

## Obawy konsumentów przed inflacją nieznacznie spadły

- W środę na globalnych rynkach akcji doszło do poprawy nastrojów inwestycyjnych, indeks S&P500 wzrósł o 1,1%, a WIG o 1,5%. Złoty pozostawał stabilny wobec euro i umocnił się nieco wobec dolara czemu sprzyjało wyhamowanie aprecjacji USD na rynkach bazowych. Wsparciem dla PLN były lepsze nastroje na rynkach kapitałowych oraz wyraźny spadek cen ropy, korzystny dla walut EM krajów będących importerami netto surowców energetycznych. **Na rynku FI doszło do wyraźnego spadku rentowności – krajowe SPW spadły o 11–12pb. Głównym impulsem był ponad 5% procentowy spadek cen ropy naftowej, który obniżył oczekiwania inflacyjne** i wsparł odreagowanie obligacji skarbowych. W czwartek przy braku negatywnych zaskoczeń makro oraz przełomowych informacji z regionu Zatoki Perskiej **zakładamy stabilizację EURPLN w przedziale 4,24–4,25 oraz utrzymanie USDPLN poniżej strefy oporów 3,66–3,68**. Na rynku FI kluczowe pozostaną notowania ropy i informacje dotyczące sytuacji na Bliskim Wschodzie, natomiast krajowa aukcja MF o wartości 6–10 mld PLN może krótkoterminowo lekko ciężyć notowaniom SPW na rynku wtórnym.
- Globalnie najistotniejsze mogą być dziś wstępne wskaźniki PMI z głównych gospodarek** – w przetwórstwie oczekiwane są niewielkie spadki, a w usługach wzrosty. Podobnie jak w czasie pandemii, dane będą zaburzone przez metodykę (odwrotny kierunek oddziaływania opóźnień dostaw). W Europie poznamy też wstępną koniunkturę konsumencką za maj, a w USA kwietniowe dane z rynku nieruchomości.
- Dziś Komisja Europejska przedstawi prognozy gospodarcze dla państw Wspólnoty**, z czego dla Polski najciekawsze mogą być prognozy fiskalne.
- W kraju rozpoczniemy serię publikacji danych gospodarczych za kwiecień**. Oczekujemy hamowania dynamiki **produkcji przemysłowej** (do 4,5% r/r), po podbijanym przez czynniki jednorazowe marcu (9,4% r/r). Wzrosnąć powinna dynamika **produkcji w budownictwie** (do 1,2% r/r z 0,4% r/r), za sprawą nadrabiania zimowych zaległości. Kwiecień może też przynieść **koniec deflacji cen produkcji sprzedanej (PPI)**. **Dane z rynku pracy** nie powinny przynieść przełomu – zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal będzie spadać (-0,9% r/r), a dynamika płac może nieco spowolnić (6,0% r/r).

### Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

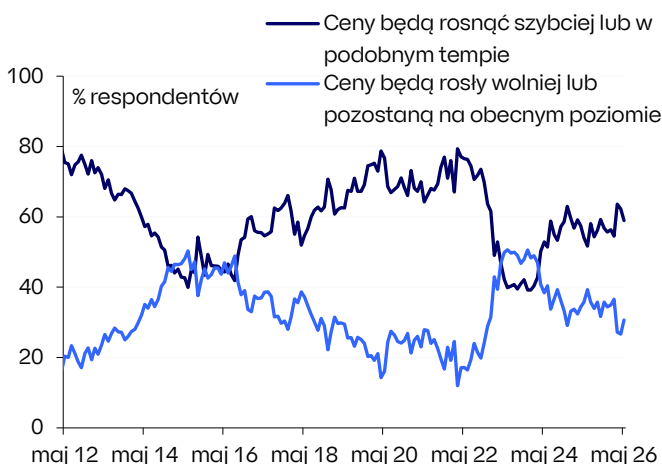
[@PKO\\_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość 2026-05-20	(%, pb)* Δ 1D
<b>Indeksy akcji:</b>		
WIG	133 685	1,5
STOXX Europe 600	620	1,5
S&P500	7 433	1,1
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,24	-0,1
USDPLN	3,65	-0,3
CHFPLN	4,64	0,1
EURUSD	1,16	0,2
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	4,64	-11
PL5Y	5,55	-12
PL10Y	5,94	-11
DE10Y	3,09	-9
US10Y	4,57	-10
<b>Surowce:</b>		
Ropa Brent	105	-5,6
Złoto	4544	1,4

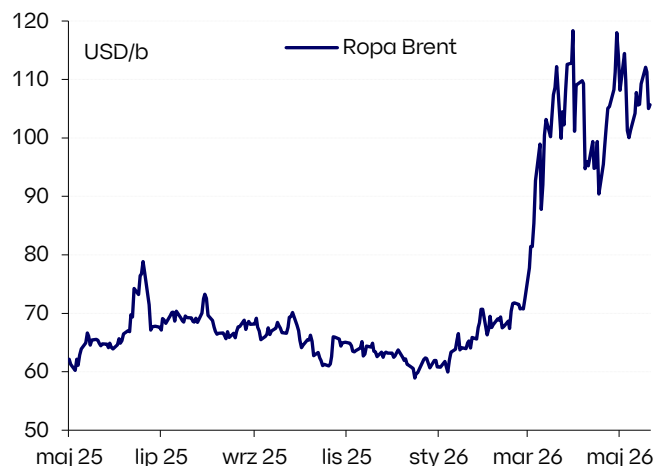
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; \*zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

### Oczekiwania inflacyjne konsumentów w maju były najniższe od wybuchu wojny na Bliskim Wschodzie



Źródło: GUS, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

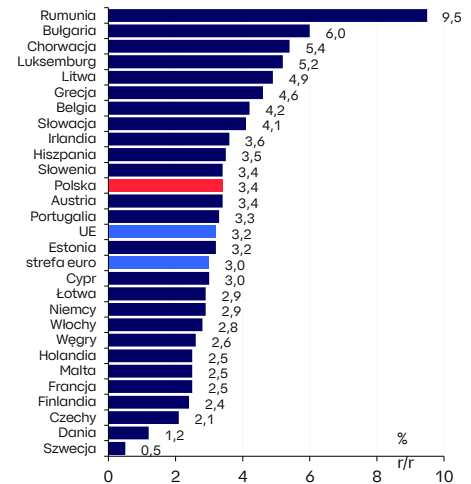
### Spadek cen ropy Brent poniżej 110 USD/bbl wsparł odreagowanie na globalnym rynku obligacji skarbowych



## WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

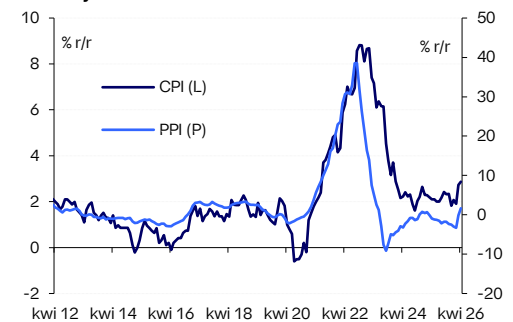
- ŚWIAT: USA i Iran wymieniły groźby eskalacji, a impas na Bliskim Wschodzie się przedłuża.** Prezydent D.Trump powiedział, że USA i Iran są na końcowym etapie negocjacji, jednocześnie zagroził wznowieniem ataków, jeśli Iran nie zgodzi się na jego warunki. Iran z kolei ostrzegł, że odpowie odwetem poza Bliskim Wschodem, jeśli USA lub Izrael wznowią uderzenia, a Korpus Strażników Rewolucji Islamskiej zapowiedział „miażdżące ciosy w miejscach, których się nie spodziewacie”.
- USA: Z *minutes* z kwietniowego posiedzenia FOMC wynika, że większość jego uczestników uważała, iż pewne zaostrzenie polityki pieniężnej prawdopodobnie okaże się właściwe, jeśli inflacja będzie trwale utrzymywać się powyżej 2%.** Aby uwzględnić tę ewentualność, wielu z nich wskazało, że woleliby usunąć z oświadczenia po posiedzeniu sformułowanie sugerujące łagodne nastawienie dotyczące prawdopodobnego kierunku przyszłych decyzji w sprawie stóp procentowych. Bankierzy podkreślali jednak, że polityka pieniężna nie znajduje się na z góry ustalonym kursie, a przyszłe decyzje będą podejmowane z posiedzenia na posiedzenie. W kwietniu członkowie FOMC generalnie uznali, że utrzymujące się wysokie odczyty inflacji w połączeniu z niepewnością związaną z czasem trwania i gospodarczymi skutkami konfliktu na Bliskim Wschodzie mogą wymagać utrzymania obecnego nastawienia w polityce pieniężnej przez okres dłuższy niż wcześniej przewidywano. Kwiecniowe posiedzenie było ostatnim pod przewodnictwem J.Powella. W połowie maja szefem Rezerwy został K.Warsh.
- EUR: Inflacja HICP w kwietniu wzrosła do 3,0% r/r z 2,6% r/r w marcu – bez zmian względem wstępnego szacunku.** Potwierdzony został też spadek inflacji bazowej do 2,2% r/r z 2,3% r/r. Największe zmiany (względem marca) dotyczyły cen energii, których dynamika przyspieszyła do 10,8% r/r z 5,1% r/r w marcu i -3,1% r/r w lutym. W kwietniu ceny żywności, alkoholu i tytoniu wzrosły o 2,4% r/r (podobnie jak w marcu). Dynamika cen usług wyhamowała do 3,0% r/r z 3,3% r/r w marcu. W ujęciu geograficznym najwyższa inflacja w UE występowała w Rumunii (9,5% r/r) i Bułgarii (6,0% r/r), a najniższa w Danii (1,2% r/r) i Szwecji (0,5% r/r). Inflacja HICP w Polsce w kwietniu wyniosła 3,4% r/r i plasowała się nieznacznie powyżej średniej dla całej Wspólnoty. Dane pozostają wg nas neutralne z perspektywy polityki pieniężnej – EBC na najbliższym posiedzeniu zapewne zdecyduje się na sygnałną podwyżkę stóp o 25pb.
- UK: Inflacja CPI w kwietniu obniżyła się do 2,8% r/r z 3,3% r/r w kwietniu, silniej od oczekiwań (3,0% r/r).** Głównymi czynnikami obniżającymi inflację były zmiany cen regulowanych i administrowanych – obniżyły się ceny wody i odprowadzania ścieków, zredukowane zostały opłaty za energię elektryczną. Inflację obniżał też efekt bazy statystycznej (wygaśnięcie efektu zeszłorocznej podwyżki podatku od pojazdów). Inflacja bazowa CPI obniżyła się do 2,5% r/r z 3,1% r/r w marcu. Do niższej inflacji CPI w ujęciu r/r przyczyniły się też ceny turystyki zorganizowanej (-1,3% m/m) i usług transportowych (+0,8% m/m), ale mogło to wynikać z efektu Wielkanocy. Szok naftowy ostatecznie podbił ceny w kategorii transport (+4,5% r/r i +3,6% m/m) za sprawą wzrostu cen paliw (23% r/r i 14,8% m/m). Ogólna wymowa danych wskazuje na ograniczone rozlewanie się szoku paliwowego na inne, w tym bazowe, komponenty koszyka inflacyjnego. Brak istotnej reakcji cen w kwietniu jest też ważny ze względu na fakt, że w Wielkiej Brytanii kwiecień jest częstym miesiącem corocznej rewizji cenników w usługach, m.in. ze względu na rozpoczynający się wtedy rok fiskalny. Dane ograniczają szanse na podwyżkę stóp przez Bank Anglii na najbliższym posiedzeniu w czerwcu.
- GER: Inflacja PPI w kwietniu wzrosła do 1,7% r/r z -0,2% r/r w marcu, nieznacznie powyżej oczekiwań (1,5% r/r) i do najwyższego poziomu od maja 2023.** W ujęciu miesięcznym poziom cen wzrósł o 1,2%. Wzrost cen skupiony był przede wszystkim w kategorii ropy naftowej i jej produktów (35,5% r/r), ale obejmował też ceny w energetyce (2,0% r/r), dóbr inwestycyjnych (2,0% r/r) i dóbr pośrednich (2,6% r/r), z czego najbardziej wyróżniały się podwyżki cen

## Inflacja HICP w UE w kwietniu 2026



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Inflacja CPI i PPI w Niemczech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

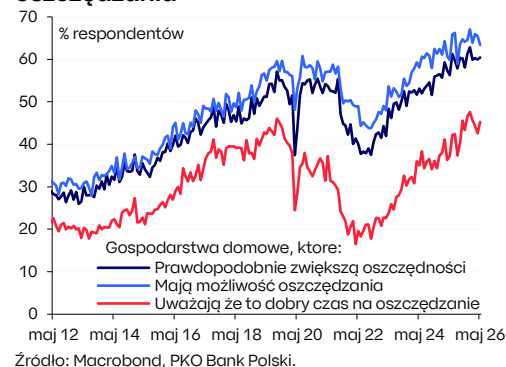
metali (9,1% r/r) i nawozów (5,5% m/m). Drożały też drewno i wyroby z drewna (5,4% r/r), chemikalia (3,2% r/r) oraz wyroby szklane (3,3% r/r). Dane wskazują na relatywnie szeroki zakres sektorowy podwyżek cen, który nie ograniczał się tylko do surowców energetycznych dotkniętych bezpośrednio przez wojnę.

- GER: Niemcy straciły ok. 400 tys. miejsc pracy przez rozwój chińskiego eksportu – wynika z raportu think tanku Center for European Reform (CER).** Raport wskazuje, że w 2025 chiński eksport rósł dwukrotnie szybciej niż światowy, a w 1q26 aż o 15pp szybciej niż światowy. Podręcznikowo, tak duża gospodarka jak Chiny powinna w pewnym momencie stać się bardziej zrównoważona m.in. przez wyższy import, umocnienie waluty lub pogorszenie konkurencyjności – jednak w przypadku Chin żaden z tych procesów nie miał miejsca, a buforem pozostaje wysoka stopa oszczędności. Rosnąca nadwyżka handlowa Chin jest istotnym ryzykiem dla niemieckiej gospodarki - stymulacja popytu w Niemczech może „wypływać” do Chin i wspierać produkcję w Chinach, a nie w Niemczech. Znika również przewaga kompetencyjna i zwiększa się ryzyko presji politycznej ze strony Chin. Jednocześnie, zdaniem autorów raportu, Niemcy pozostają ostrożne w dostrzeganiu skali wyzwań oraz w kwestii ewentualnych środków zaradczych przeciwko nadmiernemu importowi z Chin. **Autorzy proponują wzmocnienie instrumentów ochrony rynku UE:** częstsze stosowanie cel antydumpingowych i „antysubsydyjnych”, wprowadzenie szerszych zabezpieczeń sektorowych, stworzenie odpowiednika amerykańskiej procedury 301 (pozwalającej reagować na systemowe zakłócenia ze strony Chin, a nie tylko na zaburzenia w przypadku pojedynczych produktów). Uzupełnieniem ma być polityka „buy European” - wykorzystanie zamówień publicznych i subsydiów do wspierania produkcji w Europie, zachęcanie chińskich firm do lokalizacji produkcji w UE oraz przygotowanie funduszu kompensującego straty na wypadek prawdopodobnych chińskich działań odwetowych.

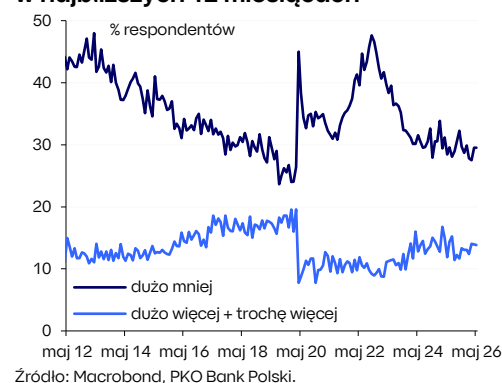
#### WYDARZENIA KRAJOWE:

- POL: Wskaźniki koniunktury konsumenckiej w maju poprawiły się** – wskaźnik bieżący do -11,3pkt. z -14,1pkt. w kwietniu, a wyprzedzający do -8,5pkt. z -11,2pkt. – **w obu przypadkach były to najwyższe wartości od wybuchu wojny na Bliskim Wschodzie.** Najsilnie poprawiły się oceny zmiany ogólnej sytuacji ekonomicznej kraju i przewidywanej zmiany sytuacji finansowej gospodarstwa domowego. Jednocześnie poprawa obejmowała wszystkie analizowane składowe – poza oceną bieżącego dokonywania ważnych zakupów. Nieco obniżył się wskaźnik oczekiwań inflacyjnych – do najniższego poziomu od lutego 2026 (ostatniego miesiąca przed wybuchem wojny). Systematycznie poprawia się też wskaźnik dotyczący możliwości oszczędzania, a wybuch wojny miał na niego do tej pory tylko przejściowy negatywny wpływ. Ważnym czynnikiem wskazującym na odporność krajowych konsumentów jest brak istotnej reakcji po stronie prognoz przyszłego dokonywania ważnych wydatków. **Dane wskazują na pewną normalizację nastrojów konsumentów i ograniczenie skali obaw przed negatywnym wpływem szoku naftowego i konsekwencji wyższych cen paliw.**
- POL:** Minister K.Pelczyńska-Nałęcz (MFIPR) poinformowała, że Polska wypłaciła już 70 mld PLN na zrealizowane projekty w ramach KPO, 140 mld PLN wypłacone zostanie jeszcze w tym roku, z czego 90 mld PLN na projekty, które będziemy realizować przez kolejne 10 lat w różnych funduszach inwestycyjnych. Z kolei 30 do 40 mld PLN wypłaconych zostanie w 2027. Jednocześnie Komisja Europejska zatwierdziła V rewizję KPO - najważniejszą zmianą jest odejście od opłat dla właścicieli samochodów spalinowych. Rewizja zakłada też dodatkowe inwestycje w ciepłownictwo i w bezpieczny, europejski internet satelitarny.

#### Nastawienie gospodarstw domowych do oszczędzania



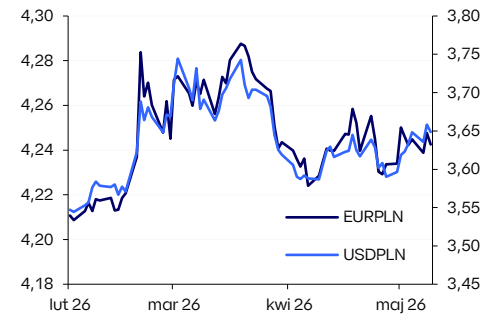
#### Spodziewane wydatki na ważne zakupy w najbliższych 12 miesiącach



## KOMENTARZ RYNKOWY:

- **W środę złoty pozostał stabilny do euro, oscylując wokół 4,25 na EURPLN oraz umocnił się marginalnie wobec dolara, w okolicie 3,65 na USDPLN.** Aprecjacja dolara na bazowych rynkach FX wyraźnie wyhamowała, a kurs EURUSD ostatecznie nieco wzrósł w pobliże 1,1630.
- **Ubogi kalendarz makroekonomiczny nie sprzyjał zmienności na rynku FX. Protokół z kwietniowego posiedzenia FOMC miał jedynie marginalny wpływ na notowania USD, gdyż jastrzębi przekaz „minutek”, przy obecnych oczekiwaniach inflacyjnych, nie był zaskoczeniem dla uczestników rynku.** Złoty pozostawał pod dominującym wpływem otoczenia zewnętrznego. Z jednej strony presję wywierał umacniający się podczas europejskiej części sesji dolar, a z drugiej strony wsparcie płynęło z rynków kapitałowych, gdzie nastroje inwestycyjne wyraźnie się poprawiły. Dodatkowo **wieczorem waluty EM krajów będących importerami netto surowców energetycznych, w tym złotego, wsparły wyraźnie spadające ceny ropy naftowej.** EURSUD osiągnął podczas europejskiej części sesji **6-tygodniowe minimum, schodząc poniżej poziomu 1,16, jednakże zakończył ją lekkim wzrostem kursu**, co wsparło również notowania złotego wobec dolara.
- **W czwartek uwagę krajowych inwestorów przyciągną kwietniowe dane z polskiej gospodarki, które wskażą m.in., w jakim stopniu wysokie ceny paliw i energii wpływają na koniunkturę w przemyśle.** Oczekiwany spadek dynamiki w tym sektorze nie powinien mieć jednak istotnego wpływu na notowania złotego. Globalnie uwagę inwestorów skupią majowe odczyty indeksów PMI dla przemysłu i usług. Przy braku istotnych negatywnych zaskoczeń z tych publikacji oraz braku przełomowych informacji z regionu Zatoki Perskiej **zakładamy dalszą stabilizację kursu EURPLN w zakresie 4,24-4,25 oraz utrzymanie się kursu USDPLN poniżej strefy oporów 3,66-3,68.**
- **W środę globalnie nastroje na rynkach FI poprawiły się. Rentowności krajowych SPW spadły o 11/12pb, papierów niemieckich zniżyły o ok. 9pb, a amerykańskich Treasuries poszły w dół o ok. 10pb.**
- **W środę ceny ropy naftowej spadły o ponad 5%, osiągając najniższy poziom od tygodnia, po tym jak D. Trump powiedział, że negocjacje z Iranem są na końcowym etapie, ale jednocześnie zagroził dalszymi atakami, jeśli Teheran nie zgodzi się na porozumienie pokojowe. To obniżyło oczekiwania inflacyjne, co sprzyjało globalnemu cofnięciu rentowności obligacji skarbowych. Pomogła również technika, a konkretnie spore już w krótkim terminie wykupienie mierzonego rentownościami rynku.** Trzeba jednak dodać, że żadne istotne dla kierunku trendu poziomy zarówno na rynkach bazowych, jak i krajowych SPW nie zostały pokonane. Te natomiast **(techniczne wsparcia) dla papierów 10-letnich (polskich, amerykańskich i niemieckich) znajdują się odpowiednio na 5,90%, 4,56% oraz 3,09%.**
- **Publikowane w czwartek wstępne indeksy PMI ze strefy euro i USA tylko w przypadku znacząco niższych od oczekiwań ekonomistów odczytów, kanałem osłabienia globalnego apetytu na ryzyko, mogłyby w naszej opinii wesprzeć notowania obligacji skarbowych. W kraju kolejna aukcja regularna, na której MF zamierza uplasować papiery za 6–10 mld zł, może w obecnym otoczeniu nieco ciężyć notowaniom SPW na rynku wtórnym.** Głównym czynnikiem wpływającym na oczekiwania inflacyjne i rentowności obligacji będą notowania ropy naftowej, a te pozostaną zależne od rozwoju sytuacji na Bliskim Wschodzie. **Ewentualne dalsze sygnały deeskalacji, na które liczą inwestorzy, mogłyby doprowadzić do przełamania ww. poziomów wsparć, co w połączeniu z wiarygodnymi perspektywami odblokowania cieśniny Ormuz otworzyłoby zapewne przestrzeń do znaczących spadków rentowności obligacji skarbowych.** Biorąc pod uwagę, że wg przedstawicieli USA obecne okno czasowe na negocjacje jest wąskie, czasu na taki pozytywny rozwój wypadków nie zostało wiele.

## Waluty



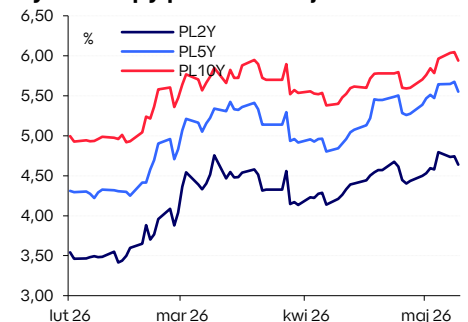
Źródło: LSEG Workspace &amp; Datastream, PKO Bank Polski.

## 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



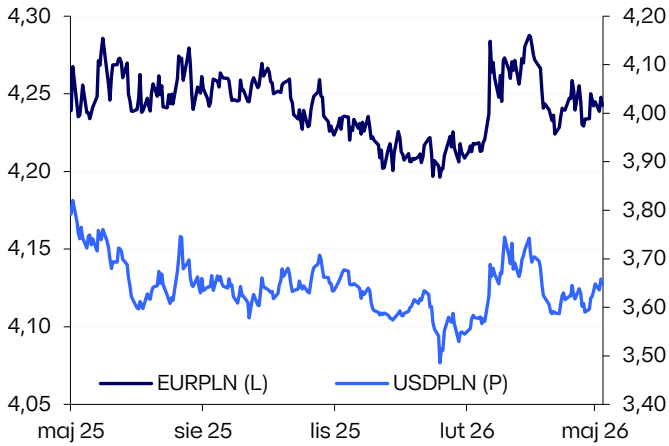
Źródło: LSEG Workspace &amp; Datastream, PKO Bank Polski.

## Prognozy rentowności obligacji

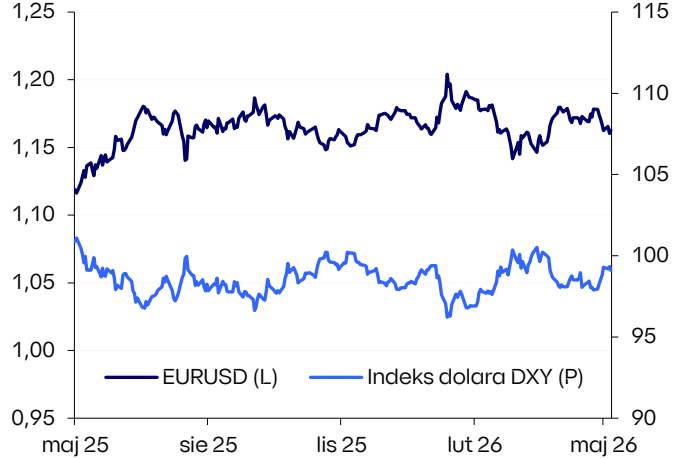
Tenor	2q26	3q26
PL1Y	3,85	3,82
PL2Y	4,35	4,25
PL5Y	5,00	4,90
PL10Y	5,60	5,30

Źródło: PKO Bank Polski.

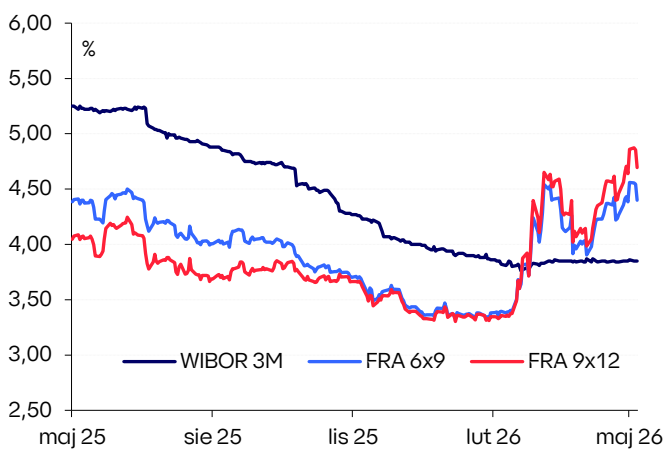
PLN vs główne waluty



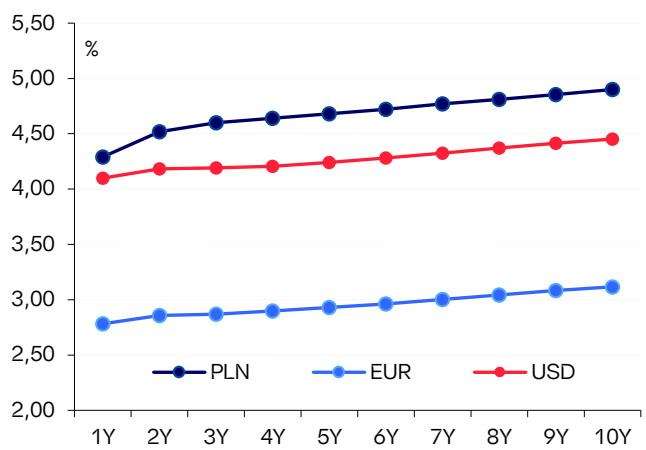
Notowania USD



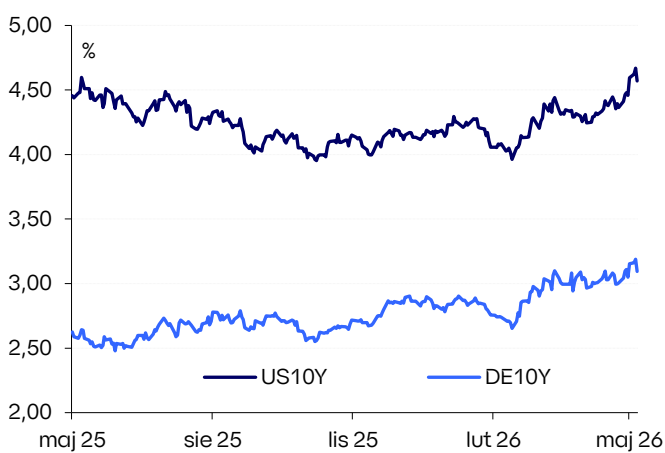
Krótkoterminowe stopy procentowe



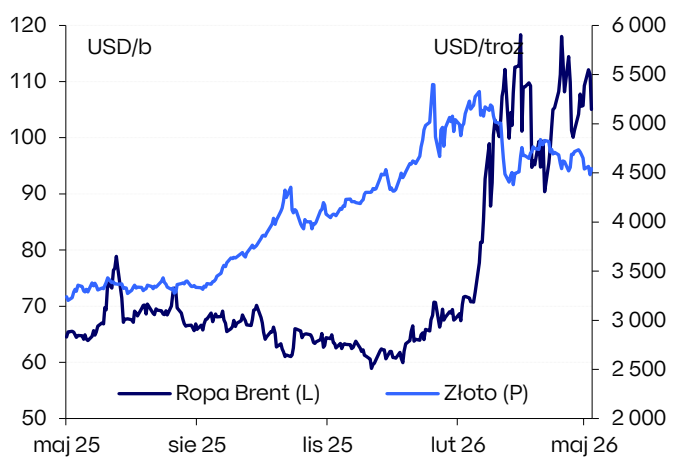
Krzywe IRS



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	3,0
<b>Wtorek, 19 maja</b>						
EUR: Bilans handlowy (mar.)	11:00	mld EUR	11,1	--	--	7,8
<b>Środa, 20 maja</b>						
GER: Inflacja PPI (kwi.)	8:00	% r/r	-0,2	1,5	--	1,7
POL: Koniunktura konsumencka (maj)	9:30	pkt.	-14,1	-14,9	-15,0	-11,3
EUR: Inflacja HICP (kwi., rew.)	11:00	% r/r	2,6	3,0	--	3,0
EUR: Inflacja bazowa (kwi., rew.)	11:00	% r/r	2,2	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.