

Koniunktura wraca na ścieżkę wzrostu

- **Nowa fala optymizmu wokół sektora sztucznej inteligencji napędza wzrosty wycen akcji.** S&P 500, WIG oraz Stoxx 600 zakończyły piątkową sesję na plusie, przy czym krajowy indeks wyróżniał się skalą wzrostu, zyskując ok. 1,3%. **Złoty w minionym tygodniu nieznacznie umocnił się wobec euro i lekko osłabił względem dolara** — kurs EURPLN obniżył się do 4,24, podczas gdy USDPLN wzrósł do 3,65. **Miniony tydzień rozpoczął się wyraźnym wzrostem rentowności obligacji, które na wielu rynkach osiągały wieloletnie maksima.** Utrzymujące się próby dyplomatycznego przełamania impasu na Bliskim Wschodzie pozwoliły jednak inwestorom w drugiej połowie tygodnia spojrzeć na rynek stopy procentowej w bardziej optymistyczny sposób. **Przy niższej płynności rynkowej związanej z poniedziałkowym świętem Memorial Day w USA oczekujemy pozytywnej reakcji rynków na weekendowe doniesienia z Bliskiego Wschodu, sugerujące rosnące szanse na porozumienie między USA i Iranem, obejmujące otwarcie cieśniny Ormuz.** Taki scenariusz powinien sprzyjać aprecjacji złotego oraz kontynuacji spadków rentowności na rynku stopy procentowej.
- **W rozpoczynającym się tygodniu kluczowym tematem pozostaną negocjacje dotyczące zakończenia konfliktu na Bliskim Wschodzie.**
- **Wśród globalnie istotnych danych znajdują się kwietniowe wskaźniki dotyczące sytuacji konsumentów w USA.** Konsensus zakłada, że ich dochody i wydatki wzrosły o około 0,5% m/m w ujęciu nominalnym. Równoczesny wzrost deflatora PCE o 0,5% m/m sugeruje jednak, że realna sytuacja konsumentów pozostanie bez zmian, z ryzykiem pogorszenia. **W ujęciu r/r deflator PCE mógł w kwietniu wzrosnąć do 3,8%, a jego bazowa wersja do 3,3%,** w obu przypadkach oddalając się od 2-procentowego celu.
- **W Polsce poznamy dane dopełniające obraz koniunktury w kwietniu,** drugim miesiącu trwania szoku podażowego. Oczekiwana przez nas stagnacja publikowanej dziś sprzedaży detalicznej w ujęciu r/r (PKOe: -0,1%; kons.: +3,0%), jest konsekwencją czynników jednorazowych – przesunięcia terminu zakupów żywności przed Wielkanocą oraz obserwowanych w marcu wzmożonych zakupów paliw. Dziś poznamy też dane o podaży pieniądza M3 (kons.: 11,5% r/r, PKOe: 11,2% r/r). **W piątek opublikowana zostanie natomiast inflacja CPI za maj, która za sprawą szoku paliwowego najpewniej wzrosła powyżej górnego ograniczenia odchylenia od celu NBP.**

Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

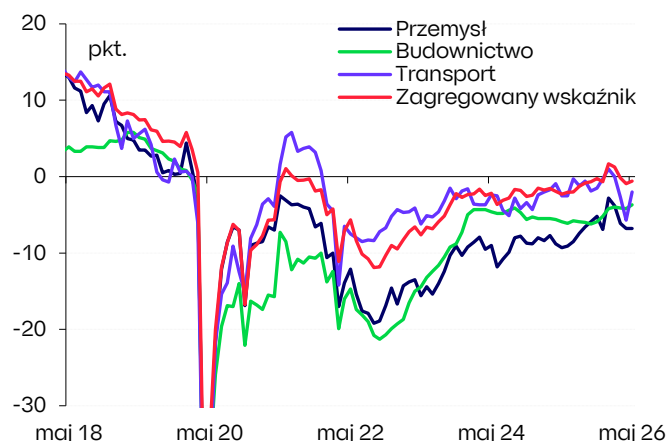
[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość 2026-05-22	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	135 126	1,3
STOXX Europe 600	625	0,7
S&P500	7 473	0,4
Waluty:		
EURPLN	4,24	0,1
USDPLN	3,65	0,1
CHFPLN	4,65	0,4
EURUSD	1,16	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,58	-4
PL5Y	5,49	-4
PL10Y	5,88	-5
DE10Y	3,03	-7
US10Y	4,57	-1
Surowce:		
Ropa Brent	104	0,9
Złoto	4509	-0,8

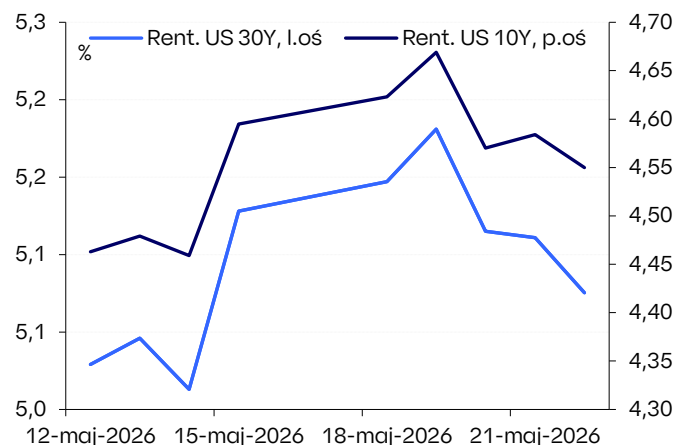
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

Koniunktura gospodarcza w maju poprawiła się dzięki stabilizacji cen paliw*



Źródło: GUS, LSEG Workspace, PKO Bank Polski. Wskaźnik zagregowany przez PKO BP.

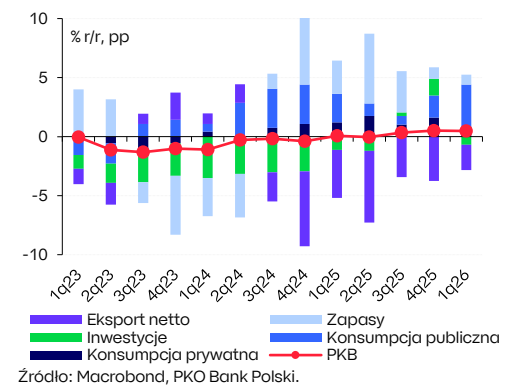
Impet wzrostowy rentowności na długim końcu krzywej Treasuries wyhamował i częściowo się odwrócił



WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **ŚWIAT: D.Trump powiedział amerykańskim negocjatorom, aby „nie spieszyli się z zawarciem porozumienia” z Iranem, które doprowadziłoby do ponownego otwarcia cieśniny Ormuz**, podkreślając, że „obie strony muszą działać spokojnie i dopilnować, by wszystko zostało zrobione właściwie”. Uwagi prezydenta USA, zamieszczone na platformie Truth Social, pojawiły się dzień po tym, jak sugerował, że porozumienie jest bliskie, twierdząc, że zostało ono „w dużej mierze wynegocjowane”. Cytowany przez Financial Times dyplomata poinformował, że porozumienie w praktyce przedłużyłoby rozejm o 60 dni, w trakcie których cieśnina byłaby stopniowo ponownie otwierana. Wydłużenie miałyby pozwolić negocjatorom uzgodnić mechanizm, dzięki któremu Iran miałby zrezygnować ze swoich zapasów wysoko wzbogaconego uranu. Źródła w administracji USA podały, że w ramach porozumienia USA nie planują odmrożenia irańskich aktywów.
- **EUR: Ch.Lagarde (prezeska EBC) stwierdziła, że pomimo wzrostu cen energii i pogorszenia perspektyw gospodarczych spowodowanych wstrząsem podażowym, długoterminowe oczekiwania inflacyjne w strefie euro pozostają stabilnie zakotwiczone wokół celu 2%**. Zaznaczyła, że wpływ konfliktu w Iranie na średniookresową inflację i aktywność gospodarczą będzie zależał od skali i trwałości tego szoku oraz jego pośrednich skutków. Nie określiła przy tym kierunku decyzji na czerwcowym posiedzeniu, podtrzymując zasadę reagowania w oparciu o dane. **Bardziej zdecydowane stanowisko przedstawił A.Demarco (EBC, bank Malty) oceniając, że EBC w czerwcu prawdopodobnie podniesie stopy procentowe**, aby potwierdzić swoją determinację w dążeniu do celu inflacyjnego i utrzymać wiarygodność polityki pieniężnej. Jego zdaniem obecnie nie ma konieczności silnego cyklu podwyżek, a skala dalszych działań będzie zależała od nowych projekcji EBC.
- **USA: Ch.Waller (zarząd Fed) ocenił, że Fed powinien usunąć z komunikatu sugestię o „skłonności do łagodzenia polityki”, aby podkreślić, że obniżka stóp nie jest bardziej prawdopodobna niż podwyżka**. Wskazał, że inflacja nie zmierza w dobrym kierunku i staje się coraz bardziej uporczywa, dlatego stopy powinny pozostać bez zmian do czasu pojawienia się wyraźnych oznak powrotu inflacji do celu 2%.
- **ŚWIAT: Organizacja Narodów Zjednoczonych do spraw Wyżywienia i Rolnictwa (FAO) ocenia, że blokada cieśniny Ormuz w ciągu 6-12 miesięcy może wywołać globalny kryzys cen żywności**, ponieważ zakłócenia w dostawach energii i nawozów przełożą się na niższe plony, wzrost cen surowców rolnych i inflację żywnościową. Organizacja podkreśla, że skutki konfliktu są już widoczne w rosnącym indeksie cen żywności FAO, a ryzyko dodatkowo zwiększa możliwe wystąpienie *El Niño* - zjawiska pogodowego, polegającego na utrzymywaniu się ponadprzeciętnie wysokiej temperatury na powierzchni wody w strefie równikowej Pacyfiku.
- **GER: PKB Niemiec w 1q26 wzrósł o 0,4% r/r (sa), utrzymując tempo z poprzedniego kwartału**. Konsumpcja prywatna zwiększyła się o 0,8% r/r (wobec 1,5% r/r w 4q25), a konsumpcja publiczna o 3,5% r/r (wobec 1,8% r/r), co przyczyniło się do stabilizacji aktywności gospodarczej. **Inwestycje spadły o 0,8% r/r, kończąc dwukwartalny okres wzrostu i powracając do trendu spadkowego trwającego już osiem lat (z przerwami)**. Szczegółowa analiza pokazuje wzrost inwestycji w maszyny i urządzenia o 0,5% r/r, podczas gdy inwestycje budowlane spadły o 3,3% r/r. Eksport zmniejszył się o 0,3% r/r przy spadku eksportu usług i mimo wzrostu eksportu towarów o 0,4% r/r, podczas gdy import wzrósł o 1,7% r/r. Dane wskazują, że wzrost gospodarczy opiera się głównie na wydatkach publicznych i konsumpcji, przy utrzymującej się słabej kondycji sektora budowlanego i ograniczonej dynamice eksportu. **Wyprzedzające wskaźniki koniunktury oraz pesymistyczne nastroje gospodarcze nie dają podstaw do optymizmu co do poprawy sytuacji w nadchodzących kwartałach**.
- **GER: Nastroje niemieckich przedsiębiorców w maju nieznacznie się poprawiły po spadkach w marcu i kwietniu**. Indeks Ifo wzrósł z 84,5 pkt. (dane zrewidowane) do 84,9 pkt. czyli o 0,5 pkt. Wynik był lepszy od oczekiwań

Dekompozycja dynamiki PKB w Niemczech



Indeks klimatu biznesowego Ifo w Niemczech



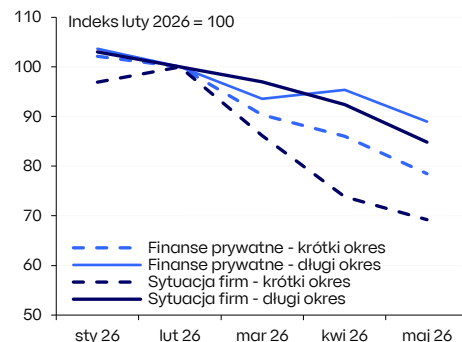
analityków, którzy prognozowali 84,2 pkt. Poprawa nastrojów była widoczna głównie w usługach (+4,1 pkt.) i handlu (+2,6 pkt.), a w mniejszym stopniu także w przetwórstwie (+0,5 pkt.). Z kolei w budownictwie odnotowano lekkie pogorszenie nastrojów (-0,6 pkt.). Firmy nieco lepiej oceniały swoją bieżącą sytuację (+0,6 pkt. m/m), a wynik ten był o 1 pkt. wyższy od prognoz analityków. Oczekiwania na nadchodzące miesiące również są mniej pesymistyczne, indeks oczekiwań biznesowych wzrósł o 0,3 pkt. Nadal jednak pozostaje on na niskich poziomach, najniżej od 3q23 (zobacz wykres obok).

- USA: Indeks Uniwersytetu Michigan w maju spadł do 44,8 pkt. z 49,8 pkt. w kwietniu** i był niższy od wstępnych szacunków (48,2 pkt.). **Jest to najniższa wartość wskaźnika w historii badania sięgającej 1952.** Ocena bieżącej sytuacji gospodarstw domowych pogarsza się w coraz szybszym tempie, podczas gdy oczekiwania na przyszłość nieznacznie się poprawiły. Względem wstępnych danych zdecydowanie w górę zrewidowano długookresowe oczekiwania inflacyjne – inflacja oczekiwana w perspektywie 5 lat wynosi obecnie 3,9% wobec 3,5% w kwietniu i długookresowej średniej kształtującej się poniżej 3%. **W porównaniu z lutym (przed wybuchem konfliktu w Iranie), ocena sytuacji prywatnych finansów spadła o 21%, a kondycji firm o 31%.** Choć dane z realnej gospodarki nie wykazują jeszcze tak drastycznego pogorszenia, badanie potwierdza narastające wyzwania stojące przed amerykańskimi konsumentami.

WYDARZENIA KRAJOWE:

- POL: Zagregowany (PKOe) wskaźnik koniunktury gospodarczej GUS w maju wzrósł do -0,6 pkt. (sa) z -0,9 pkt. w kwietniu, pozostając poniżej poziomów sprzed wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie, ale powyżej wartości z połowy 2025.** Największa poprawa nastąpiła w sektorze transportu (+3,7 pkt. m/m do -2 pkt.), co było możliwe dzięki stabilizacji cen paliw w ramach programu CPN, kluczowych dla kondycji branży. Znaczący wzrost odnotowano również w budownictwie (+0,5 pkt. m/m), gdzie indeks osiągnął poziom -3,7 pkt. - najwyższy od marca 2020. Sektor ten zaczyna odrabiać straty z początku roku, dodatkowo nowe zamówienia są tworzone przez inwestycje współfinansowane z KPO oraz projekty infrastrukturalne. Poprawa koniunktury widoczna była także w handlu detalicznym i hurtowym. W przemyśle nastąpiła stabilizacja. Majowa poprawa koniunktury wynikała ze stabilizacji oczekiwań inflacyjnych, spowodowanej unormowaniem się cen paliw oraz przyspieszeniem inwestycji. **Zakładamy, że w kolejnych miesiącach istotna poprawa koniunktury może nastąpić dopiero po zakończeniu konfliktu w Iranie.**
- POL: Z badania ankietowego GUS wynika, że coraz więcej przedsiębiorstw planuje zwiększenie inwestycji, mimo rosnącej niepewności i pojawiających się nowych wyzwań. Najwyższy odsetek firm deklarujących wzrost inwestycji odnotowano w sektorze przetwórstwa (24,1%) oraz transporcie i magazynowaniu (18,2%).** W porównaniu z lutowym badaniem, więcej przedsiębiorstw z branży budowlanej (12,2%) i handlu hurtowego (10,7%) również planuje zwiększyć nakłady inwestycyjne. Główną barierą inwestycyjną pozostają wysokie koszty, choć ich znaczenie nieco spadło w porównaniu z lutym. Maleje również odsetek wskazań na problemy biurokratyczne, podczas gdy rośnie udział firm wskazujących jako barierę inwestycyjną niepewność makroekonomiczną. **Dane potwierdzają, że w gospodarce trwa ożywienie inwestycyjne, choć jego tempo może być bardziej rozłożone w czasie niż wcześniej oczekiwano.**
- POL: W kwietniu ceny skupu podstawowych produktów rolnych (pszenicy, żyta, żywca wołowego, żywca wieprzowego, drobiu i mleka) spadły o 13,1% r/r wobec spadku o 11,5% r/r w marcu.** Natomiast w ujęciu m/m ceny wzrosły o 0,1%, głównie za sprawą zbóż oraz części rynku mięsa, co sygnalizuje powoli rodzącą się presję cenową generowaną przez szereg czynników: przymrozki na początku roku, suchą wiosną oraz rosnące ceny nawozów. **W kolejnych miesiącach najpewniej będziemy obserwować dalszy wzrost cen produktów rolnych w ujęciu miesięcznym, jednak wcześniejsza dezinflacja spowodowała że będą startować z relatywnie niskiego poziomu.**

Ocena perspektyw firm i finansów prywatnych w USA wg badania Uniwersytetu Michigan



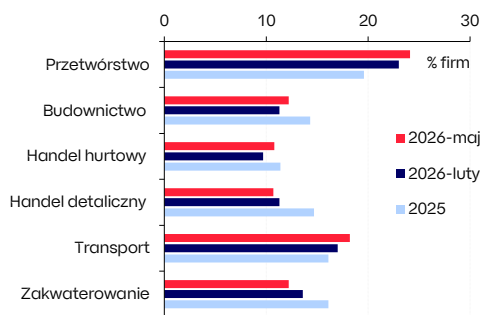
Źródło: Uniwersytet Michigan, PKO Bank Polski.

Zagregowany wskaźnik koniunktury gospodarczej*



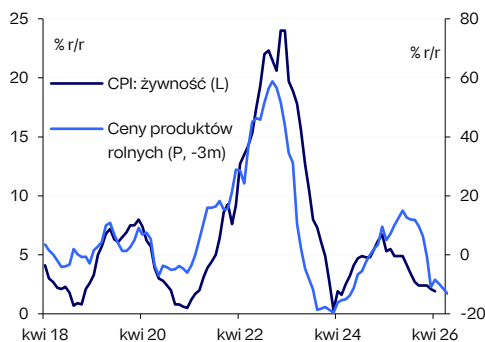
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. *Indeks zagregowany przez PKO BP.

Udział firm planujących wzrost inwestycji



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Ceny produktów rolnych na tle inflacji CPI

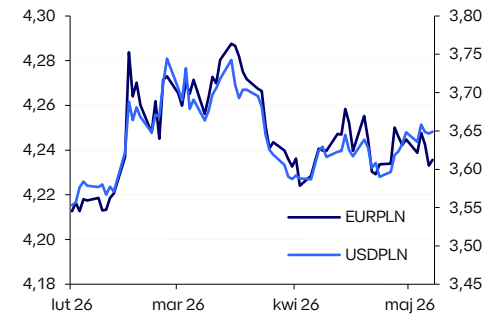


Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **Złoty w minionym tygodniu minimalnie umocnił się wobec euro i lekko osłabił względem dolara**, kurs EURPLN zniżył się do 4,24, a USDPLN wzrósł do 3,6550. Na rynkach bazowych EURUSD obniżył się do 1,1600.
- Krajowa waluta pozostawała głównie pod wpływem czynników globalnych oraz trendów z rynków bazowych, a mieszane w swej wymowie dane z polskiej gospodarki nie miały zauważalnego przełożenia na EURPLN i USDPLN. **Złotego wspierały spadające ceny ropy naftowej, z którymi w obecnym szoku podażowym pozostaje on silnie ujemnie skorelowany.** Walutom EM pomagał także utrzymujący się apetyt na ryzyko, widoczny głównie na rynkach akcji. **W przeciwnym kierunku działał umacniający się globalnie dolar, wspierany przez rosnące oczekiwania inwestorów na podwyżki stóp Fed oraz lepsze od konsensusu dane z amerykańskiej gospodarki, wskazujące na jej odporność na pogarszające się globalne otoczenie.** Skala zmian na głównych parach z PLN była jednak zbyt mała, aby zmienić układ trendów. EURPLN pozostał w krótko- i średnioterminowym trendzie bocznym, a USDPLN zawrócił spod istotnej strefy oporu 3,66–3,68, testowanej w połowie tygodnia. Na rynkach bazowych EURUSD obronił ważne wsparcie przy 1,1570, choć styl tej obrony oceniamy jako mało przekonujący.
- Nowy tydzień rozpocznie się od obniżonej płynności na rynkach ze względu na święta w Wielkiej Brytanii i USA. Choć kalendarium makro, zarówno lokalnie, jak i globalnie, nie jest puste, w naszej opinii kluczowy wpływ na kurs ropy, apetyt na ryzyko oraz zachowanie dolara nadal będzie miał rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie. Kontynuacja rozmów pokojowych przy utrzymujących się rozbieżnościach stanowisk powinna wspierać stabilizację kursów EURPLN i USDPLN odpowiednio w przedziałach 4,24–4,26 oraz 3,65–3,68. **Wzrost realnych szans na porozumienie USA z Iranem, które po weekendowych doniesieniach w poniedziałek rano zaczynają wyceniać rynki, mógłby otworzyć przestrzeń do wyraźniejszego umocnienia złotego** — w kierunku 4,22 na EURPLN oraz 3,59–3,60 na USDPLN.
- **W piątek rentowności krajowych SPW zmieniły się w zakresie -4/-5pb.** W segmencie 10-letnim dochodowość obniżyła się o 5pb, do 5,88%, podczas gdy na rynkach bazowych rentowności amerykańskich Treasuries utrzymały się w okolicy 4,57%, a niemieckich Bundów spadły o 7pb, do 3,03%.
- Miniony tydzień rozpoczął się wzrostem rentowności, które na wielu rynkach chwilowo osiągały wieloletnie maksima. Szczególnie niepokojące dla uczestników rynku były historyczne zwroty na ultradługim końcu krzywych, sygnalizujące narastające obawy o stabilność cen, pogarszającą się sytuację fiskalną głównych gospodarek oraz konsekwencje przeciągającego się szoku energetycznego. Dodatkowej dramaturgii dodał komentarz prezydenta USA D.Trumpa o czasowym wstrzymaniu decyzji o ponownym ataku militarnym na Iran. **Brak oznak rychłej eskalacji militarnej oraz utrzymujące się próby dyplomatycznego przełamania impasu na Bliskim Wschodzie — mimo ich ograniczonej skuteczności — pozwoliły inwestorom w drugiej połowie tygodnia spojrzeć na rynek w nieco bardziej optymistyczny sposób.** Sprzyjało temu częściowe wycofanie się cen ropy Brent w okolicy 105 USD za baryłkę oraz trwająca ekspansja zysków w sektorze sztucznej inteligencji. **Dane makroekonomiczne stanowiły bardziej tło dla dynamiki rynku, dyktowanej przede wszystkim rozwojem sytuacji na Bliskim Wschodzie.** Na rynku krajowych SPW słabsze od konsensusu odczyty produkcji przemysłowej i dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw dodatkowo wsparły jednak spadki rentowności w drugiej połowie tygodnia.
- Ograniczona płynność związana z poniedziałkowym świętem w USA może wzmocnić wpływ weekendowych doniesień z Bliskiego Wschodu na wyceny rynku długu. **Informacje sugerujące postępy w rozmowach pokojowych z Iranem powinny sprzyjać dalszym spadkom rentowności.**

Waluty



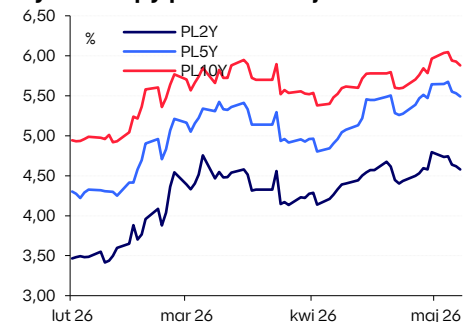
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



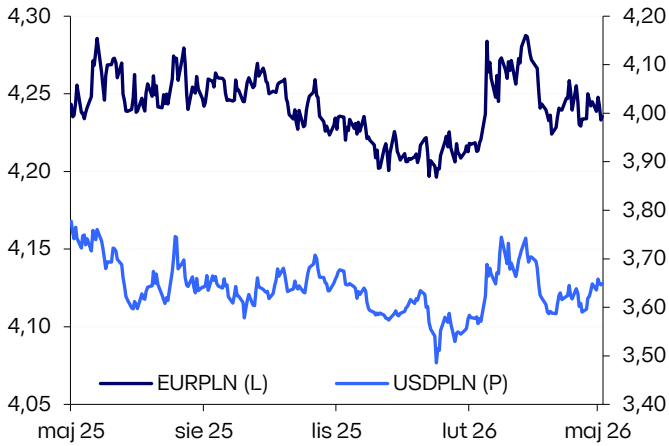
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

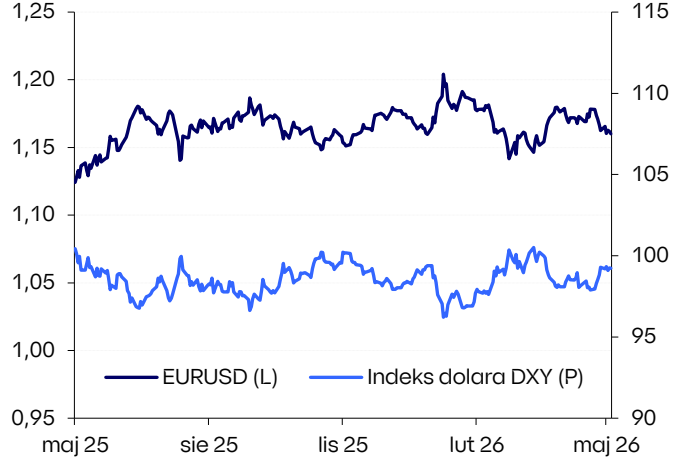
Tenor	2q26	3q26
PL1Y	3,85	3,82
PL2Y	4,35	4,25
PL5Y	5,00	4,90
PL10Y	5,60	5,30

Źródło: PKO Bank Polski.

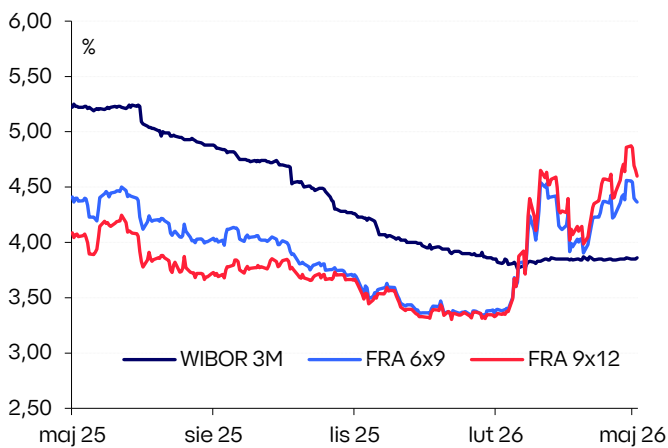
PLN vs główne waluty



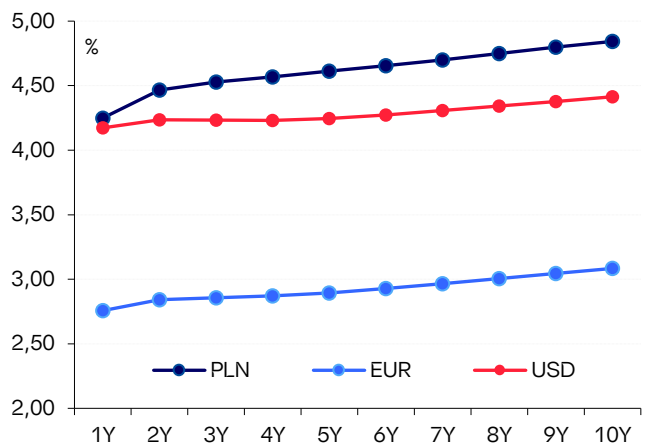
Notowania USD



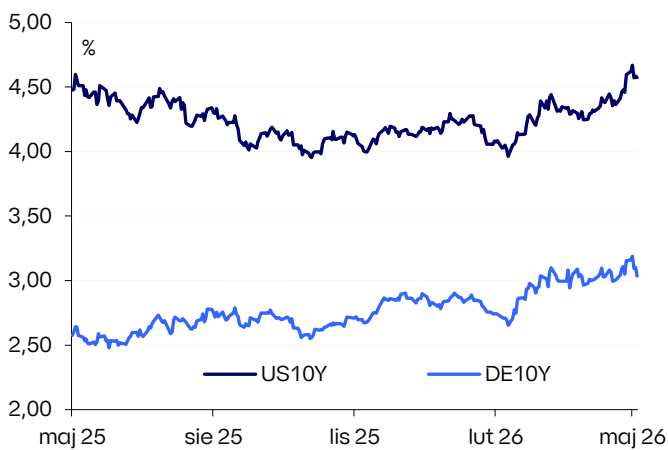
Krótkoterminowe stopy procentowe



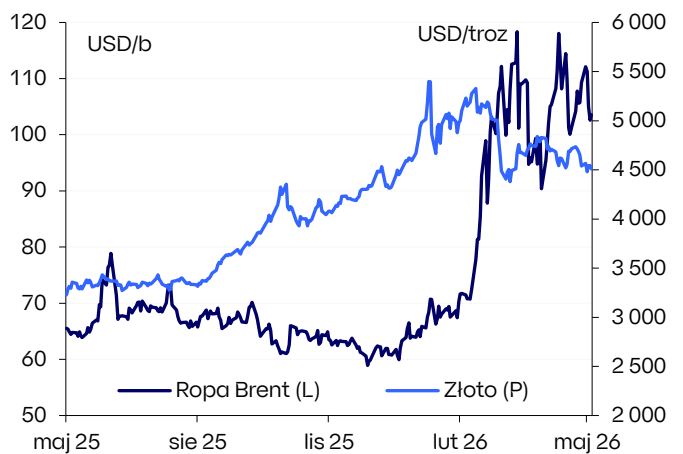
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 22 maja						
GER: Wzrost PKB (1q)	08:00	% r/r	0,4	0,3	--	0,4
GER: Indeks Ifo (maj)	10:00	pkt.	84,4	84,2	--	84,9
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (maj, rew.)	16:00	pkt.	49,8	48,2	--	44,8
Poniedziałek, 25 maja						
POL: Sprzedaż detaliczna (kwi.)	9:30	% r/r	8,7	3,0	-0,1	--
POL: Podaż pieniądza M3 (kwi.)	14:00	% r/r	11,5	11,2	10,9	--
Wtorek, 26 maja						
POL: Stopa bezrobocia (kwi.)	9:30	%	6,1	6,0	6,0	--
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	6,25	6,25	6,25	--
USA: Ceny nieruchomości (mar.)	15:00	% r/r	0,9	0,9	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (maj)	16:00	pkt.	92,8	92,0	--	--
Czwartek, 28 maja						
HUN: Stopa bezrobocia (kwi.)	8:30	%	4,5	4,5	--	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (maj)	11:00	pkt.	93,0	92,6	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (maj, rew.)	11:00	pkt.	-20,6	-19,0	--	--
USA: Dochody Amerykanów (kwi.)	14:30	% m/m	0,6	0,4	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (kwi.)	14:30	% m/m	0,9	0,5	--	--
USA: Deflator PCE (kwi.)	14:30	% r/r	3,5	3,8	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (kwi.)	14:30	% r/r	3,2	3,3	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (kwi., wst.)	14:30	% m/m	0,8	3,9	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (maj)	14:30	tys.	209	212	--	--
USA: Wzrost PKB (1q)	14:30	%q/q saar	0,5	2,0	--	--
USA: Konsumpcja prywatna (1q)	14:30	%q/q saar	1,9	1,7	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (kwi.)	16:00	tys.	682	660	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (kwi., rew.)	--	mln	1,363	1,442	--	--
Piątek, 29 maja						
ROM: Stopa bezrobocia (kwi.)	8:00	%	6,1	--	--	--
HUN: Saldo handlowe (kwi.)	8:30	mln EUR	924	858	--	--
CZE: Wzrost PKB (1q)	9:00	% r/r	2,7	2,1	--	--
POL: Inflacja CPI (maj, wst.)	9:30	% r/r	3,2	3,7	3,7	--
GER: Stopa bezrobocia (maj)	9:55	%	6,4	6,4	--	--
GER: Inflacja CPI (maj, wst.)	14:00	% r/r	2,9	3,0	--	--
GER: Inflacja HICP (maj, wst.)	14:00	% r/r	2,9	2,9	--	--
USA: Bilans handlowy (kwi.)	14:30	mld USD	-87,9	-86,4	--	--

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](#)



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.