

Porozumienie jeszcze w drodze

- W środę złoty pozostał stabilny wobec euro i dolara, a kursy EURPLN i USDPLN oscylowały odpowiednio w pobliżu 4,30 oraz 3,72. Amerykańskiej walucie ciążył nieco słabszy od oczekiwań raport ADP, natomiast przejściową presję na waluty EM wywołał wzrost napięć na Bliskim Wschodzie po doniesieniach o ataku rebeliantów Huti na saudyjski tankowiec. Towarzyszący temu wzrost cen ropy okazał się jednak krótkotrwały, a notowania Brent powróciły poniżej 80 USD/b po informacjach o postępach w rozmowach Iranu i Omanu dotyczących żeglugi przez cieśninę Ormuz. Na krajowym rynku długu rentowności SPW zmieniły się jedynie nieznacznie, przy równie ograniczonych wahaniach na rynkach bazowych. Stabilizacji sprzyjały oczekiwania na finalny komunikat w sprawie udrożnienia Cieśniny Ormuz oraz mieszany wydźwięk danych z USA. W czwartek kalendarz makroekonomiczny nie powinien dostarczyć istotnych impulsów dla rynku, dlatego **przy utrzymaniu obecnego poziomu ryzyka geopolitycznego zakładamy stabilizację EURPLN i USDPLN odpowiednio w pobliżu 4,30 oraz 3,72. Ewentualne przynajmniej przejściowe porozumienie w sprawie udrożnienia cieśniny Ormuz powinno wspierać rynki długu i mogłoby skierować rentowności krajowych SPW w stronę 4,15%, 5,00% oraz ok. 5,55% odpowiednio dla papierów 2-, 5- i 10-letnich.**
- Dziś skupimy się na regionie CEE.** Bank Czech zapozna się z nową projekcją i podejmie decyzję ws. stóp procentowych. Zakładamy, że stopa bazowa pozostanie na niezmiennym poziomie 3,75%, choć wzrost inflacji bazowej zwiększa ryzyko kolejnej podwyżki stóp jeszcze w tym roku.
- Z Czech napłyną też dane o produkcji przemysłowej** w czerwcu, z Węgier o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, zaś z Rumunii jedynie o sprzedaży detalicznej.
- W strefie euro opublikowane zostaną dane o sprzedaży detalicznej** w czerwcu oraz niemieckie zamówienia fabryczne, także za czerwiec.
- W USA istotne będą tylko cotygodniowe dane o wnioskach o zasiłek dla osób bezrobotnych.**
- Poza tym globalna uwaga pozostanie skupiona na doniesieniach z Bliskiego Wschodu ws. porozumienia przywracającego żeglugę w cieśninie Ormuz.**

Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

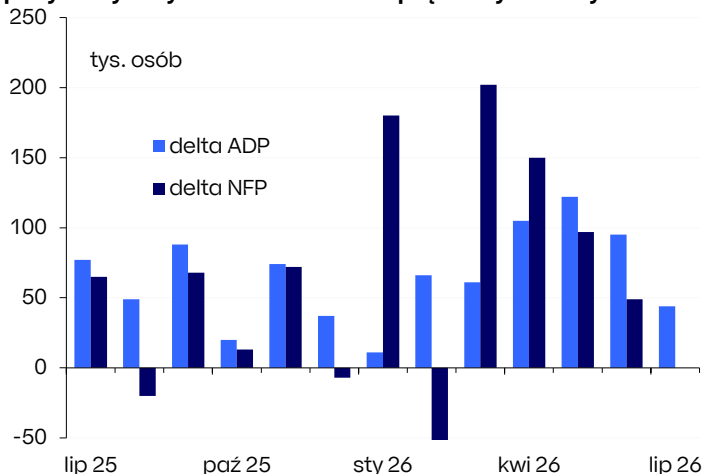
[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

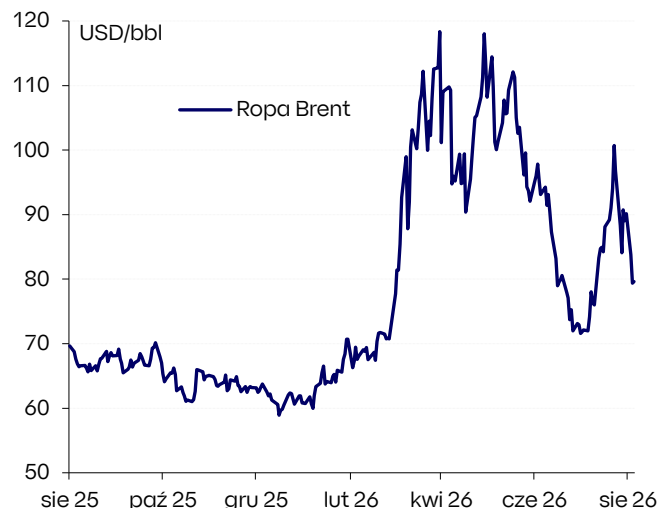
	Wartość 2026-08-05	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	151 086	-0,3
STOXX Europe 600	657	0,0
S&P500	7 724	-0,2
Waluty:		
EURPLN	4,30	0,1
USDPLN	3,72	0,0
CHFPLN	4,61	0,1
EURUSD	1,16	0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,22	-1
PL5Y	5,15	-1
PL10Y	5,67	2
DE10Y	3,10	-1
US10Y	4,62	-1
Surowce:		
Ropa Brent	79	0,1
Złoto	4245	4,2

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

Rozczarowujący wzrost zatrudnienia w USA wg ADP jest pesymistycznym zwiastunem dla piątkowych danych NFP



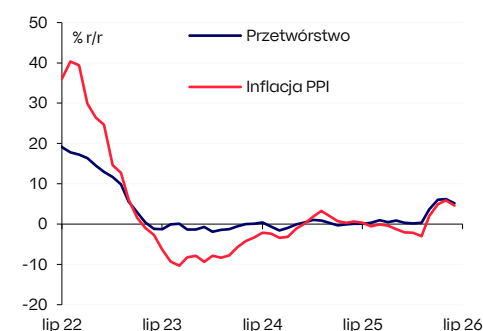
Cena ropy Brent ustabilizowała się w pobliżu 80 USD/b w oczekiwaniu na postęp w rozmowach USA–Iran



WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

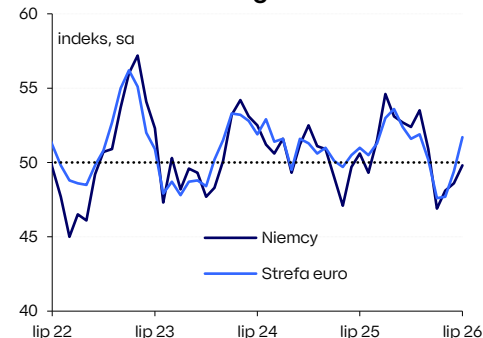
- ŚWIAT:** Rzecznik irańskiego MSZ E.Baghaei poinformował, że Iran i Oman uzgodniły współrzedne planowanej trasy przez Ormuz i kończą redagowanie wspólnego komunikatu. Teheran zastrzega, że samo porozumienie z Omanem nie zagwarantuje bezpieczeństwa żeglugi bez zakończenia amerykańskiej blokady irańskich portów. Ostateczne stanowisko Iranu może również wymagać akceptacji najwyższego przywódcy. **Jednocześnie doszło do eskalacji na froncie libańskim.** W południowym Libanie zginęło dwóch izraelskich żołnierzy — były to pierwsze izraelskie ofiary śmiertelne od wejścia w życie czerwcowego rozejmu z Hezbollahem. Izrael, oskarżając Hezbollah o naruszenie zawieszenia broni, odpowiedział nalotami. Eskalacja nastąpiła równolegle z izraelsko-libańskimi rozmowami prowadzonymi w Rzymie.
- USA:** Zatrudnienie w sektorze prywatnym wg raportu ADP w lipcu wzrosło o 44 tys. wobec 95 tys. w czerwcu, a dane były słabsze od oczekiwań (kons.: 68 tys.). Zatrudnienie najsilniej rosło w najmniejszych firmach, do 19 pracowników (+27 tys.) oraz w największych, powyżej 500 pracowników (+13 tys.). W ujęciu sektorowym silny wzrost zatrudnienia obserwowano w edukacji i zdrowiu (+36 tys.), finansach (+10 tys.) oraz działalności profesjonalnej i biznesowej (+9 tys.). Zatrudnienie spadło w rekreacji i hotelarstwie (-11 tys.), handlu i transporcie (-8 tys.) oraz górnictwie i wydobywaniu (-6 tys.). **Choć korelacja między danymi ADP a oficjalnymi danymi NFP o wzroście zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (por. wykres na pierwszej stronie) w ostatnim czasie nie jest szczególnie wysoka, to negatywne zaskoczenie sugeruje, że także piątkowe dane z rynku pracy mogą rozczarować.**
- USA:** N.Kashkari (Minneapolis Fed, w lipcu głosował za podwyżką stóp) ponownie opowiedział się za rozpoczęciem stopniowych podwyżek stóp procentowych. Argumentował, że obecna polityka pieniężna nie jest wystarczająco restrykcyjna, a szybsze podjęcie działań może ograniczyć konieczność gwałtownych podwyżek stóp w przyszłości. Wskazał na dobre wyniki finansowe firm, odporną konsumpcję i stabilny rynek pracy oraz ocenił, że inflacja nadal wymaga zacieśnienia polityki pieniężnej. L.Cook (członkini zarządu Fed) oceniła, że inflacja pozostaje zbyt wysoka, a ryzyko dla stabilności cen przewyższa ryzyko dla rynku pracy. **Zadeklarowała gotowość do poparcia podwyżki stóp procentowych, jeśli dezinflacja nie będzie postępować.** Jednocześnie uznała, że obecnie właściwe było utrzymanie stóp bez zmian, ponieważ w kolejnych miesiącach inflację mogą obniżać wygasający wpływ cel, oczekiwany spadek cen ropy oraz niższy wzrost inwestycji w AI. Podkreśliła jednak, że długotrwałe utrzymywanie się inflacji powyżej celu zwiększa ryzyko jej utrwalenia w oczekiwaniach inflacyjnych i procesach kształtowania cen oraz płac. M.Daly (Fed San Francisco, bierze udział w posiedzeniach FOMC, ale bez prawa głosu) **poparła decyzję Fed o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian w lipcu.** Jej zdaniem najbardziej prawdopodobnym scenariuszem pozostaje stopniowe wygasanie presji inflacyjnej, co uzasadnia utrzymanie obecnego poziomu stóp.
- EUR:** Tempo wzrostu cen producentów nieznacznie spadło. **Ceny producentów w czerwcu wzrosły w strefie euro o 4,6% r/r po wzroście o 5,9% r/r w maju, niemal zgodnie z oczekiwaniami rynku (kons. 4,7% r/r).** W ujęciu miesięcznym wskaźnik PPI spadł o 0,3% po wzroście o 0,2% w poprzednim miesiącu. W ujęciu rocznym indeks PPI najsilniej rósł w energetyce (+8,8%). Inflacja PPI po wyłączeniu energii wzrosła do 2,9% r/r. Podobne odczyty indeksu PPI podano dla UE, gdzie inflacja producentów wyniosła 4,7% r/r. Najsilniej indeks PPI rósł w Bułgarii (+19,3% r/r), Rumunii (+14,3% r/r), a najslabiej w Luksemburgu (-3,2% r/r). Dla porównania, w Polsce inflacja PPI w czerwcu wyniosła 2,4% r/r.
- EUR:** Wskaźnik PMI w usługach w lipcu wzrósł do 51,7 pkt. z 49,4 pkt. w czerwcu, silniej niż wskazał wstępny odczyt (51,6 pkt.), a wskaźnik kompozytowy wzrósł do 51,7 pkt. z 49,4 pkt. miesiąc wcześniej. Produkcja i nowe zamówienia rosły w tempie najwyższym od listopada ubiegłego roku.

Inflacja PPI w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wskaźnik PMI w usługach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

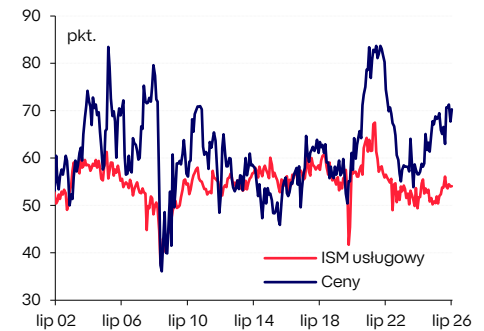
Zarówno koszty, jak i ceny dóbr finalnych zwiększyły się, jednak w tempie najniższym od odpowiednio lutego i marca 2026. Optymizm związany z oczekiwaniami co do wzrostu aktywności w najbliższych 12 miesiącach wzrósł do poziomu najwyższego od 5 miesięcy, jednak pozostaje poniżej poziomu tuż sprzed ataku USA i Izraela na Iran.

- **GER: Wskaźnik PMI w usługach w lipcu wzrósł do 49,8 pkt. z 48,6 pkt. w czerwcu i także był wyższy niż we wstępnych danych (49,6 pkt.).** Tym samym indeks znalazł się na poziomie najwyższym od marca i jedynie nieznacznie poniżej poziomu neutralnego, sugerując już tylko minimalne pogorszenie sytuacji w sektorze usług. Oczekiwania niemieckich przedsiębiorstw co do najbliższego roku nieco się poprawiły, jednak tak jak w strefie euro znajdują się poniżej poziomu notowanego przed wybuchem wojny w Zatoce Perskiej.
- **USA: Indeks ISM dla sektora usług w lipcu wzrósł do 54,1 pkt. z 54,0 pkt. w czerwcu, wskazując na utrzymanie solidnego tempa ekspansji.** Poprawiły się wskaźniki aktywności biznesowej (59,1 pkt.) i nowych zamówień (57,2 pkt.), natomiast indeks zatrudnienia spadł do 47,4 pkt., ponownie sygnalizując ograniczanie zatrudnienia. **Jednocześnie indeks cen wzrósł do 70,3 pkt., najwyższego poziomu od kwietnia 2023,** co wskazuje na utrzymującą się silną presję kosztową. Respondenci nadal wskazywali na istotny wpływ wysokich kosztów paliw i niepewności inflacyjnej, choć rzadziej niż wcześniej wspominali o wojnie na Bliskim Wschodzie i cłach. Indeks PMI dla usług publikowany przez S&P Global również potwierdził utrzymanie ekspansji (54,1 pkt.).
- **CZE: Według wstępnych danych inflacja CPI w lipcu przyspieszyła do 1,7% r/r z 1,5% r/r w czerwcu,** zgodnie z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami. W ujęciu miesięcznym ceny wzrosły o 0,6%. Wzrost inflacji miał szeroki charakter i dotyczył zarówno usług (do 4,7% r/r z 4,5% r/r), jak i dóbr (do -0,2% r/r z -0,4% r/r), w tym także energii i paliw (do -0,3% r/r z -1,0% r/r) oraz żywności i napojów bezalkoholowych (do -3,1% r/r z -3,4% r/r). **Inflacja bazowa (mierzona przez CNB) w lipcu mogła przyspieszyć w kierunku 2,9-3,0% r/r z 2,8% r/r w czerwcu** – wszystkie miary inflacji bazowej publikowane przez Czeski Urząd Statystyczny wzrosły o 0,1-0,2pp. Zakładamy, że bank centralny utrzyma dziś stopy procentowe na niezmienionym poziomie, choć wzrost inflacji bazowej zwiększa ryzyko podwyżki na najbliższym lub na kolejnych posiedzeniach. Bank komunikował również, że ostatnia podwyżka stóp nie oznacza rozpoczęcia cyklu podwyżek. Dla najbliższej i kolejnych decyzji kluczowy będzie sierpniowy raport o inflacji, a wraz z nim aktualizacja prognoz CNB.

WYDARZENIA KRAJOWE:

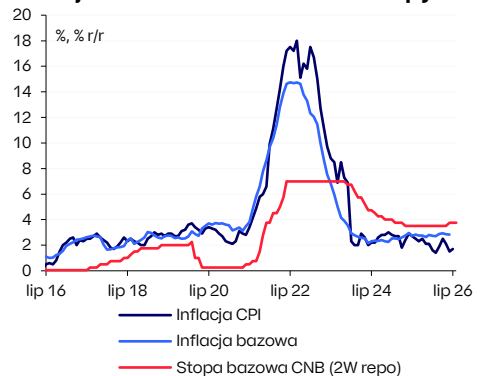
- **POL: Wiceminister finansów J.Neneman powiedział, że „na szybko” z pakietu CPN możliwe byłoby wprowadzenie obniżonej stawki VAT na paliwa za pomocą rozporządzenia,** natomiast wprowadzenie innych rozwiązań (np. mechanizmu ceny maksymalnej) wymagałoby nowelizacji ustawy, więc w czasie wakacji parlamentarnych jest trudne do wyobrażenia. Dodał, że obniżka stawki VAT na paliwa nie będzie większa niż w pakiecie CPN (a zatem stawka wyniesie 8% wobec obecnie obowiązujących 23%). Wiceminister powiedział również, że obniżka stawki VAT nie jest jeszcze przesądzona i jest to decyzja Premiera D.Tuska.
- **POL: Mediana wynagrodzeń w gospodarce narodowej w lutym 2026 wyniosła 7691 PLN brutto i stanowiła 77,2% przeciętnego wynagrodzenia brutto.** W podmiotach o liczbie pracujących 9 i mniej osób mediana wynagrodzeń brutto pozostaje na poziomie płacy minimalnej. Dane o rozkładzie wynagrodzeń są opóźnione względem danych o przeciętnym wynagrodzeniu. 10% najmniej zarabiających mężczyzn i kobiet otrzymało za pracę nie więcej niż płacę minimalną (4806 PLN), 10% najlepiej zarabiających mężczyzn otrzymało co najmniej 17 059 PLN, zaś do grona 10% najlepiej zarabiających kobiet zaliczały się te, które zarobiły co najmniej 17 152 PLN.

Indeks ISM w usługach USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja CPI w Czechach na tle stopy CNB

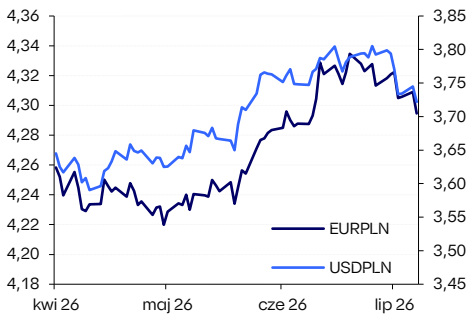


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **W środę złoty pozostał stabilny wobec euro i dolara, a kursy EURPLN i USDPLN oscylowały odpowiednio w pobliżu 4,30 oraz 3,72.** Na bazowych rynkach FX dolar nieznacznie się osłabił, a kurs EURUSD wzrósł w okolice 1,1550.
- Ze względu na brak istotnych publikacji z krajowej gospodarki złoty reagował przede wszystkim na impulsy napływające z otoczenia zewnętrznego. **Dolarowi mógł ciążyć słabszy od oczekiwań raport ADP, wskazujący na wyhamowanie wzrostu zatrudnienia w amerykańskim sektorze prywatnym.** Przejściowym obciążeniem dla walut rynków wschodzących, w tym złotego, był natomiast wzrost napięć na Bliskim Wschodzie po doniesieniach o ataku rebeliantów Huti na saudyjski tankowiec na Morzu Czerwonym. Towarzyszący temu wzrost cen ropy okazał się jednak krótkotrwały, a notowania Brent powróciły poniżej 80 USD/b po informacjach, że Iran i Oman są na końcowym etapie prac nad porozumieniem dotyczącym żeglugi handlowej przez cieśninę Ormuz. **Skala zmian na głównych parach ze złotym była ostatecznie niewielka i nie wpłynęła na dotychczasowe trendy.**
- W czwartek w kalendarzu makroekonomicznym zabraknie publikacji o istotnym znaczeniu dla rynku. Kolejnego silniejszego impulsu dla notowań dolara, a pośrednio także złotego, może dostarczyć dopiero piątkowy raport z amerykańskiego rynku pracy. **W horyzoncie czwartkowej sesji, przy utrzymaniu obecnego poziomu ryzyka geopolitycznego, oczekujemy zatem stabilizacji EURPLN i USDPLN odpowiednio w pobliżu 4,30 oraz 3,72.**
- **W środę rentowności krajowych SPW zmieniły się w przedziale -1/+2pb.** Na rynkach bazowych zmiany rentowności obligacji Niemiec i USA również były niewielkie i mieściły się w przedziale -1/0pb.
- Podczas środowych notowań inwestorzy wyczekiwali informacji z Bliskiego Wschodu o zapowiadanych przez przedstawicieli administracji USA porozumieniu z Iranem, którego głównym elementem (według doniesień medialnych) miało być natychmiastowe odblokowanie cieśniny Ormuz. Brak finalnego komunikatu w tej sprawie sprzyjał stabilizacji cen ropy naftowej i analogicznie ograniczonym wahaniom rentowności obligacji skarbowych. Rynkowej zmienności, szczególnie na rynku amerykańskich Treasuries, nie zwiększyły dane makroekonomiczne z USA, ponieważ **oddziaływanie słabszego od oczekiwań raportu ADP równoważyły dobre dane o koniunkturze w usługach (indeksy PMI i ISM).** Po próbie kontynuacji spadków rentowności na początku środowych notowań krajowe SPW w kolejnych godzinach dostosowały się do globalnego otoczenia. **Warto jednak zauważyć, że powolne wycofywanie się rynku z wyceny podwyżki stóp NBP w 2027 było kontynuowane.**
- Nie zakładamy, by publikowane w czwartek dane z amerykańskiego rynku pracy (raport Challengeera oraz wnioski o zasiłek dla bezrobotnych) miały istotny wpływ na rynkowe oczekiwania dotyczące ścieżki stóp Fed, gdzie wyceny niespełna dwóch podwyżek po 25pb do kwietnia 2027 utrzymują się. Uważamy, że kluczowym czynnikiem wpływającym na rynki FI będą informacje o udrożnieniu cieśniny Ormuz, a **naszym zdaniem bilans ryzyka jest asymetrycznie przesunięty w stronę przynajmniej przejściowego porozumienia.** Realizacja takiego scenariusza powinna pozytywnie wpłynąć na rynki FI, czego konsekwencją w przypadku krajowych SPW byłby naszym zdaniem spadek rentowności w stronę 4,15%, 5,00% i ok. 5,55% odpowiednio dla papierów 2-, 5- i 10-letnich.

Waluty



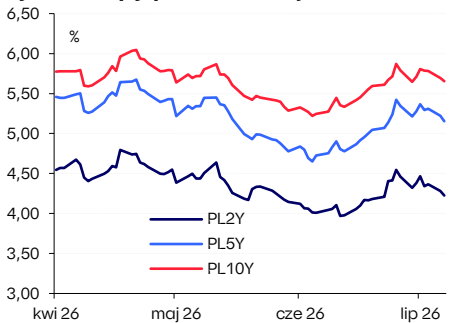
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



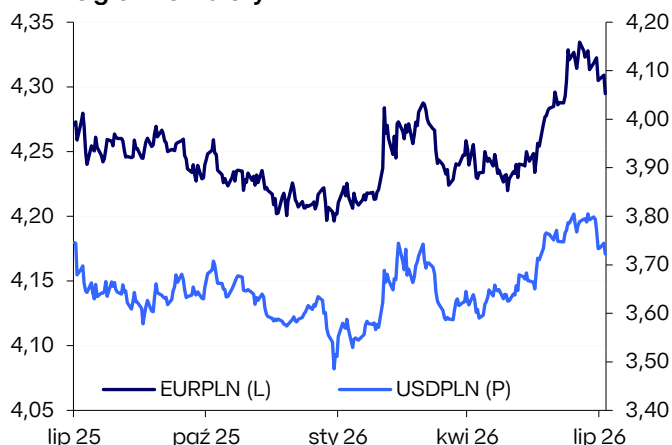
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

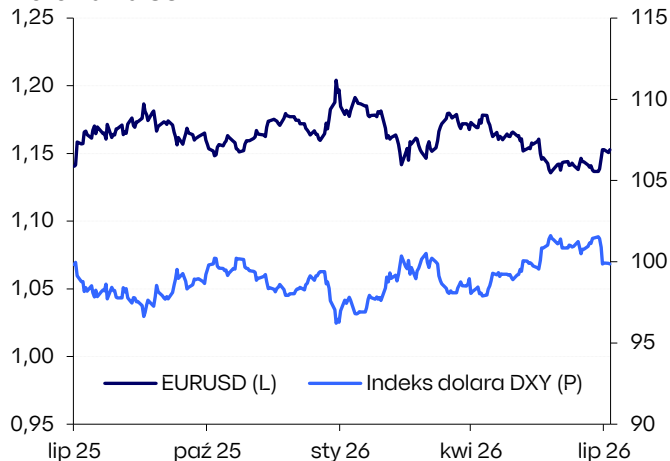
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,74	3,74
PL2Y	3,95	3,95
PL5Y	4,55	4,50
PL10Y	5,10	5,00

Źródło: PKO Bank Polski.

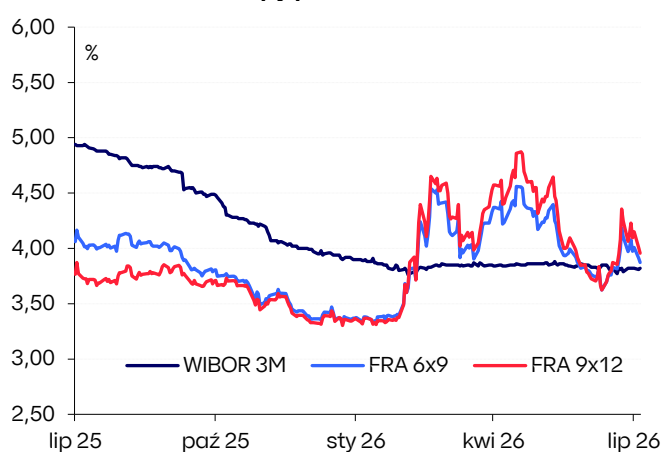
PLN vs główne waluty



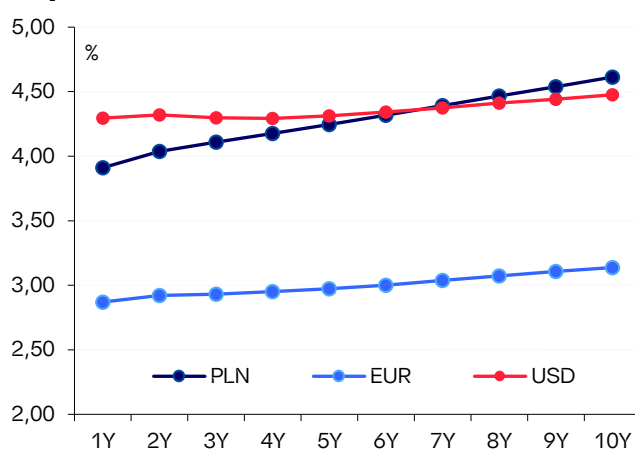
Notowania USD



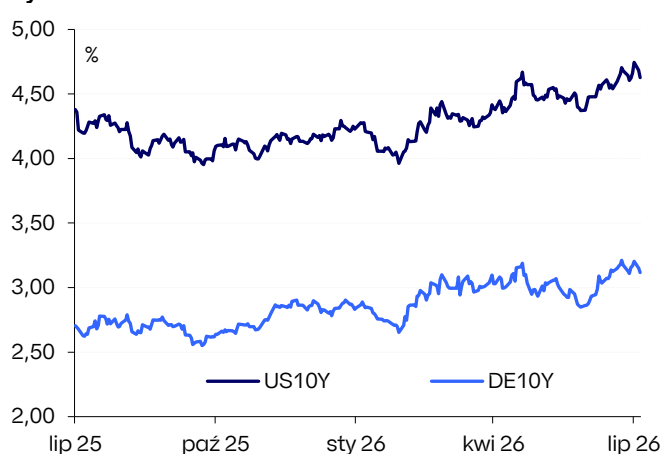
Krótkoterminowe stopy procentowe



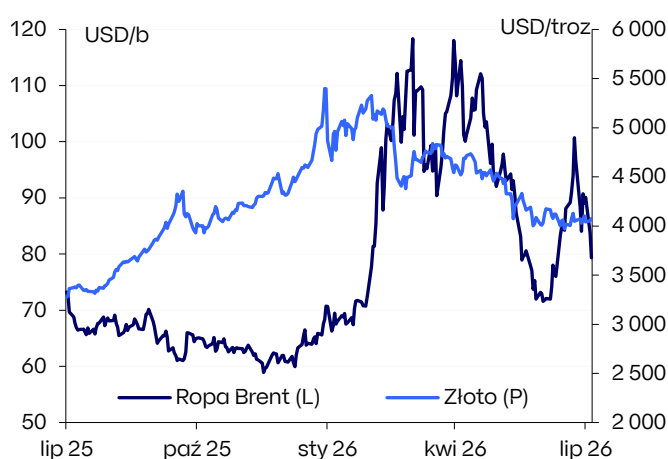
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 31 lipca						
JPN: Posiedzenie BoJ	05:00	%	1,00	1,00	1,00	1,00
POL: Inflacja CPI (lip., wst.)	09:30	% r/r	2,5	3,0	3,0	3,0
GER: Stopa bezrobocia (lip.)	09:55	%	6,3	6,3	--	6,4
EUR: Inflacja HICP (lip., wst.)	11:00	% r/r	2,8	2,9	--	2,9
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lip., rew.)	16:00	pkt.	49,5	54,0	--	55,2
Poniedziałek, 3 sierpnia						
CHN: PMI w przetwórstwie (lip.)	3:45	pkt.	51,7	52,0	--	50,9
POL: PMI w przetwórstwie (lip.)	9:00	pkt.	46,1	47,5	47,1	49,0
GER: PMI w przetwórstwie (lip., rew.)	9:55	pkt.	50,3	52,2	--	52,2
EUR: PMI w przetwórstwie (lip., rew.)	10:00	pkt.	51,4	52,0	--	51,9
USA: PMI w przetwórstwie (lip., rew.)	15:45	pkt.	53,9	53,8	--	53,9
USA: ISM w przetwórstwie (lip.)	16:00	pkt.	53,3	53,9	--	55,6
Wtorek, 4 sierpnia						
USA: Bilans handlowy (cze.)	14:30	mld USD	-77,6	-73,0	--	-73,3
USA: Zamówienia fabryczne (cze.)	16:00	% m/m	-1,1	0,2	--	-0,3
USA: Raport JOLTS (cze.)	16:00	mln	7,537	7,501	--	7,359
USA: Zamówienia na dobra trwale (cze., rew.)	16:00	% m/m	-4,0	0,3	--	0,5
Środa, 5 sierpnia						
CZE: Inflacja CPI (lip., wst.)	9:00	% r/r	1,5	1,7	1,7	1,7
GER: PMI w usługach (lip., rew.)	9:55	pkt.	48,6	49,6	--	49,8
EUR: PMI w usługach (lip., rew.)	10:00	pkt.	49,4	51,6	--	51,7
EUR: Inflacja PPI (cze.)	11:00	% r/r	5,9	4,7	--	4,6
USA: Raport ADP (lip.)	14:15	tys.	98	68	--	44
Czwartek, 6 sierpnia						
GER: Zamówienia fabryczne (cze.)	8:00	% m/m	1,9	0,5	--	--
ROM: Sprzedaż detaliczna (cze.)	8:00	% r/r	-4,7	--	--	--
HUN: Produkcja przemysłowa (cze.)	8:30	% r/r	5,4	5,2	--	--
HUN: Sprzedaż detaliczna (cze.)	8:30	% r/r	4,8	5,1	--	--
CZE: Produkcja przemysłowa (cze.)	9:00	% r/r	-1,0	2,6	--	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (cze.)	11:00	% r/r	1,6	1,0	--	--
CZE: Posiedzenie banku centralnego	14:30	%	3,75	3,75	3,75	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	197	202	--	--
Piątek, 7 sierpnia						
GER: Eksport (cze.)	8:00	% m/m	0,9	-0,5	--	--
GER: Import (cze.)	8:00	% m/m	-2,5	1,0	--	--
GER: Produkcja przemysłowa (cze.)	8:00	% m/m	0,9	0,1	--	--
HUN: Inflacja CPI (lip.)	8:30	% r/r	1,7	1,5	1,5	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (lip.)	14:30	tys.	57	85	122	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (lip.)	14:30	% r/r	3,5	3,5	--	--
USA: Stopa bezrobocia (lip.)	14:30	%	4,2	4,2	--	--

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.