

Niższa inflacja w USA, ale tylko na chwilę?

- **Niższa od oczekiwań czerwcową inflacja w Stanach Zjednoczonych przełożyła się na spadek rentowności amerykańskich obligacji, osłabienie dolara oraz umocnienie złotego.** Poprawa nastrojów nie objęła jednak pozostałych rynków długu, którym wyraźnie ciążył wzrost cen surowców energetycznych. Wobec niemal pustego kalendarza publikacji makroekonomicznych w środę uwaga globalnych inwestorów koncentrować się będzie na sytuacji geopolitycznej. **W krótkim terminie nie można wykluczyć intensyfikacji działań powietrznych i morskich w rejonie Zatoki Perskiej, blokady cieśniny Ormuz oraz kolejnych starć o charakterze asymetrycznym. Realizacja takiego scenariusza sprzyjałaby utrzymaniu wysokich cen ropy i gazu, opóźniając odreagowanie na krajowym rynku długu oraz oczekiwane przez nas umocnienie złotego.** W nieco dłuższym horyzoncie dostrzegamy przestrzeń do spadku rentowności 2-letnich polskich obligacji poniżej 4,10%, a 10-letnich poniżej 5,40%. Kursy EURPLN i USDPLN mogą natomiast obniżyć się odpowiednio w kierunku 4,3050–4,31 oraz 3,75–3,76. Dodatkowo podczas dzisiejszej sesji umiarkowanie negatywny wpływ na krajowe wyceny papierów dłużnych może wywrzeć planowana aukcja obligacji.
- **Publikowane dziś dane będą miały raczej drugorzędne znaczenie, a kluczowe pozostaną doniesienia z Bliskiego Wschodu i stan żeglugi w cieśninie Ormuz. Wśród danych warto zwrócić uwagę na odczyt amerykańskiej inflacji PPI za czerwiec** – po wywołanym przez ceny energii okresie jej wzrostów, oczekiwane jest hamowanie rocznej dynamiki (kons: 6,2% r/r vs 6,5% r/r miesiąc wcześniej). Kolejna pozytywna niespodzianka (po wczorajszej CPI) mogłaby potencjalnie wpłynąć na spadek oczekiwań na podwyżki stóp Fed. W USA warto też zwrócić uwagę na **drugi dzień przesłuchań K. Warsha**, tym razem przed Senatem. Dodatkowo, **opublikowane zostaną dane o produkcji przemysłowej w strefie euro za maj** – po wygaśnięciu efektu *frontloadingu* z początku roku możliwy jest jej spadek w ujęciu rocznym.
- **W kraju najważniejszą publikacją będzie rewizja inflacji CPI za czerwiec** – wstępny odczyt wskazał na jej spadek do 2,5% r/r z 3,1% r/r w maju. Pełne dane ujawnią, które kategorie koszyka CPI stoją za niespodzianką, która przyczyniła się do rozpoczęcia dyskusji o obniżkach stóp w tym roku.

Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

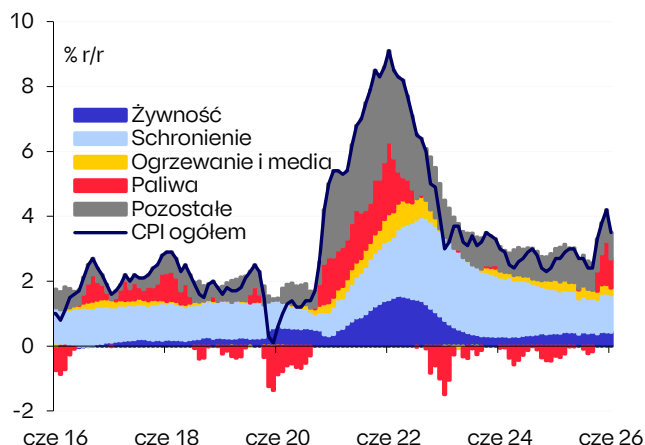
[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość 2026-07-14	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	143 780	0,9
STOXX Europe 600	642	0,2
S&P500	7 544	0,4
Waluty:		
EURPLN	4,32	-0,1
USDPLN	3,79	-0,5
CHFPLN	4,68	0,1
EURUSD	1,14	0,3
Obligacje:		
PL2Y	4,10	5
PL5Y	4,92	5
PL10Y	5,46	4
DE10Y	3,07	0
US10Y	4,59	-3
Surowce:		
Ropa Brent	85	1,7
Złoto	4054	1,3

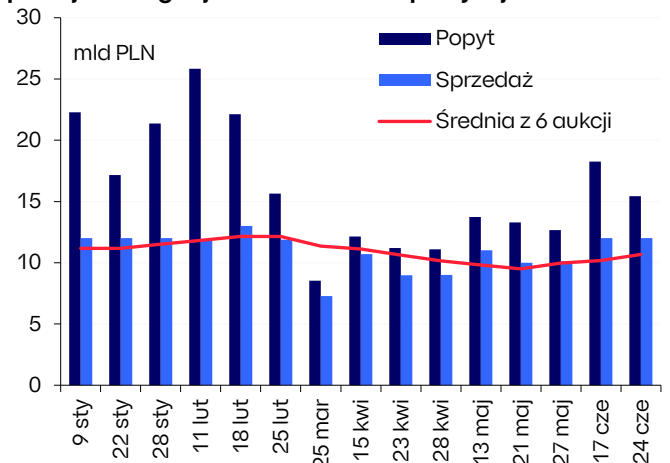
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski
(zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

Inflacja CPI w USA za czerwiec pozytywnie zaskakuje, ale nie oznacza to końca problemów



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

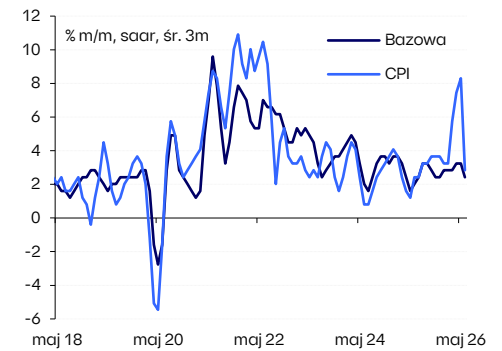
Na aukcjach regularnych Ministerstwo Finansów od maja plasuje obligacje o wartości powyżej 10 mld PLN



WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

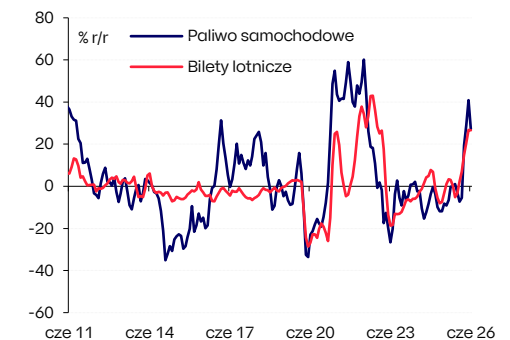
- **ŚWIAT:** D.Trump wycofał się z planu nałożenia 20% opłaty na ładunki przepływające przez cieśninę Ormuz. Zapowiedział, że zamiast tego kraje Zatoki Perskiej zwiększą inwestycje i zawrą umowy handlowe z USA. Decyzję uzasadnił „bardzo produktywnymi rozmowami” z przywódcami państw Bliskiego Wschodu. Stany Zjednoczone ogłosiły, że wznowiły blokadę żegluga do i z irańskich portów oraz obszarów przybrzeżnych. Jednocześnie Dowództwo Centralne Stanów Zjednoczonych przeprowadziło serię uderzeń na cele zlokalizowane w pobliżu cieśniny Ormuz oraz wzdłuż wybrzeża Iranu. Z kolei Irański Korpus Strażników Rewolucji Islamskiej ogłosił w środę w telewizji państwowej, że cieśnina Ormuz pozostanie zamknięta do zakończenia amerykańskich aktów agresji i zagroził zablokowaniem innych strategicznych szlaków eksportowych (cieśnina Bab al-Mandab).
- **USA: Inflacja CPI w czerwcu spadła do 3,5% r/r z 4,2% r/r w maju, znacznie silniej niż oczekiwano** (kons.: 3,9% r/r, PKOe: 4,0% r/r). Głównym czynnikiem ograniczającym inflację były ceny paliw (wzrost o 27,2% r/r wobec 40,9% r/r w maju) oraz powiązane z nimi kategorie. Warto jednak odnotować, że kategorie bazowe, takie jak ceny schronienia, mediów, w kategoriach zdrowie i edukacja, także przyczyniły się do spadku rocznego wskaźnika inflacji, o 0,15pp w porównaniu z majem. W rezultacie inflacja bazowa obniżyła się do 2,6% r/r z 2,9% r/r. Impet inflacji (%m/m, saar, śr. 3m) wyraźnie wyhamował do 2,8%, osiągając najniższy poziom od połowy 2025, kiedy to w inflacji zaczęły być widoczne skutki wyższych cel. Czerwcowe dane odzwierciedlają zarówno miesięczny spadek cen paliw, jak i pośrednie efekty niższych stawek celnych. Czerwcowe dane wpisują się w scenariusz zakładający, że **w tym roku Fed nie zmieni poziomu stóp procentowych**. Perspektywy inflacji pozostają jednak niepewne – po silnym spadku cen paliw w czerwcu, napięcia wokół cieśniny Ormuz powodując wzrost cen ropy naftowej, co może przełożyć się na wyższe ceny paliw na stacjach i zatrzymać dalszy spadek inflacji w kolejnych miesiącach.
- **USA: K.Warsh** (prezes Fed) w [przemówieniu](#) przed Komisją ds. usług finansowych Izby Reprezentantów USA podkreślił, że priorytetem Fed pozostaje przywrócenie stabilności cen, a uporczywie wysoka inflacja nie będzie tolerowana. Wskazał, że gospodarka USA jest odporna – aktywność rośnie w solidnym tempie, konsumpcja umiarkowana, produkcja przemysłowa przyspiesza, natomiast sektor mieszkaniowy pozostaje słaby. Głównym motorem wzrostu gospodarczego są w jego ocenie inwestycje przedsiębiorstw, szczególnie związane z AI i budową centrów danych. Rynek pracy jest stabilny – stopa bezrobocia pozostaje niska, zatrudnienie rośnie zgodnie z popytem, liczba zwolnień jest niewielka, a płace nominalne nadal rosną. K.Warsh powtórzył zapowiedź szerokiego przeglądu funkcjonowania Fed poprzez powołanie pięciu grup roboczych, które ocenią komunikację banku centralnego, politykę bilansową, wykorzystywane dane, wpływ AI na produktywność i rynek pracy oraz ramy prowadzenia polityki antyinflacyjnej. Celem jest usprawnienie procesu decyzyjnego i skuteczniejsze utrzymanie stabilności cen. **Przewodniczący Rezerwy Federalnej stwierdził, że spowolnienie inflacji w czerwcu nie oznacza jeszcze zakończenia walki z nadmiernym wzrostem cen.** Po raz pierwszy od objęcia stanowiska zasugerował również, w jaki sposób bank centralny może być zmuszony zareagować w przyszłości. Choć K.Warsh nie zapowiedział wprost dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej, wyraźnie dał do zrozumienia, że jednym z narzędzi służących ograniczeniu inflacji pozostają stopy procentowe.
- **CHN: PKB w 2q26 wzrósł o 4,3% r/r, co było wynikiem słabszym od oczekiwań i oznacza spowolnienie względem 5,0% r/r odnotowanych w 1q26.** Wynik 2q26 był słabszy od oficjalnego rocznego celu wzrostu na poziomie 4,5 – 5,0%. Jednocześnie było to najniższe tempo wzrostu we współczesnej historii poza okresem 2020 – 2022, kiedy aktywność w gospodarce była zaburzona przez lockdowny. Miesięczne dane za czerwiec potwierdzają narastającą presję wewnętrzną na chińską gospodarkę – sprzedaż detaliczna wzrosła o 1,0% r/r, natomiast inwestycje w środki trwałe obniżyły się w 1h26 o 5,7% r/r. Produkcja

Impet inflacji CPI w USA



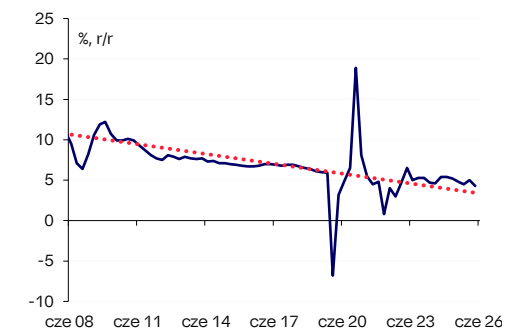
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Koszty transportu w USA



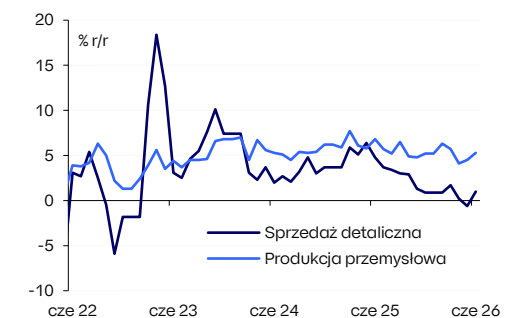
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Poziom PKB w Chinach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Aktywność w chińskiej gospodarce

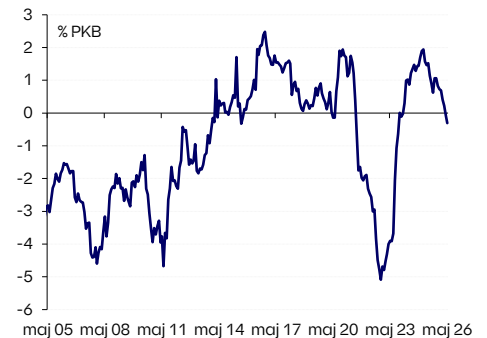


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

przemysłowa wzrosła w czerwcu o 5,3% r/r, po wzroście o 4,5% r/r w maju, co odzwierciedla trwającą ekspansję eksportową.

- **CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących w maju wyniosło –38,31 mld CZK**, wobec 1,18 mld CZK w kwietniu oraz –17,6 mld CZK w maju 2025 (dane po rewizji). **Odczyt był wyraźnie słabszy od oczekiwań rynkowych, które wprowadziły zakładali pogorszenie salda, ale nie doszacowały jego skali (kons.: –19,4 mld CZK).** Rachunek towarów i usług wykazał nadwyżkę w wysokości 35,9 mld CZK. Została ona jednak z nawijką skompensowana przez deficyt dochodów pierwotnych wynoszący 66,3 mld CZK, do którego przyczyniły się m.in. obciążenia z tytułu dywidend od inwestycji bezpośrednich w wysokości 55,4 mld CZK. Saldo dochodów wtórnych również było ujemne i wyniosło –7,9 mld CZK. Szacujemy, że w ujęciu płynnego roku deficyt bieżący pogłębił się do 0,3% PKB z 0,1% PKB po kwietniu.
- **ROM: I.Bolojan, pełniący obowiązki premiera Rumunii, wykluczył możliwość utworzenia koalicji z PSD, stwierdzając, że rozmowy z partiami nie przyniosły postępu i obecnie nie ma większości zdolnej do sformowania rządu.** Po rozwiązaniu rządu 5 maja w wyniku przegranej głosowania o wotum nieufności partie nie osiągnęły porozumienia. I.Bolojan ostrzegł, że impas polityczny może potrwać jeszcze kilka tygodni, jednocześnie zaznaczył, że Rumunia nie może sobie pozwolić na opóźnienia decyzyjne w obliczu trwającej konsolidacji fiskalnej i zbliżającego się terminu wykorzystania środków z KPO. Jako alternatywy wskazał centroprawicową koalicję lub przedterminowe wybory, natomiast rząd techniczny miałby jego zdaniem sens tylko przy stabilnym poparciu parlamentarnym.

Saldo obrotów bieżących w Czechach

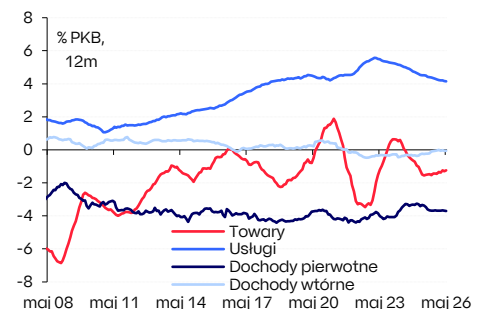


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL: M.Zarzecki (RPP) ocenił, że bardziej prawdopodobne jest, że kolejnym ruchem RPP będzie podwyżka stóp w 1q27 niż ich obniżka.** Jego zdaniem redukcja stóp we wrześniu lub w ogóle w 2026 byłaby przedwczesna i obciążona dużym ryzykiem ze względu na utrzymujące się zagrożenia inflacyjne. Członek RPP wskazał, że ekspansywna polityka fiskalna, osłabienie złotego oraz wyższe ryzyka inflacyjne w projekcji NBP nie uzasadniają wznowienia cyklu obniżek stóp. M.Zarzecki zwrócił uwagę na jastrzębie nastawienie głównych banków centralnych, w tym ostatnią podwyżkę stóp przez EBC oraz sygnały z Fed dotyczące kontynuacji walki z inflacją. Dodał, że prawdopodobieństwo podwyżek stóp w Polsce zmniejszyło się wraz ze stabilizacją sytuacji na Bliskim Wschodzie, ale nadal pozostaje wyższe niż prawdopodobieństwo ich obniżek.
- **POL: W maju deficyt obrotów bieżących utrzymał się na poziomie 0,9% PKB.** Eksport towarów spowolnił do 5,5% r/r z 6,1% r/r wcześniej, przy wsparciu ze strony sprzedaży metali, sprzętu komputerowego i produktów naftowych, i negatywnym oddziaływaniu branży motoryzacyjnej. Import wzrósł umiarkowanie, o 3,7% r/r wobec 7,5% r/r poprzednio, przy tylko nieznacznym wzroście importu paliw, mimo silnego wzrostu cen, co mogło wynikać z wykorzystywania zapasów surowca nagromadzonych przed szokiem naftowym. Pozytywnym sygnałem jest poprawa salda kapitałowego dzięki przyspieszeniu napływu środków unijnych, podczas gdy napływ BIZ pozostaje stabilny na poziomie ok. 2% PKB. Więcej w Makro Flashu: [„Droższa ropa, umiarkowany import”](#).
- **POL: Raport „Cyfrowa racja stanu”** Polskiej Sieci Ekonomii zwraca uwagę, że państwo, wydając miliardy złotych na technologie cyfrowe, jednocześnie zwiększa swoje uzależnienie od zagranicznych dostawców. Raport podaje, że według przywołanych szacunków deficyt handlowy Polski w obszarze produktów cyfrowych w 2025 przekroczył 60 mld PLN. Autorzy ostrzegają, że prognozowane podwyżki cen licencji na usługi AI i chmurowe mogą kosztować europejską gospodarkę rocznie średnio dwa razy więcej niż koszty wywołane zamknięciem cieśniny Ormuz, przy założeniu utrzymania wysokich cen ropy przez rok. Jako remedium autorzy proponują m.in. stosowanie kaskadowego testu suwerenności w zamówieniach publicznych, finansowanie krajowych

Główne składowe rachunku bieżącego



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

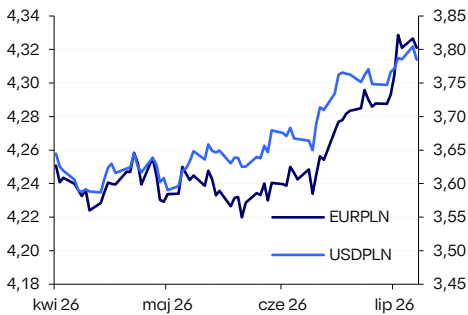
rozwiązań przez BGK i PFR oraz ustanowienie certyfikacji zaufanego dostawcy.

- **POL:** Polska 2050 chce podnieść drugi próg PIT ze 120 do 140 tys. PLN. K.Pelczyńska-Nałęcz poinformowała, że A.Domański (minister finansów) nie kwestionował merytorycznych argumentów, ale ocenił, że decyzja wymaga zgody całej koalicji. Polska 2050 proponuje sfinansowanie zmian wyższym opodatkowaniem dużych koncernów, banków i podwyżką akcyzy na alkohol oraz zapowiada uszczelnienie systemu podatkowego. W ciągu kilku dni Polska 2050 ma przedstawić wstępne, konkretne działania w sprawie podwyższenia CIT od banków.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **We wtorek złoty marginalnie umocnił się wobec euro, w pobliże 4,3250 na EURPLN oraz wyraźniej wobec dolara, poniżej 3,79 na USDPLN.** Osłabienie dolara na szerokim rynku przełożyło się wzrost kursu EURUSD w pobliże 1,1440.
- W trakcie sesji złoty pozostawał pod wpływem kilku pozytywnych czynników. Ich korzystne oddziaływanie na krajową walutę ograniczał jednak, szczególnie w godzinach porannych, dalszy wzrost cen ropy naftowej, związany z obserwowaną w ostatnich dniach eskalacją napięć na Bliskim Wschodzie. **Wsparcie dla PLN płynęło z rynków kapitałowych, gdzie główne amerykańskie indeksy rosły po lepszych od oczekiwań wynikach kwartalnych czołowych banków inwestycyjnych z USA, a także ze strony słabszego globalnie dolara. Deprecjacja USD była następstwem wyraźnie niższych od oczekiwań czerwcowych odczytów inflacji CPI w USA,** które ograniczyły narastające w ostatnim czasie oczekiwania rynkowe na podwyżki stóp procentowych Fed w 2026. **Fundamentalnym wsparciem dla krajowej waluty mógł być również niższy od oczekiwań deficyt na rachunku obrotów bieżących Polski w maju.** W ujęciu płynnego roku utrzymał się on dzięki temu na poziomie nieprzekraczającym 1% PKB.
- Publikowane w środę finalne dane o inflacji CPI w czerwcu, przy braku wyraźnej rewizji względem wstępnego odczytu, nie powinny mieć zauważalnego wpływu na notowania złotego. Krajowa waluta pozostanie więc pod dominującym wpływem impulsów napływających z otoczenia zewnętrznego. **Jeżeli doszłoby do wyhamowania wzrostu cen ropy naftowej lub ich spadku pod wpływem nowych sygnałów wskazujących na deeskalację napięć na Bliskim Wschodzie, w naszej ocenie zwiększyłaby się przestrzeń do korekcyjnego umocnienia złotego. Mogłoby to skierować kursy EURPLN i USDPLN odpowiednio w stronę 4,3050-4,31 oraz 3,75-3,76.**
- Na krajowym rynku długu we wtorek odnotowany został wyraźny wzrost rentowności obligacji, co stanowiło odzwierciedlenie trendów globalnych. **Presję na wyceny papierów dłużnych wywierały rosnące ceny ropy naftowej, których nie zdołał zrównoważyć pozytywny wpływ niższej od oczekiwań czerwcowej inflacji w USA.**
- **W środę nastroje inwestorów wciąż będą uzależnione od sytuacji na Bliskim Wschodzie. Ewentualna korekta i spadek cen ropy przyczyniłaby się do wyraźnego obniżenia krzywych dochodowości na świecie.** Obecnie brakuje jednak sygnałów wskazujących na szybką deeskalację konfliktu na linii USA-Iran (co więcej pojawiają się informacje o możliwych kolejnych atakach na cele w Iranie), a notowania surowców energetycznych utrzymują się na wysokich poziomach. **Przy braku nowych impulsów rentowności polskich 2-letnich obligacji mogą stabilizować się blisko 4,10% a 10-letnich w okolicy 5,40%.** Poza niejasnymi perspektywami na rynkach bazowych, krótkoterminowo lekko negatywny wpływ na wyceny krajowych obligacji może mieć aukcja regularna Ministerstwa Finansów. MF zaoferuje papiery o wartości w przedziale 7–13 mld PLN. Warto zauważyć, że mimo wzrostu ryzyka geopolitycznego, na każdej aukcji regularnej od początku maja sprzedaż przekraczała 10 mld PLN, a przy uwzględnieniu sprzedaży dodatkowej wynosiła średnio 11,7 mld PLN. Biorąc pod uwagę zauważalne pogorszenie nastrojów w lipcu, trudno oczekiwać, aby popyt przekroczył 13–14 mld PLN. W obecnych warunkach łączna sprzedaż zbliżona do 12 mld PLN będzie dobrym wynikiem. Krajowa publikacja finalnych danych o czerwcowej inflacji w środę powinna mieć neutralny wpływ na wyceny. Z kolei kalendarz makroekonomiczny dla rynków bazowych jest na środę pusty. Notowania obligacji w USA pozostawać mogą jeszcze pod wpływem pozytywnej wtorkowej publikacji niskiego odczytu inflacji w USA oraz spadających w ostatnich tygodniach oczekiwań inflacyjnych.

Waluty



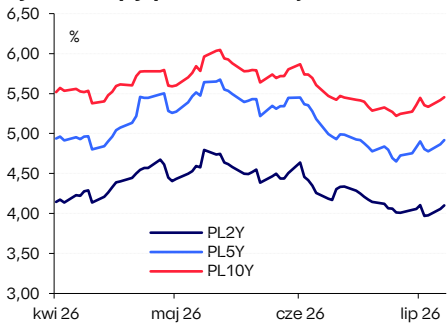
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



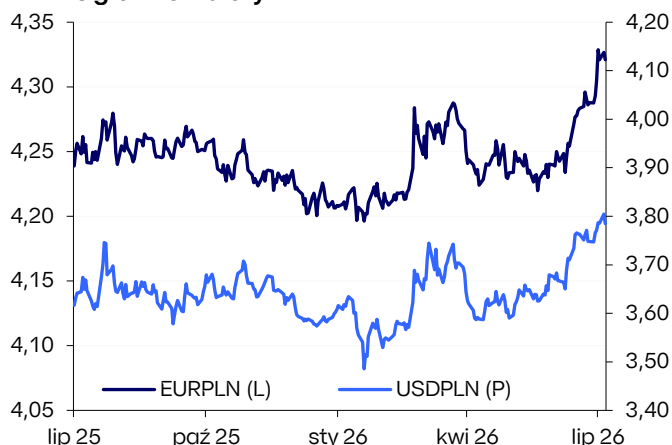
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

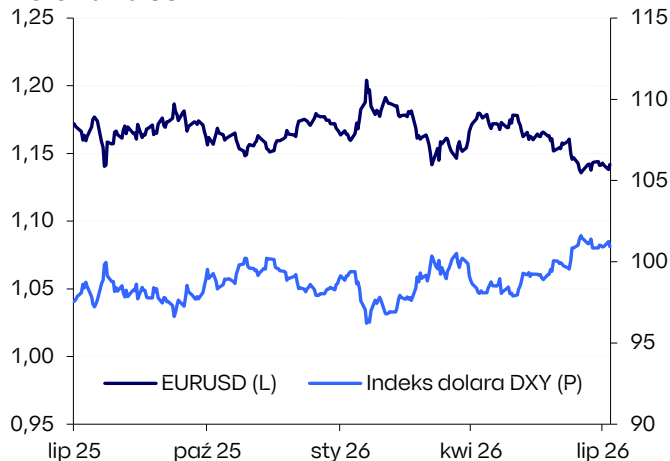
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,74	3,74
PL2Y	3,95	3,95
PL5Y	4,55	4,50
PL10Y	5,10	5,00

Źródło: PKO Bank Polski.lor

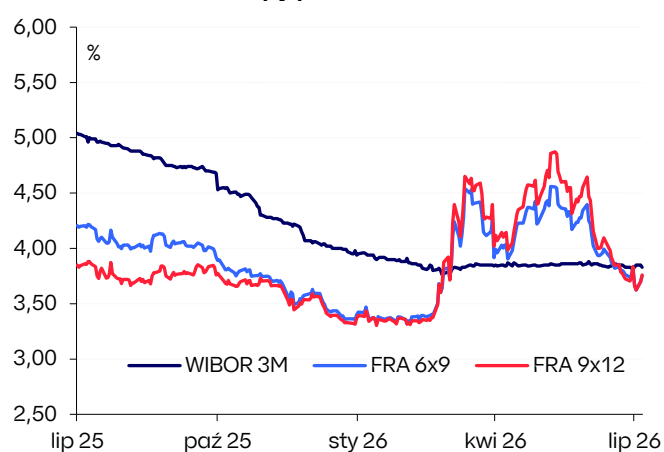
PLN vs główne waluty



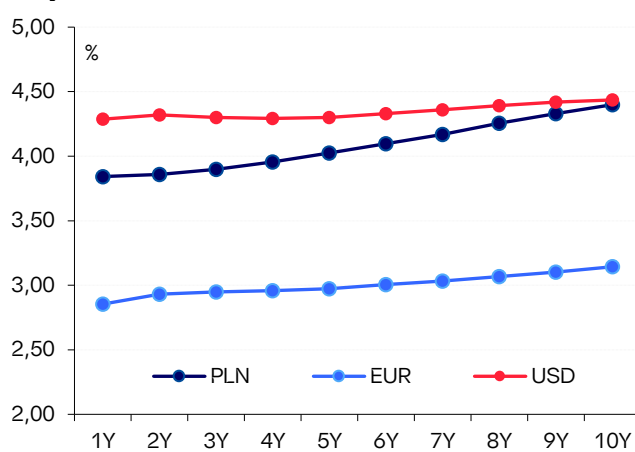
Notowania USD



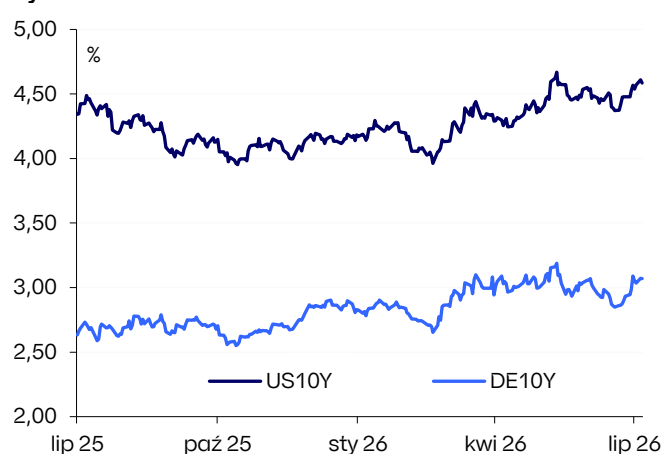
Krótkoterminowe stopy procentowe



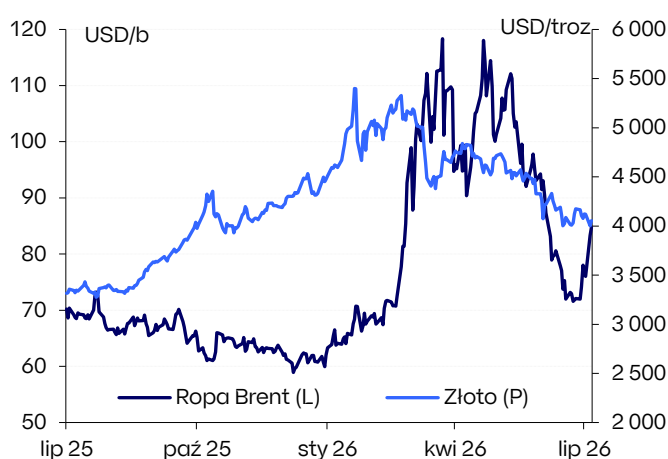
Krzywe IRS



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	--	10,42
Wtorek, 14 lipca						
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (maj)	10:00	mld CZK	1,18	-19,4	--	-38,31
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (maj)	14:00	mIn EUR	-1541	-1569	-1228	-1071
POL: Eksport (maj)	14:00	% r/r	6,1	6,7	5,6	5,5
POL: Import (maj)	14:00	% r/r	7,8	7,5	8,2	3,7
USA: Inflacja CPI (cze.)	14:30	% r/r	4,2	3,9	4,0	3,5
USA: Inflacja bazowa (cze.)	14:30	% r/r	2,9	2,9	--	2,6
Środa, 15 lipca						
CHN: Wzrost PKB (2q)	4:00	% r/r	5,0	4,5	--	4,3
ROM: Produkcja przemysłowa (maj)	8:00	% r/r	-3,1	--	--	--
ROM: Wynagrodzenie (maj)	8:00	% r/r	3,5	--	--	--
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.