

Dla Niemiec Polska jest ważniejsza od Chin

- Wtorkowe notowania przebiegały pod dyktando **zmiennych nastrojów rynkowych**. W pierwszej części dnia inwestorów **wspierało uspokojenie sytuacji na Bliskim Wschodzie**, jednak po południu **sentyment pogorszyła kolejna fala wyprzedaży spółek technologicznych na NYSE**. Ostatecznie złoty zakończył dzień bez większych zmian wobec euro i dolara, a kurs EURUSD powrócił w okolice poziomów z poniedziałku. Na uwagę zasługuje utrzymanie spadków cen ropy naftowej, które wsparło rynki długu, na czym szczególnie skorzystały krajowe SPW. W środę rynki pozostaną pod wpływem geopolityki i zmieniających się notowań ropy, które o poranku nie reagują znacząco na ponowną wymianę ognia między USA a Iranem. Istotnym wydarzeniem dnia będzie także publikacja inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych, mogąca wpłynąć na rynki FI, a pośrednio również na FX, zwłaszcza w przypadku wyraźnego odchylenia od oczekiwań. **Zakładamy, że w środę EURPLN pozostanie w konsolidacji wokół 4,2450. W przypadku krajowych SPW widzimy natomiast przestrzeń do dalszej kompresji spreadu względem Bundów i Treasuries, szczególnie przy braku nowej podaży papierów skarbowych na rynku pierwotnym w horyzoncie najbliższych dni.**
- W dzisiejszym kalendarium kluczowa będzie amerykańska inflacja CPI za maj. Oczekujemy jej wzrostu do 4,2% r/r z 3,8% r/r, a nasza prognoza wpisuje się w rynkowy konsensus.** Głównym źródłem wzrostu inflacji okażą się najpewniej ceny energii, przy zdecydowanie słabszym ruchu inflacji bazowej (oczekiwany wzrost do 2,9% r/r z 2,8% r/r). **Dane inflacyjne za maj napłyną także z Czech**, ale będzie to finalny odczyt, który najpewniej potwierdzi wstępne wyniki wskazujące na istotny spadek tempa wzrostu cen (do 2,1% r/r z 2,5% r/r w kwietniu).

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

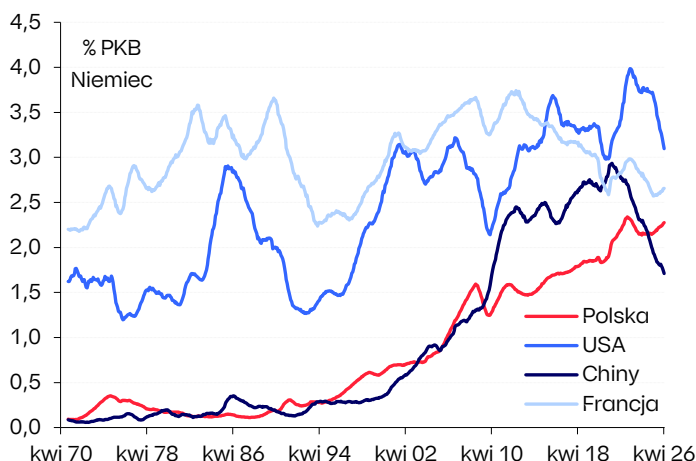
	Wartość	(%, pb)*
	2026-06-09	Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	135 463	0,1
STOXX Europe 600	619	-0,5
S&P500	7 387	-0,3
Waluty:		
EURPLN	4,24	0,0
USDPLN	3,67	-0,1
CHFPLN	4,60	-0,2
EURUSD	1,15	0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,46	-18
PL5Y	5,37	-8
PL10Y	5,74	-13
DE10Y	3,06	0
US10Y	4,53	-2
Surowce:		
Ropa Brent	91	-3,0
Złoto	4263	-1,5

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

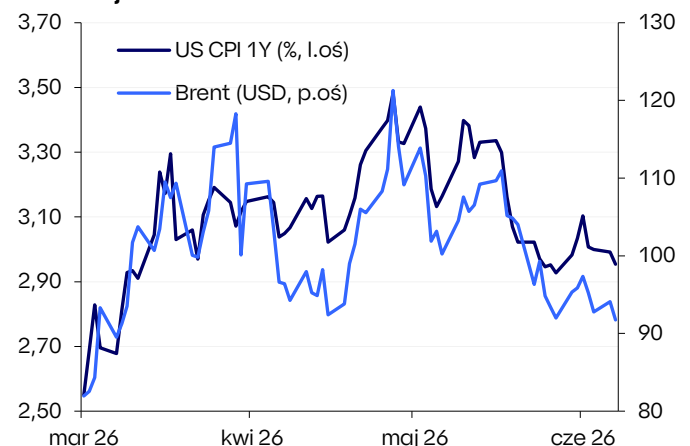
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- GER: Produkcja przemysłowa w kwietniu wzrosła o 0,4% m/m (zgodnie z oczekiwaniami) po spadku o 0,1% m/m w marcu (rewizja z -0,7% m/m).** W ujęciu rocznym produkcja spadała o 0,5%. Wart odnotowania jest sam fakt miesięcznego wzrostu produkcji, mimo niesprzyjających skutków szoku naftowego. Jednocześnie dane jasno wskazują na brak przełomu i wpisują się w dalszą stagnację produkcji. W strukturze zwraca uwagę piąty z rzędu

Polska od 2025 jest dla Niemiec ważniejszym rynkiem eksportowym niż Chiny



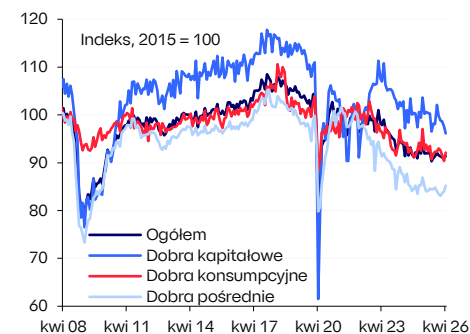
Dzień przed odczytem inflacji CPI z USA za maj 2026 oczekiwania inflacyjne spadały wraz z cenami ropy naftowej



spadkowy miesiąc produkcji dóbr kapitałowych (uwzględnia się tutaj motoryzację), przy słabości produkcji dóbr konsumpcyjnych. Optymistyczne sygnały płyną z kolei ze strony produkcji dóbr pośrednich (trzeci z rzędu miesiąc ze wzrostem m/m). Pozytywnym akcentem może być również obserwowana drugi miesiąc z rzędu poprawa w budownictwie (2,4% r/r i 2,4% m/m) oraz wyższa produkcja w branżach energochłonnych (o 1% m/m), w tym m.in. w branży chemicznej. Raport sugeruje pewną odporność niemieckiego przemysłu, być może wynikającą z podwyższonego popytu ze względu na „zakupy przezornościowe” firm w obliczu rosnących cen. Dane za kwiecień interpretowalibyśmy jako chwilę oddechu i brak realizacji czarnego scenariusza, ale nie jako sygnał zbliżającego się ożywienia.

- **GER: Eksport towarów w kwietniu wzrósł o 3,6% r/r, a import o 6,2% r/r – w obu przypadkach powyżej oczekiwań.** Najważniejszym niemieckim partnerem handlowym pozostawały USA, ale ze względu na wpływ amerykańskich ceł eksport już trzeci miesiąc z rzędu spadał w ujęciu r/r w dwucyfrowym tempie (-12,9%). Istotnie i szybko spada również eksport do Chin – dwucyfrowe spadki utrzymują się (z przerwami) od 2024, a relacja eksportu do Chin do PKB Niemiec spada od 2022. Coraz większego znaczenia nabiera za to eksport do Polski - w kwietniu rósł o 11% r/r, a Polska stała się ważniejszym partnerem eksportowym od Chin.
- **HUN: Inflacja CPI w maju spadła do 1,8% r/r z 2,1% r/r w kwietniu, mimo oczekiwań wzrostu do 2,2% r/r.** Głównym czynnikiem stojącym za niespodzianką inflacyjną były (podobnie jak w Polsce i Niemczech) ceny żywności i napojów bezalkoholowych, które spadły o 2,1% r/r i o 0,3% m/m, obniżając inflację ogółem o 0,4pp. Inflacja bazowa najprawdopodobniej obniżyła się do 1,9-2,0% r/r z 2,2% r/r, co wskazuje na brak istotnej presji inflacyjnej i efektów drugiej rundy. Wpływ cen transportu oraz użytkowania mieszkania (w tym nośników energii) nie był istotny – dynamiki roczne nie zmieniły się w ciągu miesiąca. Pozytywna niespodzianka inflacyjna, jak sugerowali ostatnio przedstawiciele MNB, zwiększa nieznacznie szanse na obniżki stóp procentowych. Zastępca prezesa Z.Kurali ocenił, że niższa od oczekiwań inflacja i spadek rynkowej premii za ryzyko prawdopodobnie obniżają ścieżkę stóp MNB, wymaganą do stabilizacji inflacji. W Radzie MNB przewagę mogą zdobywać członkowie preferujący obniżki stóp – już w maju pojawiły się głosy za obniżką, ale ze względów ostrożnościowych nie zdecydowano się na ten ruch. Kolejne posiedzenie MNB (wraz z aktualizacją prognoz makroekonomicznych) odbędzie się 23 czerwca – wtedy niewykluczona będzie obniżka stóp, choć my zakładamy, że ze względu na nadal podwyższone ryzyko geopolityczne MNB wstrzyma się z nią do 2h26.
- **USA: Bilans handlowy w kwietniu pozostał bez większych zmian (-55,9 mld USD vs -56,6 mld USD w marcu).** Deficyt za ostatnie 12-miesięcy w relacji do PKB nieznacznie się obniżył, do 1,9% z lokalnego maksimum wynoszącego 3,0% PKB w marcu 2025. Eksport trzeci miesiąc z rzędu rósł w dwucyfrowym tempie – o 12,6% r/r. Import w kwietniu wzrósł o 9,1% r/r po tym, jak w poprzednich miesiącach spadał o ok. 10% r/r. Wzrost dynamiki to efekt bazy statystycznej i zmian, które miały miejsce rok temu (w 1q25 zwiększony import przezornościowy w obawie przed cłami, a w kwietniu głęboki spadek importu), a nie bieżących procesów. W ostatnich miesiącach zarówno import, jak i eksport rosły w średnim tempie ok. 1,5-2% m/m.
- **USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym w maju wzrosła do 4,17 mln (saar) z 4,04 mln w kwietniu, osiągając najwyższy poziom od grudnia i przekraczając prognozy rynkowe.** Dane wskazują na stopniowe ożywienie na rynku mieszkaniowym, napędzane większą dostępnością mieszkań oraz niższym niż rok wcześniej oprocentowaniem kredytów hipotecznych. Mimo wzrostu, sprzedaż pozostaje na historycznie niskich poziomach od 2022, kiedy to Fed podniósł stopy procentowe łącznie o 425pb w ciągu jednego roku.
- **CHN: Inflacja CPI w maju nie zmieniła się względem kwietnia i wyniosła 1,2% r/r, poniżej oczekiwań zakładających nieznaczne przyspieszenie dynamiki cen (kons.: 1,3% r/r).** Jednocześnie inflacja PPI wzrosła do 3,9% r/r z 2,8% r/r miesiąc wcześniej, a skala wzrostu minimalnie przewyższyła oczekiwania (kons.: 3,8% r/r). Przyspieszenie dynamiki cen producentów do wyraźnie dodatnich

Produkcja przemysłowa w Niemczech



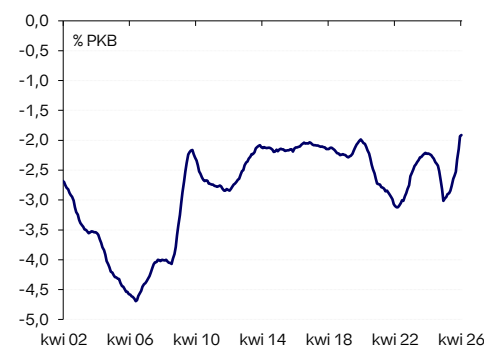
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Produkcja przemysłowa w Niemczech – w branżach energochłonnych



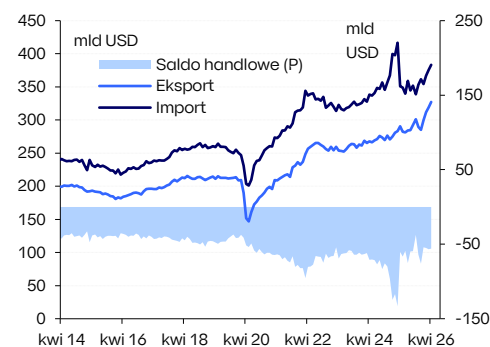
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Deficyt handlowy w USA – suma za ostatnie 12-miesięcy



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Eksport i import towarów i usług w USA



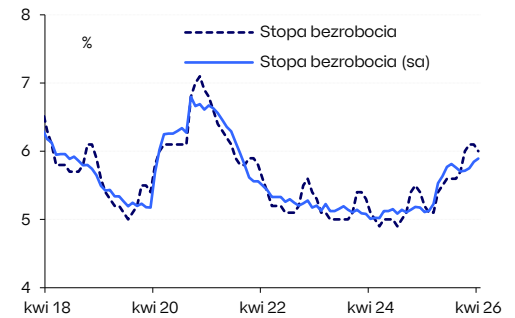
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

poziomów po niemal 3,5 roku deflacji może nieco ograniczać dezinflacyjny wpływ Chin na globalny rynek towarów.

WYDARZENIA KRAJOWE:

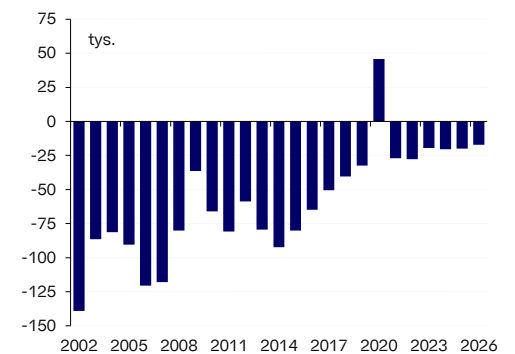
- POL: Rząd przyjął założenia do ustawy budżetowej na 2027. W jej ramach prognozuje, że inflacja CPI w przyszłym roku wyniesie 2,5%, a PKB wzrośnie o 3,1%.** Prognozy są bardzo zbliżone do rynkowego konsensusu. Wynagrodzenia w sektorze publicznym mają wzrosnąć o 3%, podczas gdy w gospodarce narodowej prognozowany wzrost płac wynosi 5,6%. Planowane jest podniesienie płacy minimalnej do 4950 PLN (wzrost o 3,0%, taki sam jak w 2026) oraz minimalnej stawki godzinowej do 32,30 PLN. Emerytury i renty mają zostać zwiększone o co najmniej 3,48%, co wiąże się z szacowanym kosztem waloryzacji wynoszącym 16,7 mld PLN. Propozycje te zostaną teraz przedstawione do negocjacji w Radzie Dialogu Społecznego, gdzie mogą ulec niewielkim modyfikacjom. Założenia budżetowe odzwierciedlają aktualne trendy gospodarcze i dają ewentualną przestrzeń do konsolidacji fiskalnej. Są również korzystne z punktu widzenia polityki monetarnej, ponieważ wzrost płacy minimalnej nie odbiega znacząco od poziomu inflacji, co minimalizuje ryzyko dodatkowej presji inflacyjnej. Jak na razie nie przedstawiono prognoz MF na 2026.
- POL: Stopa bezrobocia rejestrowanego w maju obniżyła się do 5,9% z 6,0% w kwietniu, wynika z szacunku MRPIPS.** Liczba osób bezrobotnych wyniosła 917,2 tys. i obniżyła się o 17,1 tys. m/m, nieco słabiej od wzorca sezonowego. Spadek bezrobocia byłby silniejszy gdyby nie znaczne zmniejszenie skali programów aktywizacyjnych w urzędach pracy, których budżet na 2026 zmniejszono o ok. połowę. Odsezonowana stopa bezrobocia (również 5,9%) pozostała bez zmian względem kwietnia. W maju 2026 do urzędów pracy zgłoszono 33,2 tys. wolnych miejsc pracy, co oznacza spadek o 13,3% m/m i o 17% r/r. Spadek r/r to przede wszystkim efekt zmian regulacyjnych, które skutkowały m.in. brakiem konieczności zgłaszania oferty pracy na lokalnym rynku pracy przed decyzją o zatrudnieniu cudzoziemca.
- POL: G.Masłowska (RPP) oceniła, że w tej chwili obniżki stóp procentowych są bardziej prawdopodobne niż podwyżki, ale ze względu na niestabilność sytuacji nie można całkowicie wykluczyć podwyżek.** G.Masłowska uznała dane inflacyjne za maj za optymistyczne, ale jeszcze niewystarczające by rozważać łagodzenie polityki pieniężnej. Warunkiem do rozpoczęcia dyskusji o obniżkach byłby trwały spadek inflacji poniżej 3,5% r/r oraz brak pogorszenia sytuacji geopolitycznej. Członkini Rady wskazała również na niepewność związaną z ewentualnym przedłużaniem programu CPN. Rezygnacja z niego mogłaby skutkować wzrostem inflacji powyżej 4% r/r.
- POL: Wartość zapytań o kredyty mieszkaniowe w maju wzrosła o 32,7% r/r, a liczba osób wnioskujących wzrosła o 16,9% r/r oraz 6,7% m/m.** Średnia wartość wnioskowanego kredytu mieszkaniowego wyniosła 505,6 tys. PLN, co przekłada się na wzrost o 8,1% r/r.
- POL: Liczba cudzoziemców wykonujących w Polsce pracę w grudniu 2025 wzrosła o 7,2% r/r do 1,141 mln osób.** Udział cudzoziemców w ogólnej liczbie osób wykonujących pracę wyniósł 6,9%. Obywatele Ukrainy stanowili 67,6% ogółu cudzoziemców wykonujących pracę.
- POL: Rząd przyjął projekt ustawy wdrażającej unijne przepisy o równowadze płci w dużych spółkach giełdowych.** Zakłada on, że **co najmniej 33% miejsc w zarządach i radach nadzorczych będzie zajmować płęć niedostatecznie reprezentowana i wprowadza obowiązek polityki równowagi płci.** Regulacje obejmą wyłącznie duże spółki giełdowe.

Stopa bezrobocia rejestrowanego w Polsce – surowa oraz odsezonowana



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Miesięczna zmiana liczby osób bezrobotnych w Polsce w maju

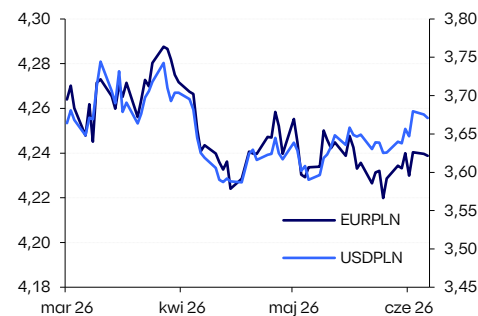


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- Złoty po wyraźnym umocnieniu w czasie europejskiej części notowań finalnie we wtorek nie zmienił się. Kurs EURPLN pozostał w pobliżu 4,2450, a USDPLN kończył dzień na 3,6750. Na rynkach bazowych EURUSD po wzroście z początku notowań wrócił do 1,1540.
- Brak kolejnych wzajemnych ataków Izraela i Iranu skłonił inwestorów do ponownego pozycjonowania się pod porozumienie pokojowe między USA a Iranem. Dodatkowo, według doniesień medialnych, D. Trump zasugerował, że USA mają dużą szansę na zawarcie umowy z Iranem w ciągu dwóch-trzech dni. Teheran nie odniósł się do tych informacji, jednak wystarczyły one do wyraźnych spadków cen ropy naftowej. To pośrednio osłabiało dolara i wspierało waluty krajów będących importerami netto surowców energetycznych, na czym korzystały m.in. EUR i PLN. W czasie sesji amerykańskiej, kiedy to w dół mocno szły tamtejsze indeksy giełdowe, sytuacja na rynku FX zmieniła się – dolar wrócił do poziomów z poniedziałku, podobnie jak kursy EURPLN i USDPLN. Tym samym EURPLN pozostał w środkowych partiach rozwijającej się od 20 kwietnia konsolidacji, która jest już zaawansowana. Kurs USDPLN wrócił natomiast do strefy technicznych oporów 3,6650–3,68. Warto dodać, że obraz trendu indeksu reprezentującego siłę dolara (DXY) nie uległ większym zmianom, a cofnięcie z poniedziałku i wtorku wygląda na lokalną korektę. W naszej opinii taka interpretacja pozostanie obowiązująca, dopóki jego kurs nie wróci poniżej 99,50 pkt.
- **W środę złoty pozostanie pod wpływem globalnych nastrojów i trendów**, na które oddziaływać będą perspektywa podpisania porozumienia pokojowego między USA a Iranem oraz odczyt majowej inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych. Dane te mogą mieć istotny wpływ na perspektywy polityki pieniężnej Fed oraz pośrednio na dolara, ujemnie skorelowanego z walutami EM. **Zakładamy, że w połowie tygodnia EURPLN utrzyma się w konsolidacji wokół 4,2450 z odchyleniem +/- 1 gr, a zachowanie USDPLN będzie zależeć od skali ewentualnego zaskoczenia ww. odczytem z USA.**
- We wtorek rentowności krajowych SPW spadły o 8–18pb. W segmencie 10-letnim dochodowość obligacji obniżyła się o 13pb do 5,74%, podczas gdy na rynkach bazowych rentowności niemieckich Bundów pozostały na 3,06%, a amerykańskich Treasuries zniżkowały o 2pb do 4,53%.
- Po stabilizacji nastrojów w drugiej części poniedziałkowej sesji wtorek przyniósł wyraźną poprawę sentymentu inwestycyjnego. Zwrot ten był szczególnie widoczny podczas sesji azjatyckiej, gdzie koreański indeks giełdowy KOSPI, który w poniedziałek stracił ponad 8%, we wtorek straty te odrobił. Na rynku walutowym poprawa nastrojów przejawiała się odpływem kapitału od dolara amerykańskiego, pełniącego funkcję bezpiecznej przystani, w kierunku aktywów bardziej ryzykownych. Z kolei na rynku stopy procentowej na poprawie apetytu na ryzyko korzystał wyraźnie przeceniony w ostatnich dniach krajowy dług skarbowy. Krzywa rentowności SPW przesunęła się równoległe w dół o ok. 15pb, wyraźnie przewyższając skalę spadków rentowności obserwowaną na głównych rynkach bazowych. Ruch ten był również większy niż spadki stawek IRS, co sprzyjało zacieśnianiu spreadów asset swap, które od wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie utrzymują się na podwyższonych poziomach.
- **Zakładamy, że poprawa sentymentu rynkowego może utrzymać się w najbliższych dniach.** Punktem kulminacyjnym tygodnia może okazać się finalna faza największego IPO w historii, której zwieńczeniem ma być piątkowy debiut SpaceX na Nasdaq. **Pomimo utrzymujących się na podwyższonych poziomach rentowności na rynkach bazowych wciąż istnieje przestrzeń do dalszej kompresji spreadu polskich SPW względem Bundów i Treasuries, szczególnie przy braku nowej podaży papierów skarbowych na rynku pierwotnym w horyzoncie kolejnych dni.**

Waluty



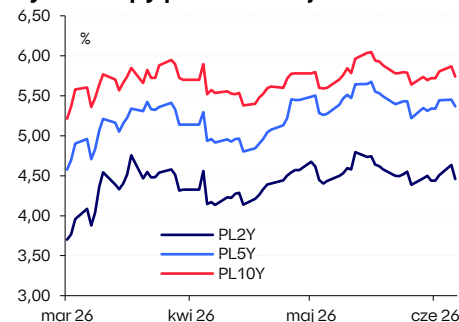
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



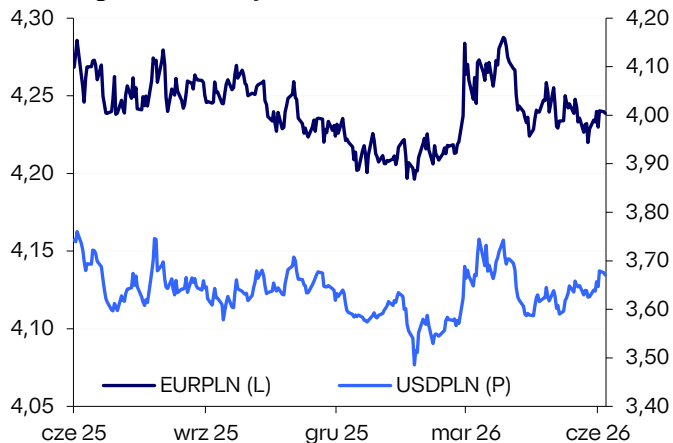
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

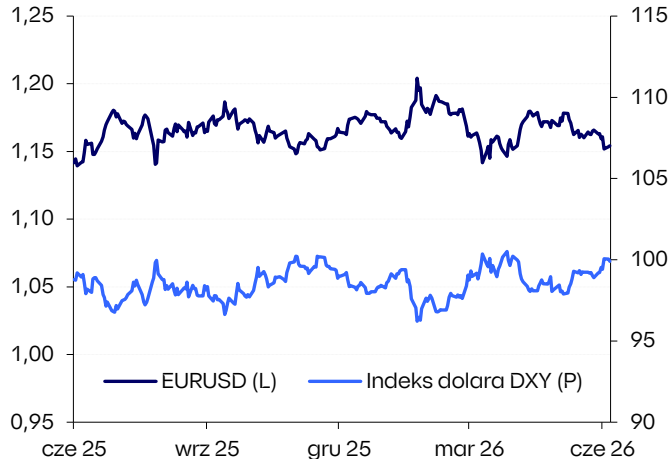
Tenor	2q26	3q26
PL1Y	3,85	3,82
PL2Y	4,35	4,25
PL5Y	5,00	4,90
PL10Y	5,60	5,30

Źródło: PKO Bank Polski.

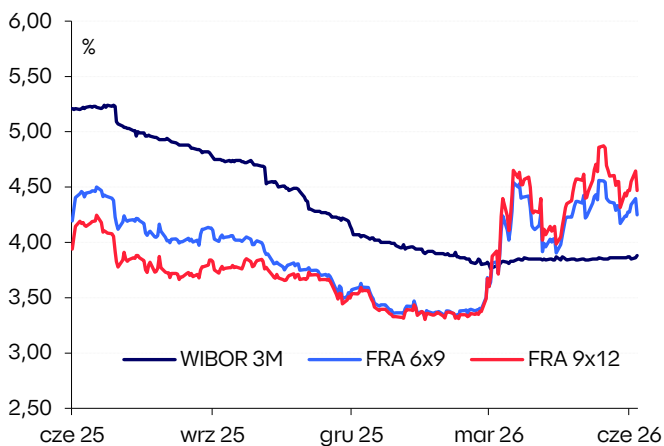
PLN vs główne waluty



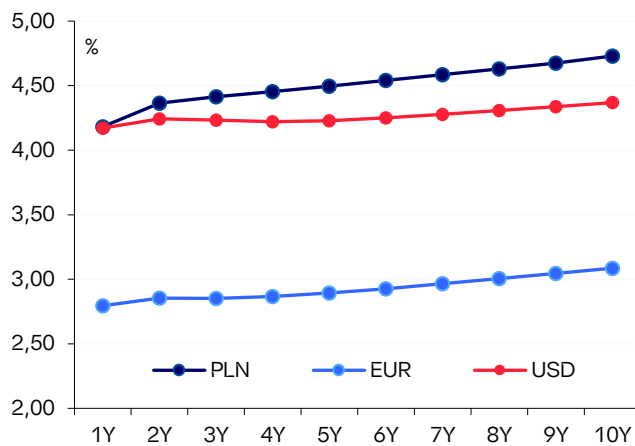
Notowania USD



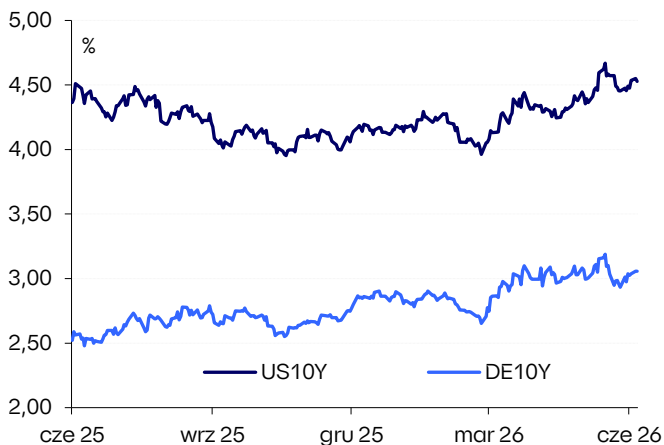
Krótkoterminowe stopy procentowe



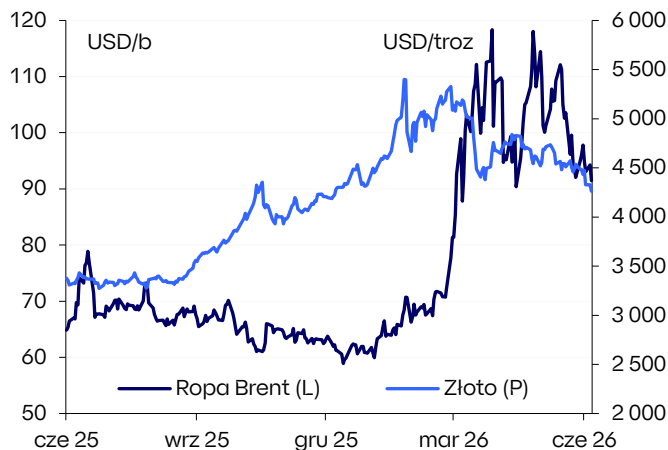
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 5 czerwca						
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
Poniedziałek, 8 czerwca						
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
Wtorek, 9 czerwca						
GER: Eksport (kwi.)	8:00	% m/m	0,3	-0,5	--	0,9
GER: Import (kwi.)	8:00	% m/m	4,5	-2,0	--	1,2
GER: Produkcja przemysłowa (kwi.)	8:00	% m/m	-0,1	0,4	--	0,4
GER: Produkcja przemysłowa (kwi.)	8:00	% r/r	-3,4	-1,1	--	0,5
HUN: Inflacja CPI (maj)	8:30	% r/r	2,1	2,2	--	1,8
USA: Bilans handlowy (kwi.)	14:30	mld USD	-60,3	-56,5	--	-55,9
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (maj)	16:00	mln	4,04	4,06	--	4,17
Środa, 10 czerwca						
CHN: Inflacja PPI (maj)	3:30	% r/r	2,8	3,8	--	3,9
CHN: Inflacja CPI (maj)	3:30	% r/r	1,2	1,3	--	1,2
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	4,2	--
USA: Inflacja bazowa (maj)	14:30	% r/r	2,8	2,9	--	--
Czwartek, 11 czerwca						
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	--	--
Piątek, 12 czerwca						
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

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak piotr.bujak@pkobp.pl

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

Biuro Strategii Rynkowych

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

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego?

Zapisz się: centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja

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

[X @PKO_Research](#)



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

Informacje i zastrzeżenia:

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