

Weť za weť

- Ponowna eskalacja napięć geopolitycznych na Bliskim Wschodzie coraz wyraźniej wpływa na rynki finansowe.** Początek tygodnia przynosi wzrost cen ropy, spadki na giełdach oraz – przez wyższe oczekiwania inflacyjne – wywierać będzie zapewne presję na wzrost rentowności obligacji skarbowych. Na rynku FX zmiany są umiarkowane, jednak umocnienie dolara i globalna awersja do ryzyka podbijają kurs USDPLN w okolice maksimów z ubiegłego tygodnia. **W tym tygodniu nastroje i kierunek rynkowych trendów będą zależać przede wszystkim od rozwoju sytuacji na Bliskim Wschodzie oraz oczekiwań dotyczących ścieżki stóp Fed, na co wpłyną m.in. czerwcowe dane o inflacji w USA oraz wystąpienie szefa Fed przed Kongresem.** Ważny dla nastrojów rynkowych będzie też początek sezonu wyników amerykańskich spółek za 2q26 (we wtorek poznamy wyniki 5 dużych amerykańskich banków). W naszej opinii najbardziej dynamiczna faza wzrostów EURPLN i USDPLN jest już za nami, choć w perspektywie kilkunastu dni możliwe są nowe maksima, zwłaszcza na USDPLN. Na krajowym rynku FI dostrzegamy przestrzeń do spadku rentowności obligacji skarbowych, pod warunkiem braku dalszej eskalacji w Zatoce Perskiej.
- Globalnie w centrum uwagi pozostanie sytuacja na Bliskim Wschodzie.** Chociaż w ubiegłym tygodniu nastąpiła wielokrotna wymiana ognia pomiędzy USA i Iranem, a prezydent D.Trump powiedział, że rozejm przestał obowiązywać, to nadal trwały techniczne rozmowy na temat ostatecznej umowy. **Wśród danych makro istotne będą dane o inflacji, w szczególności czerwcowy CPI z USA (wt.),** z oczekiwanym spadkiem poniżej 4,0% r/r, przy niższych cenach energii. **W USA odbędzie się też pierwsze przesłuchanie nowego prezesa Fed przed Kongresem (wt. i śr.).** Ostateczne dane ze strefy euro (pt.), prawdopodobnie potwierdzą, że inflacja HICP w czerwcu obniżyła się do 2,8% r/r. Ciekawe będą też dane nt. **chińskiego PKB za 2q26 (śr.),** które pokażą wpływ szoku paliwowego na największą azjatycką gospodarkę.
- W kraju w środę prawdopodobnie otrzymamy potwierdzenie, że inflacja CPI w czerwcu obniżyła się do poziomu celu 2,5%,** a publikowana w czwartek inflacja bazowa pokaże spadek do 3,0% r/r. Krajowe (i regionalne) dane o bilansie płatniczym w maju pokażą jaki wpływ na równowagę zewnętrzną miał wzrost cen surowców energetycznych – oczekujemy utrzymania się deficytu na poziomie 0,9% PKB.

Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

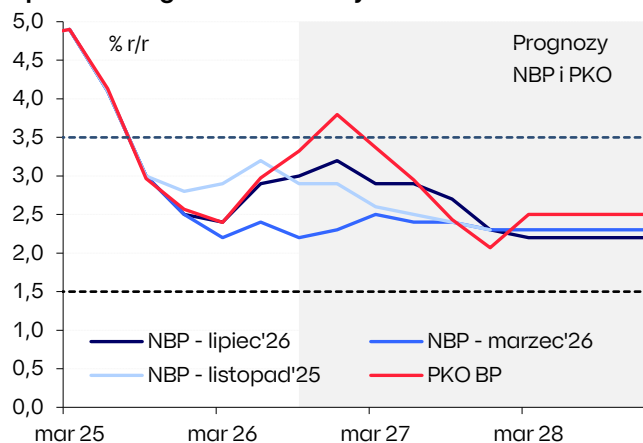
[@PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość 2026-07-10	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	142 199	2,0
STOXX Europe 600	641	0,0
S&P500	7 575	0,4
Waluty:		
EURPLN	4,32	-0,2
USDPLN	3,79	0,0
CHFPLN	4,68	-0,1
EURUSD	1,14	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	3,98	1
PL5Y	4,78	-3
PL10Y	5,34	-2
DE10Y	3,03	-2
US10Y	4,57	3
Surowce:		
Ropa Brent	76	-0,4
Złoto	4120	0,0

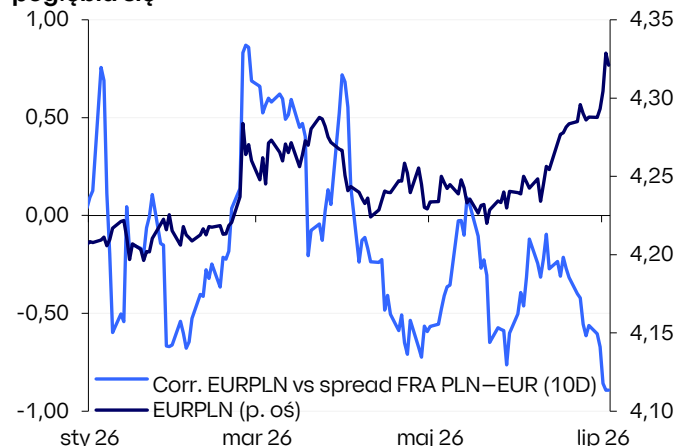
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

Według NBP inflacja CPI do 2028 pozostanie w ramach dopuszczalnego zakresu odchyleń od celu.



Źródło: NBP, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

Od połowy czerwca 2026 ujemna korelacja kursu EURPLN z wycenianym przez rynki spreadem stóp NBP vs EBC pogłębia się



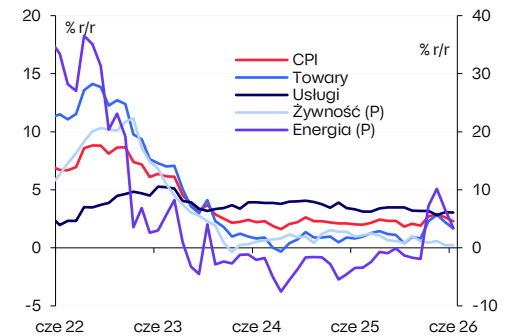
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **ŚWIAT:** Iran ogłosił, że morską przeprawa przez cieśninę Ormuz została zamknięta, bo Stany Zjednoczone łamią jeden z zapisów porozumienia odnoszący się do nierozmieszczania przez USA dodatkowych sił w regionie. Z kolei prezydent USA D.Trump oświadczył w niedzielę, że wbrew deklaracjom Iranu cieśnina Ormuz pozostaje otwarta dla statków handlowych oraz stwierdził, że Irańczycy w sobotę „zgodzili się na układ”, a następnie zaatakowali statki w cieśninie. Przez weekend wzajemne ataki eskalowały – USA podały, że w niedzielę zaatakowano 140 celów na terytorium Iranu. Iran z kolei odpowiedział atakami na bazy wojskowe USA oraz ich sprzymierzeńców w regionie (m.in. na Zjednoczone Emiraty Arabskie, Katar, Kuwejt, Oman i Bahrajn). Katar, który jest mediatorem między USA i Iranem nie był atakowany przez Iran od kwietnia, a Zjednoczone Emiraty Arabskie od maja.
- **GER:** Ostateczne dane potwierdziły, że inflacja CPI w czerwcu spadła do 2,3% r/r z 2,6% r/r w maju, a inflacja HICP obniżyła się do 2,4% r/r z 2,7% r/r miesiąc wcześniej. W czerwcu głównym czynnikiem dezinflacyjnym były szeroko rozumiane ceny energii, których wzrost spowolnił do 3,4% r/r z 6,6% r/r w maju. Do 0,6% r/r z 0,7% r/r wyhamował z kolei wzrost cen żywności i napojów. W rezultacie dynamika cen towarów spadła do 1,7% r/r z 2,2% r/r miesiąc wcześniej, podczas gdy wzrost cen usług utrzymał się na majowym poziomie 3,1% r/r. Czerwcowe dane potwierdziły przejściowy charakter szoku energetycznego – inflacja jest obecnie najniższa od lutego, kiedy wynosiła 1,9% r/r.
- **CZE:** Inflacja CPI w czerwcu została potwierdzona na poziomie 1,5% r/r wobec 2,1% r/r w maju. Silniejsze od oczekiwań hamowanie wzrostu cen w minionym miesiącu było spowodowane przez ceny żywności (-0,6pp) oraz paliw. Inflacja bazowa obniżyła się do 2,8% r/r z 2,9% r/r w maju, odzwierciedlając lekkie spowolnienie wzrostu cen usług bazowych (o 0,1pp do 4,5% r/r). Czerwcową CPI była wyraźnie niższa niż oczekiwania z wiosennej prognozy banku centralnego. CNB oczekuje, że w drugiej połowie roku inflacja będzie się kształtowała blisko 2,0% r/r, a pod koniec roku będzie minimalnie wyższa od tego poziomu. Podkreśla jednak, że ostatnia dezinflacja wynikała z czynników charakteryzujących się dużą zmiennością i nie można na niej polegać w średnim terminie. To sugeruje utrzymanie skrajnie ostrożnej postawy władz monetarnych, które niedawno podniosły stopy procentowe o 25pb, do 3,75%.
- **UKR:** Prezydent W.Zełeński zapowiedział dymisję premierki J.Swrydenko i mające nastąpić później objęcie przez nią „ważnego kierunku współpracy z kluczowym partnerem”, co wg doniesień medialnych oznacza stanowisko ambasadora Ukrainy w USA. Niedługo później J.Swrydenko oświadczyła, że ustępuje ze stanowiska. Prezydent ogłosił, że zmiany kadrowe są niezbędne w rządzie i organach ścigania. Wśród potencjalnych następców na stanowisku premiera wymienia się jej poprzednika, obecnego ministra energetyki D.Szmyhala, ministra obrony M.Fedorowa, prezesa Naftohazu S.Koreckiego lub mera Charkowa I.Terechowa.
- **USA:** Wpływowy republikański senator L.Graham zmarł w wyniku nagłej choroby, tuż po powrocie z Ukrainy. Był przewodniczącym senackiej komisji budżetowej oraz jednym z najważniejszych stronników prezydenta D.Trumpa. W polityce zagranicznej reprezentował zdecydowane stanowiska proukraińskie i antyrosyjskie, wspierał Izrael oraz popierał rozpoczętą przez USA wojnę z Iranem.

WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL:** Lipcowa [projekcja NBP](#) wskazała, że inflacja w horyzoncie prognostycznym (do końca 2028) powinna pozostać w przedziale dopuszczalnych odchyień od celu (1,5-3,5%). W 2026 inflacja CPI ma średnio wynieść 2,9% (0,6pp więcej niż wskazywała projekcja marcowa, która nie uwzględniała jeszcze wpływu wojny na Bliskim Wschodzie), a w kolejnych latach wyniesie 2,7% i 2,2%. Projekcja wskazuje na stabilizację inflacji CPI

Inflacja CPI w Niemczech

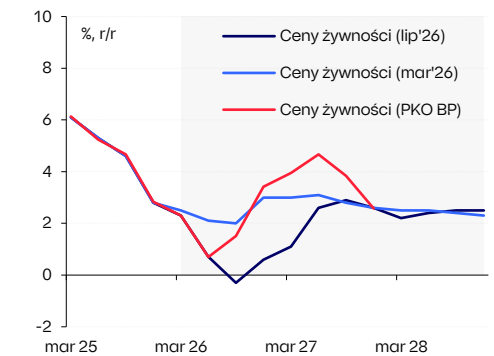


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

i ograniczone ryzyko jej trwałego wzrostu. **Prognoza inflacji na 2026 jest o 0,3pp niższa od naszej (3,2%), co przede wszystkim wynika z odmiennych założeń co do ścieżki cen żywności** – my zakładamy, że niekorzystne warunki atmosferyczne (susze i przymrozki) już w najbliższych miesiącach skutkować będą wzrostem cen żywności, podczas gdy NBP oczekuje kontynuacji korzystnych tendencji i tylko nieznacznego wzrostu cen w 2027 za sprawą opóźnionych efektów wyższych cen nawozów. Prognoza inflacji bazowej (w 2026 i 2027: 3,0%) oraz założenia co do cen surowców energetycznych nie różnią się istotnie od naszych. **Brak fundamentalnej presji inflacyjnej to m.in. efekt oczekiwanej normalizacji na rynku pracy.** W prezentacji ekonomiści NBP wskazywali, że dotychczasowy wzrost inflacji bazowej między lutym a majem był ograniczony do wąskiej grupy towarów, co wskazuje na brak efektów drugiej rundy po szoku naftowym. NBP oczekuje wyhamowania dynamiki wynagrodzeń w gospodarce do 6,4% w 2026, 5,8% w 2027 i 5,5% w 2028 – my zakładamy nieznacznie niższą dynamikę w 2027. **Prognozy wzrostu gospodarczego NBP są zbliżone do naszych. NBP oczekuje wzrostu PKB o 3,7% w 2026 (PKOe: 3,5%), ze względu na kumulację absorpcji środków unijnych, przy odporności na szoki zewnętrzne, a następnie spowolnienia wzrostu do 2,9% w 2027 (PKOe: 2,8%)** ze względu na spadek wykorzystania środków unijnych. NBP jest nieco mniej optymistyczny niż my pod względem ścieżki inwestycji w 2026: ekonomiści banku centralnego oczekują wzrostu inwestycji o 7,1%, my o 10,0%. Prognoza NBP uwzględnia dane opublikowane do 17 czerwca (*cut-off-date*), w tym wygaszenie programu CPN z końcem czerwca. NBP trafnie przewidywał w projekcji również spadek inflacji w czerwcu (dane opublikowane 30.06), co sprawia, że projekcja w punkcie startu pozostaje aktualna – w przeciwieństwie do kilku poprzednich, które szybko dezaktualizowały się m.in. ze względu na wybuch wojny na Bliskim Wschodzie lub znaczną rewizję wag w koszyku inflacyjnym. W naszej ocenie wyniki projekcji pozostają spójne z możliwością ostrożnego łagodzenia polityki pieniężnej w perspektywie kilku kwartałów. **Jednocześnie uważamy, że projekcja może się okazać zbyt optymistyczna pod względem cen żywności, co skutkowałoby nieco wyższą ścieżką inflacji w bliskim horyzoncie.** Mimo tego, scenariusz makroekonomiczny prezentowany przez bank centralny jest kierunkowo spójny z naszym.

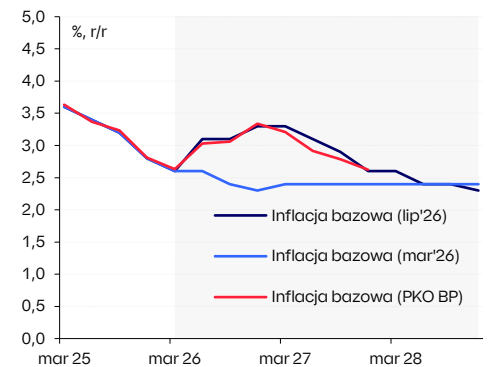
- **POL:** Członkowie RPP nie wykluczają całkowicie obniżki stóp „po wakacjach”, jednak są w tej kwestii znacznie bardziej ostrożni niż Prezes NBP. H.Wnorowski ocenił, że dyskusje na temat obniżek stóp są obecnie seminaryjne. Jego zdaniem, nawet w niedawnej wypowiedzi Prezesa A.Głapińskiego, było sporo zastrzeżeń i założeń. Generalnie, w perspektywie września, te założenia mogą się nie spełnić, mogą pojawić się inne. Według członka RPP mówienie teraz o obniżkach jest przedwczesne i miałoby olbrzymi kłopot, żeby taki wniosek poprzeć. Jeśli jednak obniżka byłaby możliwa w tym roku, to na pewno nie więcej niż jedna. **L.Kotecki uważa natomiast, że lipcowa projekcja zamyka dyskusję o jakichkolwiek podwyżkach stóp. Jego zdaniem jest za wcześnie, żeby deklarować poparcie czy brak poparcia dla ewentualnego wniosku o obniżkę stóp po wakacjach.** Ważne jakie dane napłyną do września, a kluczowe znaczenie dla decyzji będzie miało to, czy inflacja ukształtuje się poniżej ścieżki z projekcji. L.Kotecki zgodził się jednak z oceną A.Głapińskiego, że Rada jest gołębia.
- **POL:** [Minutes](#) z przedostatniego, czerwcowego posiedzenia RPP pokazały, że Rada oceniła wówczas perspektywy inflacji jako mocno niepewne, nawet w krótkim okresie. Jednocześnie wskazywano, że skala szoku surowcowego jest znacznie mniejsza w 2022, a płace dalej stopniowo hamują.

Dynamika cen żywności wg NBP i PKO BP



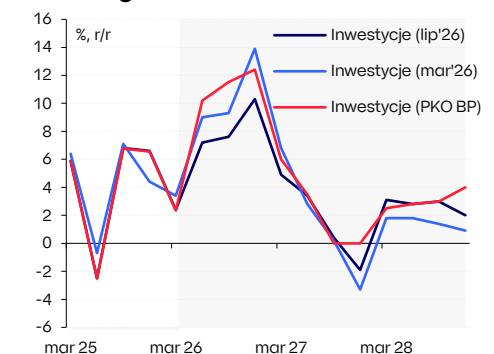
Źródło: Macrobond, NBP PKO Bank Polski.

Dynamika inflacji bazowej wg NBP i PKO BP



Źródło: Macrobond, NBP PKO Bank Polski.

Dynamika nakładów brutto na środki trwałe wg NBP i PKO BP

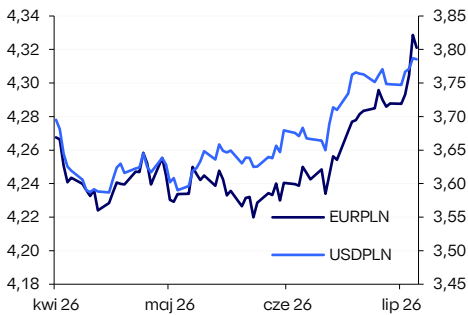


Źródło: Macrobond, NBP PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- Złoty w minionym tygodniu osłabił się, kurs EURPLN wzrósł do 4,33, a USDPLN w okolice 3,79. Na rynkach bazowych EURUSD zakończył tydzień na 1,1420.
- Główną przyczyną deprecjacji złotego było, w naszej ocenie, zawężenie wycenianego przez rynek spreadu stóp procentowych między Polską a strefą euro i USA. Wynikało ono z rosnącej dywergencji oczekiwań dotyczących polityki pieniężnej NBP względem EBC i Fed w horyzoncie najbliższego roku. W efekcie spadła atrakcyjność złotego w strategiach carry. Tendencję tę wzmocnił gołębi odbiór konferencji Prezesa NBP, po której EURPLN wybił się górą ze średnioterminowego trendu bocznego, a USDPLN z lokalnej konsolidacji. Na rynkach bazowych kursy (indeks dolara, EURUSD) poruszały się w wąskim zakresie, reagując głównie na geopolitykę i notowania ropy, przy utrzymującym się oczekiwaniu na kolejne sygnały dotyczące inflacji oraz przyszłej polityki głównych banków centralnych.
- Bez obniżenia oczekiwań na podwyżki stóp EBC i Fed (ich spadek jest naszym scenariuszem bazowym na bieżący kwartał) lub bez wycofania się rynku z wyceny obniżki stóp NBP w tym roku, trudno oczekiwać trwałego odwrócenia wzrostowych tendencji na EURPLN i USDPLN. W tym kontekście istotne będą publikacje czerwcowej inflacji z USA, zaplanowane na wtorek i środę. **Warto przy tym zauważyć, że główne pary z PLN nie dotarły jeszcze do kluczowych z punktu widzenia trendu poziomów, a te widzimy bliżej 4,38 dla EURPLN i powyżej 3,85 dla USDPLN. Naszym zdaniem jednak najbardziej dynamiczna faza krótkoterminowego trendu wzrostowego EURPLN jest już za nami, a w pierwszej połowie tygodnia widzimy szansę na korektę w stronę 4,30–4,31 jeśli sytuacja na Bliskim Wschodzie nie będzie eskalować. Nie wykluczamy jednak, że lokalny szczyt na EURPLN ukształtuje się powyżej poziomów z minionego piątku. W przypadku USDPLN w horyzoncie tygodnia widzimy ryzyko dalszego wzrostu jego kurs, a najbliższy techniczny opór znajduje się przy 3,8250.**
- Na krajowym rynku stopy procentowej tydzień przyniósł wysoką zmienność i wystromienie się krzywych dochodowości. Rentowności krótkoterminowych papierów spadły, a długoterminowych wzrosły. W efekcie spread 2Y10Y rozszerzył się o blisko 10pb.
- **W obecnym tygodniu oczekujemy spadku rentowności 2-letnich obligacji do 3,95%, a 10-letnich do 4,25%. Przemawia za tym perspektywa nasilających się oczekiwań na obniżki stóp NBP.** Taki scenariusz zasygnalizował prezes NBP A. Głapiński, ale jest on też wspierany przez poprawę otoczenia rynkowego. Silnie spadły ceny ropy naftowej, w ślad za nimi inflacja i oczekiwania inflacyjne, a prognozy wzrostu gospodarczego na świecie korygowane są w dół. Biorąc to pod uwagę i zakładając, że rynek nie w pełni wycenia skalę potencjalnego luzowania polityki pieniężnej krzywe dochodowości mają przestrzeń do spadku. Instrumenty pochodne wyceniają spadek stopy referencyjnej NBP w okresie 2026-2027 o 25pb do 3,5%. Naszym zdaniem rynek może przesunąć się w kierunku cięcia stóp w łącznej skali 50pb w 2027, a ten proces konwergencji do naszego scenariusza powinien postępować w kolejnych tygodniach. Publikacja inflacji bazowej w najbliższych dniach nie powinna mieć większego przełożenia na rynek. Proces spadku rentowności obligacji może hamować środowa aukcja MF (oferta między 7 a 13 mld PLN). Biorąc pod uwagę, że inwestorzy w lipcu z tytułu wykupu obligacji i wypłaty odsetek otrzymają blisko 57 mld PLN trudno przewidywać trudności z plasowaniem emisji na rynku pierwotnym. Podobnie jak w Polsce, w Stanach Zjednoczonych możemy również obserwować rosnące przekonanie inwestorów, że Fed zmieni na bardziej łagodne swoje nastawienie w polityce pieniężnej. W najbliższych dniach powinna w tym pomóc publikacja czerwcowej inflacji w USA, która zapewne pokaże istotny spadek w relacji do maja. To powinno wesprzeć wyceny obligacji na rynku globalnym.

Waluty



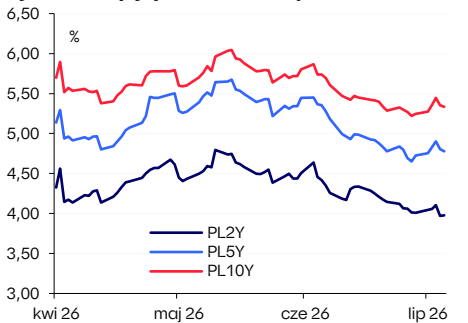
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

Para	3q26	4q26
EURPLN	4,27	4,28
USDPLN	3,71	3,66
CHFPLN	4,59	4,51
EURUSD	1,15	1,17
EURCHF	0,93	0,95

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



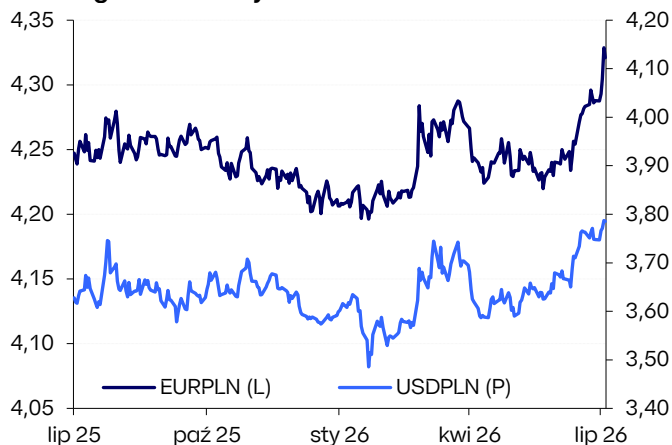
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

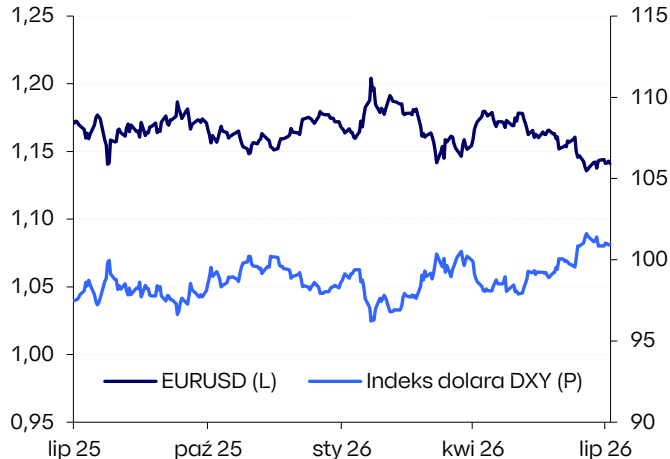
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,74	3,74
PL2Y	3,95	3,95
PL5Y	4,55	4,50
PL10Y	5,10	5,00

Źródło: PKO Bank Polski.

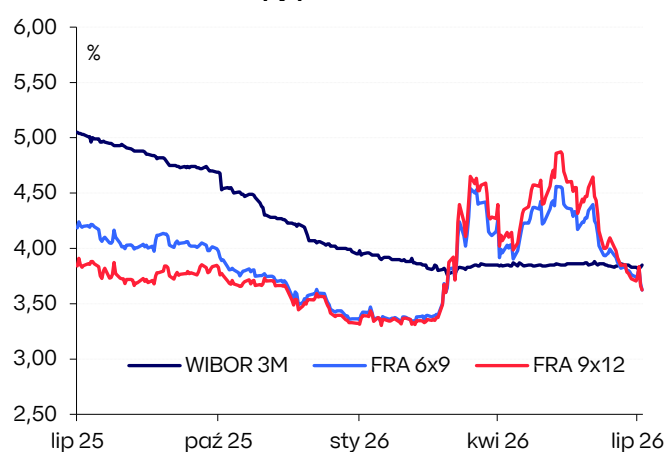
PLN vs główne waluty



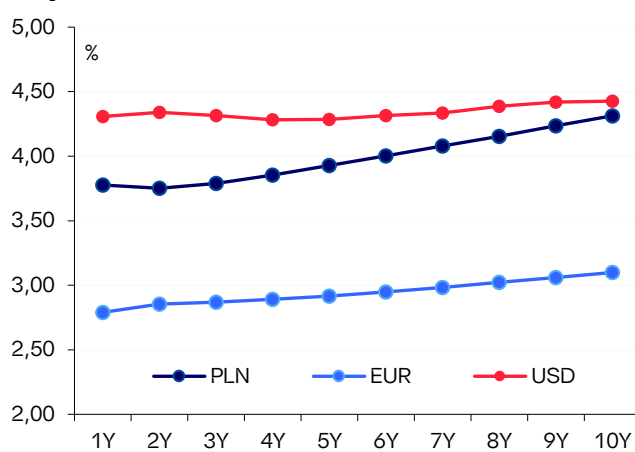
Notowania USD



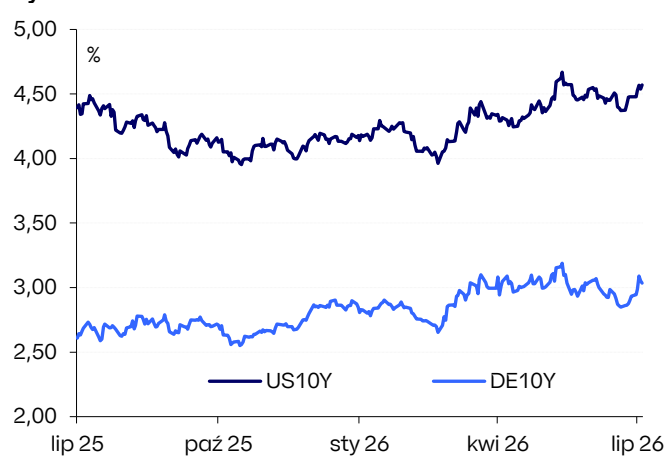
Krótkoterminowe stopy procentowe



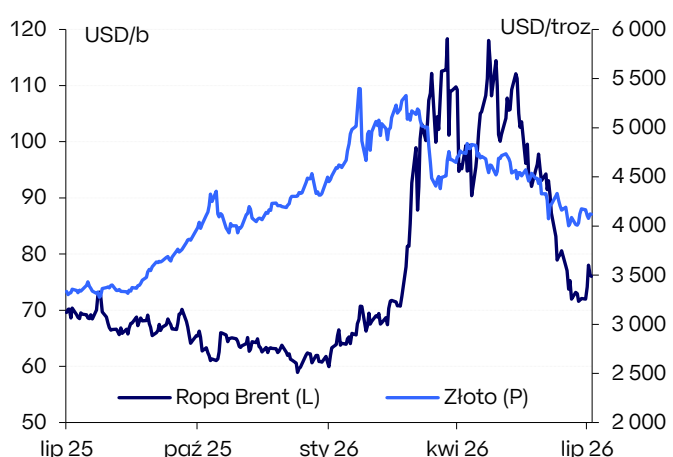
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 10 lipca						
GER: Inflacja CPI (cze., rew.)	8:00	% r/r	2,6	2,3	--	2,3
GER: Inflacja HICP (cze., rew.)	8:00	% r/r	2,7	2,4	--	2,4
CZE: Inflacja CPI (cze., rew.)	9:00	% r/r	2,1	1,5	1,5	1,5
Poniedziałek, 13 lipca						
ROM: Inflacja CPI (cze.)	8:00	% r/r	10,85	10,5	--	--
ROM: Wynagrodzenie (maj)	8:00	% r/r	3,5	--	--	--
Wtorek, 14 lipca						
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (maj)	10:00	mld CZK	1,18	-19,4	--	--
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (maj)	14:00	mIn EUR	-1558	-1569	-1228	--
POL: Eksport (maj)	14:00	% r/r	6,6	6,1	5,6	--
POL: Import (maj)	14:00	% r/r	7,8	7,5	8,2	--
USA: Inflacja CPI (cze.)	14:30	% r/r	4,2	3,9	--	--
USA: Inflacja bazowa (cze.)	14:30	% r/r	2,9	2,9	--	--
Środa, 15 lipca						
CHN: Wzrost PKB (2q)	4:00	% r/r	5,0	4,5	--	--
ROM: Produkcja przemysłowa (maj)	8:00	% r/r	-3,1	--	--	--
POL: Inflacja CPI (cze., rew.)	9:30	% r/r	3,1	2,5	2,5	--
EUR: Produkcja przemysłowa (maj)	11:00	% r/r	0,3	-0,4	--	--
USA: Inflacja PPI (cze.)	14:30	% r/r	6,5	6,2	--	--
ROM: Rachunek bieżący od początku roku (maj)	--	mld EUR	-7,98	--	--	--
Czwartek, 16 lipca						
EUR: Bilans handlowy (maj)	11:00	mld EUR	1,3	2,5	--	--
POL: Inflacja bazowa (cze.)	14:00	% r/r	3,1	3,1	3,0	--
USA: Sprzedaż detaliczna (cze.)	14:30	% m/m	0,9	0,3	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys	215	217	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (cze.)	14:30	%, m/m	0,8	-0,1	--	--
Piątek, 17 lipca						
EUR: Inflacja HICP (cze., rew.)	11:00	% r/r	3,2	2,8	--	--
EUR: Inflacja bazowa (cze., rew.)	11:00	% r/r	2,6	2,4	--	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (cze.)	14:30	mIn	1,177	1,32	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (cze., wst.)	14:30	mIn	1,41	1,408	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (cze.)	15:15	% m/m	0,1	0,2	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lip., wst.)	16:00	pkt.	49,5	51,3	--	--

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 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](#)



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 dolożył 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.