

## Czy droższa ropa osłabia złotego i euro?

- Na notowania złotego i euro wpływa szeroki zestaw czynników, w tym relatywny wzrost gospodarczy, ścieżka stóp procentowych, siła dolara, apetyt na ryzyko oraz sytuacja w handlu zagranicznym i na rachunku obrotów bieżących. Ceny ropy naftowej oddziałują na waluty pośrednio – przez inflację, terms of trade oraz globalne nastroje rynkowe – a skala i kierunek tego wpływu zależą przede wszystkim od czynnika, który w danym okresie determinował zachowanie rynku ropy.
- Zbadaliśmy historyczną zależność między zmianami ceny ropy Brent a skonstruowanymi przez nas indeksami siły PLN i EUR. Zastosowanie indeksów pozwoliło ograniczyć wpływ specyficznych zmian pojedynczych par walutowych i lepiej uchwycić ogólną tendencję w zachowaniu obu walut.
- W całej próbie obejmującej lata 2007–2026 relacja między ceną ropy Brent a indeksami PLN i EUR była lekko dodatnia. Wzrost ceny ropy o 10% historycznie wiązał się przeciętnie ze wzrostem indeksu PLN o 0,8% oraz indeksu EUR o 0,4%, przy czym zmiany ceny ropy wyjaśniały odpowiednio 10,3% i 5,7% zmienności tych indeksów.
- Dodatnia zależność w długiej próbie nie oznacza jednak, że droższa ropa sama w sobie wzmacnia złotego lub euro. W wielu okresach wzrost cen ropy był elementem poprawy globalnej koniunktury gospodarczej, większego popytu na surowce i towarzyszącego mu wzrostu apetytu na ryzyko. Takie środowisko mogło jednocześnie wspierać cenę ropy Brent, euro oraz waluty rynków wschodzących, w tym złotego.
- W okresach, w których cena ropy Brent rosła głównie pod wpływem ograniczeń podaży, będących efektem napięć geopolitycznych i/lub zakłóceń dostaw, relacja z analizowanymi walutami zmieniała znak. W roku 2022 oraz w obecnym epizodzie z 2026 wzrostom cen ropy towarzyszyło osłabienie złotego i euro, co jest spójne z pogorszeniem terms of trade importerów surowców energetycznych, wzrostem presji inflacyjnej oraz okresowym nasileniem awersji do ryzyka.
- Praktyczny wniosek z badania jest taki, że sama informacja o wzroście lub spadku cen ropy nie pozwala jednoznacznie ocenić konsekwencji dla złotego i euro. Kluczowe jest rozpoznanie, czy zmiana cen ropy wynika głównie z poprawy globalnego popytu i koniunktury gospodarczej, czy z ograniczeń podaży, np. w wyniku napięć geopolitycznych. Pierwszy scenariusz może być neutralny lub sprzyjać umocnieniu złotego i euro, drugi jest zwykle negatywny, szczególnie dla złotego jako waluty bardziej wrażliwej na wzrost globalnej awersji do ryzyka.

### Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

[X@PKO\\_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

Andrzej Kiedrowicz

Strateg

[andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl](mailto:andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl)

tel. 722 020 635

Tomasz Marek

Strateg

[tomasz.marek@pkobp.pl](mailto:tomasz.marek@pkobp.pl)

tel. 785 065 512

### Charakterystyka głównych czynników determinujących notowania PLN i EUR

Ceny ropy naftowej są tylko jednym z elementów szerszego układu wpływającego na kursy walut.

Siła złotego zależy przede wszystkim od relatywnych perspektyw wzrostu gospodarczego Polski, oczekiwanej ścieżki stóp procentowych NBP w porównaniu z EBC i Fed, premii za ryzyko dla regionu CEE oraz napływu kapitału portfelowego i bezpośredniego do Polski. Istotne znaczenie mają także saldo rachunku obrotów bieżących, koniunktura w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, krajowa polityka fiskalna oraz globalna siła dolara.

W przypadku euro kluczowe są relatywne perspektywy wzrostu strefy euro wobec USA oraz oczekiwana różnica w poziomie stóp procentowych EBC i Fed. Znaczenie ma również pozycjonowanie inwestorów na rynku dolara oraz globalny popyt na USD jako walutę bezpiecznej przystani, ponieważ w okresach wzrostu awersji do ryzyka przepływy kapitału często wzmacniają go kosztem euro.

## Główne kanały oddziaływania cen ropy na gospodarkę Polski i strefy euro

- **Kanał terms of trade i C/A**

Zarówno Polska jak i strefa euro są importerami netto surowców energetycznych, dlatego wzrost cen ropy naftowej i gazu ziemnego oddziałuje negatywnie na ich gospodarkę. Prowadzi to do pogorszenia terms of trade, czyli relacji cen eksportu do cen importu. Przy niezmiennych wolumenach wyższa cena ropy oznacza większy rachunek importowy, pogorszenie salda handlowego oraz presję na rachunek obrotów bieżących. W rezultacie osłabia się pozycja zewnętrzna kraju lub regionu, szczególnie jeśli wzrost cen energii nie jest równoważony wyższymi cenami eksportu albo poprawą innych składników rachunku bieżącego. Spadek cen ropy działa w przeciwnym kierunku: obniża koszty importu energii, poprawia terms of trade, wspiera saldo handlowe i w rezultacie może wzmocnić pozycję zewnętrzną gospodarki.

- **Kanał inflacyjny i stóp procentowych**

Droższa ropa bezpośrednio podnosi ceny paliw, a pośrednio zwiększa koszty transportu i części procesów produkcyjnych. Z perspektywy banków centralnych kluczowe jest to, czy wzrost cen ropy o istotnej skali jest przejściowy, czy też zaczyna przenosić się na inflację bazową, płace i oczekiwania inflacyjne. Jeżeli wzrost cen ropy podbija inflację, a jednocześnie ogranicza realne dochody gospodarstw domowych i aktywność gospodarczą, bank centralny stoi przed klasycznym dylematem: zaostrzać politykę pieniężną, by przeciwdziałać inflacji, czy łagodzić ją, by amortyzować spowolnienie. Tańsza ropa działa w przeciwnym kierunku — obniża ceny paliw, zmniejsza presję kosztową w gospodarce oraz poprawia realną siłę nabywczą gospodarstw domowych. Może to tworzyć przestrzeń do łagodniejszej polityki pieniężnej albo przynajmniej ograniczać potrzebę dalszego podwyższania stóp procentowych, zwłaszcza jeśli spadek cen ropy obniża inflację ogółem, osłabia oczekiwania inflacyjne i z czasem przekłada się również na niższą presję w inflacji bazowej.

## Rodzaje szoków na rynku ropy i ich wpływ na notowania PLN i EUR

- **Szok procykliczny, czyli popytowy**

To sytuacja, w której ropa drożeje przede wszystkim dlatego, że rośnie globalny popyt: zwiększa się wolumen wymiany handlowej, a oczekiwania dotyczące wzrostu gospodarczego poprawiają się. Taki wzrost cen ropy jest często „dobrym” sygnałem koniunkturalnym, bo odzwierciedla silniejszą fazę wzrostową globalnego cyklu gospodarczego, a nie ograniczenie podaży surowca. Dla Polski i strefy euro efekt jest mieszany: z jednej strony rośnie rachunek importowy i pogarszają się terms of trade, z drugiej zaś mocniejszy popyt zewnętrzny może wspierać eksport i produkcję przemysłową.

Dla złotego szok popytowy może być więc neutralny lub lekko pozytywny, zwłaszcza jeśli towarzyszy mu wzrost globalnego apetytu na ryzyko i napływ kapitału na rynki wschodzące. Podobnie euro może umacniać się w takim otoczeniu, o ile poprawa globalnej koniunktury przekłada się na wyższy popyt na europejskie towary. W tym wariancie droższa ropa jest przede wszystkim objawem mocniejszego cyklu koniunkturalnego, a nie hamulcem wzrostu dla walut gospodarek importujących energię.

- **Szok podażowy**

Szok podażowy oznacza wzrost cen ropy wynikający z ograniczenia dostępności surowca. Może być efektem konfliktu geopolitycznego, sankcji, zakłóceń transportu,

decyzji OPEC+ o ograniczeniu wydobycia, awarii infrastruktury lub problemów logistycznych. Taki wzrost cen ropy jest szczególnie niekorzystny dla importerów energii, ponieważ jednocześnie podnosi koszty w gospodarce i pogarsza terms of trade. W przeciwieństwie do szoku popytowego nie jest on sygnałem mocniejszej koniunktury, lecz negatywnym impulsem kosztowym.

Dla złotego taki szok jest zwykle niekorzystny przez trzy kanały jednocześnie. Po pierwsze, wyższy koszt importu energii pogarsza saldo handlowe i w konsekwencji rachunek obrotów bieżących. Po drugie, droższa ropa podbija inflację, ograniczając realne dochody gospodarstw domowych i zwiększając niepewność co do kierunku polityki pieniężnej banków centralnych. Po trzecie, szoki podażowe na rynku ropy często podnoszą globalną awersję do ryzyka, co zwykle szkodzi walutom rynków wschodzących, w tym złotemu.

Dodatkowym kanałem oddziaływania może być reakcja fiskalna państwa na wzrost cen surowców energetycznych. W sytuacji silnego szoku podażowego rządy często próbują ograniczać wpływ wyższych cen energii oraz paliw na gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa poprzez działania osłonowe, dopłaty, obniżki podatków pośrednich (np. obecny program CPN) lub inne mechanizmy stabilizujące ceny. Działania te mogą łagodzić krótkoterminowy impuls inflacyjny i społeczno-gospodarcze skutki szoku, ale zwiększają obciążenie finansów publicznych. Pogorszenie sytuacji fiskalnej, zwłaszcza jeśli prowadzi do wyższego deficytu i długu publicznego, może negatywnie wpływać na postrzeganie wiarygodności kredytowej kraju. W skrajnym przypadku zwiększa to ryzyko rewizji perspektywy ratingowej lub obniżenia ratingu, co stanowiłoby dodatkowy czynnik osłabiający złotego.

Strefa euro również pozostaje wrażliwa na wzrost cen ropy, ponieważ gospodarka UE jako całość jest importerem netto energii — według Eurostatu w 2024 import pokrywał około 57% potrzeb energetycznych Unii Europejskiej, a w przypadku ropy naftowej zależność od importu sięgała aż 97%. Dla euro efekt takiego szoku także jest z reguły negatywny: pogarsza się bilans zewnętrzny, rośnie presja inflacyjna, a perspektywy wzrostu gospodarczego ulegają osłabieniu. Skala reakcji kursowej bywa jednak mniejsza niż w przypadku złotego.

- **Szok dolarowy (risk-on/risk-off)**

Ropa jest globalnie wyceniana w dolarach, dlatego dla Polski i strefy euro znaczenie ma nie tylko cena ropy Brent, ale także kursy USDPLN i EURUSD. Najbardziej niekorzystny scenariusz dla złotego występuje wtedy, gdy wzrostowi ceny ropy w dolarach towarzyszy jednoczesne globalne umocnienie USD. W takiej sytuacji cena ropy w PLN rośnie mocniej: przez sam wzrost notowań surowca oraz przez wyższy kurs USDPLN. Oznacza to silniejszy impuls kosztowy dla gospodarki, większą presję inflacyjną i większe obciążenie rachunku importowego.

Relacji między ropą a dolarem nie można jednak traktować jako stałej i mechanicznej, ponieważ zależy ona od charakteru szoku. W środowisku *risk-on*, gdy droższa ropa jest zazwyczaj skutkiem mocniejszego globalnego popytu, presja na złotego może być ograniczona przez korzystniejsze nastawienie do aktywów rynków wschodzących. Natomiast w epizodach *risk-off* dolar zwykle zyskuje jako waluta bezpiecznej przystani, a waluty EM, w tym złoty, tracą. Wtedy negatywny wpływ droższej ropy na PLN jest wzmacniany przez odpływ kapitału z bardziej ryzykownych aktywów i wzrost premii za ryzyko.

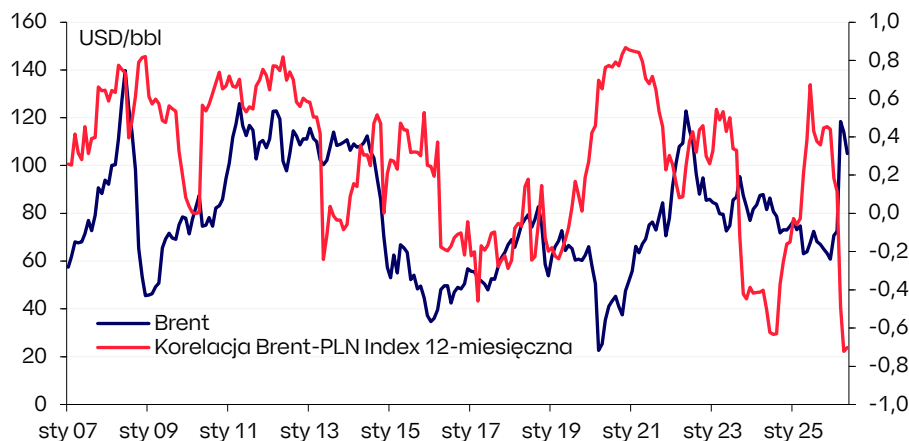
Euro w takim scenariuszu zachowuje się zazwyczaj stabilniej niż złoty, ponieważ jest walutą bardziej płynną i opartą na głębszym rynku finansowym. Nie oznacza to jednak odporności na szok dolarowy. EUR wobec USD również może się osłabiać, zwłaszcza jeśli wzrost cen ropy i silniejszy dolar są elementem globalnego *risk-off* albo jeśli dany szok jest relatywnie bardziej negatywny dla Europy niż dla USA. W takim układzie wyższe ceny energii pogarszają perspektywy wzrostu w strefie euro, a silniejszy dolar dodatkowo podnosi koszt importu surowców wycenianych w USD.

## Ropa Brent a siła PLN i EUR — analiza historyczna

Badając historyczną zależność złotego i euro od notowań ropy Brent, posłużyliśmy się dwoma podstawowymi miarami: korelacją oraz betą. Korelacja pokazuje, czy dwie zmienne poruszały się historycznie w tym samym kierunku. Wartość dodatnia w naszym przypadku oznacza, że wzrostom ceny ropy zwykle towarzyszyła aprecjacja waluty, a wartość ujemna, że wzrostom ceny ropy zwykle towarzyszyła deprecjacja waluty. Beta pokazuje natomiast skalę tej zależności, czyli o ile przeciętnie procentowo zmieniała się siła waluty przy zmianie ceny ropy o 1%.

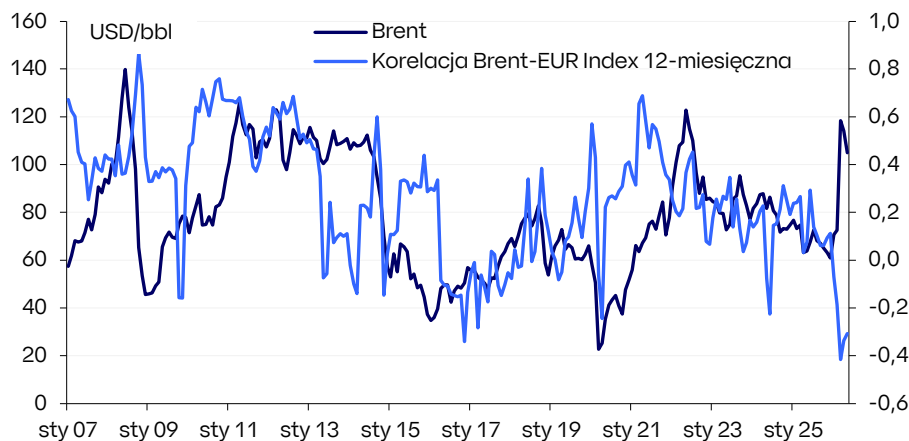
Badanie przeprowadziliśmy na danych z 19 lat, tj. od roku 2007 do 2026. Na potrzeby analizy skonstruowaliśmy indeksy siły PLN i EUR względem koszyka głównych walut. Indeksy zostały obliczone jako znormalizowana do 100 średnia geometryczna relatywnych zmian kursów wybranych par walutowych, zgodnie z formułą:  $100 \times \text{ŚREDNIA.GEOMETRYCZNA}(\text{kurs}_1/\text{baza}_1; \text{kurs}_2/\text{baza}_2; \dots)$ , gdzie kurs\_1, kurs\_2 itd. oznaczają bieżące kursy poszczególnych par walutowych w danym dniu lub miesiącu, a baza\_1, baza\_2 itd. oznaczają kursy tych samych par walutowych w okresie bazowym (początek 2007), dla którego indeks przyjmuje wartość 100. W konstrukcji indeksów przyjęliśmy konwencję, że wzrost wartości indeksu oznacza umocnienie danej waluty względem koszyka. Zastosowanie indeksów, zamiast pojedynczych par walutowych, pozwala ograniczyć wpływ specyficznych ruchów jednej pary, np. USDPLN lub EURUSD, i lepiej uchwycić ogólną siłę danej waluty w analizowanym okresie. Analizie poddano procentowe zmiany ceny ropy Brent oraz procentowe zmiany indeksów siły PLN i EUR.

**Wykres 1. Korelacja 12-miesięczna Brent–PLN Index**



Źródło: LSEG, obliczenia własne PKO Bank Polski

**Wykres 2. Korelacja 12-miesięczna Brent–EUR Index**



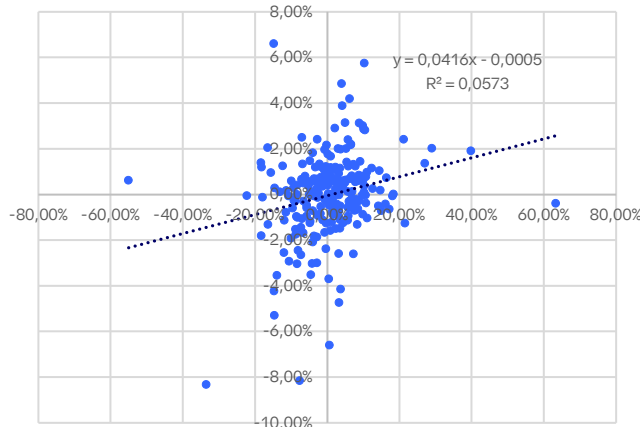
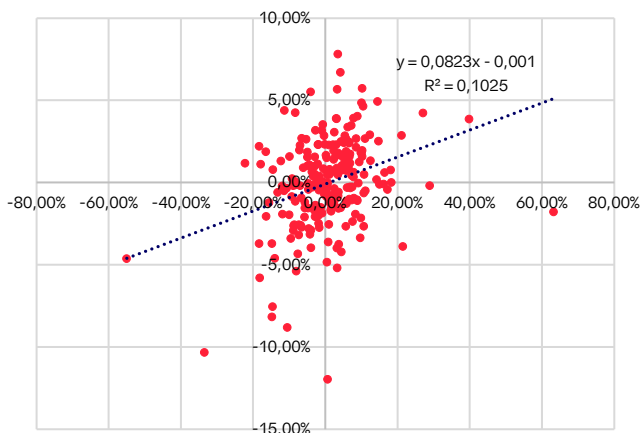
Źródło: LSEG, obliczenia własne PKO Bank Polski

W pierwszym kroku zbadaliśmy zmienność relacji w czasie, wykorzystując 12-miesięczną korelację kroczącą. Jak widać na powyższych wykresach, korelacja pomiędzy siłą złotego i euro a notowaniami ropy Brent była mocno zmienna w czasie. Dla indeksu PLN wahała się od ok. +0,8 do ok. -0,7, natomiast dla indeksu EUR od ok. +0,85 do ok. -0,41. Warto zauważyć, że dość często zdarzało się, że w okresach silnych wzrostów ceny ropy korelacja bywała zarówno dodatnia, jak i ujemna. Sugeruje to, że kluczowe znaczenie miał nie sam kierunek zmian ceny ropy, lecz szerszy reżim rynkowy, czyli dominujące w danym okresie otoczenie makro-finansowe takie jak globalny apetyt na ryzyko, siła dolara, faza cyklu koniunkturalnego czy polityka banków centralnych.

W kolejnym kroku wykorzystaliśmy wykresy punktowe, na których na osi X przedstawiliśmy procentowe zmiany ceny ropy Brent, a na osi Y procentowe zmiany indeksu PLN oraz indeksu EUR. Każdy punkt na wykresie odpowiada jednej obserwacji, np. jednemu miesiącowi lub tygodniowi, i pokazuje, jak w tym samym okresie zmieniała się cena ropy oraz dany indeks walutowy. Do wykresu dodaliśmy linię trendu, czyli linię regresji liniowej najlepiej dopasowaną do wszystkich punktów. Jej nachylenie pokazuje kierunek i skalę przeciętnej zależności: linia rosnąca oznacza dodatnią relację, a linia opadająca relację ujemną. Beta odpowiada współczynnikowi przy zmiennej X w równaniu tej linii, czyli pokazuje, o ile przeciętnie procentowo zmieniał się indeks waluty przy zmianie ceny ropy o 1%.  $R^2$  pokazuje natomiast, jak dobrze zmiany ceny ropy tłumaczyły zmiany indeksu walutowego. Przykładowo  $R^2$  równe 10% oznacza, że w badanym okresie zmiany ceny ropy wyjaśniały około 10% wahań indeksu waluty, a pozostałe 90% wynikało z innych czynników, takich jak siła dolara, poziom stóp procentowych, apetyt na ryzyko czy lokalne uwarunkowania makroekonomiczne.

**Wykres 3. Brent vs PLN Index, zmiany %, dane miesięczne**

**Wykres 4. Brent vs EUR Index, zmiany %, dane miesięczne**



Źródło: LSEG, obliczenia własne PKO Bank Polski

Źródło: LSEG, obliczenia własne PKO Bank Polski

Analizując powyższe wykresy można wskazać, że dla relacji zmiana ceny ropy Brent vs zmiana Indeksu PLN z okresu 2007-2026 współczynnik beta wyniósł 0,0823. Oznacza to, że wzrost ceny ropy Brent o 1% historycznie wiązał się przeciętnie ze wzrostem indeksu PLN o ok. 0,0823%. Dodatnie nachylenie linii trendu oznacza, że w całej próbie korelacja Brent–indeks PLN była dodatnia i wyniosła ok. +0,32.  $R^2$  na poziomie 10,29% wskazuje jednak, że ropa miała ograniczoną moc wyjaśniającą zmienność PLN.

Dla relacji zmiana ceny ropy Brent vs zmiana Indeksu EUR współczynnik beta wyniósł 0,0416. Oznacza to, że wzrost ceny ropy Brent o 1% historycznie wiązał się przeciętnie ze wzrostem indeksu EUR o ok. 0,0416%.  $R^2$  na poziomie 5,72% wskazuje, że zależność była słabsza niż w przypadku PLN i miała ograniczoną moc wyjaśniającą. Szacowana korelacja wyniosła ok. +0,23, czyli była dodatnia, ale umiarkowanie słaba.

## Porównanie PLN i EUR

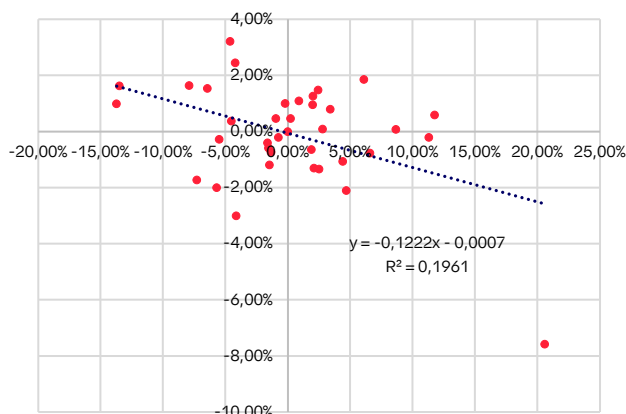
Podsumowując, w całej próbie od 2007 relacja ceny ropy Brent z indeksem PLN była silniejsza niż z indeksem EUR. Historycznie zmiany ceny ropy Brent były prawie dwukrotnie silniej powiązane ze zmianami indeksu PLN niż indeksu EUR. Dodatnia beta dla obu walut nie oznacza jednak, że droższa ropa sama w sobie wzmacniała złotego lub euro. Nasza interpretacja jest taka, że w wielu okresach wzrost ceny ropy był elementem szerszego globalnego otoczenia poprawiającej się koniunktury gospodarczej, rosnącego popytu na surowce i większego apetytu na ryzyko. W takim środowisku inwestorzy chętniej kupują aktywa procykliczne oraz waluty rynków wschodzących, co mogło jednocześnie wspierać złotego, euro i cenę ropy Brent. Innymi słowy, ropa i waluty nie musiały oddziaływać na siebie bezpośrednio, lecz mogły reagować na ten sam wspólny czynnik: lepsze perspektywy globalnego wzrostu.

## Analiza okresów szoków podażowych

Dodatkowo przeprowadziliśmy badanie dla okresów, w których wzrost cen ropy miał charakter podażowy i związany był z oddziaływaniem czynników geopolitycznych. Porównaliśmy dwa epizody: szok energetyczny po rozpoczęciu wojny Rosji z Ukrainą w 2022 (badaliśmy okres od lutego do października) oraz bieżący epizod geopolityczny z 2026 związany z napięciami wokół Iranu i rynku ropy.

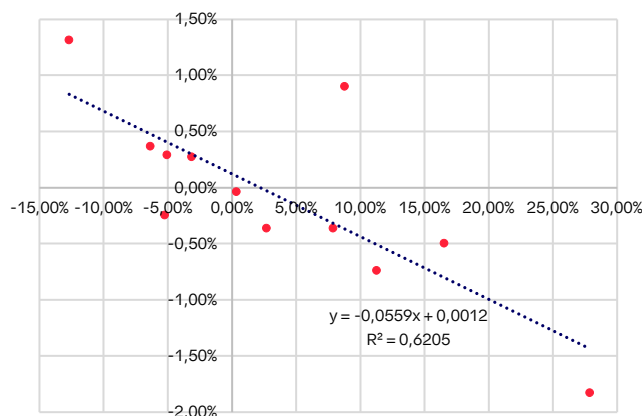
Badanie przeprowadziliśmy na tygodniowych stopach zwrotu.

**Wykres 5. Brent vs PLN Index w 2022**



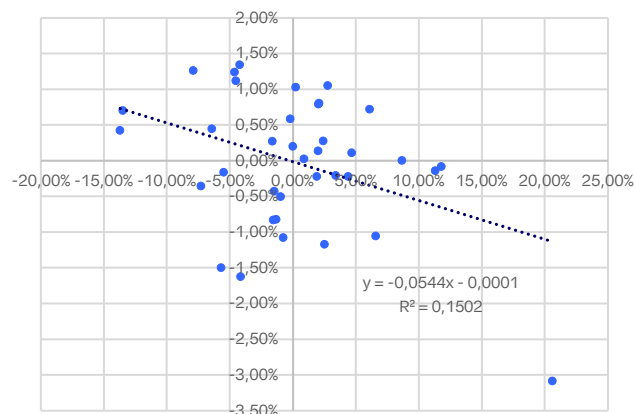
Źródło: LSEG, obliczenia własne PKO Bank Polski

**Wykres 6. Brent vs PLN Index w 2026**



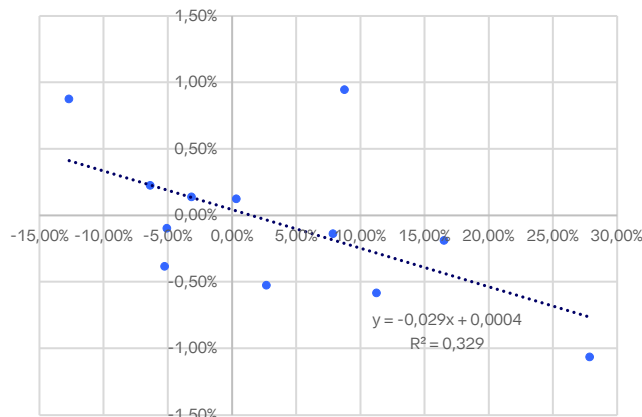
Źródło: LSEG, obliczenia własne PKO Bank Polski

**Wykres 7. Brent vs EUR Index w 2022**



Źródło: LSEG, obliczenia własne PKO Bank Polski

**Wykres 8. Brent vs EUR Index w 2026**



Źródło: LSEG, obliczenia własne PKO Bank Polski

Tabela 1 Porównanie szoków podaźowych z lat 2022 i 2026 (dane tygodniowe)

Okres / indeks	Korelacja	Interpretacja bety dla +10% Brent
PLN Indeks 2022	<b>-0,44</b>	<b>-1,22%</b>
PLN Indeks 2026	<b>-0,78</b>	<b>-0,55%</b>
EUR Indeks 2022	<b>-0,38</b>	<b>-0,54%</b>
EUR Indeks 2026	<b>-0,57</b>	<b>-0,29%</b>

Jak wskazują powyższe badania w okresach szoków podaźowych zależność zmieniła znak: wzrostom ceny ropy towarzyszył spadek indeksów PLN i EUR. Jest to zgodne z logiką makroekonomiczną, ponieważ droższa ropa w warunkach szoku podaźowego pogarsza terms of trade importerów energii i zazwyczaj podbija awersję do ryzyka. Efekt był silniejszy dla PLN niż dla EUR, szczególnie w 2022, gdy beta dla PLN wyniosła -0,122, wobec -0,054 dla EUR.

W 2026 ujemna zależność była silna statystycznie, zwłaszcza dla PLN, gdzie  $R^2$  wyniosło 62,05%, a korelacja ok. -0,78. Oznacza to, że w tym krótkim okresie zmiany ceny ropy Brent wyjaśniały znaczną część zmienności indeksu PLN. Dla EUR zależność również była ujemna i istotna, choć słabsza:  $R^2$  wyniosło 32,90%, a korelacja ok. -0,57.

### Podsumowanie i wnioski

Przeprowadzone badanie pokazuje, że zależność między ceną ropy Brent a siłą złotego i euro jest silnie zależna od reżimu rynkowego. W całej próbie od 2007 relacja była dodatnia: wzrost ceny ropy częściej współwystępował z umocnieniem złotego i euro. Nie należy jednak interpretować tego jako prostego pozytywnego wpływu drożejącej ropy na waluty europejskie. Bardziej prawdopodobne jest, że w wielu okresach cena ropy rosła wraz z poprawą globalnej koniunktury gospodarczej, wzrostem apetytu na ryzyko i słabszym dolarem, co wspierało złotego i euro.

W okresach szoków podaźowych obraz był odwrotny. W 2022 oraz w bieżącym epizodzie związanym z konfliktem w Zatoce Preskiej wzrostom ceny ropy Brent towarzyszyło osłabienie indeksów PLN i EUR. Oznacza to, że dla walut importerów netto energii kluczowe jest rozróżnienie, dlaczego ropa drożeje. Wzrost ceny ropy wynikający z szoku podaźowego wskutek wojny lub/i zakłóceń dostaw jest zazwyczaj negatywny dla PLN i EUR. Jeżeli jednak droższa ropa wynika z silnego globalnego popytu i poprawy koniunktury światowej, to zazwyczaj oznacza środowisko sprzyjające walutom procyklicznym, takim jak złoty i euro.

Z praktycznego punktu widzenia ropa Brent może być zatem użytecznym wskaźnikiem reżimu rynkowego, ale nie powinna być traktowana jako samodzielny składnik modelu prognostycznego dla walut. Dla analityka lub inwestora kluczowe jest połączenie informacji o kierunku zmian ceny ropy z oceną czynnika, który na tą zmianę wpływał: czy jest to wzrostowa faza globalnego cyklu gospodarczego i globalny *risk-on*, czy szok podaźowy i towarzyszący mu *risk-off*. Dopiero taka interpretacja pozwala właściwie ocenić, czy wzrost ceny ropy będzie postrzegany jako czynnik wzmacniający, czy osłabiający złotego i euro.

## 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 Strategii Rynkowych

[pkoresearch@pkobp.pl](mailto:pkoresearch@pkobp.pl)

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

**Materiał został ukończony 29 maja 2026 roku o godz. 10:00.**

### Informacje i zastrzeżenia:

Niniejsza publikacja (Publikacja) powstała w Biurze Strategii Rynkowych (BSR), które jest wydziałem jednostką PKO BP S.A. (Bank). BSR nie zawiera i nie pośredniczy w zawieraniu transakcji na rynku finansowym. Publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu cywilnego. Informacje zawarte w Publikacji nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, rekomendacja inwestycyjna, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Bank dołożył wszelkich starań, aby zamieszczone w Publikacji informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Publikacja powstała na podstawie niezależnych badań analitycznych prowadzonych w BSR na podstawie ogólnodostępnych źródeł informacji o charakterze ekonomiczno-rynkowym. Ewentualne opinie analityków zawarte w Publikacji zostały sporządzone przez nich w sposób niezależny i mogą ulegać zmianie.

Ewentualna ocena instrumentów finansowych zawarta w Publikacji dokonywana jest przy zastosowaniu kombinacji metod, w szczególności fundamentalnej, porównawczej, rynkowej i technicznej. Analiza fundamentalna zmierza do określenia wartości godziwej danego instrumentu finansowego. Główne zalety: bazuje na obiektywnych czynnikach; główne słabości: istotny lub nawet dominujący wpływ na wartość rynkową, szczególnie w krótkim terminie, mogą wywierać czynniki pozafundamentalne. Metoda porównawcza obejmuje porównanie wycen rynkowych zbliżonych do siebie instrumentów finansowych w celu zidentyfikowania bezwzględnego i względnego przewartościowania lub niedowartościowania. Główne zalety: identyfikacja względnych nieefektywności rynkowych; główne słabości: porównywanie instrumentów finansowych, które nie są tożsame rodzi ryzyko nadmiernego uproszczenia i w konsekwencji wyciągnięcia błędnych wniosków. Metoda rynkowa służy do określania przewidywanych zmian w podaży i popycie na dany instrument finansowy wynikających z różnorodnych przyczyn m.in. na podstawie analizy pozycji portfelowych lub zagregowanej opinii uczestników rynku względem danego instrumentu finansowego; główne słabości: fragmentaryczność i opóźnienie danych będących podstawą analizy. Metoda techniczna jest metodą uzupełniającą, przydatną w szczególności w identyfikowaniu krótkoterminowych trendów. Polega głównie na badaniu wykresów obrazujących historyczne kształtowanie się cen i innych parametrów rynkowych, w celu określenia w jaki sposób ukształtują się one w przyszłości. Główne zalety: względnie krótki czas analizy; główne słabości: zjawiska z przeszłości nie muszą powtórzyć się w przyszłości. W przypadku pytań lub wątpliwości dotyczących wymienionych metodologii zalecany jest kontakt z analitykami BSR.

Akcjonariuszem posiadającym powyżej 5 wyemitowanego kapitału zakładowego jest Skarb Państwa. Bank może być animatorem emitenta, rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych wymienionych w Publikacji jak również posiadać je w swoim portfelu. Bank na mocy zawartych umów pełni funkcję Dealera Rynku Pieniężnego oraz Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych.

Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej publikacji. Niezależnie od informacji przekazanych przez Bank, przed zawarciem każdej transakcji Klient powinien dokonać całościowej oceny jej ryzyka, potencjalnych korzyści i ewentualnych strat, warunków i skutków prawnych, księgowych i podatkowych transakcji, wpływu czynników rynkowych na wartość inwestycji i wynik transakcji oraz w sposób niezależny ocenić, czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć ryzyko związane z daną transakcją. Instrumenty finansowe oraz transakcje, których są przedmiotem mogą być nieodpowiednie do indywidualnej sytuacji niektórych Klientów. Ostateczna decyzja o zawarciu transakcji, okresu inwestycji i wielkości zaangażowanych środków każdorazowo należy wyłącznie do Klienta.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa, Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP 525-000-77-38, REGON 016298263, kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.