 3,2% r/r z 3,0% r/r, a ostateczne dane potwierdziły szacunek flash.** W kierunku wzrostu inflacji w minionym miesiącu działały ceny nośników energii oraz inflacja bazowa. Ceny żywności i paliw

## Stopa bazowa Banku Rumunii na tle inflacji CPI



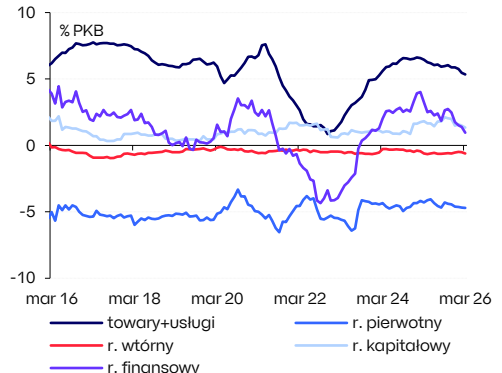
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Strefa realna w Chinach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Miary nierównowagi zewnętrznej w Czechach

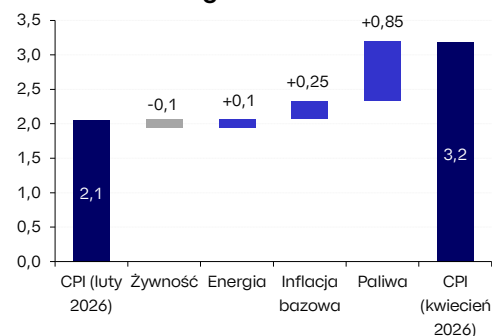


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

miały lekko ujemny wpływ na zmianę poziomu inflacji, niemniej jednak to te ostatnie odpowiadają za większość jej przyrostu obserwowanego od lutego 2026 (por. wykres na marginesie). **Szacujemy, że inflacja bazowa, po wyłączeniu cen żywności i energii, w kwietniu wzrosła do 3,0% r/r z 2,7% r/r w marcu.** Wskaźnik ten był podbijany przez pierwsze „efekty drugiej rundy” silnego wzrostu cen paliw - podróże lotnicze zdrożały w minionym miesiącu o 62% m/m, a roczny spadek ich cen wyhamował do -1,3% z -19,4% w marcu. W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego wzrostu inflacji, która już w maju może przekroczyć górne ograniczenie dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego. W scenariuszu bazowym, który zakłada stopniową normalizację na rynku ropy w drugiej połowie 2026, w najbliższych miesiącach widzimy inflację nieco poniżej 4,0% r/r, oraz jej spadek w okolice celu w połowie 2027. Nie będą więc spełnione wskazywane przez członków RPP przesłanki do podwyżek stóp procentowych. Więcej w Makro Flashu: [Drogie latanie w kwietniu](#).

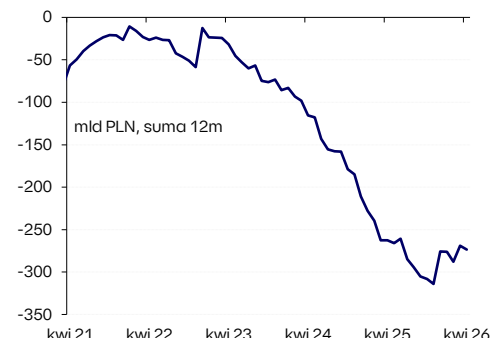
- **POL: Deficyt budżetu państwa po kwietniu osiągnął 89,3 mld PLN, co stanowi 30,1% rocznego limitu.** Dochody YTD (styczeń-kwiecień) były wyższe o 6,0% r/r, podczas gdy wydatki zwiększyły się o 3,2% r/r, co przełożyło się na zmniejszenie deficytu o 2,3% r/r w ujęciu rocznym. W samym kwietniu wydatki rosły szybciej niż dochody, powodując ponowne pogłębienie deficytu w ujęciu 12-miesięcznym, w którym deficyt minimalnie przekracza limit ustawowy (273 mld PLN vs 272 mld PLN limitu). Minimalnie niższe wpływy z VAT (ok. -0,2% r/r w samym kwietniu) i akcyzy (-4,7% r/r), związane z programem CPN, stanowią wyzwanie, choć wzrost cen w innych kategoriach zwiększa bazę podatkową. Dochody z CIT wzrosły o 18% r/r YTD dzięki lepszym wynikom firm i wyższej stawce podatkowej dla banków. Wyzywaniem natomiast nadal są koszty obsługi długu, które wzrosły o 60% r/r YTD. Prognozujemy, że polityka fiskalna w bieżącym roku pozostanie luźna, jak w 2025.
- **POL: W marcu deficyt rachunku obrotów bieżących zmniejszył się do -234 mln EUR z -1034 mln EUR w lutym, wyraźnie silniej niż oczekiwano.** Poprawa wynikała głównie z niższego deficytu towarowego oraz wyższej nadwyżki w usługach, przy jednoczesnym silnym wzroście eksportu towarów o 7,4% r/r. Zaskoczył również niski wzrost importu (3,8% r/r), mimo wyższych cen surowców i paliw, czemu sprzyjał m.in. spadek importu broni i amunicji (-77% r/r). W kolejnych miesiącach oczekiwane jest ponowne pogłębienie się deficytu CAB, wraz ze wzrostem importu paliw i słabszym otoczeniem zewnętrznym. Więcej w Makro Flashu: [Równowaga się utrzymuje](#).
- **POL:** Premier D.Tusk zwrócił bez kontrasygnaty postanowienia Prezydenta RP dotyczące powołania na członków zarządu Narodowego Banku Polskiego M.Kightley (do niedawna wiceprezeski NBP) oraz trzech obecnych członków RPP: L.Koteckiego, P.Litwiniuka i M.Zarzeckiego.
- **POL:** Sejm po raz trzeci przyjął ustawę o rynku kryptoaktywów, która zakłada, że Komisja Nadzoru Finansowego będzie sprawować nadzór nad tym rynkiem. Dwie poprzednie rządowe ustawy w tej sprawie zostały zawetowane przez Prezydenta K.Nawrockiego.

**Dekompozycja zmiany inflacji CPI w Polsce od lutego 2026**



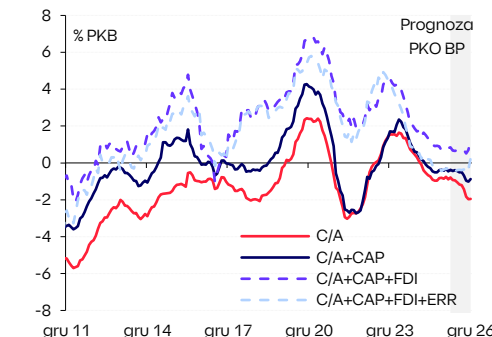
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

**Deficyt budżetu państwa**



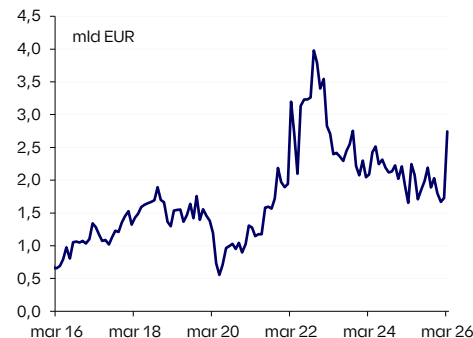
Źródło: MF, PKO Bank Polski.

**Miary nierównowagi zewnętrznej**



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

**Wartość importu paliw\***

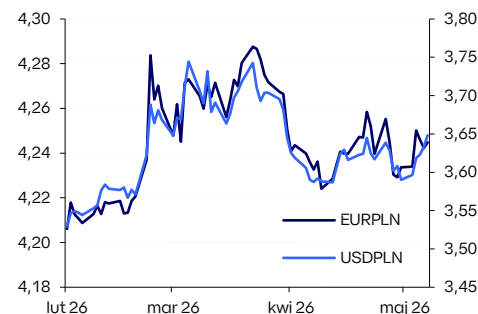


Źródło: GUS, PKO Bank Polski. \*kategoria 27 wg. metodyki CN (paliwa mineralne, oleje mineralne i produkty ich destylacji; substancje bitumiczne; woski mineralne).

## KOMENTARZ RYNKOWY:

- **W minionym tygodniu złoty osłabił się**, kurs EURPLN wzrósł do 4,2450, a USDPLN do 3,65, przy spadku EURUSD do 1,1630.
- **O słabszym zachowaniu PLN decydowały czynniki globalne jak rewizja optymistycznych oczekiwań inwestorów na szybkie porozumienie USA–Iran oraz globalne umocnienie dolara.** USD zyskiwał po wzroście wycen podwyżek stóp Fed, do czego przyczyniły się dane z USA wskazujące na wzrost presji inflacyjnej. Wizyta D. Trumpa w Pekinie rodziła nadzieje, że Chiny mogą wesprzeć działania dyplomatyczne na Bliskim Wschodzie poprzez bliskie relacje z Teheranem, jednak ton komunikatów po spotkaniach D.Trumpa z Xi był asymetryczny, wyraźnie bardziej optymistyczny po stronie USA. **Technicznie EURPLN pozostał w konsolidacji 4,23–4,26, USDPLN przesunął się w kierunku krótkoterminowej strefy oporów 3,66–3,68, a EURUSD testował wsparcia w strefie 1,1570-1,1630.**
- W przyszłym tygodniu to geopolityka pozostanie kluczowym „driverem” zmian na rynkach, a po spotkaniu w Pekinie można spodziewać się prób ponownej aktywizacji kanałów dyplomatycznych pomiędzy USA a Iranem. Jeśli jednak nie przyniosą one efektu, piątkowy risk-off może się nasilić, gdyż nawet bez eskalacji militarnej konfliktu utrzymanie wysokich cen ropy wspierałoby inflację i oczekiwania na wyższe stopy procentowe. Na razie nie ma jednak sygnałów materializacji negatywnego scenariusza, a główne pary dotarły w piątek do istotnych technicznie poziomów. **Zakładamy więc, że na początku tygodnia może rozpocząć się pozycjonowanie inwestorów pod kolejny etap rozmów pokojowych, co przynajmniej w krótkim terminie ograniczyłoby zakres umocnienia dolara i osłabienia złotego.** Ryzykiem pozostaje dalszy impas w negocjacjach, co wskazanym wyżej kanałem oddziaływania wspierałoby spadek EURUSD poniżej 1,1570. To mogłoby otworzyć drogę do wzrostu EURPLN w okolice 4,28 oraz USDPLN w pobliżu 3,7450.
- **W piątek rentowności krajowych SPW wzrosły o 17–22pb.** W segmencie 10-letnim dochodowość podwyższyła się o 18pb, do 5,96%, a na rynkach bazowych rentowności amerykańskich Treasuries i niemieckich Bundów zwykływały o 11–14pb, odpowiednio do 4,60% i 3,15%.
- **Piątek był bardzo aktywnym dniem na rynkach finansowych, z dużą i istotną skalą zmian dochodowości.** Kryzys na Bliskim Wschodzie napędza wzrost obaw inflacyjnych wśród uczestników rynku. Ryzyka utrwalenia wysokiej ścieżki inflacji uwypukliły w USA wyższe od oczekiwań dane o inflacji CPI i PPI, a na rynku krajowym wzrost dynamiki cen potwierdził piątkowy finalny odczyt inflacji za kwiecień. **Zachowanie inwestorów nabrało w piątek charakteru swego rodzaju kapitulacji optymizmu co do przejściowego charakteru szoku inflacyjnego. Rentowności 30-letnich obligacji japońskich osiągnęły historyczne poziomy powyżej 4%, brytyjskie 30-latki przebiły 5,80%, dochodowości 30-letnich Bundów sięgnęły wieloletnich maksimum powyżej 3,65%, a 30-letnie Treasuries wzbity się na roczne maksimum w pobliżu 5,12%.** Ruchy te dokumentują kumulację presji inflacyjnej i obaw fiskalnych na ultradługim końcu krzywych rentowności. **Najważniejszy rynkowy benchmark — rentowność 10-letnich Treasuries — wykonał ruch mniej spektakularny w ujęciu historycznym, lecz technicznie bardzo istotny, zdecydowanie przebijając poziom 4,50%, nienotowany od prawie roku.** W tym kontekście nie dziwi wzrost rentowności krajowych SPW o ok. 20pb. Pozytywne jest natomiast to, że rentowność 10-letnich SPW w tym otoczeniu utrzymała się poniżej psychologicznej bariery 6% i nie przebiła lokalnego maksimum z końca marca.
- **Oczekujemy uspokojenia wzrostowego momentum rentowności na globalnym rynku w poniedziałek.** Strukturalna poprawa perspektyw inflacyjnych nie nastąpi jednak do momentu trwałego rozwiązania konfliktu na Bliskim Wschodzie, co będzie ograniczać przestrzeń do spadków rentowności w krótkim okresie.

## Waluty



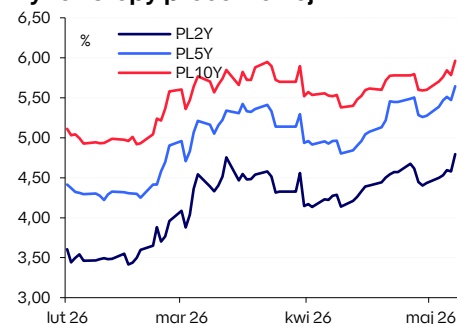
Źródło: LSEG Workspace &amp; Datastream, PKO Bank Polski.

## Prognozy walutowe

Para	2q26	3q26
EURPLN	4,27	4,26
USDPLN	3,65	3,61
CHFPLN	4,64	4,58
EURUSD	1,17	1,18
EURCHF	0,92	0,93

Źródło: PKO Bank Polski.

## Rynek stopy procentowej



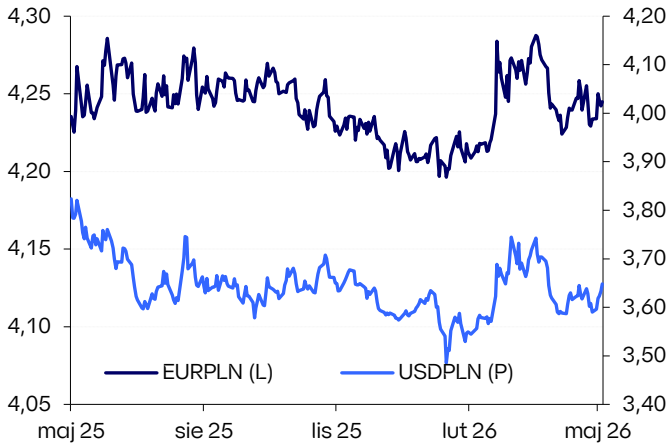
Źródło: LSEG Workspace &amp; Datastream, PKO Bank Polski.

## Prognozy rentowności obligacji

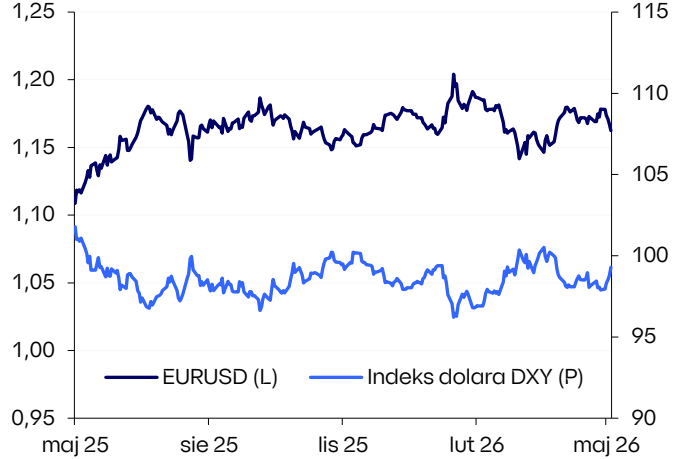
Tenor	2q26	3q26
PL1Y	3,85	3,82
PL2Y	4,35	4,25
PL5Y	5,00	4,90
PL10Y	5,60	5,30

Źródło: PKO Bank Polski.

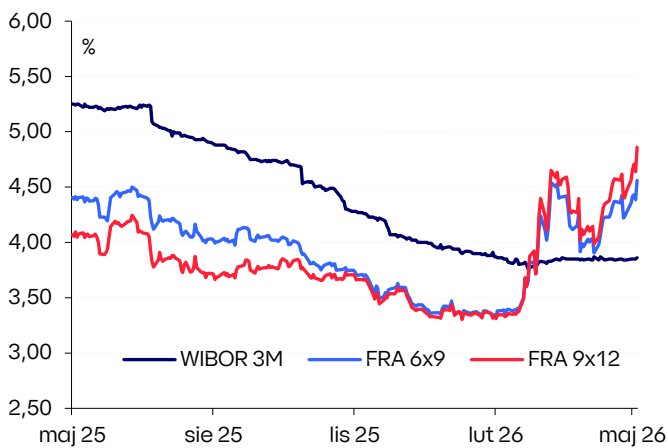
PLN vs główne waluty



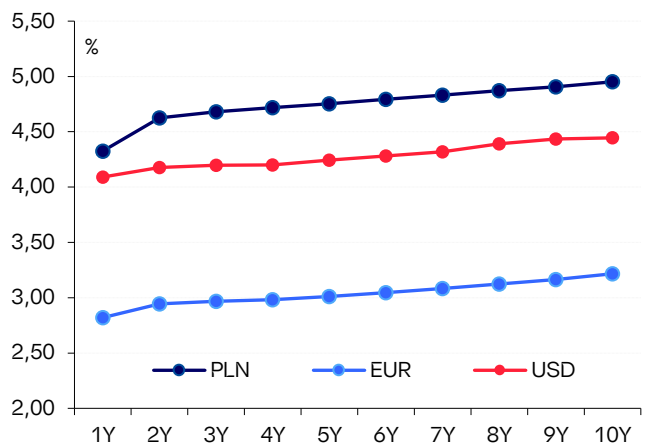
Notowania USD



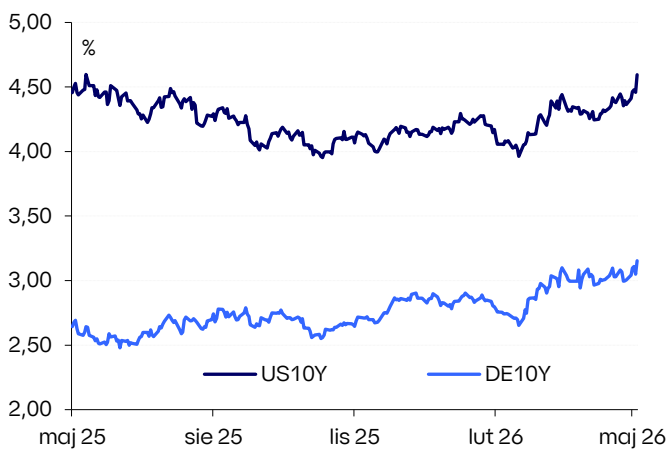
Krótkoterminowe stopy procentowe



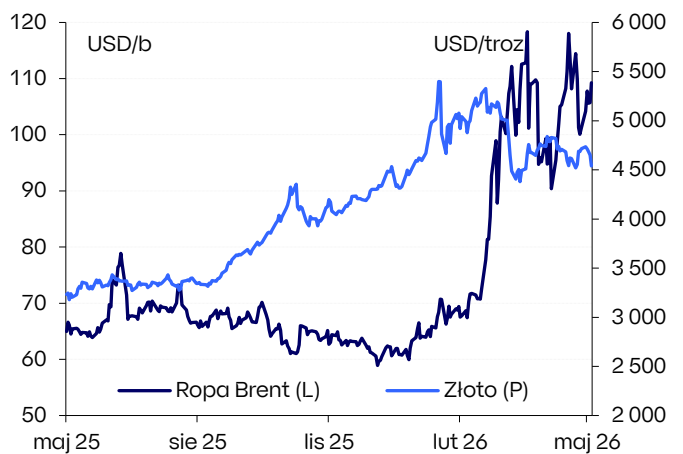
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 15 maja</b>						
POL: Inflacja CPI (kwi., rew.)	9:30	% r/r	3,0	3,2	3,2	3,2
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (mar.)	10:00	mld CZK	17,37	9,10	--	5,9
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (mar.)	14:00	mldn EUR	-1034	-1050	-1275	-234
POL: Eksport (mar.)	14:00	% r/r	1,9	8,1	8,9	7,4
POL: Import (mar.)	14:00	% r/r	3,4	6,5	8,3	3,8
USA: Produkcja przemysłowa (kwi.)	15:15	% m/m	-0,3	0,3	--	0,7
ROM: Posiedzenie banku centralnego	--	%	6,50	6,50	6,50	6,50
<b>Poniedziałek, 18 maja</b>						
POL: Inflacja bazowa (kwi.)	14:00	% r/r	2,7	2,9	2,9-3,0	--
<b>Wtorek, 19 maja</b>						
EUR: Bilans handlowy (mar.)	11:00	mld	7,0	--	--	--
<b>Środa, 20 maja</b>						
GER: Inflacja PPI (kwi.)	8:00	% r/r	-0,2	1,5	--	--
POL: Koniunktura konsumencka (maj)	9:30	pkt.	-14,1	-14,9	-15,0	--
EUR: Inflacja HICP (kwi., rew.)	11:00	% r/r	3,0	3,0	--	--
EUR: Inflacja bazowa (kwi., rew.)	11:00	% r/r	2,2	2,2	--	--
USA: Minutes Fed	20:00	--	--	--	--	--
<b>Czwartek, 21 maja</b>						
GER: PMI w przetwórstwie (maj, wst.)	9:30	pkt.	51,4	51,0	--	--
GER: PMI w usługach (maj, wst.)	9:30	pkt.	46,9	47,0	--	--
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (kwi.)	9:30	% r/r	6,6	6,1	6,0	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (kwi.)	9:30	% r/r	-0,9	-0,9	-0,9	--
POL: Produkcja przemysłowa (kwi.)	9:30	% r/r	9,4	4,2	4,5	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (kwi.)	9:30	% r/r	0,4	1,3	1,2	--
POL: Inflacja PPI (kwi.)	9:30	% r/r	-0,8	-0,1	0,0	--
EUR: PMI w przetwórstwie (maj, wst.)	10:00	pkt.	52,2	51,8	--	--
EUR: PMI w usługach (maj, wst.)	10:00	pkt.	47,6	47,7	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (maj)	14:30	tys.	211	210	--	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (kwi.)	14:30	mln	1,502	1,41	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (kwi., wst.)	14:30	mln	1,363	1,38	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (maj, wst.)	15:45	pkt.	54,5	53,8	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (maj, wst.)	16:00	pkt.	-20,6	-20,6	--	--
<b>Piątek, 22 maja</b>						
GER: Wzrost PKB (1q)	8:00	% r/r	0,4	0,3	--	--
GER: Indeks Ifo (maj)	10:00	pkt.	84,4	84,2	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (maj, rew.)	16:00	pkt.	49,8	48,2	--	--

Zródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.  
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa  
email: [pkoresearch@pkobp.pl](mailto:pkoresearch@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl)

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektorka Biura)	<a href="mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl">marta.petka-zagajewska@pkobp.pl</a>	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierowniczka)	<a href="mailto:urszula.krynska@pkobp.pl">urszula.krynska@pkobp.pl</a>	722 060 794
Szymon Fabiański	<a href="mailto:szymon.fabianski@pkobp.pl">szymon.fabianski@pkobp.pl</a>	722 051 585
Kamil Pastor	<a href="mailto:kamil.pastor@pkobp.pl">kamil.pastor@pkobp.pl</a>	723 670 836
Agnieszka Pierzak	<a href="mailto:agnieszka.pierzak@pkobp.pl">agnieszka.pierzak@pkobp.pl</a>	666 823 657
Michał Reczek	<a href="mailto:michal.reczek@pkobp.pl">michal.reczek@pkobp.pl</a>	783 552 546
dr Anna Sznajderska	<a href="mailto:anna.sznajderska@pkobp.pl">anna.sznajderska@pkobp.pl</a>	722 050 645
Anna Wojtyniak-Stefańska	<a href="mailto:anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl">anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl</a>	698 635 126

### Biuro Strategii Rynkowych

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)	<a href="mailto:mariusz.adamiak@pkobp.pl">mariusz.adamiak@pkobp.pl</a>	22 580 32 39
dr Sławomir Bembenik, CFA (Rynek Stopy Procentowej)	<a href="mailto:slawomir.bembenik@pkobp.pl">slawomir.bembenik@pkobp.pl</a>	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	<a href="mailto:miroslaw.budzicki@pkobp.pl">miroslaw.budzicki@pkobp.pl</a>	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	<a href="mailto:andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl">andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl</a>	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy)	<a href="mailto:tomasz.marek@pkobp.pl">tomasz.marek@pkobp.pl</a>	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	<a href="mailto:tomasz.niewinski@pkobp.pl">tomasz.niewinski@pkobp.pl</a>	696 406 889

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego?

Zapisz się: [centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja](https://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.