

Ropa powyżej 90 USD/bbl

- Eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie i niemal całkowity paraliż ruchu tankowców przez cieśninę Ormuz wyraźnie pogorszyły w ubiegłym tygodniu nastroje na globalnych rynkach finansowych. Wzrost cen ropy i gazu oraz spadki na giełdach akcji zwiększyły awersję do ryzyka, osłabiając złotego i podnosząc rentowności krajowych obligacji. W tym tygodniu kierunek notowań będzie nadal zależeć przede wszystkim od rozwoju sytuacji na Bliskim Wschodzie oraz czwartkowego posiedzenia EBC. **Ewentualny brak dalszej eskalacji, w tym rozszerzenia konfliktu na rejon cieśniny Bab al-Mandab, stworzyłby przestrzeń do korekcyjnego umocnienia PLN w kierunku 4,3050–4,3200 na EURPLN i 3,7350–3,7550 na USDPLN. Na krajowym rynku długu potencjał do dalszego wzrostu rentowności oceniamy jako ograniczony, choć krótkoterminowym obciążeniem może być czwartkowa aukcja obligacji.** Krajowe dane za czerwiec nie powinny istotnie zmienić oczekiwań wobec RPP.
- **Globalnie tematem tygodnia pozostanie Bliski Wschód** – konflikt eskaluje, ponownie rozbudzając obawy przed wzrostem inflacji i uderzeniem w realną gospodarkę. **Kluczowym wydarzeniem ekonomicznym będzie posiedzenie EBC (czw.), choć na razie nie oczekuje się zmiany stóp.** W komunikacji EBC ważna będzie ocena wpływu ponownego wzrostu cen ropy na inflację, szczególnie po wcześniejszych sygnałach o możliwych podwyżkach stóp, które później zostały złagodzone. Uwagę przyciągną też **wstępne indeksy PMI na rynkach bazowych** (pt.) i dane fiskalne z UE za 1q26 (wt.). W regionie CEE **oczekujemy obniżki stóp o 25pb na Węgrzech** (wt.).
- **Mimo ochłodzenia pogody w Polsce czeka nas gorący tydzień pod względem publikacji danych makro. Publikacje za czerwiec pozwolą dokładniej oszacować wzrost PKB w 2q26, który obecnie oceniamy na co najmniej 3,5% r/r.** Wszystkie trzy miesięczne wskaźniki aktywności – produkcja przemysłowa, budowlana (obie poznamy dziś) i sprzedaż detaliczna (śr.) – powinny wg nas przebić wyniki z maja. Inflacja PPI najpewniej wyhamuje, dzięki niższym w czerwcu cenom paliw. Dane z rynku pracy (dziś) powinny potwierdzić wzrost płac nico poniżej 6% r/r i stagnację zatrudnienia. Uzupełnieniem będzie podaż pieniądza (śr.), która najpewniej pokaże dalsze ożywienie popytu na kredyt.

Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

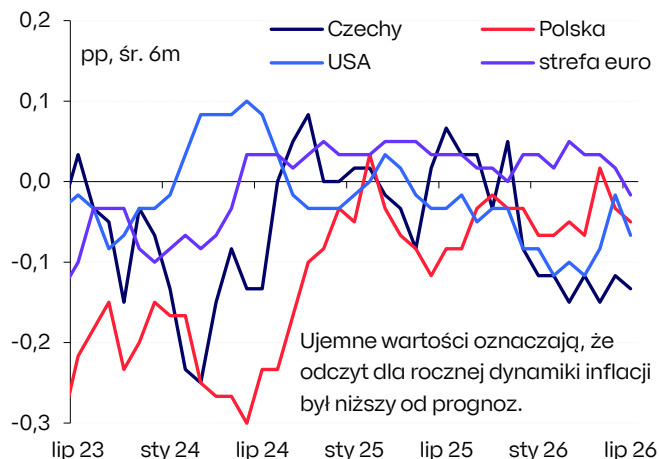
[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

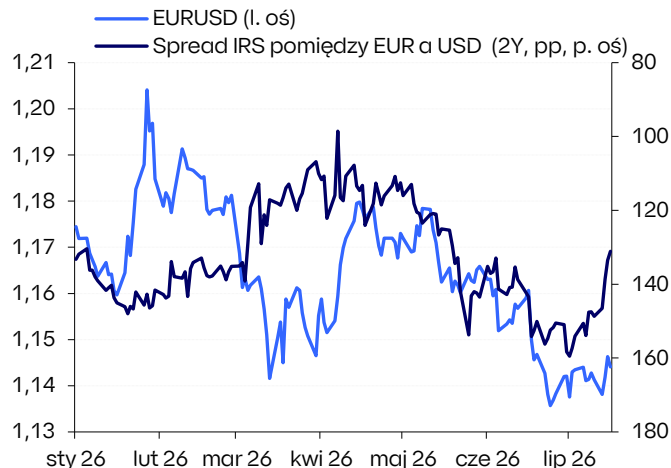
	Wartość 2026-07-17	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	141 868	-0,8
STOXX Europe 600	642	-0,3
S&P500	7 458	-1,0
Waluty:		
EURPLN	4,33	0,3
USDPLN	3,79	0,2
CHFPLN	4,68	0,2
EURUSD	1,14	0,0
Obligacje:		
PL2Y	4,18	2
PL5Y	5,05	4
PL10Y	5,59	4
DE10Y	3,12	-1
US10Y	4,54	-3
Surowce:		
Ropa Brent	88	4,6
Złoto	4017	1,2

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

Inflacja w ostatnich miesiącach w głównych gospodarkach zaskakiwała pozytywnie*



Zawężenie oczekiwanego dyferencjału stóp Fed–EBC wspiera wzrost EURUSD

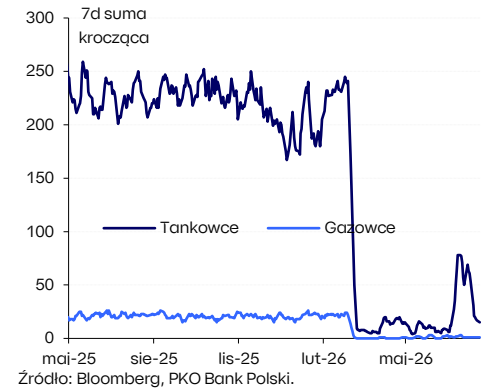


Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski. *Na podstawie konsensusu Bloomberg.

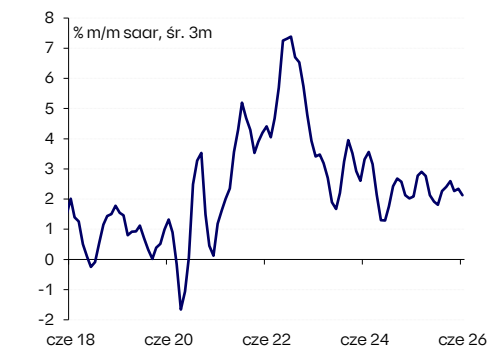
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- ŚWIAT: Konflikt między USA i Iranem eskaluje, a zawarte w połowie czerwca zawieszenie broni już nie obowiązuje.** USA atakowały Iran już 9. noc z rzędu, wśród celów – wg strony irańskiej – była budowana elektrownia atomowa w Darkhovin. Iran atakuje z kolei statki, amerykańskie bazy (w Jordanii, w wyniku ataku zginęło dwóch amerykańskich żołnierzy, jeden jest zaginiony, czterech zostało rannych) i sojuszników – w ostatnich dniach istotnie ucierpiał Kuwejt, gdzie zaatakowano m.in. elektrownię i stację odsalania wody. Chiny i Pakistan wezwały Iran i USA do natychmiastowego zawieszenia broni i wznowienia dialogu, ale szanse na to są niewielkie. Ceny ropy dziś są już powyżej 90 USD/bbl, najwyżej od ponad miesiąca.
- EUR: Inflacja HICP w czerwcu spowolniła do 2,8% r/r z 3,2% r/r w maju,** potwierdzając wstępny szacunek. Spadek inflacji wynikał ze wszystkich głównych kategorii – wzrost cen żywności spowolnił do 1,5% r/r z 1,9% r/r, cen energii do 8,5% r/r z 10,8% r/r, a inflacja bazowa wyhamowała do 2,4% r/r z 2,6% r/r. Co ważne dla oceny bieżących procesów, impet inflacji bazowej (% m/m saar, śr.3m) w czerwcu istotnie spowolnił, do 2,1% z 2,6% w marcu, co sugeruje, że dezinflacyjny wpływ słabości gospodarczej (strefa euro w 2q26 prawdopodobnie weszła w techniczną recesję) przeważa nad presją inflacyjną związaną z wyższymi cenami paliw. Na tej podstawie oceniamy, że EBC nie powinien podnosić stóp procentowych, nawet jeśli inflacja w kolejnych miesiącach nieznacznie wzrośnie. Od marca 2027, przy założeniu stabilizacji cen ropy, inflację obniży efekt wysokiej bazy, co może sprowadzić ją poniżej celu EBC.
- USA: Produkcja przemysłowa w czerwcu wzrosła o 0,1% m/m (o 0,1pp słabiej od oczekiwań) i o 1,1% r/r.** W 2q26 zannualizowane tempo wzrostu wyniosło aż 4% za sprawą (jednorazowego) wzrostu w kwietniu o 0,8% m/m. W strukturze pozytywnie wyróżniała się produkcja dóbr konsumpcyjnych (+0,3% m/m), przy spadku o 0,4% m/m produkcji sprzętu dla przedsiębiorstw (głównie sprzętu do przetwarzania informacji). Poziom wykorzystania zdolności produkcyjnych ponownie wyniósł 76,1%, poniżej wieloletniej średniej (1972-2025) równej 79,4%. W ostatnich miesiącach produkcja przemysłowa w USA rośnie silniej niż w strefie euro, choć w obu gospodarkach obecna wartość produkcji nie zmieniła się istotnie względem stanu sprzed pandemii.
- USA: Wstępny wskaźnik koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan w lipcu wzrósł do 54,4 pkt. z 49,5 pkt.,** przebijając oczekiwania (kons.: 51,3pkt.) Sentyment osiągnął najwyższy poziom od momentu wybuchu wojny na Bliskim Wschodzie, a lipiec jest drugim miesiącem z relatywnie solidnym wzrostem. Poprawa obejmowała w większym stopniu wskaźnik bieżący niż oczekiwania – odwrotnie niż miało to miejsce miesiąc temu. Lepsze nastroje sygnalizowały wszystkie badane grupy społeczne/wiekowe. Około 70% wywiadów zebrano przed wznowieniem amerykańskich ataków na Iran i będącym jego konsekwencją wzrostem cen paliw, co sugeruje, że finalne wyniki mogą pokazać mniejszą skalę poprawy. Krótkoterminowe oczekiwania inflacyjne (w perspektywie roku) drugi miesiąc z rzędu obniżyły się, do 4,2%, podczas gdy długoterminowe (w perspektywie pięciu lat) pozostały bez zmian, na poziomie 3,3%.
- EUR: Komisja Europejska przedstawiła propozycje reformy systemu EU ETS,** koncentrujące się na okresie po 2030. Wśród kluczowych zmian znajdują się: łagodniejsza ścieżka redukcji emisji w latach 2031-2040, utrzymanie bezpłatnych uprawnień po 2030, wolniejsze wycofywanie ich w sektorach objętych CBAM oraz rozluźnienie bilansu EUA dzięki modyfikacji Rezerwy Stabilności Rynkowej. Wzrosło znaczenie inwestycji – Bank Dekarbonizacji Przemysłu ma w najbliższych latach otrzymać pakiet 100 mld EUR, a państwa członkowskie będą zobowiązane przeznaczać 50% krajowych wpływów z ETS na dekarbonizację (obecnie ok. 5%), co – jeżeli zostanie szybko wprowadzone – może oznaczać ponad 100 mld EUR inwestycji przed 2030. Przemysł otrzyma również bezpłatne uprawnienia o wartości 6 mld EUR w latach 2026-2030. Propozycje wymagają uzgodnienia i przyjęcia przez Parlament Europejski oraz Radę UE, porozumienie ma być osiągnięte na początku 2027. Rewizja ETS

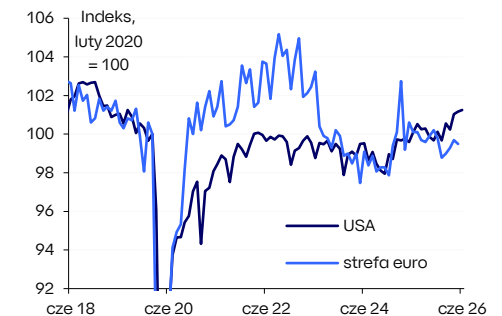
Ruch statków w cieśninie Ormuz



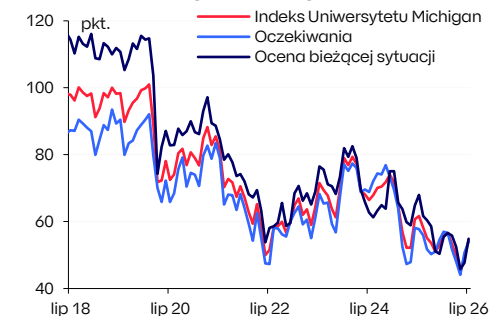
Impet inflacji bazowej w strefie euro



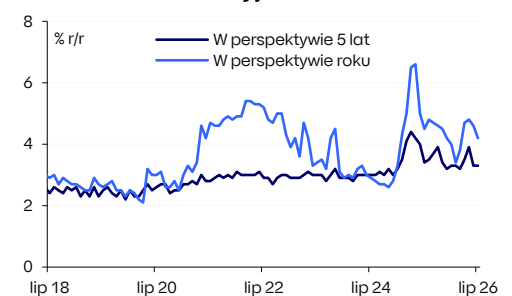
Produkcja przemysłowa w USA i EZ



Koniunktura wg U. Michigan w USA



Oczekiwania inflacyjne kons. w USA



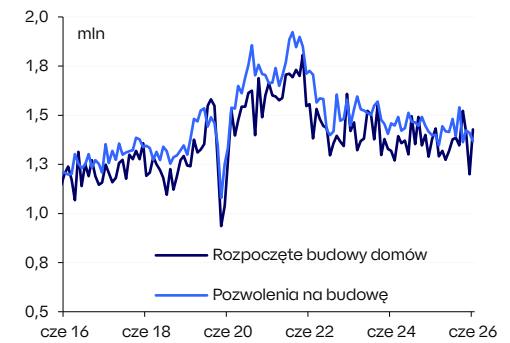
została uznana za korzystną dla wysokoemisyjnych branż i sukces m.in. Polski, choć część państw domaga się dalszego złagodzenia zasad ETS. Krytycy ostrzegają, że reforma może obniżyć cenę uprawnień i osłabić motywację do redukcji emisji. Rynek CO₂, mimo podwyższonej ostatnio zmienności, kontynuował trend boczny – benchmark DEC'26 na giełdzie ICE Endex w piątek symbolicznie się osłabił i zanotował zamknięcie na poziomie 79,1 EUR/t. Ministra klimatu P.Hennig-Kloska oceniła, że propozycja KE oznacza złagodzenie obecnej polityki klimatycznej, ale zapowiedziała, że Polska będzie walczyć m.in. o dalsze spowolnienie tempa wycofywania z rynku uprawnień do emisji.

- **UK: A.Burnham został nowym liderem Partii Pracy, co było ostatnim krokiem przed dzisiejszym objęciem przez niego urzędu premiera.** Przyszły premier zapowiedział, że Wielką Brytanię czekają największe zmiany od 40 lat, które polegać mają m.in. na odzyskaniu przez państwo kontroli nad „podstawowymi funkcjami”, takimi jak mieszkalnictwo, transport publiczny, rynek energii czy dostarczanie wody. A.Burnham planuje też zwiększyć decentralizację państwa. Ponowił również wcześniejsze zobowiązanie Labourzystów do braku podwyżek stawek VAT, PIT i ubezpieczeń społecznych. Jednocześnie ocenił, że chciałby „uczciwych i trwałych” obniżek kosztów systemu świadczeń socjalnych.
- **USA: Liczba rozpoczętych budów domów w czerwcu zwiększyła się do 1,43 mln saar z 1,20 mln saar w maju,** przekraczając oczekiwania. Poprawa mogła odzwierciedlać efekty wcześniejszych obniżek kosztu kredytu, które z opóźnieniem oddziałują na rynek nieruchomości. Od końca kwietnia oprocentowanie hipotek ponownie rośnie co mogło być przyczyną spadku wydanych pozwoleń na budowę do 1,37 mln saar z 1,41 mln saar w maju, mimo oczekiwanej stabilizacji. Sektor nieruchomości będzie wspierał wzrost PKB w najbliższym czasie, ale jego wpływ osłabnie w kolejnych miesiącach.
- **ROM: Produkcja przemysłowa w maju spadła o 5,3% r/r, po spadku o 3,0% r/r w kwietniu.** Głównym źródłem spadku był sektor motoryzacyjny, gdzie produkcja zmniejszyła się o 15,3% r/r, najsilniej od blisko dwóch lat. Pogłębiły się również spadki w innych branżach przetwórstwa oraz w górnictwie i energetyce. Dane wskazują na utrzymującą się presję słabego popytu krajowego, wysokich kosztów produkcji oraz ograniczonego popytu zewnętrznego, co sugeruje kontynuację słabej aktywności przemysłowej w kolejnych miesiącach. W 2q26 dynamika PKB zapewne pozostanie ujemna (w 1q26 PKB spadł o 1,2% r/r).

WYDARZENIA KRAJOWE:

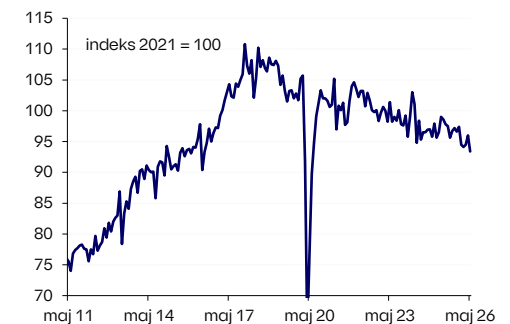
- **POL: Premier D.Tusk poinformował, że rząd pracuje nad podwyższeniem drugiego progu podatkowego,** aby pracownicy mogli w większym stopniu korzystać ze wzrostu wynagrodzeń. Zaznaczył jednak, że ze względu na wysoki deficyt budżetowy decyzje ograniczające dochody państwa będą podejmowane ostrożnie. Premier D.Tusk oświadczył także, że **w budżecie państwa nie ma już środków na wznowienie programu CPN.**
- **POL: G.Masłowska (RPP) powiedziała, że lipcowa projekcja inflacji „bardziej wskazuje na perspektywę kolejnego ruchu jako obniżki stóp, prawdopodobnie jeszcze w 2026”.** W jej ocenie, nie byłaby to więcej niż jedna obniżka. Według G.Masłowskiej, **podczas lipcowej konferencji prasowej, Prezes NBP przedstawił scenariusz dotyczący stóp procentowych (obniżka stóp procentowych nastąpi w 1h27 lub nawet już po wakacjach), który odzwierciedla stanowisko większości RPP.** Jej zdaniem, za obniżką przemawiają korzystna projekcja inflacji (CPI w celu) i hamowanie dynamiki wynagrodzeń, a spowolnienie aktywności gospodarczej ograniczy przestrzeń do wzrostu inflacji na skutek szoku podażowego. Głównym czynnikiem ryzyka pozostaje konflikt na Bliskim Wschodzie, a – w nieco dalszej perspektywie – wprowadzenie ETS2. G.Masłowska oceniła, że nowe podejście komunikacyjne banków centralnych, w którym odchodzą one od otwartego komunikowania swoich intencji (forward guidance), jest słuszne, a RPP najpewniej także podąży tą drogą.

Rozpoczęte budowy domów w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Produkcja przemysłowa w Rumunii

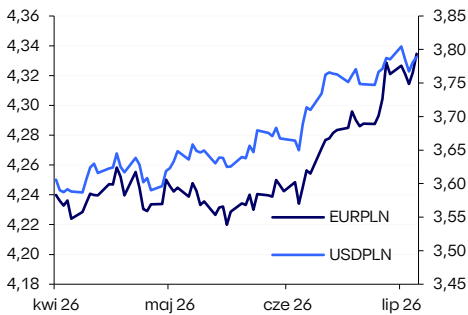


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- Złoty w ubiegłym tygodniu osłabił się wobec euro i dolara**, odpowiednio w pobliżu 4,3350 na EURPLN oraz 3,79 na USDPLN. Na bazowych rynkach FX dolar był marginalnie słabszy, a kurs EURUSD wzrósł w okolice 1,1440.
- Głównym obciążeniem dla złotego pozostawała geopolityka**. Eskalacja działań zbrojnych w Zatoce Perskiej doprowadziła do niemal całkowitego paraliżu ruchu tankowców przez cieśninę Ormuz, wywołując ponowny wyraźny wzrost cen ropy i gazu oraz wzrost globalnej awersji do ryzyka. Presję na waluty rynków wschodzących, w tym PLN, nasiliła w drugiej części tygodnia wyprzedaż na globalnych rynkach akcji, szczególnie w amerykańskim sektorze technologicznym. W rezultacie kursy EURPLN i USDPLN zbliżyły się w piątek do tegorocznych maksimów, odpowiednio 4,35 oraz 3,81. **Relatywnej stabilizacji EURUSD w pobliżu 1,14 sprzyjały natomiast wyraźnie niższe od oczekiwań dane o inflacji CPI z USA, które ograniczyły rynkowe wyceny podwyżek stóp Fed i poprawiły oczekiwany dyferencjał stóp EBC–Fed na korzyść euro.**
- W bieżącym tygodniu złoty powinien pozostać pod dominującym wpływem otoczenia zewnętrznego. Czerwcowe dane z krajowej gospodarki, w tym produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia, przy braku większych zaskoczeń nie powinny istotnie wpłynąć na notowania PLN. **Jeżeli nie dojdzie do dalszej eskalacji konfliktu, w tym jego rozszerzenia na cieśninę Bab al-Mandab, pojawi się przestrzeń do odreagowania ostatniej przeceny złotego.** Taki scenariusz mógłby dodatkowo wesprzeć neutralny przekaz EBC, podkreślający przejściowy charakter obecnego szoku energetycznego, choć po ostatnich wydarzeniach na Bliskim Wschodzie wzrosło ryzyko jastrzębich akcentów. Potencjalny zasięg korekty szacujemy na 4,3050–4,3200 na EURPLN oraz 3,7350–3,7550 na USDPLN.
- Na krajowym rynku stopy procentowej miniony tydzień przyniósł wzrost rentowności obligacji skarbowych o blisko 20pb wzdłuż całej krzywej. Była to przede wszystkim reakcja na nasilenie ryzyka geopolitycznego na Bliskim Wschodzie, a w konsekwencji także na wzrost cen surowców energetycznych.
- W naszej ocenie przestrzeń do dalszej przeceny polskich obligacji pozostaje ograniczona. W krótkim terminie krajowemu rynkowi długu może jednak ciężyć zaplanowana na czwartek regularna aukcja.** Ministerstwo Finansów zamierza zaoferować obligacje o wartości 8-15 mld PLN. Biorąc pod uwagę wyniki ostatnich przetargów oraz podwyższoną premię za ryzyko geopolityczne, wartość sprzedaży może być zbliżona do 12 mld PLN. Za nieco lepszym rezultatem aukcji przemawia lipcowy wykup obligacji DS0726, który powinien wesprzeć popyt ze strony inwestorów. Publikowane w kraju dane makroekonomiczne za czerwiec – wskazujące na umiarkowany wzrost wynagrodzeń oraz solidny wzrost produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej – nie powinny istotnie zmienić oczekiwań dotyczących przyszłych decyzji RPP. Kontrakty FRA przypisują obecnie około 20-procentowe prawdopodobieństwo obniżce stóp NBP o 25pb w 2026. **Dobre wyniki krajowej gospodarki, w połączeniu z utrzymującymi się na podwyższonym poziomie cenami surowców energetycznych, nie będą skłaniały członków RPP do podejmowania dyskusji o ewentualnym odległym w czasie luzowaniu polityki pieniężnej.**
- Na rynkach zagranicznych uwaga inwestorów skoncentruje się na **czwartkowym posiedzeniu EBC**. Zarówno konsensus ekonomistów, jak i wyceny rynkowe nie wskazują na zmianę stóp procentowych w lipcu. Jednocześnie **trwa ożywiona dyskusja na temat możliwości podwyżki stóp we wrześniu, w której aktywnie uczestniczą również przedstawiciele banku centralnego.** Rynek instrumentów pochodnych wycenia **dwie podwyżki do lutego 2027**. Scenariusz ten wspierają: czerwcowe inflacja HICP (2,8% r/r), wysokie ceny ropy i gazu oraz obawy o dalszy rozwój sytuacji w Zatoce Perskiej. Brak deeskalacji konfliktu istotnie zwiększyłby prawdopodobieństwo jego realizacji, wywierając dodatkową presję na wzrost krzywych dochodowości w Europie.

Waluty



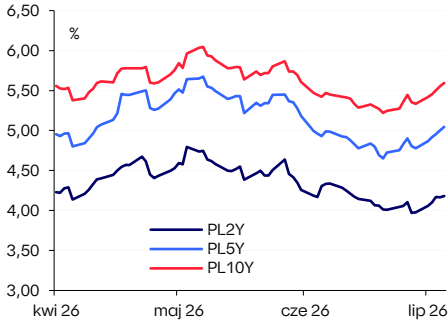
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



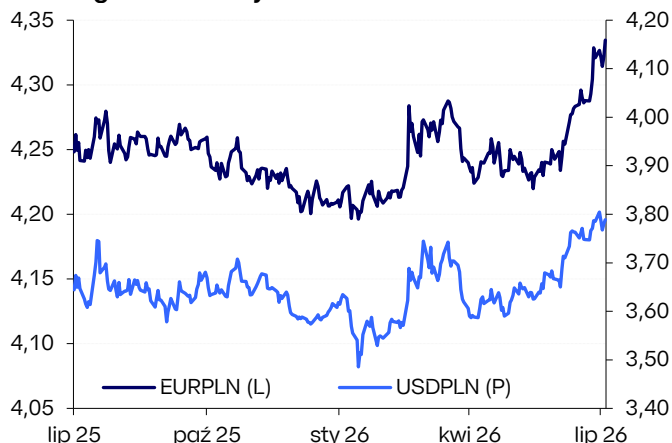
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

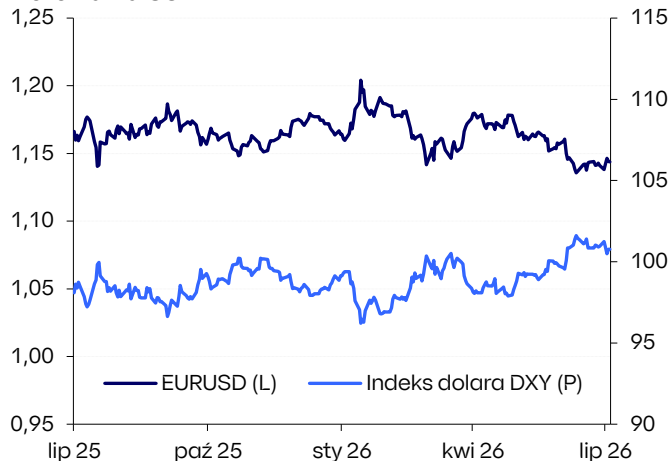
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,74	3,74
PL2Y	3,95	3,95
PL5Y	4,55	4,50
PL10Y	5,10	5,00

Źródło: PKO Bank Polski.lor

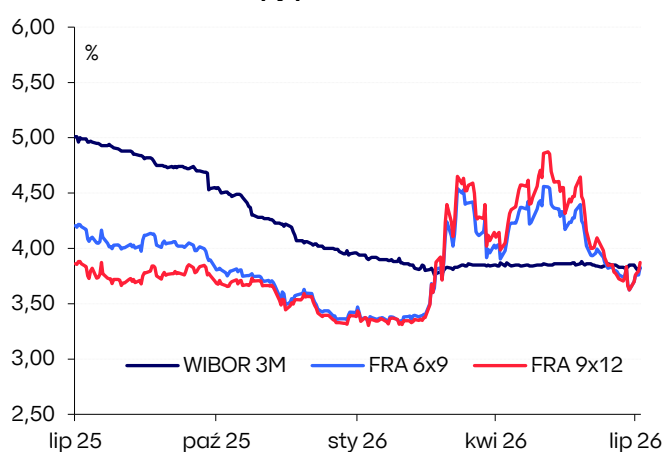
PLN vs główne waluty



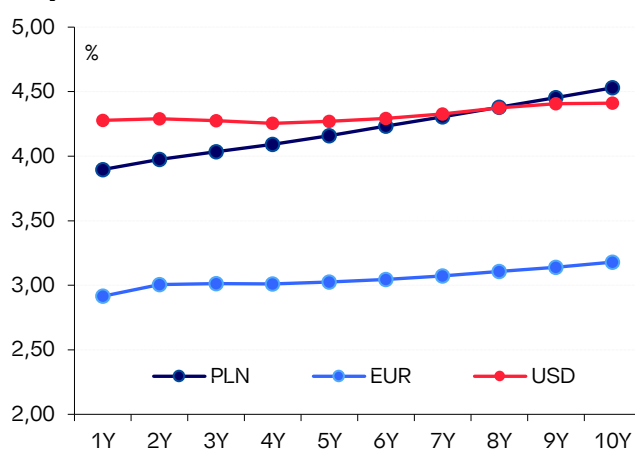
Notowania USD



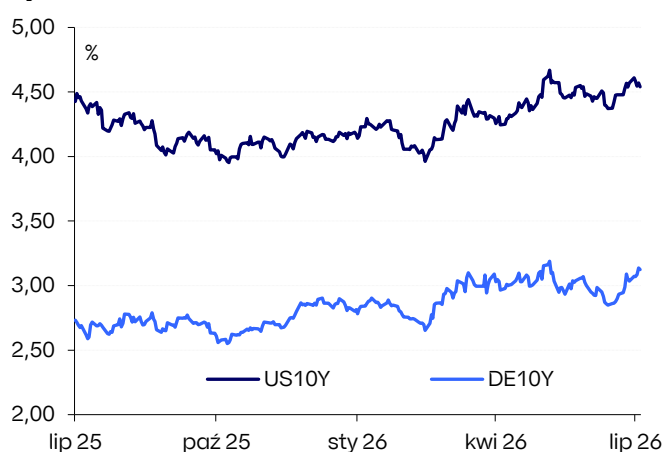
Krótkoterminowe stopy procentowe



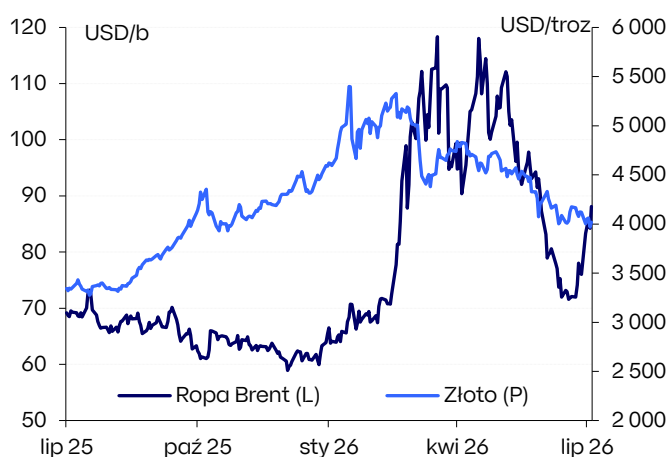
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 17 lipca						
ROM: Produkcja przemysłowa (maj)	8:00	% r/r	-3,0	--	--	-5,3
EUR: Inflacja HICP (cze., rew.)	11:00	% r/r	3,2	2,8	--	2,8
EUR: Inflacja bazowa (cze., rew.)	11:00	% r/r	2,6	2,4	--	2,4
USA: Rozpoczęte budowy domów (cze.)	14:30	mln	1,199	1,32	--	1,427
USA: Pozwolenia na budowę (cze., wst.)	14:30	mln	1,41	1,408	--	1,367
USA: Produkcja przemysłowa (cze.)	15:15	% m/m	0,1	0,2	--	0,1
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lip., wst.)	16:00	pkt.	49,5	51,3	--	54,4
Poniedziałek, 20 lipca						
GER: Inflacja PPI (cze.)	8:00	% r/r	2,2	1,8	--	--
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (cze.)	9:30	% r/r	5,8	5,5	5,6	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (cze.)	9:30	% r/r	-0,9	-0,9	-0,9	--
POL: Produkcja przemysłowa (cze.)	9:30	% r/r	4,1	7,2	7,2	--
POL: Inflacja PPI (cze.)	9:30	% r/r	2,4	1,6	1,3	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (cze.)	9:30	% r/r	3,9	5,0	6,0	--
Wtorek, 21 lipca						
GER: Indeks instytutu ZEW (lip.)	11:00	pkt.	10,5	16,0	--	--
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	6,00	5,75	5,75	--
Środa, 22 lipca						
POL: Sprzedaż detaliczna (cze.)	9:30	% r/r	3,0	5,05	4,4	--
POL: Koniunktura konsumencka (lip.)	9:30	pkt.	-9,9	-10,2	-10,1	--
POL: Podaż pieniądza M3 (cze.)	14:00	% r/r	11,0	11,1	10,8	--
Czwartek, 23 lipca						
POL: Stopa bezrobocia (cze.)	9:30	%	5,9	5,8	5,8	--
EUR: Stopa depozytowa EBC	14:15	%	2,25	2,25	2,25	--
EUR: Stopa refinansowa EBC	14:15	%	2,40	2,40	2,40	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys.	208	211	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (lip., wst.)	16:00	pkt.	-17,7	-17,0	--	--
ROM: Podaż pieniądza M2 (cze.)	--	% r/r	7,5	--	--	--
Piątek, 24 lipca						
HUN: Stopa bezrobocia (cze.)	8:30	%	4,3	4,3	--	--
GER: PMI w przetwórstwie (lip., wst.)	9:30	pkt.	50,3	50,5	--	--
GER: PMI w usługach (lip., wst.)	9:30	pkt.	48,6	49,0	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (lip., wst.)	10:00	pkt.	51,4	51,5	--	--
EUR: PMI w usługach (lip., wst.)	10:00	pkt.	49,4	49,9	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (lip., wst.)	15:45	pkt.	53,9	54,4	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (cze.)	16:00	tys	580	605	--	--

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 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.