

Lider wzrostu i lider deficytu

- W czwartek zmienność na rynkach była podwyższona, a notowania reagowały na odczyty danych makro z głównych gospodarek oraz napływające informacje dotyczące sytuacji na Bliskim Wschodzie, przede wszystkim przebiegu negocjacji USA z Iranem. Finalnie złoty zakończył dzień umocnieniem, a rentowności krajowych SPW obniżyły się, wspierane pozytywnym wynikiem aukcji regularnej, na której MF z sukcesem uplasowało także trzy transze obligacji denominowanych w CHF. Na rynkach bazowych ceny ropy naftowej ostatecznie lekko spadły, a zmiany głównych indeksów akcji były niewielkie. **Zakładamy, że w piątek rynki pozostaną w trybie oczekiwania na nowe impulsy z Bliskiego Wschodu. W naszej opinii, jeżeli z „frontu” negocjacyjnego nie napłyną pozytywne sygnały, to przed weekendem możliwa będzie presja na mocniejszego dolara, słabsze euro i słabszego złotego. W przypadku obligacji skarbowych, przy braku nowych informacji, zakładamy stabilizację ich notowań.**
- Dzisiejsze kalendarium publikacji makro nie jest bogate** – w Europie najważniejszy naszym zdaniem będzie niemiecki indeks Ifo za maj, który może pokazać lekkie pogorszenie koniunktury w największej europejskiej gospodarce. Emocji nie powinien wzbudzić kolejny szacunek niemieckiego PKB w 1q26. W USA poznamy z kolei drugi szacunek nastrojów konsumentów wg Uniwersytetu Michigan – wstępny odczyt wskazywał na ich spadek do rekordowo niskiego poziomu.

Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

[@PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

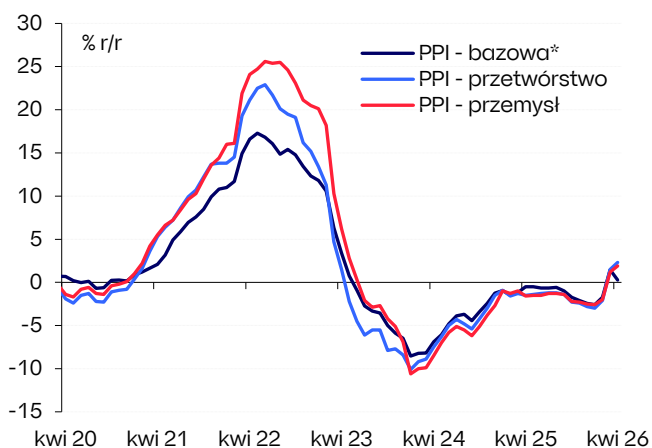
	Wartość 2026-05-21	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	133 337	-0,3
STOXX Europe 600	621	0,0
S&P500	7 446	0,2
Waluty:		
EURPLN	4,23	-0,2
USDPLN	3,65	-0,1
CHFPLN	4,63	-0,1
EURUSD	1,16	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,62	-2
PL5Y	5,53	-2
PL10Y	5,93	-1
DE10Y	3,10	1
US10Y	4,58	1
Surowce:		
Ropa Brent	103	-2,3
Złoto	4544	0,0

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

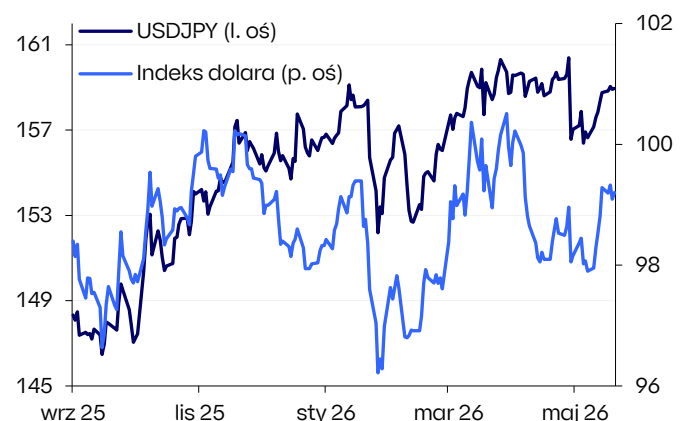
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- ŚWIAT:** Iran jest w trakcie przygotowywania odpowiedzi na tekst przedstawiony przez USA, który „w pewnym stopniu zmniejszył różnice”-wynika z doniesień lokalnej agencji prasowej. Informacja ta sygnalizuje postęp w negocjacjach, jednak według Reutersa Najwyższy Przywódca Iranu M.Chamenei wydał dyrektywę, zgodnie z którą irański uran o czystości zbliżonej do poziomu militarnego nie powinien być wysyłany za granicę, co ponownie zaogniło sytuację. Prezydent D.Trump poinformował natomiast, że sprzeciwia się planom Iranu i Omanu zmierzającym do ustanowienia formy stałego systemu opłat za przepływ przez cieśninę Ormuz. Nie jest więc jasne, czy porozumienie się przybliżyło.

Szok energetyczny zakończył trzyletni okres deflacji cen producentów



Kurs USDJPY ponownie zbliża się do poziomów, przy których na przełomie kwietnia i maja 2026 miały miejsce ostatnie interwencje MF Japonii na rynku jena



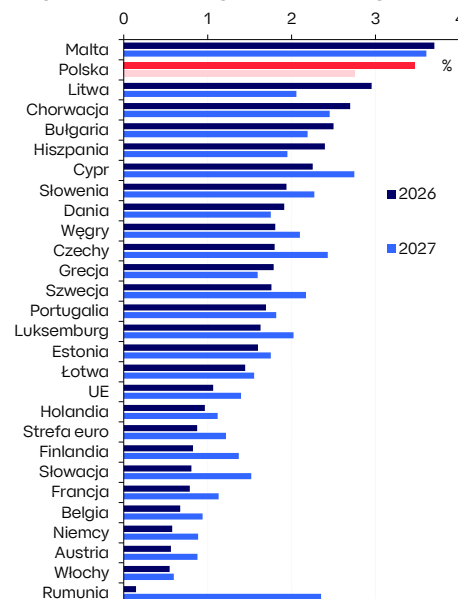
- UE: Komisja Europejska w wiosennej rundzie prognozy zrewidowała w dół prognozy wzrostu gospodarczego dla Europy**, w związku z konfliktem na Bliskim Wschodzie i wzrostem cen surowców, który podbija inflację. Komisja oczekuje, że w 2026 wzrost PKB w UE spowolni do 1,1% (z 1,5% w 2025), a prognoza została zrewidowana w dół o 0,3pp względem rundy jesiennej. W 2027 oczekiwane jest przyspieszenie wzrostu do 1,4%. W przypadku samej strefy euro prognozy dynamiki PKB zostały zrewidowane do 0,9% oraz 1,2% w 2027 z odpowiednio 1,2% oraz 1,4%. Obecne prognozy inflacji zakładają jej wzrost w 2026 do 3,0% i wyhamowanie w 2027 do 2,3%, o 1,1pp i 0,3pp powyżej oczekiwań z listopada. Komisja oceniła, że reformy wdrożone po ataku Rosji na Ukrainę sprawiły, że obecnie europejska gospodarka jest lepiej przygotowana do absorpcji szoku. Szok ten jest jednak obciążeniem dla finansów publicznych, które ponoszą koszty osłon konsumentów przed wyższymi opłatami przy jednoczesnym zwiększeniu wydatków zbrojeniowych. W 2027 deficyt sektora *general government* dla całej UE ma wzrosnąć do 3,7% PKB z 3,1% PKB w 2025. Kluczowym czynnikiem niepewności dla prognozy jest czas trwania wojny na Bliskim Wschodzie. Biorąc pod uwagę niezwykle wysoką niepewność i coraz mniejsze szanse na szybki powrót podaży surowców energetycznych do „normalności”, Komisja przygotowała alternatywny wariant prognozy, w którym ceny ropy rosną powyżej obecnych krzywych terminowych, osiągając szczyt pod koniec 2026, po czym następuje ich powolny spadek. W tym scenariuszu w 2027 inflacja nie byłaby niższa niż w 2026, nie nastąpiłoby też oczekiwane w przyszłym roku ożywienie aktywności gospodarczej.

- GER: Przemysłowy wskaźnik PMI w maju obniżył się do 49,9 pkt. z 51,4 pkt.**, w kwietniu, silniej od oczekiwań. Subindeks produkcji wskazuje na jej marginalny wzrost w maju (50,2 pkt.), najniższy w tegorocznym cyklu ożywienia. Wskaźnik aktywności w usługach wzrósł w tym samym czasie do 47,8 pkt. z 46,9 pkt., pozostał jednak poniżej neutralnego poziomu 50 pkt. W rezultacie tych zmian, wskaźnik PMI *composite*, pokazujący aktywność w całym sektorze prywatnym wzrósł nieznacznie, do 48,6 pkt. z 48,4 pkt. miesiąc wcześniej, wskazując na jej umiarkowany spadek. Niemieckie firmy zmagają się w maju z rosnącą presją kosztową – w przetwórstwie była ona najwyższa od 2022, a w usługach od 2023. Jednocześnie, wzrost cen wyrobów gotowych spowolnił, co sugeruje, że firmy biorą na siebie ciężar wyższych cen surowców. W maju spadła liczba nowych zamówień, a w obliczu słabszego popytu firmy ponownie zmniejszyły zatrudnienie, przy czym tempo jego spadku było najwyższe od półtora roku. PMI sugeruje, że blokada cieśniny Ormuz i szok energetyczny mogły wpędzić niemiecką gospodarkę w ponowną recesję.

- EUR: Przemysłowy PMI w maju obniżył się do 51,4 pkt. z 52,2 pkt. w kwietniu**, nieco silniej do oczekiwań. Podobnie jak w Niemczech, sektor wytwórczy utrzymał niewielki wzrost produkcji, jednak był on najniższy w tym roku. Wskaźnik aktywności dla sektora usługowego nieoczekiwanie spadł w maju do 46,4 pkt. z 47,6 pkt. Przyczynił się do tego bardzo słaby wynik Francji, gdzie PMI usługowy zanurkował do najniższego od 66 miesięcy poziomu 42,9 pkt. wobec 46,5 pkt. w kwietniu. W rezultacie, wskaźnik aktywności dla całego sektora prywatnego strefy euro obniżył się do 47,5 pkt. z 48,8 pkt. w kwietniu i już drugi miesiąc z rzędu znajduje się w obszarach recesyjnych. Kluczowym czynnikiem stojącym za spadkiem aktywności było dalsze nasilenie presji kosztowej. Ceny nakładów rosły w najszybszym tempie od trzech i pół roku, a inflacja cen sprzedaży również przyspieszyła.

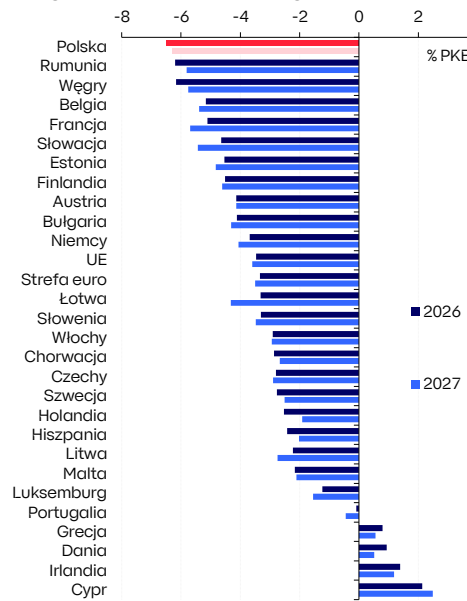
- USA: Przemysłowy PMI w maju wzrósł do 55,3 pkt. z 54,5 pkt., podczas gdy oczekiwano jego spadku.** Subindeks produkcji wzrósł do najwyższego poziomu od czterech lat, jednak silny popyt mógł być związany z zakupami zapobiegawczymi w związku ze wzrostem cen i zaburzeniami w dostawach. Jednocześnie wskaźnik aktywności w usługach obniżył się do 50,9 pkt. z 51 pkt. w kwietniu. PMI *composite*, określający aktywność w sektorze prywatnym, ustabilizował się na poziomie 51,7 pkt., wskazując na najniższy wzrost od 2024. Gwałtownie rosnące koszty nakładów, które w maju zwiększały się w najszybszym tempie od końca 2022, były wskazywane przez

Prognozy wzrostu gospodarczego



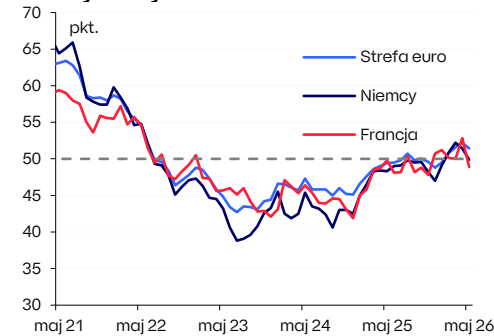
Źródło: Komisja Europejska, PKO Bank Polski.

Prognozy salda fiskalnego



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Przemysłowy PMI



Źródło: Markit, PKO Bank Polski.

firmy nie tylko jako powód niższej sprzedaży, lecz także przyczyniły się do pogłębienia spadku zatrudnienia oraz dalszego przyspieszenia cen wyrobów gotowych do najwyższego poziomu od sierpnia 2022.

- **USA: Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu spadła do 209 tys.** ze zrewidowanych w górę 212 tys. poprzednio i wobec oczekiwań na poziomie 210 tys. Liczba bezrobotnych kontynuujących pobieranie zasiłku w tygodniu, który skończył się 9 maja, wzrosła z kolei do 1,782 mln z 1,776 mln. Sytuacja na amerykańskim rynku pracy jest stabilna – liczba nowych wniosków jest bliska historycznym minimom, a liczba bezrobotnych pobierających zasiłek od jesieni 2025 systematycznie się obniża.
- **USA: Liczba rozpoczętych inwestycji w zakresie budowy domów mieszkalnych w kwietniu spadła do 1,465 mln w ujęciu saar, z 1,507 mln miesiąc wcześniej i była wyższa od oczekiwań.** Liczba budów obniżyła się o 2,8% m/m po wzroście o 12% m/m w marcu i była o 5,3% niższa niż przed rokiem. W tym samym czasie liczba wydanych nowych pozwoleń na budowę domów wzrosła silnie od oczekiwań, o 5,8% m/m do 1,442 mln saar.
- **EUR: Wskaźnik zaufania konsumentów w maju nieoczekiwanie wzrósł o 1,6 pkt, jednak na poziomie -19 pkt. pozostaje wyraźnie poniżej długoterminowej średniej oraz poziomów obserwowanych przed rozpoczęciem konfliktu na Bliskim Wschodzie.**

WYDARZENIA KRAJOWE:

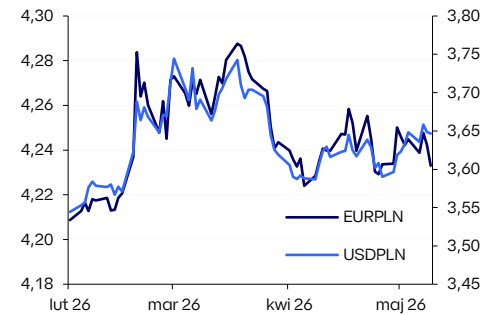
- **POL: Komisja Europejska prognozuje, że w 2026 Polska utrzyma się w czołówce państw UE z najsilniejszym wzrostem PKB.** KE prognozuje, że PKB zwiększy się w tym roku o 3,5%. W jej ocenie pozytywny efekt przeniesienia wzrostu z 2025 przewyższa negatywne skutki gospodarcze wojny na Bliskim Wschodzie. W 2027 oczekiwane jest spowolnienie wzrostu do 2,8%, do czego przyczynią się słabsze dynamiki inwestycji i spożycia publicznego. Inflacja HICP w 2026 wzrośnie wg Komisji do 3,6% z 3,3% w 2025, a w 2027 dynamika cen spowolni do 2,9%. **W 2026 w Polsce spodziewana jest umiarkowana konsolidacja fiskalna, w wyniku której deficyt sektora general government obniży się do 6,5% PKB z 7,3% PKB w 2026. Pomimo tego, deficyt będzie najwyższy w UE, nieznacznie przebijając prognozy dla Rumunii i Węgier.** Do spadku deficytu w tym roku przyczynią się zdaniem KE umiarkowane ograniczenie wydatków, w szczególności w zakresie wynagrodzeń i inwestycji, nowe uznaniowe działania zwiększające dochody, w tym czasowe podwyższenie podatku CIT dla banków, podwyżki akcyzy i VAT na niektóre napoje oraz wprowadzenie obowiązkowego systemu fakturowania elektronicznego. Komisja oczekuje, że przy założeniu niezmienionej polityki, deficyt w 2027 obniży się do 6,3% PKB.
- **POL: Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w kwietniu wyniosło 9530,74 PLN, co oznacza jego wzrost o 5,4% r/r – najniższy od lutego 2021 i niższy od prognoz (PKO: 6,0% r/r; kons.: 6,1% r/r).** Za spowolnienie dynamiki wynagrodzeń w dużym stopniu odpowiadają górnictwo i energetyka, gdzie mieliśmy do czynienia efektami statystycznymi związanymi z wypłatą dodatków i premii. Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w kwietniu obniżyło się w ujęciu r/r 31. miesiąc z rzędu, a skala tego spadku wyniosła 0,9% - zgodnie z oczekiwaniami i tyle co miesiąc wcześniej. **Dane z rynku pracy pokazują, że nie będzie on sprzyjał rozlewaniu się impulsu inflacyjnego wygenerowanego przez szok naftowy.** Jednocześnie, silniejsze od prognoz hamowanie wynagrodzeń przy wyższej inflacji generuje ryzyko wyhamowania konsumpcji, chociaż – zwłaszcza krótkoterminowo – jej wygładzaniu może sprzyjać rosnąca dotychczas stopa oszczędności. Więcej w Makro Flash: [Rynek pracy nie napędzi presji inflacyjnej](#).
- **POL: Produkcja przemysłowa w kwietniu wzrosła o 3,1% r/r. Wyraźne hamowanie vs 7,5% r/r miesiąc wcześniej (rewizja z 9,4% r/r) wynika głównie z korekty po silnym marcu, a nie z silnego wpływu szoku podażowego.** Wynik był nieco słabszy od oczekiwań (kons.: 4,2% r/r, PKOe: 4,5% r/r). **Produkcja budowlano-montażowa** wzrosła o 4,5% r/r po wzroście o 0,6% r/r w marcu i przebiła oczekiwania. W budownictwie widać nadrabianie zaległości

z początku roku, gdy aktywność ograniczały silne mrozy. Inflacja **PPI** wyniosła 1,9% r/r wobec 1,2% r/r w marcu po rewizji z -0,8% r/r. **Dane potwierdzają, że polski przemysł pozostaje w fazie umiarkowanego ożywienia, ale bez szerokiego boomu.** Więcej w Makro Flash: [Polaryzacja w produkcji](#).

KOMENTARZ RYNKOWY:

- Złoty w czwartek finalnie umocnił się do euro i dolara, kurs EURPLN zniżkował do 4,24, a USDPLN do 3,65. Na rynkach bazowych EURUSD obniżył się do 1,1620.
- **Zmienność na rynku FX była w czwartek podwyższona, a notowania pozostawały pod wpływem danych makro z rynków bazowych oraz napływających informacji dotyczących sytuacji na Bliskim Wschodzie.** Euro znalazło się pod presją słabszych od konsensusu wstępnych majowych indeksów PMI ze strefy euro, szczególnie że analogiczne dane z USA wypadły ogólnie dobrze. Jednocześnie napięcie geopolityczne zmieniało się w trakcie dnia. Z jednej strony rynek reagował na informacje z Iranu sugerujące chęć utrzymania wzbogaconego uranu, z drugiej zaś przedstawiciele USA sygnalizowali postęp w negocjacjach. W takim otoczeniu główne pary z PLN podążały przede wszystkim za ruchem na rynkach bazowych. Złoty początkowo tracił, ale pod koniec sesji odrobił straty i zakończył dzień umocnieniem. Co istotne, czwartkowa sesja nie zmieniła szerszego obrazu technicznego. EURPLN pozostał w środkowej części krótkoterminowej i średnioterminowej konsolidacji, USDPLN utrzymał się poniżej strefy oporu 3,66–3,68, a EURUSD pozostał powyżej istotnego wsparcia w rejonie 1,1570.
- **W piątek, mimo publikacji istotnych danych z Niemiec (indeksu instytutu Ifo) oraz umiarkowanie ważnych danych z USA, nastroje rynkowe będą w naszej opinii pozostawać głównie pod wpływem obaw o możliwą weekendową eskalację konfliktu na Bliskim Wschodzie. Jeżeli z „frontu” negocjacyjnego nie napłyną pozytywne sygnały, możliwa jest presja na mocniejszego dolara, słabsze euro i słabszego złotego.** Dla EURUSD kluczowe wsparcie znajduje się przy 1,1570, a jego przełamanie otworzyłoby drogę w kierunku 1,14. Dla EURPLN najbliższy opór to 4,26, a jego pokonanie mogłoby skierować kurs w stronę 4,28. W przypadku USDPLN ewentualne wybite powyżej 3,68 otworzyłoby drogę w stronę marcowych szczytów.
- W czwartek rentowności krajowych SPW zmieniły się w zakresie -2/-1pb. W segmencie 10-letnim dochodowość spadała o 1pb do 5,93%, podczas gdy na rynkach bazowych rentowności amerykańskich Treasuries i niemieckich Bundów wzrosły o 1pb, odpowiednio do 4,58% i 3,10%.
- **Wahania cen ropy naftowej, odzwierciedlające zmienną dynamikę sytuacji w Zatoce Perskiej, nadal silnie wpływają na zachowanie rynku stopy procentowej.** Po bardziej obiecujących środowych doniesieniach z regionu, które przełożyły się na spadek jej ceny, czwartek przyniósł spore wahania, co było związane z informacjami sugerującymi sprzeciw Iranu wobec kluczowych żądań USA wobec programu atomowego Teheranu. Z drugiej strony przedstawiciele USA podkreślali, że mediacje idą w dobrą stronę. W konsekwencji w rytm ww. informacji wahały się również rentowności obligacji skarbowych. Polski rynek długu wspierały dane z gospodarki wskazujące na słabszą od oczekiwań produkcję przemysłową oraz niższą dynamikę płac w sektorze przedsiębiorstw. Odporności krajowych SPW względem rynków bazowych sprzyjała również udana aukcja obligacji skarbowych, na której — przy popycie przekraczającym 13 mld PLN — Ministerstwo Finansów sprzedało papiery o wartości 10 mld PLN. Dodatkowo MF z sukcesem uplasowało trzy transze obligacji denominowanych w CHF o łącznej wartości blisko 900 mln CHF, w segmentach 3-, 7- i 10-letnim. Względem szwajcarskiej krzywej skarbowej transze uplasowano odpowiednio na poziomach +58pb, +96pb i +111pb.
- **Zakładamy, że w piątek rynek FI pozostanie w trybie oczekiwania na nowe impulsy z Bliskiego Wschodu. Nie oczekujemy, by obraz sytuacji uległ znacznej zmianie przed weekendem.**

Waluty



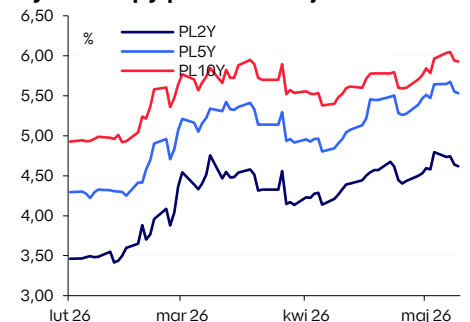
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



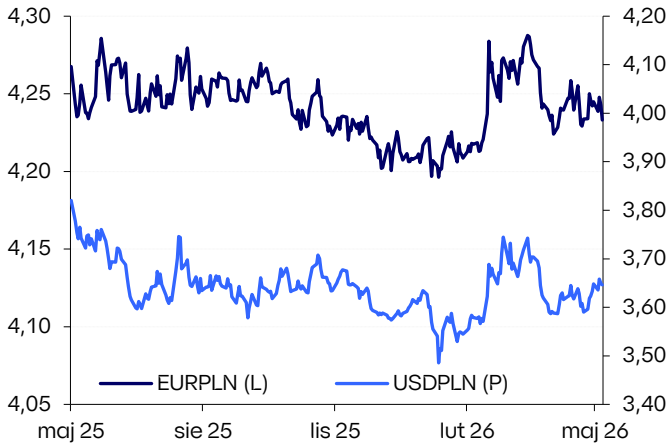
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

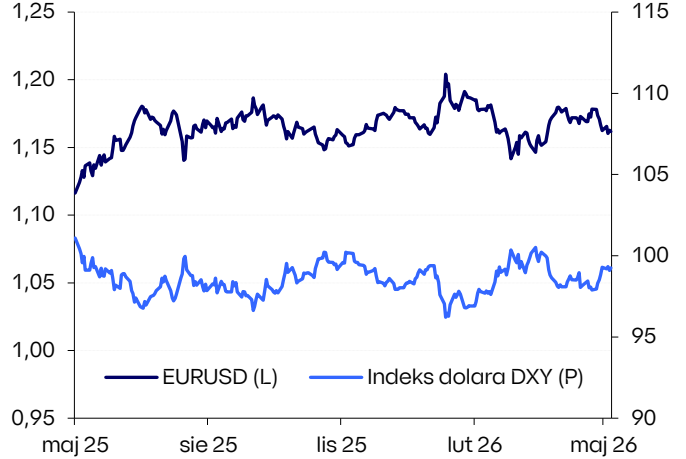
Tenor	2q26	3q26
PL1Y	3,85	3,82
PL2Y	4,35	4,25
PL5Y	5,00	4,90
PL10Y	5,60	5,30

Źródło: PKO Bank Polski.

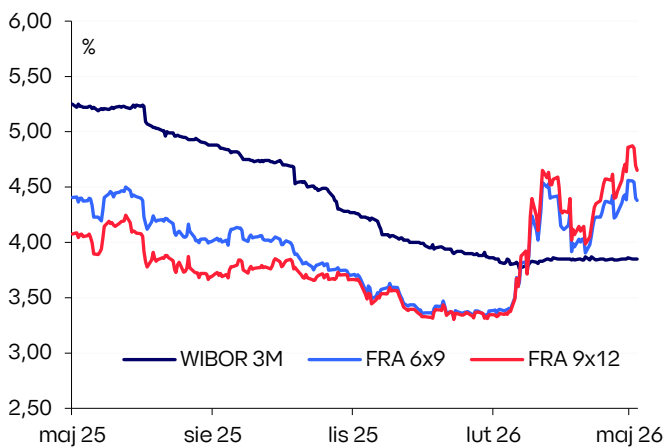
PLN vs główne waluty



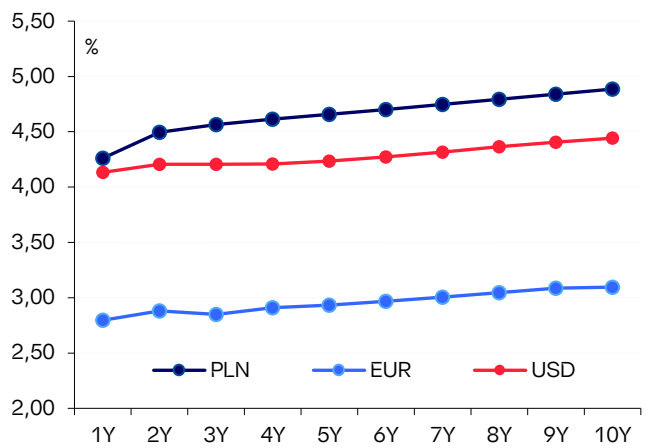
Notowania USD



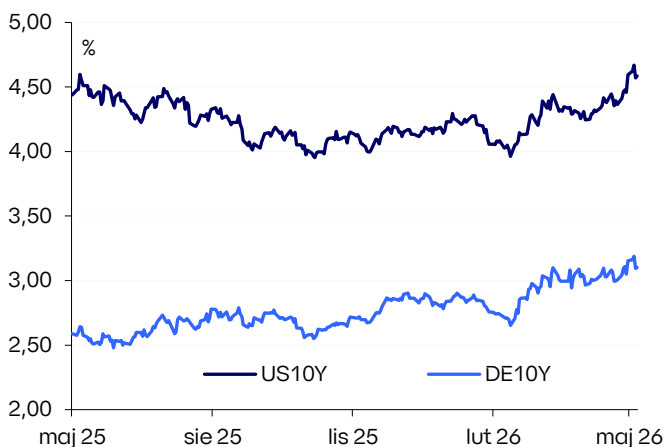
Krótkoterminowe stopy procentowe



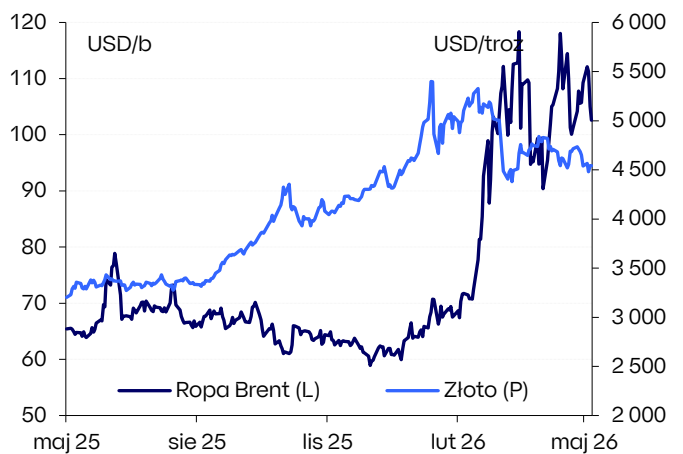
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 15 maja						
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	mld 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
Poniedziałek, 18 maja						
POL: Inflacja bazowa (kwi.)	14:00	% r/r	2,7	2,9	2,9-3,0	3,0
Wtorek, 19 maja						
EUR: Bilans handlowy (mar.)	11:00	mld EUR	11,1	--	--	7,8
Środa, 20 maja						
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	--	--	--	--	--
Czwartek, 21 maja						
GER: PMI w przetwórstwie (maj, wst.)	9:30	pkt.	51,4	51,0	--	49,9
GER: PMI w usługach (maj, wst.)	9:30	pkt.	46,9	47,0	--	47,8
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (kwi.)	9:30	% r/r	6,6	6,1	6,0	5,4
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (kwi.)	9:30	% r/r	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
POL: Produkcja przemysłowa (kwi.)	9:30	% r/r	7,5	4,2	4,5	3,1
POL: Produkcja budowlano-montażowa (kwi.)	9:30	% r/r	0,6	1,3	1,2	4,5
POL: Inflacja PPI (kwi.)	9:30	% r/r	1,2	-0,1	0,0	1,9
EUR: PMI w przetwórstwie (maj, wst.)	10:00	pkt.	52,2	51,8	--	51,4
EUR: PMI w usługach (maj, wst.)	10:00	pkt.	47,6	47,7	--	46,4
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (maj)	14:30	tys.	212	210	--	209
USA: Rozpoczęte budowy domów (kwi.)	14:30	mln	1,507	1,41	--	1,465
USA: Pozwolenia na budowę (kwi., wst.)	14:30	mln	1,363	1,38	--	1,442
USA: PMI w przetwórstwie (maj, wst.)	15:45	pkt.	54,5	53,8	--	55,3
EUR: Koniunktura konsumencka (maj, wst.)	16:00	pkt.	-20,6	-20,6	--	-19,0
Piątek, 22 maja						
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

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 (Kierowniczką)	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](#)



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.