

Światowe przetwórstwo odporne na nowe zawirowania

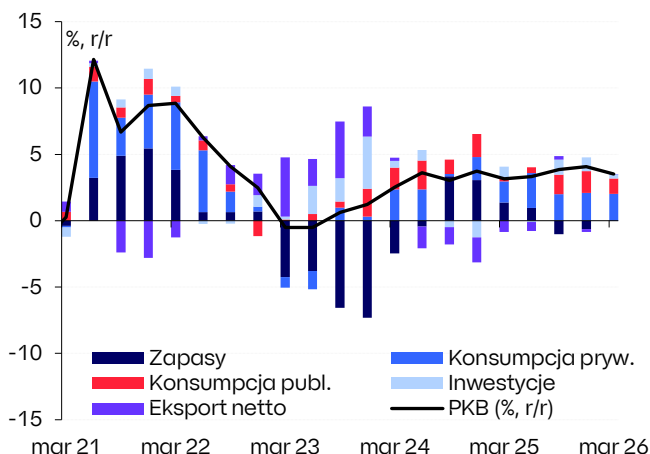
- W poniedziałek na globalnych rynkach dominowało pogorszenie sentymentu, wywołane wzrostem napięć geopolitycznych po doniesieniach o wstrzymaniu przez Iran pośredniej komunikacji z USA oraz weekendowej eskalacji działań zbrojnych Izraela w Libanie. Wzrost cen ropy i umiarkowany wzrost awersji do ryzyka wsparły dolara jako bezpieczną przystań, co przełożyło się na spadek EURUSD w okolice 1,1630 oraz lekkie osłabienie złotego. Złotemu ciążyły również spadki na warszawskiej GPW, w tym zniżka o 1,4% indeksu WIG. Na krajowym rynku długu rentowności SPW wzrosły o 8–13pb, zgodnie z trendami globalnymi. We wtorek uwaga rynku skupi się na decyzji RPP, która przy oczekiwanym braku zmian stóp i komunikatu powinna być neutralna dla PLN. Zakładamy jednak, że utrzymująca się premia geopolityczna może ograniczać przestrzeń do umocnienia złotego, a w najbliższych sesjach **widzimy ryzyko wzrostu EURPLN w okolice 4,25 i USDPLN w kierunku 3,68, szczególnie przy przelamaniu przez EURUSD wsparcia na 1,1580**. W przypadku SPW **komunikacja RPP i środowa konferencja prezesa NBP powinny ograniczać rynkowe oczekiwania na podwyżki stóp**, co może **sprzyjać spadkowi rentowności 2-latek poniżej 4,40% i 10-latek poniżej 5,65%** do końca tygodnia.
- Dzisiaj uwaga krajowa skupi się na posiedzeniu RPP. Sama decyzja jest niemal przesądzona – stopy procentowe pozostaną bez zmian**. Niski odczyt majowej inflacji oraz spadek oczekiwań inflacyjnych wyraźnie ograniczyły obawy, że Rada będzie zmuszona do podwyżek stóp w celu opanowania presji cenowej. Kluczowe znaczenie dla średnioterminowych perspektyw stóp procentowych będzie jednak miała nowa projekcja inflacji, z którą Rada zapozna się podczas posiedzenia w lipcu.
- Globalnie istotny będzie wstępny odczyt inflacji HICP w strefie euro za maj**, gdzie oczekiwany jest wzrost do 3,2% r/r z 3,0% r/r w kwietniu. Po pozytywnych zaskoczeniach inflacyjnych z Niemiec i Francji wynik dla całej strefy euro nie powinien rozczarować. **Poza tym z USA napłyną pierwsze w tym tygodniu dane z rynku pracy – raport JOLTS za kwiecień**, który według oczekiwań pokaże, że popyt na pracę utrzymuje się na stabilnym poziomie.

**Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych**
pkoresearch@pkobp.pl
@PKO_Research
centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość 2026-06-01	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	135 063	-1,4
STOXX Europe 600	621	-0,8
S&P500	7 600	0,3
Waluty:		
EURPLN	4,23	0,1
USDPLN	3,64	0,4
CHFPLN	4,62	-0,5
EURUSD	1,16	-0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,47	8
PL5Y	5,35	13
PL10Y	5,74	10
DE10Y	3,01	8
US10Y	4,48	2
Surowce:		
Ropa Brent	95	3,2
Złoto	4483	-1,2

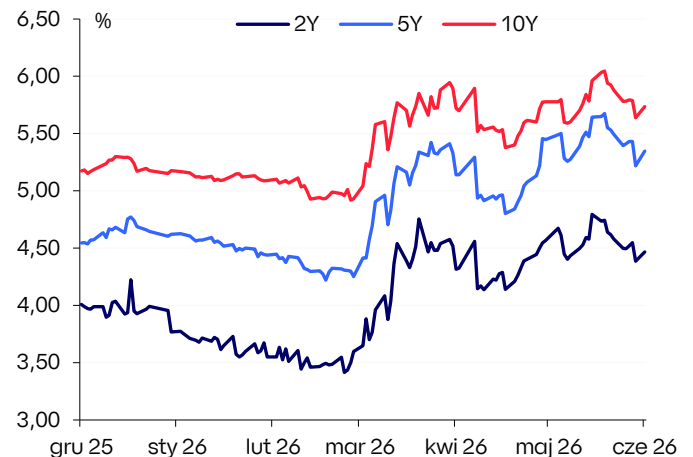
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

PKB w 1q26 wzrósł o 3,5% r/r, mimo mrozów w styczniu i lutym



Źródło: GUS, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

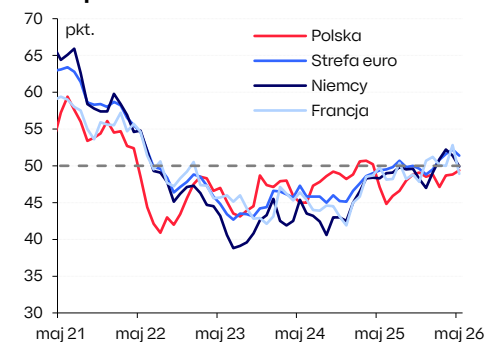
Schłodzenie oczekiwań rynku na podwyżki stóp NBP w 2026 powinno sprzyjać spadkowi rentowności SPW



WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

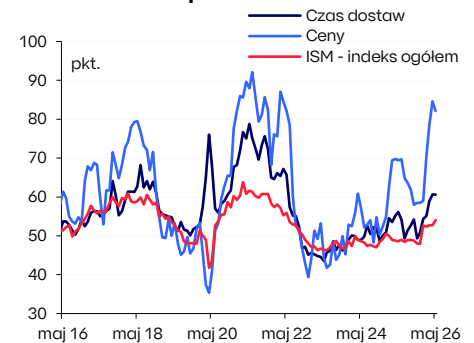
- ŚWIAT: D.Trump ogłosił, że Izrael i Iran osiągnęły porozumienie w sprawie wstrzymania wzajemnych ataków oraz rezygnacji z planowanej izraelskiej operacji w Bejrucie, co ma ułatwić kontynuację rozmów pokojowych.** Wcześniej Iran zawiesił negocjacje z USA w odpowiedzi na eskalację izraelskiej ofensywy w Libanie, grożąc jednocześnie całkowitym zamknięciem Cieśniny Ormuz i możliwą blokadą Bab al-Mandab. Napięcia wzrosły po wzajemnych atakach USA i Iranu, które podważyły stabilność zawieszenia broni obowiązującego od kwietnia. Mimo to D.Trump wyraził optymizm co do możliwości zawarcia porozumienia z Iranem w sprawie przedłużenia rozejmu i ponownego otwarcia Cieśniny Ormuz w ciągu tygodnia, choć Izrael zapowiedział kontynuację działań wojskowych w południowym Libanie.
- EUR: Indeks PMI dla przetwórstwa w maju obniżył się do 51,6 pkt. z 52,2 pkt. w poprzednim miesiącu i był wyższy od wstępnego odczytu (51,4 pkt.).** Pomimo szoku podażowego przemysł strefy euro utrzymał wzrost, jednak tempo ożywienia osłabło. Produkcja nadal rosła, lecz najwolniej od stycznia, na co wpływ miały stagnacja nowych zamówień oraz spadek popytu eksportowego po bardzo silnym kwietniu. Sektor pozostawał pod presją rosnących kosztów energii i surowców, a także ponownych zakłóceń w łańcuchach dostaw, związanych z konfliktem na Bliskim Wschodzie. Koszty produkcji zwiększały się najszybciej od 2022, natomiast ceny wyrobów gotowych wzrosły najmocniej od 3,5 roku, co może wzmocniać presję inflacyjną w kolejnych miesiącach. **Dane wskazują, że europejskie przetwórstwo pozostaje relatywnie odporne na szok podażowy,** choć coraz silniej obciążają je wysokie koszty, słabszy popyt oraz utrzymująca się niepewność gospodarcza.
- GER: Indeks PMI dla przetwórstwa w maju obniżył się do 50,1 pkt. z 51,4 pkt. miesiąc wcześniej, wskazując na stagnację aktywności.** Ostateczny odczyt był nieznacznie wyższy od wstępnego szacunku (49,9 pkt.). Produkcja nadal rosła, jednak w ograniczonym stopniu, natomiast nowe zamówienia po raz pierwszy w 2026 zaczęły spadać. Było to związane z podwyższoną niepewnością geopolityczną oraz silną presją kosztową. Przedsiębiorstwa ograniczały zakupy i zatrudnienie, a tempo redukcji etatów było najwyższe od początku 2025. Jednocześnie utrzymywały się zakłócenia w łańcuchach dostaw oraz wydłużone terminy realizacji dostaw komponentów. Mimo wzrostu cen sprzedaży, słabszy popyt ograniczał skalę podwyżek cen wyrobów gotowych. Nastroje biznesowe nieznacznie poprawiły się względem kwietnia, jednak pozostają wyraźnie słabsze niż przed marcem. Firmy nadal wskazują na ryzyko związane z utrzymującą się inflacją, ograniczonym popytem oraz zakłóceniami podażowymi.
- USA: Indeks ISM dla przemysłu w maju wzrósł do 54,0 pkt. z 52,7 pkt. w kwietniu, osiągając najwyższy poziom od maja 2022 i wskazując na wzmocnienie ekspansji sektora.** Wzrost wspierały nowe zamówienia (56,8 pkt.), produkcja (54,3 pkt.), zaległości produkcyjne (52,2 pkt.), eksport (50,6 pkt.) oraz import (53,0 pkt.), podczas gdy zatrudnienie pozostawało w strefie spadku (48,6 pkt.), choć poprawiło się względem kwietnia. Firmy nadal sygnalizowały silną presję kosztową – indeks cen wyniósł 82,1 pkt., jednak spadł względem kwietnia (84,6 pkt.). Jednocześnie niskie zapasy (42,7 pkt.) sugerują potencjał do dalszego wzrostu produkcji w kolejnych miesiącach.
- USA: Indeks PMI dla przetwórstwa w maju wzrósł do 55,1 pkt. z 54,5 pkt. w kwietniu, osiągając najwyższy poziom od maja 2022, co wskazuje na wyraźną poprawę koniunktury.** Produkcja rosła najsilniej od ponad czterech lat, a nowe zamówienia utrzymały solidny wzrost, choć część odbicia wynikała z intensywnej odbudowy zapasów przez firmy obawiające się dalszego wzrostu cen i utrzymania problemów podażowych. Jednocześnie koszty produkcji rosły najszybciej od połowy 2022. Eksport pozostawał słaby i spadał już jedenasty miesiąc z rzędu pod wpływem napięć geopolitycznych i ceł. Mimo utrzymującego się optymizmu firmy coraz ostrożniej oceniały perspektywy

Wskaźniki PMI dla przetwórstwa w Europie



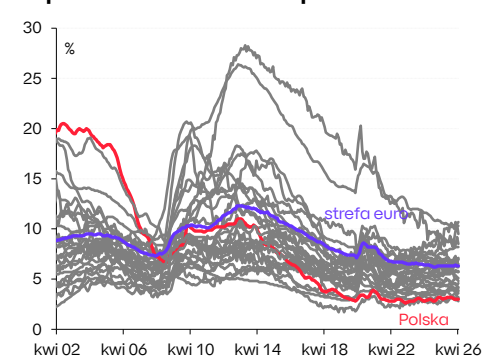
Źródło: S&P Markit, Macrobond, PKO Bank Polski.

Indeks ISM dla przetwórstwa w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Stopa bezrobocia w Europie



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

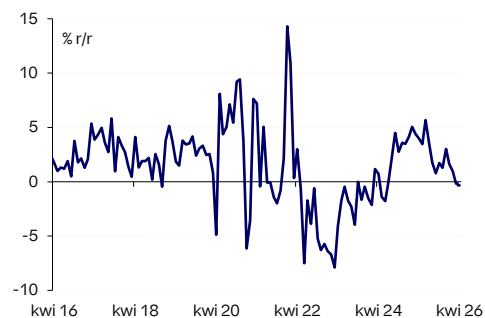
kolejnych miesięcy z uwagi na ryzyko utrzymania wysokiej inflacji i dalszych zakłóceń podaźowych.

- **EUR: Stopa bezrobocia w strefie euro w kwietniu utrzymała się na poziomie 6,3% (sa), takim samym jak w marcu i praktycznie niezmiennym od początku 2025.** Oznacza to utrzymanie relatywnie dobrej sytuacji na rynku pracy, mimo słabego wzrostu gospodarczego. W całej UE stopa bezrobocia wyniosła 6,0%, pozostając bez zmian względem marca. W Polsce stopa bezrobocia ukształtowała się na poziomie 3,0%, a niższy wskaźnik odnotowano jedynie w Bułgarii (2,8%).
- **EUR: Wzrost podaży pieniądza M3 w kwietniu spowolnił do 2,7% r/r z 3,2% r/r w marcu, istotnie poniżej oczekiwań (3,1% r/r).** Głównym źródłem spowolnienia był agregat M1 (głównie gotówka), którego dynamika spadła do 3,8% r/r z 4,7% r/r poprzednio. Kredyty dla sektora prywatnego wzrosły o 3,5% r/r, podobnie jak w marcu. Wśród głównych kategorii kredyty dla gospodarstw domowych zwiększyły się o 3,0% r/r, utrzymując tempo z poprzedniego miesiąca, natomiast kredyty dla przedsiębiorstw niefinansowych przyspieszyły do 3,4% r/r z 3,2% r/r w marcu. Dane wskazują na utrzymującą się odporność akcji kredytowej, szczególnie w segmencie firm, co daje nadzieję na wzrost inwestycji.
- **GER: Sprzedaż detaliczna w kwietniu spadła o 0,3% r/r, pogłębiając marcowy spadek (-0,2% r/r).** Po wysokiej dynamice sprzedaży detalicznej w 2025, bieżący rok rozpoczął się od wyraźnego spowolnienia. Dodatkowo, nowy szok związany ze wzrostem cen paliw zepchnął dynamikę poniżej zera. To kolejny sygnał odsunięcia oczekiwanego ożywienia w niemieckiej gospodarce.

WYDARZENIA KRAJOWE:

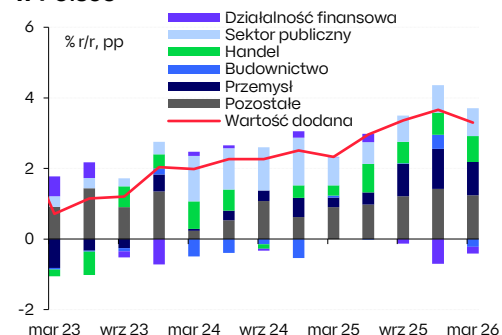
- **POL: PKB w 1q26 wzrósł o 3,5% r/r po wzroście o 4,1% r/r w 4q25, nieznacznie powyżej wcześniejszego szacunku (+0,1pp).** Głównym motorem wzrostu pozostała konsumpcja prywatna (+3,3% r/r), wspierana przez dynamikę realnych dochodów, a pozytywnie zaskoczyło spożycie publiczne (+6,0% r/r). Rozczarowaniem były inwestycje, których dynamika spowolniła do 2,4% r/r z 6,6% r/r kwartał wcześniej, m.in. za sprawą słabszej aktywności budowlanej i wolniejszego wzrostu nakładów publicznych. Eksport netto i zmiana zapasów miały neutralny wpływ na wzrost. **W kolejnych kwartałach oczekiwane jest stopniowe hamowanie konsumpcji i ożywienie inwestycji** wspieranych przez środki unijne, co powinno pozwolić utrzymać wzrost PKB w 2026 na poziomie ok. 3,5%. Więcej w Makro Flashu: [Inwestycje zmrożone na początku roku](#).
- **POL: PMI dla przetwórstwa wzrósł w maju do 49,4 pkt. z 48,7 pkt., wyraźnie powyżej oczekiwań.** Indeks pozostaje poniżej granicy 50 pkt., co nadal sygnalizuje pogorszenie koniunktury, jednak skala spadku aktywności była najmniejsza od początku trwającej od roku dekonunktury. Wsparciem dla wskaźnika były ponowny wzrost produkcji, poprawa dostępności surowców oraz odbudowa zapasów. Jednocześnie liczba nowych zamówień spadała 14. miesiąc z rzędu, choć w wolniejszym tempie. Presja kosztowa pozostała wysoka, choć nieco osłabła względem kwietnia. **Dane sugerują stopniową stabilizację sytuacji w przetwórstwie, jednak trwale ożywienie będzie zależało od poprawy popytu zagranicznego.** Więcej w Makro Flashu: [Rośnie produkcja w przemyśle](#).
- **POL: Minister Finansów A.Domański poinformował, że MF zamierza stopniowo ograniczać deficyt sektora finansów publicznych, zgodnie ze ścieżką uzgodnioną z KE.** Jednocześnie podkreślił, że konsolidacja fiskalna nie może odbywać się kosztem wydatków na bezpieczeństwo i inwestycje. Minister wskazał, że priorytetem pozostaje utrzymanie wysokiego wzrostu gospodarczego, zwłaszcza w obszarze energetyki i rynku kapitałowego. Dodał również, że ze względu na wysoki deficyt przestrzeń do nowych wydatków socjalnych jest obecnie ograniczona.

Sprzedaż detaliczna w Niemczech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Dekompozycja wartości dodanej w Polsce

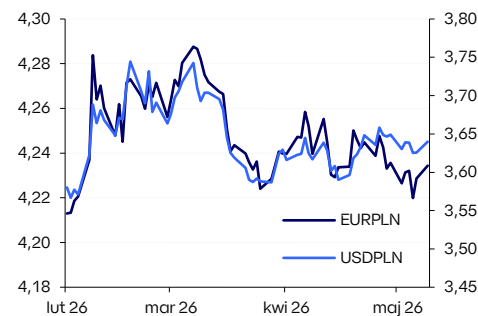


Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **W poniedziałek złoty osłabił się nieznacznie wobec euro i dolara**, a kursy EURPLN i USDPLN wzrosły w pobliżu odpowiednio 4,2350 oraz 3,64. Na bazowych rynkach FX mocniejszy dolar przełożył się na spadek EURUSD w okolice 1,1630.
- **Poniedziałkowa sesja przyniosła pogorszenie globalnych nastrojów** po doniesieniach medialnych, że irański zespół negocjacyjny wstrzymał wymianę wiadomości z USA za pośrednictwem mediatorów z powodu eskalacji izraelskich operacji zbrojnych w Libanie. Przełożyło się to na **wyraźny wzrost cen ropy naftowej** oraz umiarkowany wzrost awersji do ryzyka na globalnych rynkach. **W efekcie złoty znalazł się pod presją, szczególnie wobec dolara, który ma status bezpiecznej przystani. Skale umocnienia dolara oraz wzrostu cen ropy ograniczyły nieco działania dyplomatyczne USA**, które doprowadziły wieczorem do częściowego zawieszenia broni pomiędzy Izraelem a Hezbollahem w Libanie. W tym niekorzystnym otoczeniu zewnętrznym **zrewidowany w górę finalny odczyt PKB Polski za 1q26, fundamentalnie wspierający siłę krajowej waluty, nie zdołał wyhamować przeceny złotego.**
- We wtorek uwagę krajowych uczestników rynku przyciągnie decyzja RPP, natomiast niemal pewne **utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie oraz zakładany przez nas brak istotnych zmian w komunikacie Rady powinny być neutralne dla wyceny złotego.** Obawiamy się natomiast, że polskiej walucie może szkodzić coraz bardziej napięta sytuacja geopolityczna. Rozwój wydarzeń z ostatnich dni oddala bowiem perspektywę szybkiego porozumienia pomiędzy USA i Iranem, stwarzając ryzyko, że Cieśnina Ormuz pozostanie dłużej zablokowana, niż ostatnio wyceniał to rynek. Stąd w horyzoncie najbliższych sesji **widzimy asymetryczne prawdopodobieństwo wzrostu EURPLN w pobliżu 4,25 oraz USDPLN w kierunku 3,68, szczególnie jeśli EURUSD przełamałby wyraźnie wsparcie na 1,1580.**
- Na krajowym rynku stopy procentowej **początek tygodnia przyniósł wzrost rentowności polskich obligacji skarbowych o 8-13pb, zgodnie z trendami globalnymi.** Negatywną reakcję wywołały doniesienia medialne sugerujące wzrost ryzyka fiaska rozmów między USA a Iranem (mówi się o zaprzestaniu wymiany informacji między stronami). **Zakładamy jednak, że w dalszej części tygodnia presja na wzrost rentowności osłabnie. W naszym scenariuszu bazowym rentowności 2-letnich obligacji mają przestrzeń do spadku poniżej 4,40%, a 10-letnich poniżej 5,65% w perspektywie końca tygodnia.**
- Argumentem za takim scenariuszem jest wtorkowe posiedzenie RPP. Komentarz do decyzji Rady, a jeszcze bardziej **środowa konferencja prasowa prezesa NBP, A.Głapińskiego, powinny wzmocnić przekonanie rynku, że w 2026 nie będzie przestrzeni do podwyżek stóp procentowych.** Tymczasem wyceny rynkowe w pełni uwzględniają podwyżkę stóp o 25pb w październiku oraz około połowę kolejnego ruchu tej skali do końca roku. **Za schłodzeniem przez bank centralny oczekiwań na podwyżki przemawia m.in. spadek inflacji w maju do 3,1% r/r.** W efekcie istotnie obniżone zostały również prognozy dla całej ścieżki inflacji w kolejnych kwartałach. **Zakładamy, że do końca roku inflacja powinna utrzymywać się poniżej górnego ograniczenia pasma odchyień od celu NBP.** Biorąc pod uwagę dotychczasową komunikację RPP, **oznacza to brak konieczności zmiany polityki pieniężnej.** Dodatkowo we wtorek opublikowany zostanie wstępny odczyt majowej inflacji HICP w strefie euro. Konsensus zakłada jej wzrost do 3,2% r/r wobec 3,0% w kwietniu, a w przypadku inflacji bazowej wzrost do 3,4% r/r wobec 3,2% miesiąc wcześniej. W ocenie inwestorów, **po niższych od oczekiwań odczytach inflacji w Niemczech i Francji, wzrosło prawdopodobieństwo niższego od konsensusu wyniku dla całej strefy euro.**

Waluty



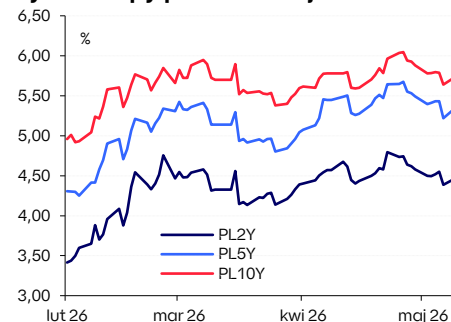
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



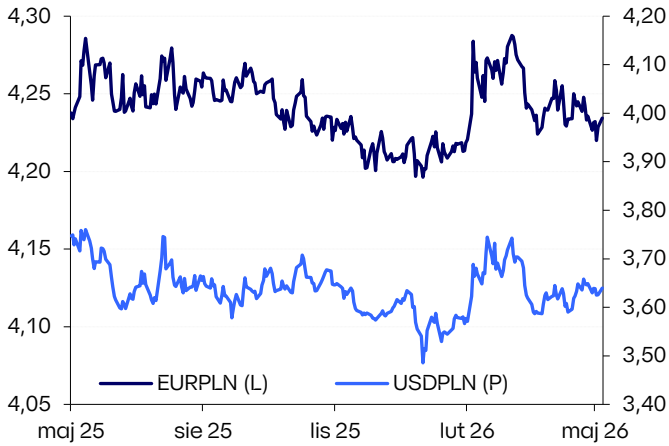
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

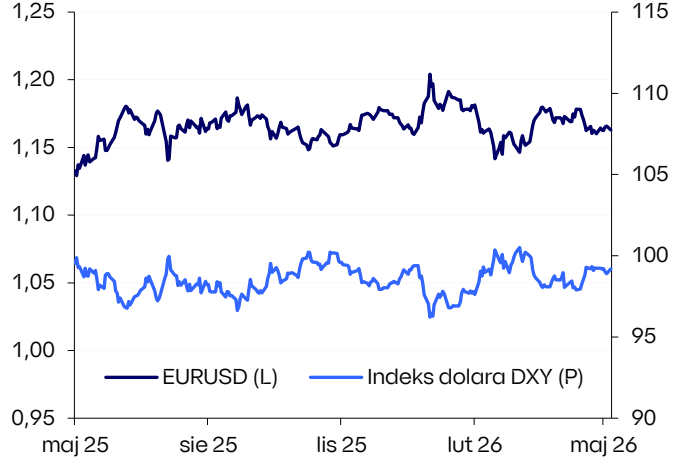
Tenor	2q26	3q26
PL1Y	3,85	3,82
PL2Y	4,35	4,25
PL5Y	5,00	4,90
PL10Y	5,60	5,30

Źródło: PKO Bank Polski.

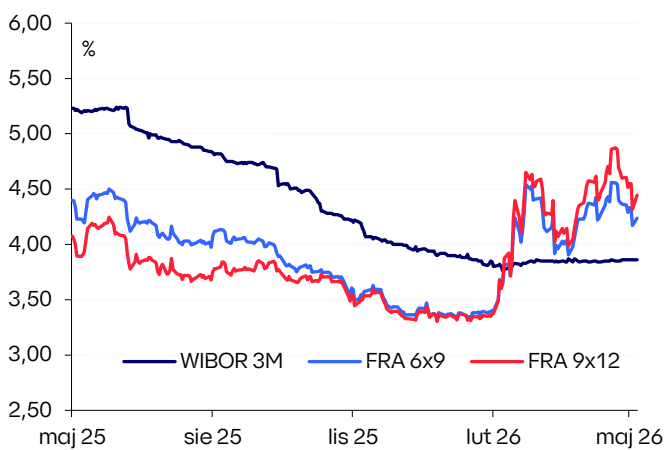
PLN vs główne waluty



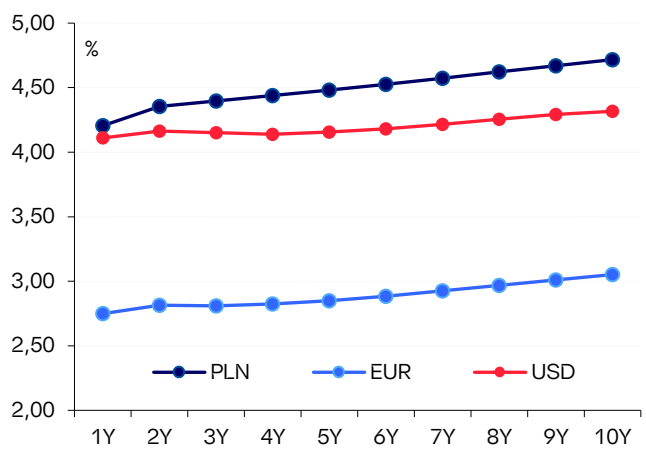
Notowania USD



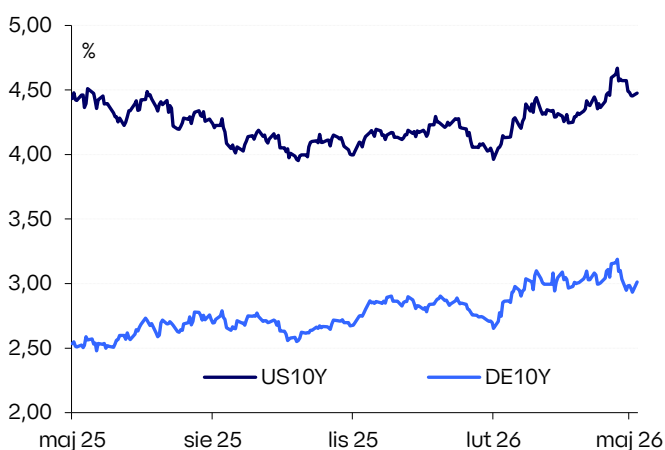
Krótkoterminowe stopy procentowe



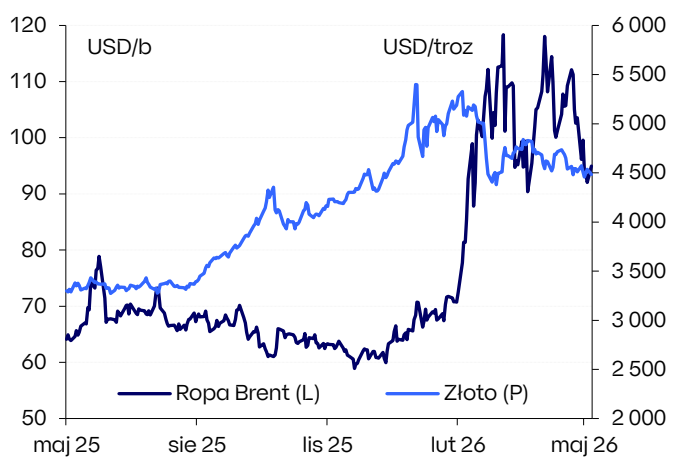
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 29 maja						
CZE: Wzrost PKB (1q)	09:00	% r/r	2,7	2,1	--	2,2
POL: Inflacja CPI (maj, wst.)	09:30	% r/r	3,2	3,7	3,7	3,1
GER: Stopa bezrobocia (maj)	09:55	%	6,4	6,4	--	6,3
GER: Inflacja CPI (maj, wst.)	14:00	% r/r	2,9	2,9	--	2,6
GER: Inflacja HICP (maj, wst.)	14:00	% r/r	2,9	3,0	--	2,7
USA: Bilans handlowy (kwi.)	14:30	mld USD	-85,3	-87	--	82,4
Poniedziałek, 1 czerwca						
CHN: PMI w przetwórstwie (maj)	3:45	pkt.	52,2	51,3	--	51,8
POL: PMI w przetwórstwie (maj)	9:00	pkt.	48,8	48,5	48,6	49,4
POL: Wzrost PKB (1q)	9:30	% r/r	4,1	3,4	3,4	3,5
GER: PMI w przetwórstwie (maj, rew.)	9:55	pkt.	51,4	49,9	--	50,1
EUR: PMI w przetwórstwie (maj, rew.)	10:00	pkt.	52,2	51,4	--	51,6
EUR: Podaż pieniądza M3 (kwi.)	10:00	% r/r	3,2	3,1	--	2,7
USA: PMI w przetwórstwie (maj, rew.)	15:45	pkt.	54,5	55,3	--	55,1
USA: ISM w przetwórstwie (maj)	16:00	pkt.	52,7	53,0	--	54,0
Wtorek, 2 czerwca						
HUN: Wzrost PKB (1q)	8:30	% r/r	0,8	1,7	--	--
EUR: Inflacja HICP (maj, wst.)	11:00	% r/r	3,0	3,2	--	--
EUR: Inflacja bazowa (maj, wst.)	11:00	% r/r	2,2	2,4	--	--
USA: Raport JOLTS (kwi.)	16:00	mln	6,866	6,857	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP	--	%	3,75	3,75	3,75	--
Środa, 3 czerwca						
GER: PMI w usługach (maj, rew.)	9:55	pkt.	46,9	47,8	--	--
EUR: PMI w usługach (maj, rew.)	10:00	pkt.	47,6	46,4	--	--
EUR: Inflacja PPI (kwi.)	11:00	% r/r	2,1	4,8	--	--
USA: Raport ADP (maj)	14:15	tys.	109	118	--	--
USA: Zamówienia fabryczne (kwi.)	16:00	% m/m	1,5	4,5	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (kwi., rew.)	16:00	% m/m	1,3	7,9	--	--
Czwartek, 4 czerwca						
CZE: Inflacja CPI (maj, wst.)	9:00	% r/r	2,5	2,3	2,3	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (kwi.)	11:00	% r/r	1,2	0,3	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (maj)	14:30	tys.	215	211	--	--
Piątek, 5 czerwca						
ROM: Wzrost PKB (1q)	8:00	% r/r	0,2	-1,7	--	--
EUR: Wzrost PKB (1q)	11:00	% r/r	1,2	0,8	--	--
EUR: Zatrudnienie (1q)	11:00	% r/r	0,7	0,5	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (maj)	14:30	tys.	115	89	96	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (maj)	14:30	% r/r	3,6	3,4	--	--
USA: Stopa bezrobocia (maj)	14:30	%	4,3	4,3	--	--

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): Urszula Kryńska

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.