

Program SAFE podbija zamówienia w przemyśle

- W środę na globalnych rynkach akcji panowała relatywna stabilizacja, negatywnie natomiast wyróżniała się warszawska GPW, gdzie indeks WIG zakończył sesję spadkiem o 2%. Złoty marginalnie osłabił się wobec euro i wyraźniej wobec dolara. Presję na krajową walutę wywierało niekorzystne otoczenie zewnętrzne, w tym szósty z rzędu dzień aprecjacji dolara, którego indeks DXY osiągnął 13-miesięczne maksimum. W efekcie EURPLN zbliżył się do istotnej strefy średnioterminowych oporów 4,29–4,3050, a USDPLN kontynuował wybicie ponad obszar 3,7350–3,7550. Na krajowym rynku długu rentowności SPW spadły o 2–4 pb, przy jednoczesnych zniżkach dochodowości Bundów i Treasuries. Popyt na obligacje wspierały wyraźny spadek cen ropy oraz obniżające się oczekiwania inflacyjne w USA i Europie. W czwartek uwaga inwestorów skoncentruje się na danych z USA, przede wszystkim majowej inflacji PCE. **Przy braku negatywnego zaskoczenia po stronie inflacji widzimy przestrzeń do odreagowania na wyprzedanym EURUSD i powrotu kursu powyżej 1,14, co mogłoby sprowadzić USDPLN nieco poniżej 3,7550 oraz wesprzeć złotego wobec euro, kierując EURPLN w pobliże 4,28 lub nieco niżej.** W przypadku FI niższy od oczekiwań odczyt PCE, szczególnie w ujęciu bazowym, mógłby skłonić inwestorów do ograniczenia wycen zaostżenia polityki Fed, najmocniej oddziałując na krótki koniec amerykańskiej krzywej.
- Kluczowym wydarzeniem będzie dziś publikacja danych o inflacji PCE w USA za maj** – oczekiwany jest wzrost ogólnego wskaźnika do 4,1% r/r z 3,8% r/r oraz inflacji bazowej PCE do 3,4% r/r z 3,3% r/r. Niespodzianka w dzisiejszych danych wydaje się mało prawdopodobna – wcześniejszy odczyt majowej inflacji CPI był zgodny z oczekiwaniami. Razem z danymi inflacyjnymi poznamy też dane o **dochodach i wydatkach Amerykanów w maju**, co pozwoli ocenić wpływ szoku naftowego na konsumpcję. Mniej istotny może być trzeci szacunek PKB za 1q26.
- Poza danymi z USA w kalendarium nie ma dziś istotnych publikacji.

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

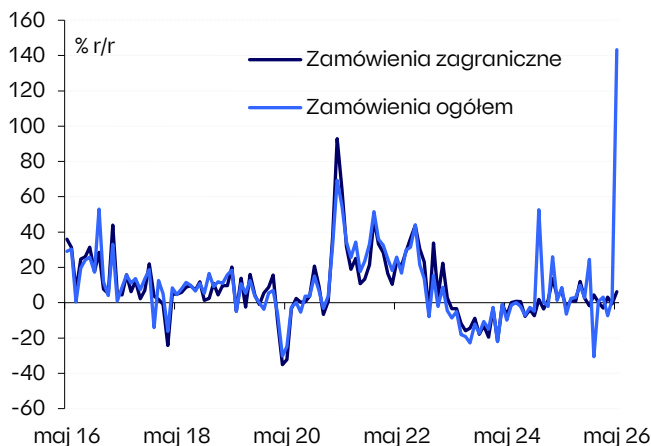
	Wartość	(%, pb)*
	2026-06-24	Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	134 688	-2,0
STOXX Europe 600	635	0,1
S&P500	7 358	-0,1
Waluty:		
EURPLN	4,28	0,0
USDPLN	3,77	0,1
CHFPLN	4,64	-0,1
EURUSD	1,14	-0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,21	-4
PL5Y	4,88	-4
PL10Y	5,40	-2
DE10Y	2,87	-5
US10Y	4,40	-9
Surowce:		
Ropa Brent	74	-4,3
Złoto	4000	-2,6

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

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

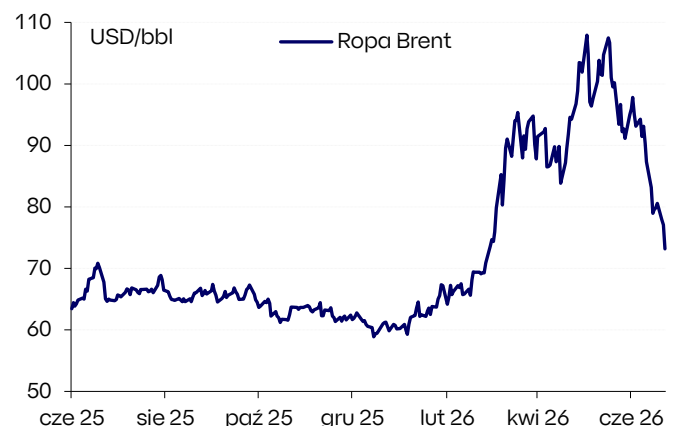
- ŚWIAT:** Według Prezydenta D.Trumpa, **Iran poinformował USA, że nie pobiera i nie dąży do pobierania żadnych opłat od statków przepływających przez cieśninę Ormuz.** Z kolei wiceminister spraw zagranicznych Iranu

Zamówienia wojskowe z programu SAFE doprowadziły do wzrostu zamówień przemysłowych w maju o 143% r/r



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

Cena ropy Brent spadła do najniższego poziomu od wybuchu wojny w Zatoce Perskiej co przełożyło się na dalszy spadek oczekiwań inflacyjnych na świecie



K.Gharibabadi oświadczył w środę, że Iran zajmie się kwestią dostępu do obiektów nuklearnych oraz materiału rozszczepialnego dopiero w ramach ostatecznego porozumienia z USA i po podjęciu praktycznych kroków w celu zniesienia amerykańskich sankcji. Minister energii USA C.Wright poinformował, że przepływ ropy przez cieśninę Ormuz wrócił do normalnego poziomu, a przez ostatnią dobę cieśniną przepłynęły 72 statki z 20 mln baryłkami ropy. C.Wright zaznaczył, że wiele statków opuszczających cieśninę unikało głównego kanału z obawy przed minami oraz że choć liczba statków jest mniejsza od normy, to są to większe tankowce.

- **GER: Wskaźnik koniunktury Ifo w czerwcu wzrósł do 85,6 pkt. z 85,0 pkt. w maju, praktycznie zgodnie z konsensusem (85,5 pkt.).** Poprawa objęła przede wszystkim oceny sytuacji bieżącej, przy marginalnym wzroście optymizmu co do przyszłości. Głównymi czynnikami odpowiedzialnym za lepszy wynik indeksu były lepsza globalna sytuacja geopolityczna i zmniejszenie niepewności. W ujęciu branżowym, firmy z przetwórstwa wskazały na istotną poprawę oczekiwań, przy minimalnym pogorszeniu sytuacji bieżącej (m.in. wskazując na stale spadające zamówienia). W usługach i budownictwie zaobserwowano natomiast poprawę sytuacji bieżącej przy braku zmian oczekiwań co do przyszłości. Firmy budowlane często wskazują na brak zamówień. **Mimo delikatnej poprawy wskaźnika Ifo, nadal prezentuje on pesymistyczną ocenę kondycji i perspektyw niemieckiej gospodarki.**
- **USA: Deficyt obrotów bieżących w 1q26 pogłębił się nieznacznie, do 2,9% PKB z 2,8% PKB w 2025.** W ujęciu nominalnym deficyt wzrósł o 2,6% q/q do 226,8 mld USD. Głębszy deficyt wynikał z pogorszenia salda dochodów pierwotnych, które tylko częściowo zostało zrekompensowane wyższym saldem handlowym.
- **USA: Sprzedaż nowych domów w maju wyniosła 580 tys., co oznacza spadek o 7,3% względem kwietnia.** Dane za maj były wyraźnie gorsze od konsensusu, który zakładał wzrost do 640 tys. wobec skorygowanych 626 tys. miesiąc wcześniej. Schodzenie tego segmentu rynku mieszkaniowego w USA wynikało zapewne ze wzrostu oprocentowania kredytów hipotecznych – publikowane przez Freddie Mac stałe oprocentowanie 30-letniej umowy kredytowej w minionym tygodniu wynosiło 6,47% i było o 50 pb wyższe niż przed atakiem USA na Iran.
- **WEN: Wenezuela planuje restrukturyzację zadłużenia o szacowanej wartości ok. 240 mld USD** (wcześniejsze szacunki sięgały 150-200 mld USD). Skala redukcji długu ma wynieść (nominalnie) ok. 50%. Cały proces ma się odbyć bez udziału MFW, co jest relatywnie rzadkie w przypadku tak dużych procesów restrukturyzacyjnych. Jednocześnie rząd planuje opublikować podstawowe statystyki makroekonomiczne – wg FT PKB Wenezueli ma obecnie wynosić ok. 100 mld USD, istotnie poniżej 370 mld USD w 2012. Zadłużenie Wenezueli istotnie przekracza 200% PKB. Ewentualna restrukturyzacja byłaby największą w historii, większą niż restrukturyzacja greckiego długu z 2012, obejmująca obligacje o wartości ok. 205 mld EUR. Skala umorzenia sięgnęła wtedy 53,5% wartości nominalnej, a w ujęciu realnym przekroczyła 70%.

WYDARZENIA KRAJOWE:

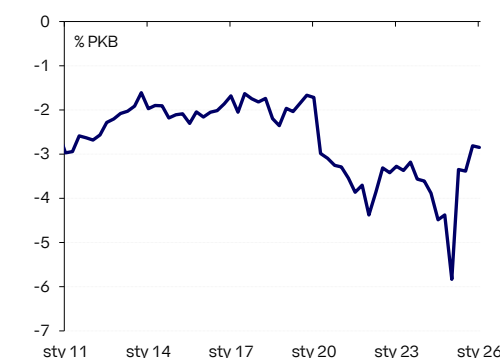
- **POL: Zamówienia przemysłowe w maju wzrosły o 143,3% r/r po wzroście o 1,7% r/r w kwietniu.** Zamówienia eksportowe wzrosły o 6,2% r/r po spadku o 0,6% r/r miesiąc wcześniej. **Skala wzrostu zamówień ogółem jest bezprecedensowa i odzwierciedla wpływ zamówień wojskowych w ramach programu SAFE, które zostały skierowane do krajowego przemysłu.** W ostatnich dniach maja podpisane zostały umowy w programie SAFE w ramach zamówień tylko na potrzeby własnych sił zbrojnych o wartości ok. 120 mld PLN (z ponad 180 mld PLN dostępnych łącznie w programie SAFE). Około połowę z tych środków uzyskała Huta Stalowa Wola, która ma dostarczyć m.in. 146 bojowych wozów piechoty Rosomak, 96 armatohaubic Krab, 64 samobieżnych moździerzy, 100 wozów amunicyjnych, dowodzenia i łączności.

Wskaźnik koniunktury Ifo dla Niemiec



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Saldo obrotów bieżących w relacji do PKB w USA



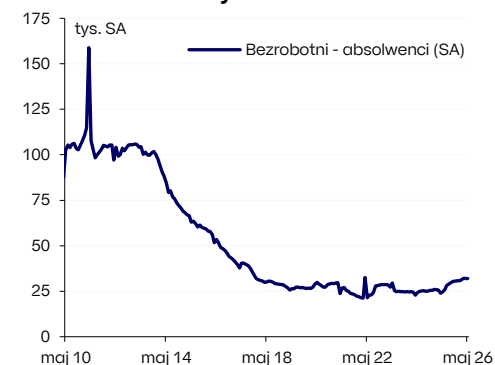
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Liczba bezrobotnych po zwolnieniu z przyczyn dotyczących zakładu pracy



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

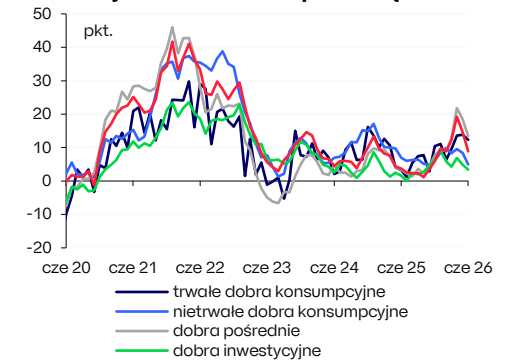
Liczba bezrobotnych absolwentów



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

- POL: Stopa bezrobocia rejestrowanego w maju obniżyła się do 5,9% z 6,0% w czerwcu, a oficjalne dane potwierdziły wstępną ocenę MRPIPS** Liczba bezrobotnych obniżyła się do 915,9 tys. z 934,3 tys., a skala miesięcznego spadku była porównywalna (minimalnie słabsza) do wzorca sezonowego dla maja w ostatnich latach. Liczba nowo zarejestrowanych bezrobotnych (po odsezonowaniu) spadła do ok. 95 tys., a liczba wyrejestrowań z bezrobocia pozostaje stabilna (również po odsezonowaniu) na poziomie ok. 89 tys. Odsezonowana stopa bezrobocia nie zmieniła się względem kwietnia i wyniosła 5,9% względem 5,7% na początku roku. Wzrost może wynikać z ograniczenia finansowania (o ok. połowę) programów aktywizacyjnych dla bezrobotnych, dzięki którym uzyskiwali oni dotowane zatrudnienie. **Jednocześnie dane wskazują na tylko niewielki wzrost bezrobocia w grupach wrażliwych** - odsezonowana liczba osób bezrobotnych po zwolnieniu z przyczyn dotyczących zakładu pracy w maju wyniosła ok. 39,8 tys., co oznacza niewielki wzrost względem minimum na poziomie ok. 32 tys. z przełomu 2023 i 2024. Pewnym negatywnym sygnałem może być wzrost względem poprzedniego roku liczby bezrobotnych absolwentów – wg danych odsezonowanych w maju takich osób było ok. 32 tys. względem ok. 25 tys. przed czerwcem 2025, kiedy weszła w życie reforma rynku pracy. Uważamy, że za wzrost liczby bezrobotnych absolwentów w ograniczonym zakresie mogą odpowiadać procesy takie jak rozwój AI (i mniejszy popyt na stanowiska juniorskie) lub problemy niektórych centrów usług wspólnych, a w większej mierze jest to wynik reformy urzędów pracy – w tym możliwości rejestrowania się jako bezrobotny w miejscu zamieszkania, a nie zameldowania.
- POL: Oczekiwania cenowe przedsiębiorstw w czerwcu spadły do poziomu z lutego 2026, a więc sprzed wybuchu wojny na Bliskim Wschodzie.** Czerwiec był więc drugim z rzędu miesiącem z odwrotem oczekiwań cenowych. W ciągu miesiąca wskaźniki oczekiwań cenowych spadły we wszystkich ugrupowaniach przemysłowych, najsilniej wśród producentów energii, a w dalszej kolejności dóbr pośrednich. W ujęciu branżowym najsilniejsze spadki dotyczyły branży tworzyw sztucznych, naftowej oraz odzieżowej. To kolejne dane wskazujące na brak istotnych inflacyjnych efektów drugiej rundy i ograniczoną możliwość przerzucania przez firmy wyższych kosztów (wynikających z cen energii) na odbiorców.
- POL: Ministerstwo finansów opublikowało projekty ustaw podwyższające stawki akcyzy na alkohol i opłaty cukrowej.** W projekcie ustawy zapisano, że na 2027 przewiduje się wzrost stawek akcyzy na alkohol o ok. 15% względem obecnie uregulowanych poziomów. W przypadku wejścia w życie ustawy wpływy z tego tytułu sięgną 1,8 mld PLN, z czego 1,4 mld PLN miałyby być przeznaczone na NFZ. Podwyżka opłaty cukrowej miałyby przynieść 1,5 mld PLN dodatkowych wpływów. W ubiegłym roku prezydent K.Nawrocki zawetował ustawy podwyższającą stawki akcyzy na alkohol oraz stawki opłaty cukrowej.
- POL: Zgodnie z najnowszą Ankiętą Makroekonomiczną NBP** przeprowadzaną wśród analityków, średnioroczna inflacja CPI w 2026 ma wynieść 3%, a w kolejnych latach odpowiednio 2,7% i 2,6%. Implikowane prawdopodobieństwo, że inflacja będzie przekraczała 3,5% wynosi w każdym z opisywanych lat ok. 30%. Średnioroczna dynamika PKB ma spowolnić z 3,5% w 2026 do 3,0% w 2027 i 2,9% w 2028. Ankietowani ekonomiści oczekują stabilizacji stóp procentowych w 2026 i 2027 przy obniżce o 25pb w 2028 (mediana prognoz centralnych). Występuje jednak dość duża rozbieżność prognoz na lata 2027 i 2028 – w 2027 prognozy centralne plasują się od 3% do 4%, a w 2028 między 2,5% a 4%. Prognozy do ankiety były zbierane od 3 do 17 czerwca.
- POL: Rada Nadzorcza ZUS, na wniosek ministra MRPIPS, pozytywnie** zaopiniowała kandydaturę L.Laski na nowego prezesa ZUS. L.Laska jest dyrektorem generalnym MRPIPS i dotychczasowym przewodniczącym RN ZUS.

Przewidywania cenowe przedsiębiorstw

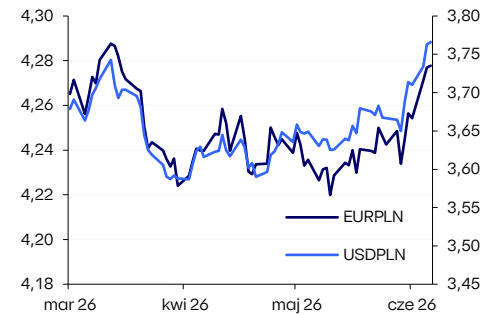


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W środę złoty marginalnie osłabił się wobec euro w okolicie 4,2850 na EURPLN oraz nieco mocniej wobec dolara, w pobliżu 3,77 na USDPLN. Na bazowych rynkach FX dolar się umocnił, a kurs EURUSD spadł w okolicie 1,1360.
- Osłabienie złotego nastąpiło w niekorzystnym otoczeniu zewnętrznym, przede wszystkim pod wpływem szóstego z rzędu dnia aprecjacji amerykańskiego dolara, ujemnie skorelowanego z siłą walut EM. **Indeks DXY osiągnął 13-miesięczne maksimum wobec koszyka głównych walut zbliżając się podczas sesji do 102 pkt.** Dodatkowo krajowej walucie ciążyła wyraźnie spadkowa sesja na GPW, którą indeks WIG zakończył 2% stratą. W rezultacie **kurs EURPLN zbliżył się do istotnej strefy średnioterminowych oporów rozciągającej się między 4,29 a 4,3050, a USDPLN kontynuował wybicie ponad strefę oporu 3,7350—3,7550.** Bliski konsensusowi odczyt indeksu instytutu Ifo, obrazujący nastroje wśród niemieckich przedsiębiorców, nie miał zauważalnego wpływu na notowania euro, a kurs EURUSD pogłębił spadek poniżej technicznego wsparcia w okolicy 1,14.
- W czwartek uwagę inwestorów przyciągnie pakiet danych z USA, w tym finalny odczyt PKB za 1q26 oraz majowe odczyty inflacji PCE. To właśnie ta miara amerykańskiej inflacji, bacznie obserwowana zarówno przez uczestników rynku, jak i decydentów z Fed, może zaważyć na bieżącym trendzie dolara. **W naszej ocenie rynek w dużym stopniu zdyskontował już oczekiwany wzrost PCE powyżej 4%,** co przy solidnym rynku pracy wspierałoby rynkowe wyceny podwyżek stóp Fed w 2h26. Stąd, **przy braku negatywnego zaskoczenia w postaci inflacji wyższej od oczekiwań widzimy potencjał do odreagowania na mocno już wyprzedanym EURUSD i powrotu kursu powyżej 1,14.** W takim scenariuszu kurs USDPLN mógłby cofnąć się nieco poniżej 3,7550. Spadek presji na umocnienie dolara mógłby też pośrednio wesprzeć złotego wobec euro, kierując kurs EURPLN w pobliżu 4,28 lub nieco niżej.
- W środę rentowności obligacji skarbowych Niemiec zniżkowały o 2-5pb, a tych z USA spadły o 5-9pb. **Dochodowości krajowych SPW spadły natomiast w zakresie 2-4pb.**
- Pomimo częściowego uspokojenia nastrojów na azjatyckich i europejskich rynkach akcji, w USA główne indeksy ponownie poszły w dół, więc popyt na bezpieczne aktywa utrzymywał się. Korzystały na tym m.in. obligacje skarbowe, a **spadki ich rentowności wspierały zniżkujące wyraźnie ceny ropy naftowej po tym, jak na rynku pojawiły się sygnały nadpodaży surowca,** co jest skutkiem wzmożonego przepływu tankowców przez cieśninę Ormuz. W wyniku tego czynnika **oczekiwania inflacyjne w Stanach Zjednoczonych i Europie kontynuowały spadki, a te krótkoterminowe z USA znalazły się na poziomie 2,09%,** wyraźnie niższym względem okresu tuż przed rozpoczęciem wojny na Bliskim Wschodzie. Warto jednak dodać, że rynkowe wyceny ścieżki stóp Fed nadal zakładają ich podwyżkę o ponad 25pb do końca br. Na krajowym rynku FI wydarzeniem dnia była ostatnia w czerwcu aukcja regularna, na której **Ministerstwo Finansów uplasowało całą pulę oferowanych obligacji (12 mld zł) przy popycie przekraczającym 15 mld zł.**
- W czwartek uwaga inwestorów skupi się na odczytach makro z USA, głównie na danych o inflacji PCE, która według prognoz ekonomistów dla podstawowej jej miary wzrosła w maju do 4,1% r/r z 3,8% r/r w kwietniu oraz do 3,4% r/r z 3,3% r/r dla bazowej PCE. W naszej opinii dane te co najmniej w krótkim terminie mogą mieć istotny wpływ na nastroje na globalnych rynkach FI. **Każde wyraźne zaskoczenie po stronie niższej inflacji (szczególnie bazowej) mogłoby rozpocząć proces wycofywania się inwestorów z wycen zaostżenia polityki pieniężnej Fed.** To miałyby spory wpływ szczególnie na krótki koniec amerykańskiej krzywej, gdzie rentowności obligacji 2-letnich znajdują się na 4,15%, czyli w pobliżu rocznych maksimów.

Waluty



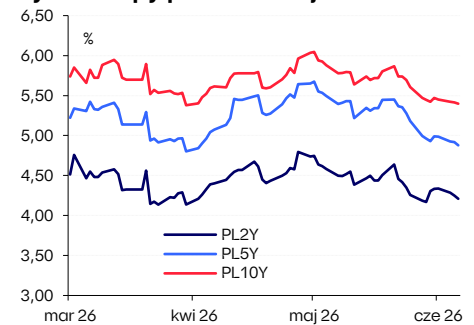
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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

* w trakcie rewizji
Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



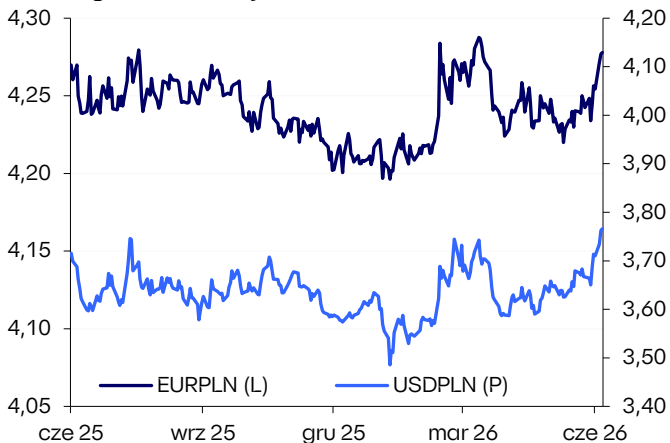
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji*

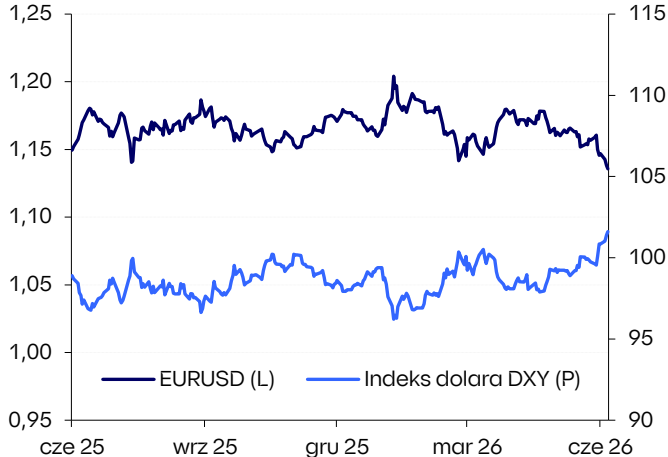
Tenor	2q26	3q26
PL1Y	3,85	3,82
PL2Y	4,35	4,25
PL5Y	5,00	4,90
PL10Y	5,60	5,30

* w trakcie rewizji
Źródło: PKO Bank Polski.

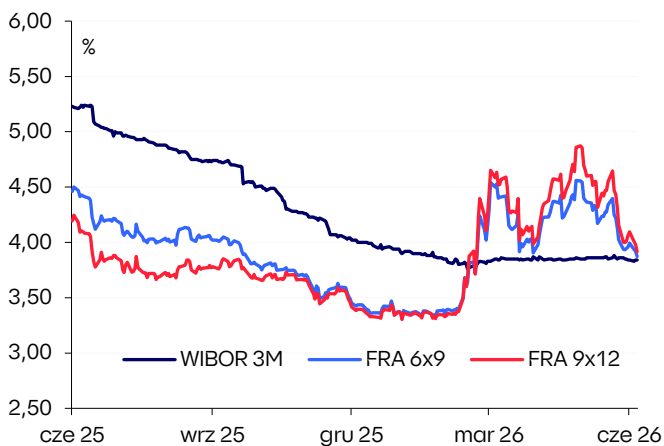
PLN vs główne waluty



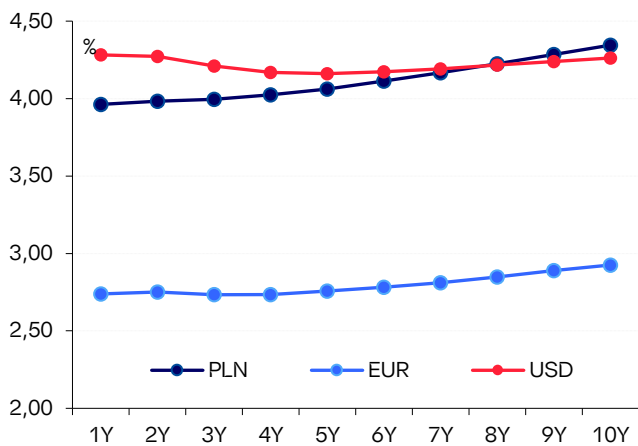
Notowania USD



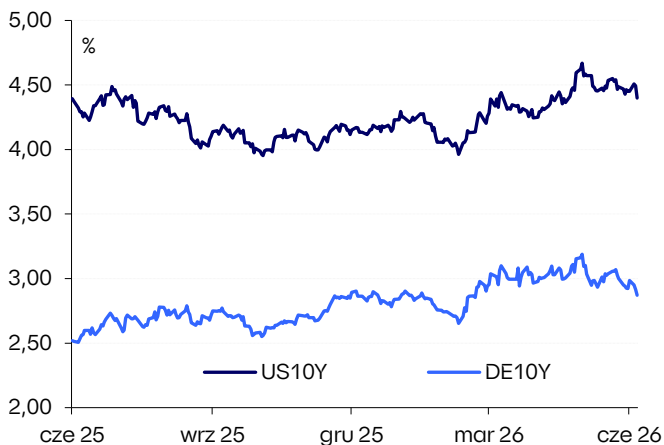
Krótkoterminowe stopy procentowe



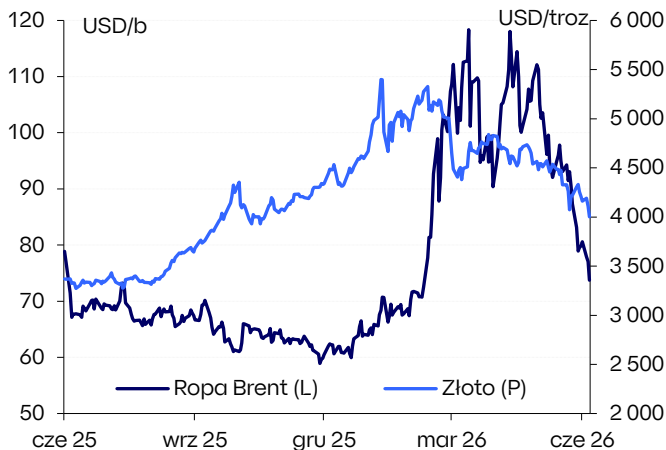
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 19 czerwca						
GER: Inflacja PPI (maj)	8:00	% r/r	1,7	2,5	--	2,2
POL: Produkcja przemysłowa (maj)	9:30	% r/r	2,9	2,5	2,2	4,1
Poniedziałek, 22 czerwca						
POL: Sprzedaż detaliczna (maj)	9:30	% r/r	1,3	3,7	5,3	3,0
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (maj)	9:30	% r/r	5,4	6,0	6,4	5,8
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (maj)	9:30	% r/r	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
POL: Inflacja PPI (maj)	9:30	% r/r	2,1	2,5	2,7	2,4
POL: Produkcja budowlano-montażowa (maj)	9:30	% r/r	4,5	4,2	3,4	3,9
EUR: Koniunktura konsumencka (cze., wst.)	16:00	pkt.	-19,0	-18,0	--	-17,7
Wtorek, 23 czerwca						
GER: PMI w przetwórstwie (cze., wst.)	9:30	pkt.	50,1	50,3	--	50,0
GER: PMI w usługach (cze., wst.)	9:30	pkt.	48,1	49,0	--	46,8
EUR: PMI w przetwórstwie (cze., wst.)	10:00	pkt.	51,6	51,6	--	51,3
EUR: PMI w usługach (cze., wst.)	10:00	pkt.	47,7	48,6	--	48,9
POL: Podaż pieniądza M3 (maj)	14:00	% r/r	11,3	11,3	11,3	11,0
HUN: Posiedzenie MNB (.)	14:00	%	6,25	6,00	6,00	6,00
USA: PMI w przetwórstwie (cze., wst.)	15:45	pkt.	55,1	54,5	--	55,7
Środa, 24 czerwca						
POL: Stopa bezrobocia (maj)	9:30	%	6,0	5,9	5,9	5,9
GER: Indeks Ifo (cze.)	10:00	pkt.	85,0	85,5	--	85,6
USA: Saldo rachunku obrotów bieżących (1q)	14:30	mld USD	-221,1	-208,8	--	-226,8
USA: Sprzedaż nowych domów (maj)	16:00	tys.	626	640	--	580
USA: Pozwolenia na budowę (maj, rew.)	--	mln	1,423	1,418	--	1,41
Czwartek, 25 czerwca						
HUN: Stopa bezrobocia (maj)	8:30	%	4,5	4,5	--	--
USA: Dochody Amerykanów (maj)	14:30	% m/m	0,0	0,4	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (maj)	14:30	% m/m	0,5	0,6	--	--
USA: Deflator PCE (maj)	14:30	% r/r	3,8	4,1	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (maj)	14:30	% r/r	3,3	3,4	--	--
USA: Wzrost PKB (1q)	14:30	%q/q saar	0,5	1,7	--	--
USA: Konsumpcja prywatna (1q)	14:30	%q/q saar	1,9	1,4	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys	226	225	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (maj, wst.)	14:30	% m/m	8,0	-4,9	--	--
Piątek, 26 czerwca						
HUN: Saldo rachunku obrotów bieżących (1q)	8:30	mld EUR	321	215	--	--
USA: Bilans handlowy (maj)	14:30	mld USD	-82,4	-85,1	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (cze., rew.)	16:00	pkt.	44,8	50,0	--	--

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 (Kierowniczka)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
dr Anna Sznajderska	anna.sznajderska@pkobp.pl	722 050 645
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Biuro Strategii Rynkowych

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

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego?

Zapisz się: centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja

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

[X @PKO_Research](#)



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

Informacje i zastrzeżenia:

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