

### Problemy niemieckiej gospodarki nie są tymczasowe

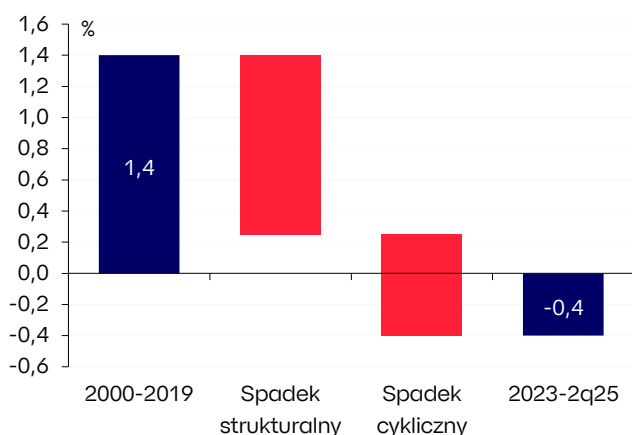
- W poniedziałek na globalnych rynkach finansowych dominowała podwyższona zmienność związana z eskalacją napięć na Bliskim Wschodzie po nocnych wzajemnych atakach Izraela i Iranu. Wzrost globalnej awersji do ryzyka oraz zwyżka ceny ropy Brent o ponad 5% początkowo wspierały dolara, w drugiej części dnia nastroje poprawiły się po deklaracji Iranu o zakończeniu ataku na Izrael, co ograniczyło skalę aprecjacji USD. Ostatecznie złoty umocnił się marginalnie wobec euro i dolara. Na krajowym rynku długu rentowności SPW wzrosły o 1–13pb pod wpływem impulsów z rynków bazowych i wyższych cen ropy. We wtorek złoty pozostanie pod dominującym wpływem czynników zewnętrznych. Zakładamy, że rosnące wyceny podwyżek stóp w USA oraz brak wiarygodnych sygnałów trwałej deeskalacji na Bliskim Wschodzie będą wspierać dalszą aprecjację dolara. W najbliższych dniach **widzimy ryzyko wzrostu USDPLN powyżej 3,70 oraz przesunięcia EURPLN bliżej górnego ograniczenia trendu bocznego 4,22–4,26**. W przypadku SPW **mocne sygnały z gospodarki USA i wolniejsza normalizacja sytuacji geopolitycznej powinny ograniczać przestrzeń do głębszego spadku rentowności**, sprzyjając stabilizacji rynku długu w pobliżu obecnych poziomów w horyzoncie najbliższej sesji.
- Dzisiaj czeka nas relatywnie spokojny dzień. Najciekawsze mogą być kolejne kwietniowe dane z Niemiec** – o produkcji przemysłowej i handlu zagranicznym. Pozwolą one ocenić, jak bardzo szok naftowy uniemożliwił wyczekiwane przez cały poprzedni rok odbicie - jak na razie będąc jedynie pieśnią odległej przyszłości. W regionie CEE poznamy węgierską inflację CPI za maj – oczekiwany jest jej nieznaczny wzrost do 2,2% r/r z 2,1% r/r.
- W USA w kalendarium znajdują się drugorzędne dane** – bilans handlowy za kwiecień oraz sprzedaż domów na rynku wtórnym za maj.
- W Polsce najistotniejsze może być przyjęcie przez rząd prognoz makroekonomicznych oraz propozycji wysokości podwyżek w budżetówce**, będziemy się też przypatrywać ewentualnym zmianom prognoz inflacji względem przyjętych na początku kwietnia założeń makro (2,5% w 2026, prognoza nie uwzględniała wpływu szoku naftowego). Prognozy są podstawą do konstrukcji budżetu państwa na 2027.

**Biuro Analiz Makroekonomicznych  
Biuro Strategii Rynkowych**  
pkoresearch@pkobp.pl  
@PKO\_Research  
centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość 2026-06-08	(%, pb)* Δ 1D
<b>Indeksy akcji:</b>		
WIG	135 281	0,4
STOXX Europe 600	622	-0,1
S&P500	7 406	0,3
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,24	0,0
USDPLN	3,68	-0,1
CHFPLN	4,61	-0,2
EURUSD	1,15	0,1
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	4,64	13
PL5Y	5,45	1
PL10Y	5,87	6
DE10Y	3,06	2
US10Y	4,55	1
<b>Surowce:</b>		
Ropa Brent	94	1,2
Złoto	4329	0,0

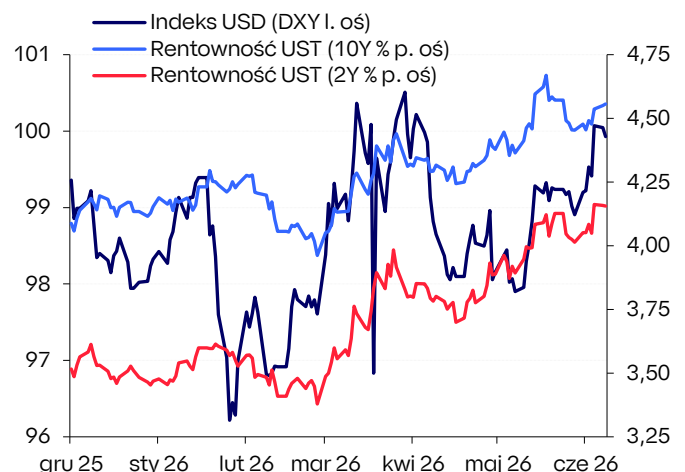
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; \*zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

**Czynniki cykliczne odpowiadają tylko za ok. 40% spadku przeciętnego tempa wzrostu PKB Niemiec\* – reszta to trudne do szybkiej zmiany czynniki strukturalne**



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski. \*szacunek wg raportu MFW, dekompozycja przeciętnej dynamiki wzrostu PKB między 2010-2019 a 2023-2q25.

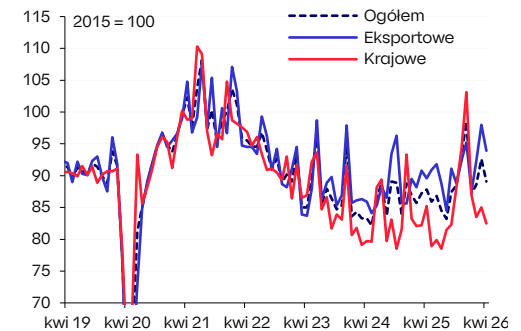
**Rosnące oczekiwania na podwyżki stóp Fed wspierają wzrost rentowności UST i umocnienie dolara**



## WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

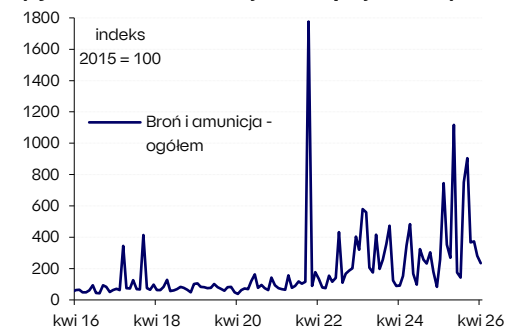
- GER: Zamówienia przemysłowe w kwietniu spadły o 3,8% m/m, głębiej od oczekiwań (-2,0% m/m), po mocnym wzroście o 4,5% m/m w marcu (rewizja z 5,0%).** Tym razem duże jednorazowe zamówienia nie miały istotnego wpływu na wskaźnik. W kwietniu najistotniejsze były spadki zamówień w motoryzacji (-5,3% m/m po wzroście o 2,1% m/m w marcu) i produkcji sprzętu elektronicznego (spadek o 16,3% m/m po wzroście o 22,1% m/m miesiąc wcześniej). Spadki miesięczne odnotowała znaczna część istotnych branż. Warto pamiętać, że omawiany wskaźnik cechuje się dużą wahliwością. W szerszym ujęciu, zamówienia po wykluczeniu dużych zleceń były w okresie luty-kwiecień o 3,5% wyższe niż we wcześniejszych trzech miesiącach. Jednocześnie „zamówienia ogółem” były w analogicznym okresie niższe o 3,1% m/m – różnica wynikała głównie z wpływu zamówień wojskowych. Rosnące zamówienia były jednym z optymistycznych sygnałów dających nadzieję na ożywienie gospodarcze Niemiec i pozytywny wpływ pakietu infrastrukturalnego i luzowania hamulca fiskalnego. Jednak szok naftowy, w połączeniu z ekspansją taniego importu z Chin („China shock 2.0”), istotnie pogarszając perspektywy, zarówno dla niemieckiego przemysłu, jak i całej gospodarki.
- GER: Raport (IMF Working Paper, H.Kemp) wskazuje, że niemiecka słabość gospodarcza z ostatnich lat ma szeroki charakter i nie wynika z wpływu tylko jednego czynnika. Według analizy, dynamika PKB Niemiec obniżyła się z 1,4% w 2000-2019 do -0,4% w 2023-2q25, a za ok. 60% spadku tempa wzrostu odpowiadały „czynniki strukturalne”.** Pozostałe 40% spadku to zasługa zmian w kapitale i pracy (m.in. ze względu na wieloletnie niedoinwestowanie infrastruktury i starzenie się społeczeństwa). Słabości widoczne są w szeregu ujęć i spojrzeń - po stronie wydatkowej rachunków narodowych głównie w inwestycjach i eksporcie, a po stronie produkcyjnej rachunków narodowych w przetwórstwie i budownictwie. Hamowanie dynamiki produkcji wynikało głównie z wolniejszego wzrostu produktywności, a nie redukcji liczby godzin pracy. Raport wskazuje na spadającą konkurencyjność eksportową Niemiec – od 2017 udział Niemiec na głównych rynkach eksportowych spadał, w szczególności proces ten przyspieszył po 2021. Jedną z przyczyn może być pogorszenie konkurencyjności Niemiec (m.in. za sprawą wzrostu kosztów i wolniejszej niż w Azji poprawy produktywności). W raporcie wskazywany jest też wpływ słabnącej konkurencyjności cenowej Niemiec na tle Chin, ale też na tle innych państw europejskich. Podkreślano też rosnącą konkurencję ze strony Chin na rynkach państw trzecich, co szczególnie uderza w niemiecki eksport. **Głównym wnioskiem z raportu jest teza, że prosta stymulacja popytu lub zwiększenie inwestycji mogą okazać się znacząco niewystarczające by odmienić negatywne trendy – konieczne byłoby jednocześnie rozwiązanie głębszych problemów z produktywnością, innowacyjnością i konkurencyjnością.**
- EUR: Indeks nastrojów inwestorów Sentix dla strefy euro w czerwcu poprawił się nieco silniej od oczekiwań, do -13,4 pkt. z -16,4 pkt.** Wzrosły zarówno oceny bieżące jak i oczekiwania (nieco silniej). Po silnych spadkach w marcu i kwietniu dwa ostatnie miesiące stały pod znakiem odbicia indeksu i ostrożnego ograniczania pesymizmu, choć nadal nastroje pozostają istotnie słabsze niż w lutym 2026, przed wybuchem wojny na Bliskim Wschodzie. Słabiej niż w całej strefie euro prezentuje się indeks Sentix dla Niemiec – w dalszym ciągu spada, a indeks sytuacji bieżącej był najsłabszy od lutego 2025. Autorzy raportu w komentarzu określają Niemcy mianem „problemowego dziecka wśród głównych gospodarek”. Pozytywnie w raporcie wyróżniają się natomiast oceny inwestorów dotyczące kondycji gospodarek azjatyckich i USA.
- EUR: UE od lipca zaostrzy ochronę rynku stali przed napływem taniego importu, m.in. za sprawą ograniczenia kwot importowych i wyższych ceł na surowiec sprowadzany ponad ustalone limity.**
- CZE: Stopa bezrobocia w maju spadła do 4,8% z 4,9% w kwietniu, zgodnie z oczekiwaniami.** W ciągu roku stopa bezrobocia wzrosła o 0,6pp, głównie ze

## Zamówienia przemysłowe w Niemczech



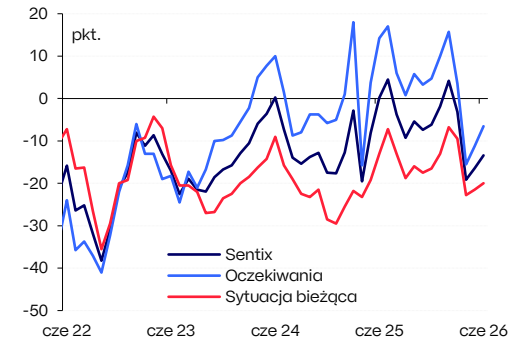
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Zamówienia wojskowe w Niemczech (tylko broń i amunicja, bez pojazdów)



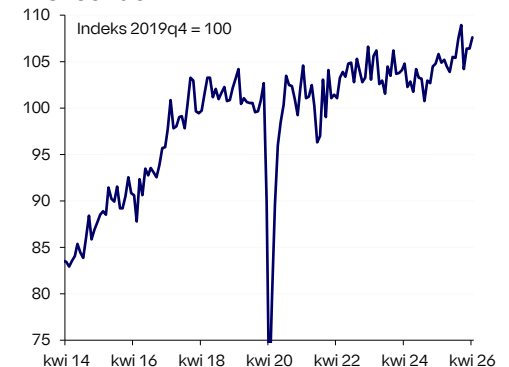
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Indeks nastrojów inwestorów Sentix w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Indeks produkcji przemysłowej w Czechach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

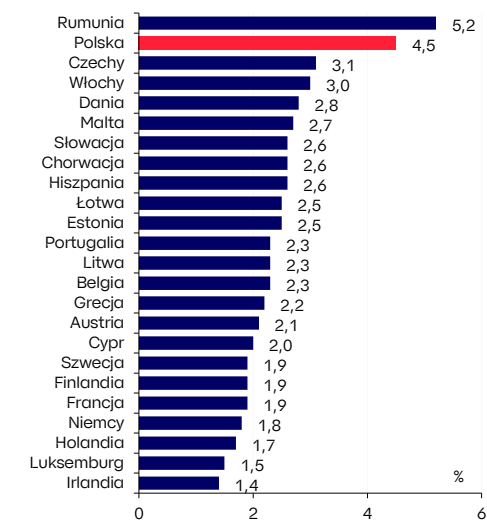
względu na zwolnienia w przemyśle. Liczba zarejestrowanych osób poszukujących pracy w maju wzrosła o 13,5% r/r, a jednocześnie liczba wakatów (dostępnych wolnych miejsc pracy) spadła o 2,1% r/r. Choć sytuacja na rynku pracy jest gorsza niż przed rokiem, to widzimy oznaki stabilizacji.

- **CZE: Produkcja przemysłowa w kwietniu wzrosła o 1,5% r/r po wzroście o 3,9% r/r w marcu**, zgodnie z oczekiwaniami (wg danych nieodsezonowanych). Według danych odsezonowanych wzrost również wyniósł 1,5% r/r, ale przyspieszył względem 0,9% r/r w marcu (w tym ujęciu analizujemy dalsze dane). Poprawa wynikała głównie z odbicia w energetyce przy przeciwstawnych zmianach w przetwórstwie (gdzie produkcja wzrosła o 1,8% r/r) i górnictwie (gdzie odnotowano spadek o 12,9% r/r; głównie za sprawą niższego wydobycia węgla). W obrębie samego przetwórstwa zmiany były zróżnicowane, a relatywnie lepszy wynik odnotowała motoryzacja. Mimo pewnej dozy optymizmu w danych z ostatnich miesięcy, czeskiemu przemysłowi nadal ciężko problemy europejskiej motoryzacji oraz słabość popytu z Niemiec – głównego partnera handlowego.
- **ŚWIAT: Iran i Izrael wstrzymały wzajemne ataki, co wydaje się końcem obserwowanego w weekend i poniedziałek cyklu działań odwetowych**, który stanowił zagrożenie dla wysiłków pokojowych na Bliskim Wschodzie. Zatrzymanie ataków mogło być powiązane ze stanowczym wezwaniem Prezydenta USA D.Trumpa.

#### WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL: Implikowana stopa oprocentowania długu publicznego w 2025 wzrosła do 4,5% z 4,4% w 2024 oraz wobec lokalnego minimum z 2021 wynoszącego 2,1%.** Koszt obsługi długu w 2025 był w Polsce drugim najwyższym po Rumunii (5,2%), analogicznie jak miało to miejsce od 2022. Na kolejnych miejscach pod względem wysokości implikowanej stopy oprocentowania znalazły się Czechy (3,1%), Włochy (3,0%) i Dania (2,9%). Państwa należące do strefy euro cechowały się (co do zasady) niższymi kosztami obsługi długu niż państwa korzystające z walut narodowych. Najmniej obsługa długu kosztowała w Irlandii (1,4%), Luksemburgu (1,5%), Holandii (1,7%) i Niemczech (1,8%).
- **POL: Agencja Fitch obniżyła prognozę wzrostu PKB Polski w 2026 do 3,3% z 3,6% i podtrzymała prognozę na 2027 (2,9%).** Niższa prognoza jest odzwierciedleniem słabszych wyników PKB oraz niższego popytu zewnętrznego. Fitch podniósł natomiast prognozę inflacji CPI na koniec 2026 do 3,5% r/r z 3,3% r/r oraz oczekuje stabilizacji stopy referencyjnej NBP na poziomie 3,75% do końca 2026 oraz obniżki o 25pb w 2027.
- **POL: URE przedłużył do końca roku okres obowiązywania taryfy myOrlen (wcześniej PGNiG Obrót Detaliczny) na sprzedaż paliw gazowych.** Cena gazu ziemnego i stawki opłat abonamentowych dla gospodarstw domowych pozostaną na dotychczasowym poziomie 197,29 zł /MWh.

#### Implikowane koszty obsługi długu publicznego w UE w 2025

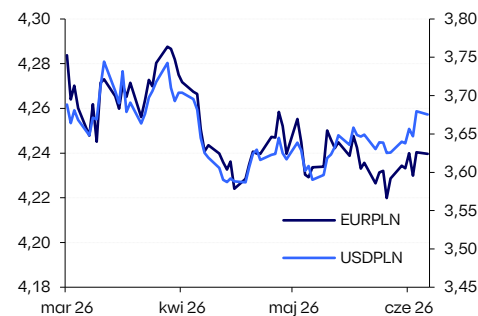


Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

## KOMENTARZ RYNKOWY:

- **W poniedziałek złoty umocnił się marginalnie wobec euro i dolara**, odpowiednio w pobliżu 4,24 na EURPLN oraz 3,6750 na USDPLN. Na bazowych rynkach FX dolar w skali dnia pozostał stabilny, a kurs EURUSD utrzymał się w pobliżu 1,1530.
- Początkowa faza poniedziałkowej sesji przebiegała pod wpływem rosnącej globalnej awersji do ryzyka, związanej z eskalacją napięć na Bliskim Wschodzie po nocnych obustronnych atakach pomiędzy Izraelem a Iranem. W rezultacie cena ropy Brent wzrosła o ponad 5%, a na szerokim rynku umocnił się dolar, dodatkowo wspierany przez rosnące rynkowe oczekiwania na podwyżki stóp procentowych przez FOMC, po piątkowej publikacji mocnego raportu z rynku pracy USA. **Po południu nastroje rynkowe nieco się poprawiły po deklaracji Iranu o zakończeniu ataku na Izrael, co wyhamowało aprecjację dolara.** Nie zmieniło to jednak obrazu trendów na obserwowanych przez nas parach walutowych, gdzie **EURUSD pozostał poniżej przelamanego w piątek wsparcia w pobliżu 1,1570, a USDPLN w okolicy oporu na 3,68.**
- We wtorek, przy pustym krajowym kalendarzu makroekonomicznym i braku istotnych publikacji na świecie, złoty pozostanie pod dominującym wpływem impulsów napływających z otoczenia zewnętrznego. **Zarówno fundamenty makroekonomiczne — w szczególności rosnące wyceny podwyżek stóp procentowych w USA w br., wynikające z wyraźnie rosnącej inflacji przy jednocześnie stabilnym rynku pracy — jak i sytuacja techniczna powinny wspierać dalszą aprecjację dolara.** Złotemu, podobnie jak i innym walutom krajów będących importerami netto surowców energetycznych, nie sprzyja również brak wiarygodnych sygnałów pozytywnego przełomu w negocjacjach pokojowych na Bliskim Wschodzie. **Naszym scenariuszem bazowym w horyzoncie najbliższych dni pozostaje więc wzrost kursu USDPLN powyżej 3,70 oraz przesunięcie EURPLN bliżej górnego ograniczenia trendu bocznego, przebiegającego w zakresie 4,22–4,26.**
- W poniedziałek **rentowności krajowych SPW zmieniły się w przedziale +1/+13pb.** W segmencie 10-letnim dochodowość obligacji wzrosła o 6pb, do 5,87%, podczas gdy na rynkach bazowych rentowności amerykańskich Treasuries i niemieckich Bundów zwiększyły się o 1–2pb, odpowiednio do 4,55% i 3,06%.
- Po piątkowej sesji, podczas której rentowności amerykańskich obligacji wyraźnie wzrosły pod wpływem publikacji danych z rynku pracy (NFP), wskazujących na zaskakująco dobrą kondycję gospodarki USA, nowy tydzień rozpoczął się kolejną aktywną sesją na rynkach stopy procentowej. W poniedziałek **impulsem do kontynuacji wzrostów rentowności ponownie stały się czynniki geopolityczne.** Obowiązujące zawieszenie broni na Bliskim Wschodzie oraz trwające negocjacje między USA i Iranem okazały się kruche i podatne na destabilizację. Według doniesień medialnych doszło do wymiany ataków rakietowych między Izraelem i Iranem, co przełożyło się na wzrost ceny ropy Brent w okolice 98 USD/b oraz wzrost rentowności na rynkach światowych w pierwszej części europejskiej sesji. **Rynek krajowy podjął za impulsem płynącym z rynków bazowych, a rentowność 10-letnich SPW przejściowo przekroczyła poziom 5,90%.** Nastroje uległy jednak poprawie w drugiej części dnia. Rentowności wyraźnie cofnęły się w kierunku poziomów z otwarcia po doniesieniach sugerujących zakończenie wymiany ognia między stronami pod presją wywieraną przez prezydenta USA D.Trumpa.
- Zakładamy, że **korzystne sygnały płynące z gospodarki USA oraz wolniejsze od oczekiwań tempo normalizacji sytuacji na Bliskim Wschodzie będą stanowić argument przeciwko głębszemu spadkowi rentowności w krótkim okresie.** Spodziewamy się raczej stabilizacji rynku w pobliżu obecnych poziomów w horyzoncie najbliższej sesji.

## Waluty



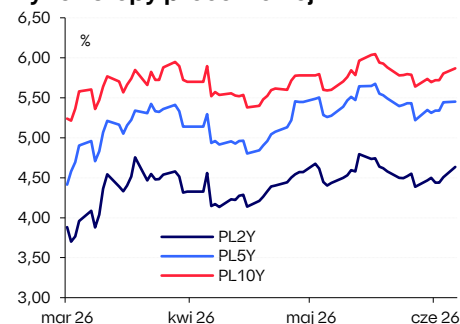
Źródło: LSEG Workspace &amp; Datastream, PKO Bank Polski.

## Prognozy walutowe

Para	2q26	3q26
EURPLN	4,27	4,26
USDPLN	3,65	3,61
CHFPLN	4,64	4,58
EURUSD	1,17	1,18
EURCHF	0,92	0,93

Źródło: PKO Bank Polski.

## Rynek stopy procentowej



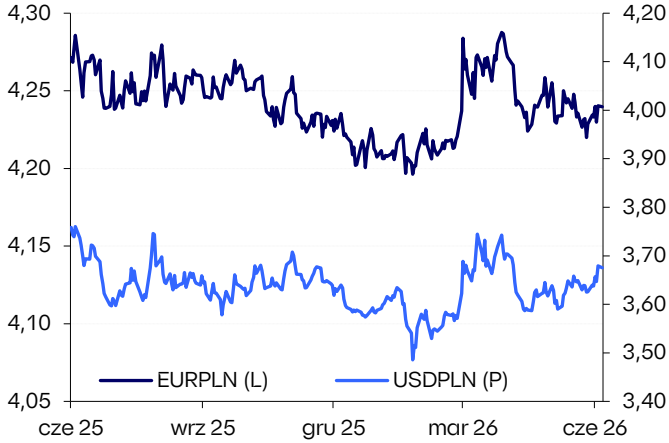
Źródło: LSEG Workspace &amp; Datastream, PKO Bank Polski.

## Prognozy rentowności obligacji

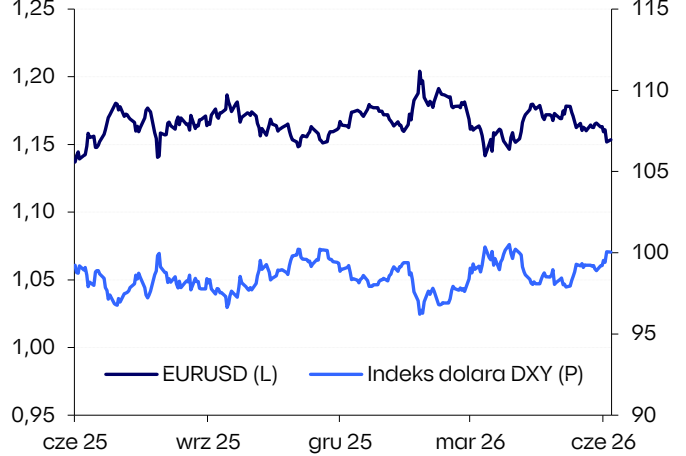
Tenor	2q26	3q26
PL1Y	3,85	3,82
PL2Y	4,35	4,25
PL5Y	5,00	4,90
PL10Y	5,60	5,30

Źródło: PKO Bank Polski.

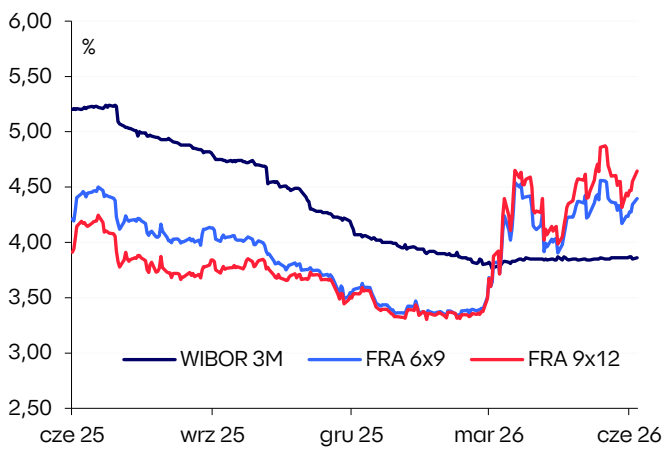
PLN vs główne waluty



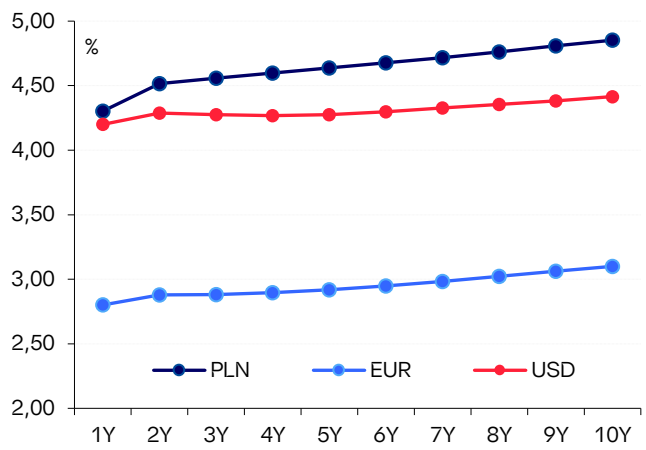
Notowania USD



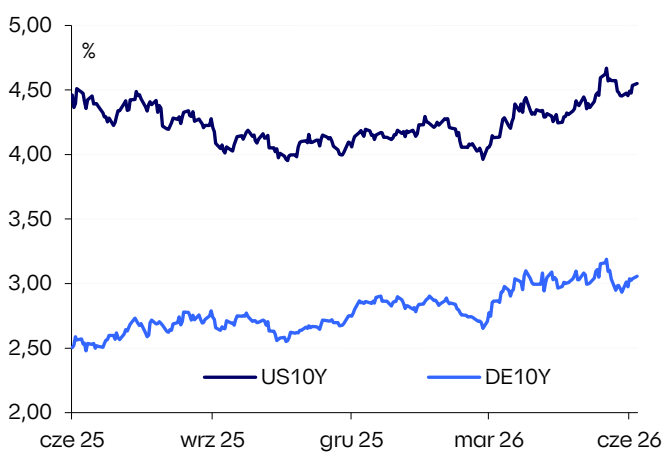
Krótkoterminowe stopy procentowe



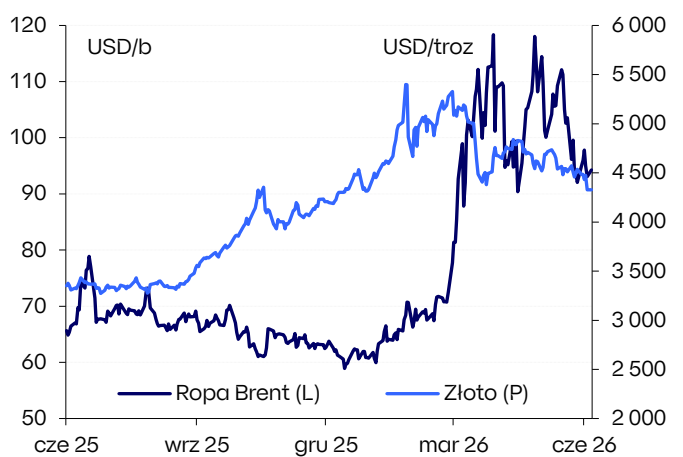
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 5 czerwca</b>						
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (maj)	14:30	tys.	179	89	96	172
USA: Przeciętna płaca godzinowa (maj)	14:30	% r/r	3,6	3,4	--	3,4
USA: Stopa bezrobocia (maj)	14:30	%	4,3	4,3	--	4,3
<b>Poniedziałek, 8 czerwca</b>						
GER: Zamówienia fabryczne (kwi.)	8:00	% m/m	4,5	-2,0	--	-3,8
GER: Zamówienia w przemyśle (kwi.)	8:00	% r/r	6,1	4,8	--	1,6
CZE: Produkcja przemysłowa (kwi.)	9:00	% r/r	3,9	0,5	--	1,5
CZE: Stopa bezrobocia (maj)	10:00	%	4,9	4,8	--	4,8
EUR: Indeks Sentix (cze.)	10:30	pkt.	-16,4	-14,0	--	-13,4
<b>Wtorek, 9 czerwca</b>						
GER: Eksport (kwi.)	8:00	% m/m	0,5	-0,5	--	--
GER: Import (kwi.)	8:00	% m/m	5,1	-2,0	--	--
GER: Produkcja przemysłowa (kwi.)	8:00	% m/m	-0,7	0,4	--	--
GER: Produkcja przemysłowa (kwi.)	8:00	% r/r	-2,8	-1,1	--	--
HUN: Inflacja CPI (maj)	8:30	% r/r	2,1	2,2	--	--
USA: Bilans handlowy (kwi.)	14:30	mld USD	-60,3	-56,5	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (maj)	16:00	mln	4,02	4,06	--	--
<b>Środa, 10 czerwca</b>						
CHN: Inflacja PPI (maj)	3:30	% r/r	2,8	3,8	--	--
CHN: Inflacja CPI (maj)	3:30	% r/r	1,2	1,3	--	--
CZE: Inflacja CPI (maj, rew.)	9:00	% r/r	2,5	2,1	--	--
USA: Inflacja CPI (maj)	14:30	% r/r	3,8	4,2	--	--
USA: Inflacja bazowa (maj)	14:30	% r/r	2,8	2,9	--	--
<b>Czwartek, 11 czerwca</b>						
EUR: Stopa depozytowa EBC (.)	14:15	%	2,00	2,25	2,25	--
EUR: Stopa refinansowa EBC (.)	14:15	%	2,15	2,40	2,40	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys	225	219	--	--
USA: Inflacja PPI (maj)	14:30	% r/r	6,0	6,4	--	--
<b>Piątek, 12 czerwca</b>						
ROM: Inflacja CPI (maj)	8:00	% r/r	10,71	10,84	--	--
ROM: Wynagrodzenie (kwi.)	8:00	% r/r	4,3	--	--	--
GER: Inflacja CPI (maj, rew.)	8:00	% r/r	2,9	2,6	--	--
GER: Inflacja HICP (maj, rew.)	8:00	% r/r	2,9	2,7	--	--
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (kwi.)	10:00	mld CZK	5,9	20,0	--	--
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (kwi.)	14:00	mln EUR	-234	-505	-627	--
POL: Eksport (kwi.)	14:00	% r/r	7,4	5,8	5,9	--
POL: Import (kwi.)	14:00	% r/r	3,8	3,6	4,4	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (cze., wst.)	16:00	pkt.	44,8	46,0	--	--

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](mailto:pkoresearch@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl)

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektorka Biura)	<a href="mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl">marta.petka-zagajewska@pkobp.pl</a>	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierowniczką)	<a href="mailto:urszula.krynska@pkobp.pl">urszula.krynska@pkobp.pl</a>	722 060 794
Szymon Fabiański	<a href="mailto:szymon.fabianski@pkobp.pl">szymon.fabianski@pkobp.pl</a>	722 051 585
Kamil Pastor	<a href="mailto:kamil.pastor@pkobp.pl">kamil.pastor@pkobp.pl</a>	723 670 836
Agnieszka Pierzak	<a href="mailto:agnieszka.pierzak@pkobp.pl">agnieszka.pierzak@pkobp.pl</a>	666 823 657
Michał Reczek	<a href="mailto:michal.reczek@pkobp.pl">michal.reczek@pkobp.pl</a>	783 552 546
dr Anna Sznajderska	<a href="mailto:anna.sznajderska@pkobp.pl">anna.sznajderska@pkobp.pl</a>	722 050 645
Anna Wojtyniak-Stefańska	<a href="mailto:anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl">anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl</a>	698 635 126

### Biuro Strategii Rynkowych

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)	<a href="mailto:mariusz.adamiak@pkobp.pl">mariusz.adamiak@pkobp.pl</a>	22 580 32 39
dr Sławomir Bembenik, CFA (Rynek Stopy Procentowej)	<a href="mailto:slawomir.bembenik@pkobp.pl">slawomir.bembenik@pkobp.pl</a>	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	<a href="mailto:miroslaw.budzicki@pkobp.pl">miroslaw.budzicki@pkobp.pl</a>	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	<a href="mailto:andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl">andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl</a>	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy)	<a href="mailto:tomasz.marek@pkobp.pl">tomasz.marek@pkobp.pl</a>	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	<a href="mailto:tomasz.niewinski@pkobp.pl">tomasz.niewinski@pkobp.pl</a>	696 406 889

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego?

Zapisz się: [centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja](https://centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja)

Nasze analizy znajdziesz również na [X/Twitterze](#) oraz na stronie internetowej [Centrum Analiz PKO Banku Polskiego](#)

[X @PKO\\_Research](#)



Centrum  
Analiz

**Materiał zatwierdził(a):** Marta Petka-Zagajewska

#### Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Świętokrzyskiej 36, 00-116 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla miasta stołecznego Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.