

Powrót CPN

- Miniony tydzień przyniósł dalsze wzrosty na rynkach akcji, choć w jego drugiej części notowaniom zaczęły ciążyć napięcia geopolityczne i słabsze dane makro z USA. Na rynku FX złoty był stabilny, EURPLN konsolidował się wokół 4,30, a USDPLN pod wpływem nasilonej w piątek globalnej słabości dolara zszedł w okolice 3,7250. Osłabienie amerykańskiej waluty sprzyjało wzrostowi EURUSD, który zakończył tydzień najwyżej od połowy czerwca br. Malejące szanse na szybkie udrożnienie cieśniny Ormuz oraz wysokie ceny ropy ciążyły rynkom FI, a krajowym SPW dodatkowo szkodziła podaż na rynku pierwotnym. **W nadchodzącym tygodniu oczekujemy stabilizacji EURPLN w przedziale 4,30–4,32. Globalnie dostrzegamy przestrzeń do dalszego osłabienia dolara, co mogłoby sprowadzić USDPLN bliżej 3,6850. W przypadku krajowych SPW, przy sprzyjających impulsach globalnych, widzimy potencjał do spadku rentowności, choć skalę ruchu mogą ograniczać kolejne aukcje MF i BGK.**
- W tym tygodniu globalnie nadal najistotniejsze mogą być doniesienia z Bliskiego Wschodu, choć wszystko wskazuje, że trwa impas, a rynki przyzwyczały się do podwyższonej wahliwości i częstych zmian narracji USA.** Wśród standardowych danych **kluczowe będą minutes Fed** (śr.), które mogą wskazać jak duża część FOMC rzeczywiście skłania się ku podwyżce stóp (my zakładamy brak zmiany stóp w tym roku). W piątek z kolei poznamy **wstępne wskaźniki PMI z rynków bazowych za lipiec**. Większych emocji nie wzbudzi raczej finalny raport o inflacji HICP za lipiec ze strefy euro (śr.).
- W czwartek rozwiąże się worek z danymi z Polski za lipiec** – na rynku pracy w firmach 9+ prac. oczekujemy kontynuacji dotychczasowych tendencji – **stabilizacji dynamiki płac** (6,0% r/r) i **spadku zatrudnienia** (-0,8% r/r). **Produkcja przemysłowa i budowlana** powinny nieco wyhamować względem mocnego czerwca. Poznamy też dane o koniunkturze za sierpień (śr. i pt.)
- W piątek agencja Fitch dokona przeglądu ratingu Polski** – oczekujemy utrzymania oceny na poziomie A-, z perspektywą negatywną, która została obniżona we wrześniu 2025. Chociaż prezes agencji przestrzegał pod koniec czerwca, że wzrost zadłużenia może doprowadzić do obniżki ratingu, przyznał jednocześnie, że negatywna perspektywa jest z reguły utrzymywana przez co najmniej 18 miesięcy.

Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

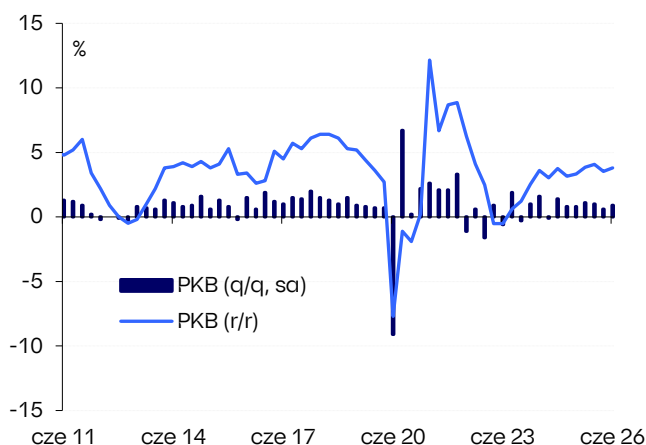
[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość 2026-08-14	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	153 237	0,6
STOXX Europe 600	658	-0,2
S&P500	7 786	-0,2
Waluty:		
EURPLN	4,30	-0,1
USDPLN	3,72	-0,5
CHFPLN	4,58	-0,4
EURUSD	1,16	0,4
Obligacje:		
PL2Y	4,36	3
PL5Y	5,34	3
PL10Y	5,86	4
DE10Y	3,20	6
US10Y	4,70	5
Surowce:		
Ropa Brent	89	1,7
Złoto	4376	0,6

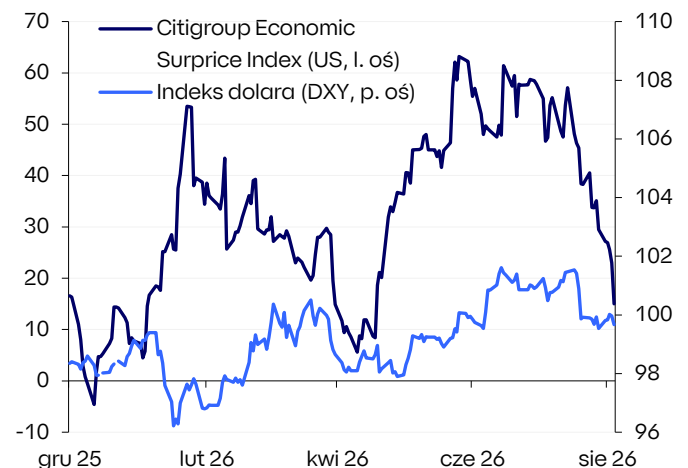
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

Wzrost PKB w Polsce jest odporny na zawirowania na Bliskim Wschodzie – przyspieszył do 3,8% r/r w 2q26 z 3,5% r/r w 1q26



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

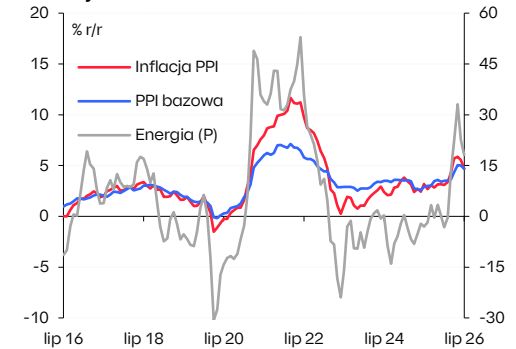
Dolar jak dotąd w ograniczonym stopniu reaguje na wyraźnie słabsze od konsensusu dane makro z USA



WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

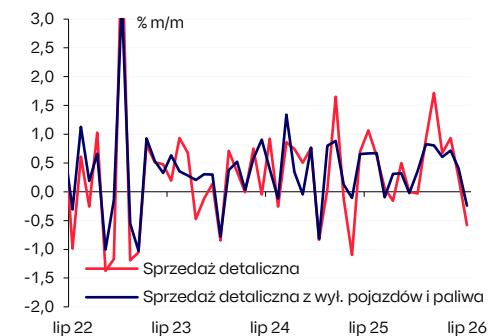
- **USA: Władze Iranu nie podjęły decyzji o powrocie do negocjacji z USA.** Minister spraw zagranicznych A.Aragczy stwierdził, że wymiana wiadomości przez pośredników nie jest równoznaczna z dialogiem. Z kolei D.Trump zapowiedział, że niedługo ogłosi cieśninę Ormuz częścią terytorium USA i wielokrotnie powtarzał, że USA mają nad nią całkowitą kontrolę. Cieśnina Ormuz w praktyce pozostaje jednak zablokowana.
- **USA: Inflacja PPI w lipcu obniżyła się do 4,7% r/r z 5,5% r/r w czerwcu i okazała się niższa od oczekiwań (kons.: 4,9% r/r).** Inflacja bazowa PPI (po wyłączeniu żywności, energii oraz handlu) obniżyła się do 4,7% r/r z 5,0% r/r miesiąc wcześniej. Hamowanie inflacji w ujęciu rocznym odnotowano we wszystkich głównych kategoriach. Ceny dóbr wzrosły o 6,5% r/r (wobec wzrostu o 7,8% r/r w czerwcu), w tym ceny żywności spadły o 0,1% r/r (vs 1,9% r/r), ceny energii wzrosły o 18,2% r/r (vs 22,6% r/r), zaś ceny dóbr po wyłączeniu żywności i energii wzrosły o 4,9% r/r (vs 5,2% r/r). Ceny usług wzrosły 3,9% r/r (vs 4,7% r/r), w tym w handlu o 2,4% r/r (vs 3,7% r/r) oraz w transporcie i gospodarce magazynowej o 10,0% r/r (vs 13,5% r/r). W ujęciu miesięcznym ceny producentów nie zmieniły się (sa). **Silniejszy od oczekiwań spadek inflacji PPI, w połączeniu ze zgodnym z oczekiwaniami odczytem inflacji CPI, zmniejsza presję na podwyżki stóp procentowych w USA.**
- **USA: Sprzedaż detaliczna w lipcu spadła o 0,6% m/m (istotnie poniżej oczekiwanego wzrostu o 0,2% m/m).** Był to pierwszy spadek od 9 miesięcy i największy od 14 miesięcy. W grupie kontrolnej (używanej do szacowania zmian PKB) sprzedaż spadła o 0,4% m/m. Spadek miał miejsce mimo mistrzostw świata w piłce nożnej i 250-rocznicy uzyskania niepodległości przez USA, czyli wydarzeń, które powinny podbijać zakupy. W strukturze danych szczególnie negatywnie zaskoczyła sprzedaż aut (-1,8% m/m), co mogło być pokłosiem wysokich cen paliw i wyższej ostrożności konsumentów oraz sprzedaż internetowa (-2,2% m/m), gdzie spadek mógł wynikać z przesunięcia Amazon Prime Days (okres znaczących przecen) z lipca na czerwiec. Dane sugerują wygasający wpływ podwyższonych zwrotów podatkowych i mogą być sygnałem szerszego hamowania wydatków konsumpcyjnych. Powyższe dane są w ujęciu nominalnym, przez co po uwzględnieniu inflacji spadek realnej sprzedaży detalicznej w lipcu był jeszcze głębszy i wyniósł 0,7% r/r. Jednocześnie nominalna sprzedaż detaliczna szybko rośnie w ujęciu r/r (5,0% r/r wobec 6,8% r/r w czerwcu), co wskazuje, że mamy do czynienia z korektą z wysokiego poziomu.
- **USA: Wstępny indeks nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan za sierpień spadł do 51,0 pkt. z 55,2 pkt.,** kończąc dwumiesięczny okres poprawy, wbrew oczekiwaniom kontynuacji wzrostów. Pogorszyły się zarówno ocena sytuacji bieżącej jak i oczekiwania na przyszłość. Krótkoterminowe oczekiwania inflacyjne (na rok do przodu) wzrosły do 4,3% z 4,2%, a długoterminowe (pięcioletnie) pozostały bez zmian (3,3%).
- **USA: Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych minimalnie wzrosła do 209 tys. z 200 tys. tydzień wcześniej i pozostała niska w ujęciu historycznym.**
- **EUR: Kolejny odczyt PKB w strefie euro za 2q26 potwierdził wzrost PKB o 0,4% q/q oraz o 1,0% r/r,** co oznacza przyspieszenie względem 1q26, mimo negatywnego wpływu ze strony szoku naftowego i wojny na Bliskim Wschodzie. Zatrudnienie w strefie euro wzrosło o 0,1% r/r.
- **EUR: Produkcja przemysłowa w czerwcu pozostała praktycznie bez zmian względem maja, przy rewizji w górę danych za maj.** Produkcja wzrosła o 0,1% r/r po spadku o 0,1% r/r w maju (rewizja z -1,2% r/r). Trzeci miesiąc z rzędu rosła produkcja dóbr pośrednich (w czerwcu o 0,4% r/r) oraz dóbr związanych z energią (w czerwcu o 0,9% r/r). Dynamika produkcji dóbr kapitałowych (w tym branży motoryzacyjnej) wyhamowała do 0,1% r/r z 2,9% r/r w maju. Kolejny słaby miesiąc odnotowali też producenci dóbr konsumpcyjnych trwałych, gdzie produkcja spadła o 2,5% r/r.
- **EUR: Odsezonowane saldo handlowe strefy euro w czerwcu po raz pierwszy od lutego 2026 odnotowało nadwyżkę (w wysokości 1,8 mld EUR).** Zarówno

Inflacja PPI w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Dynamika miesięczna sprzedaży detalicznej w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

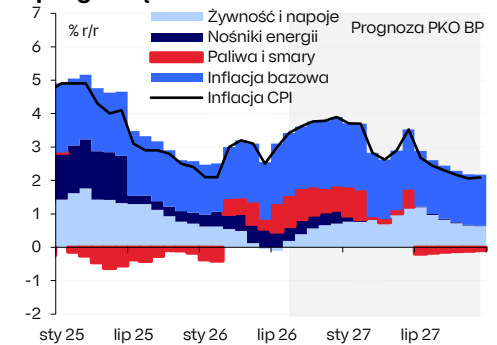
dynamika eksportu jak i importu istotnie przyspieszyły, odpowiednio do 14,4% r/r i 13,1% r/r).

- **NOR:** Norges Bank zgodnie z oczekiwaniami utrzymał bez zmian stopę bazową na poziomie 4,25%. W komunikacie bank podkreślił, że choć inflacja spowolniła (3,0% r/r w lipcu) i była niższa od wcześniejszych prognoz, to nadal pozostaje zbyt wysoka, przez co nie można stwierdzić, że ogólne perspektywy inflacyjne istotnie się zmieniły. W konsekwencji w ocenie Norges Banku nadal może być konieczne podwyższenie poziomu stóp (co oznacza podtrzymanie forward guidance z czerwca), ze względu na ryzyko zakotwiczenia inflacji oraz oczekiwań inflacyjnych na wyższym poziomie.

WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL:** Inflacja CPI w lipcu wzrosła do 3,0% r/r z 2,5% r/r w czerwcu, potwierdzając szybki szacunek. Za przyspieszenie inflacji odpowiadają przede wszystkim ceny paliw oraz w mniejszym stopniu ceny w kategoriach bazowych. Oczekiwane przyspieszenie inflacji w kolejnych miesiącach nie skłoni naszym zdaniem RPP do podwyżek stóp, jednak skutecznie odwiedzie Radę od obniżek, co najmniej do końca roku. Więcej w Makro Flashu: [Ceny paliw znów podbiły inflację](#).
- **POL:** Inflacja bazowa CPI bez żywności i energii w lipcu minimalnie wzrosła do 3,1% r/r z 3,0% r/r w czerwcu i od kwietnia pozostaje w przedziale 3,0-3,1% r/r. Przedział miar bazowych wzrósł z 2,1-3,0% r/r w czerwcu do 2,8-3,4% r/r w lipcu. Jednocześnie nie dostrzegamy oznak wzrostu fundamentalnej presji inflacyjnej. Wzrost inflacji bazowej (względem 2,5% r/r w lutym przed wybuchem wojny na Bliskim Wschodzie) jest w dużej mierze skoncentrowany w kilku wybranych branżach (m.in. transport powietrzny, turystyka zorganizowana). Prognozujemy, że do końca roku inflacja bazowa wzrośnie do ok. 3,5% r/r.
- **POL:** Rząd zdecydował o ponownej obniżce stawki VAT na paliwa z 23% do 8% oraz o przywróceniu ceny maksymalnej. Rozwiązanie ma obowiązywać od 17 do 31 sierpnia. Według rządu ma się to przełożyć na obniżkę cen paliwa o 90-100 groszy za litr. Koszt fiskalny ponownego obniżenia VAT ma wynieść 495 mln PLN. W przeciwieństwie do pierwotnego programu CPN (31.03-30.06) nie zdecydowano się na obniżkę akcyzy.
- **POL:** PKB w 2q26 wzrósł o 3,8% r/r, silniej od konsensusu (3,7% r/r), ale poniżej naszej prognozy (4,1% r/r), przyspieszając wobec 3,5% r/r w 1q26. Po uwzględnieniu czynników sezonowych dynamika PKB wyniosła 3,7% r/r, a w ujęciu q/q gospodarka wzrosła o 0,9% (sa). 2q26 był siódmym z rzędu kwartałem wzrostu, a gospodarka utrzymała się na ścieżce stabilnej ekspansji. Więcej w Makro Flash: [Solidny wzrost gospodarczy](#).
- **POL:** Deficyt obrotów bieżących w czerwcu wzrósł do 2,2 mld EUR z 1,0 mld EUR w maju, wobec oczekiwań na poziomie ok. 0,7 mld EUR. Tym samym deficyt w ujęciu 12-miesięcznym pogłębił się do 1,0% PKB z 0,9% PKB po maju. W czerwcu obserwowaliśmy dwucyfrowe dynamiki eksportu (12,3% r/r) i importu towarów (16,9% r/r) – zjawisko niespotykane od 2023. Więcej w Makro Flash: [Dwucyfrowe wzrosty eksportu i importu](#).
- **POL:** Prezydent K.Nawrocki podpisał ustawę o osobistych kontach inwestycyjnych. Ustawa wejdzie w życie 1 stycznia 2027 i umożliwi inwestowanie ze zwolnieniem od podatku od zysków kapitałowych do kwoty 100 tys. PLN (w tym do 25 tys. PLN zainwestowanych w instrumenty o niskim ryzyku, tj. lokaty i obligacje skarbowe).
- **POL:** Rząd rozważa wprowadzenie pośredniej stawki PIT wynoszącej 24% – wynika z ustaleń money.pl. Nie wiadomo jednak, od jakiego progu stawka miałaby obowiązywać (w doniesieniach pojawiają się kwoty między obecnym progiem wynoszącym 120 tys. PLN a 150 tys. PLN) oraz jakie byłyby inne zmiany w pozostałych stawkach i progach.

Dekompozycja inflacji CPI w Polsce wraz z prognozą

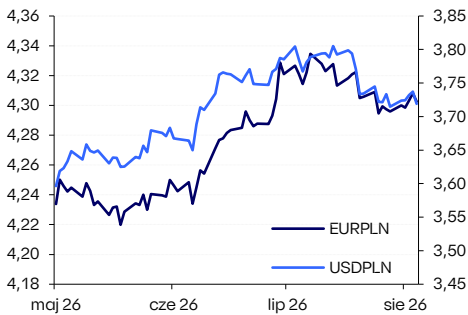


Zródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- Złoty w minionym tygodniu niewiele się zmienił, kurs EURPLN kończył piątkowe notowania w okolicy 4,3050, a USDPLN w pobliżu 3,7250. Na rynkach bazowych EURUSD wzrósł do 1,1570.
- Relatywna stabilizacja PLN wynikała z równoważenia się przeciwstawnych czynników. Złotego wspierał mocny, choć zgodny z medianą oczekiwań, odczyt PKB Polski za 2q26 oraz zgodna z flashem inflacja CPI za lipiec, ograniczająca przestrzeń do obniżek stóp NBP. Z drugiej strony presję na złotego wywierały wysokie ceny ropy, wspierane przez malejące szanse na szybkie udrożnienie cieśniny Ormuz. Co ciekawe, krajowa waluta słabo reagowała na globalne osłabienie dolara, który wspierał waluty EM, czego skutkiem były nowe wieloletnie maksima na MSCI EM Currency Index. Finalnie trend EURPLN nie uległ istotnej zmianie, gdyż kurs pozostał w okolicy 4,3050, czyli ważnego technicznie poziomu. Na USDPLN piątkowa deprecjacja dolara zwiększyła wiarygodność przełamania średnioterminowej linii trendu wzrostowego, otwierając drogę w kierunku 3,6850.
- **Nie zakładamy, by publikowane w czwartek krajowe dane makro za lipiec istotnie wpłynęły na zachowanie złotego. Ryzykiem może być piątkowa rewizja ratingu Polski przez agencję Fitch, ale tylko w razie jego obniżenia (czego nie oczekujemy) lub ostrzejszego komentarza fiskalnego. Globalnie złoty pozostanie pod pośrednim wpływem dolara, którego notowania zależą będą od kolejnych danych makro z USA, wymowy protokołu z ostatniego posiedzenia FOMC oraz geopolityki. Ryzyka są naszym zdaniem przesunięte w stronę deprecjacji amerykańskiej waluty. W naszej opinii nadchodzący tydzień nie przyniesie impulsów do kierunkowego ruchu na EURPLN, a kurs tej pary pozostanie w przedziale 4,30–4,32. W przypadku USDPLN widzimy przestrzeń do zejścia kursu bliżej 3,6850, gdzie przebiega linia trendu wzrostowego poprowadzona od styczniowego minimum.**
- W drugim tygodniu sierpnia **krajowy rynek długu pozostawał pod presją i dopiero jego końcówka przyniosła wyhamowanie wzrostów rentowności.**
- Relatywna słabość krajowych papierów względem rynków bazowych mogła wynikać ze zwiększonej podaży na rynku pierwotnym oraz z perspektywy utrzymania wysokiej aktywności emisyjnej MF i BGK w kolejnych kwartałach. W tym kontekście zaplanowany na środę regularny przetarg obligacji Ministerstwa Finansów oraz czwartkowa aukcja papierów FPC organizowana przez BGK mogą ograniczać skalę odreagowania i sprzyjać utrzymaniu rentowności na podwyższonych poziomach. **Skala ubiegłotygodniowej przeceny polskich obligacji nie znajduje uzasadnienia w krajowych danych makroekonomicznych. Ich wydzźwięk powinien raczej wspierać wyceny,** ponieważ przemawia za stabilizacją stóp procentowych NBP. Tymczasem rynek wycenia możliwość ich podwyższenia w 2027.
- **Z perspektywy fundamentalnej dostrzegamy znaczną przestrzeń do spadku rentowności krajowych SPW wzdłuż całej krzywej i kontynuacji tendencji zapoczątkowanej pod koniec ubiegłego tygodnia. Realizacja takiego scenariusza będzie jednak wymagać nowych, pozytywnych impulsów.** Dotychczas wycenom obligacji szkodziły przede wszystkim wzrost premii za ryzyko geopolityczne, związany z konfliktem na Bliskim Wschodzie, oraz będąca jego następstwem zwyżka cen surowców energetycznych. W dłuższym horyzoncie zakładamy możliwość deeskalacji napięć między USA a Iranem, ale na razie brakuje wyraźnych sygnałów potwierdzających ten scenariusz. Co więcej, retoryka obu stron okresowo ulega zaostrzeniu. Jeżeli ceny surowców energetycznych pozostaną wysokie, rentowności obligacji również mogą utrzymywać się w najbliższych dniach na podwyższonych poziomach. Publikowane w czwartek krajowe dane za lipiec nie powinny istotnie zmienić oczekiwań dotyczących dalszego kierunku polityki pieniężnej NBP.

Waluty



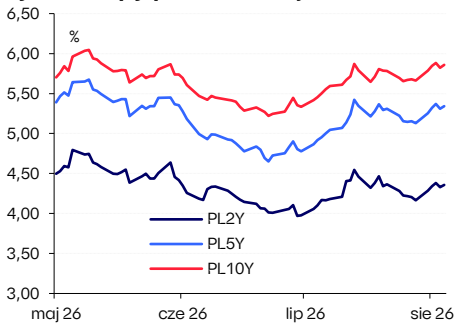
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



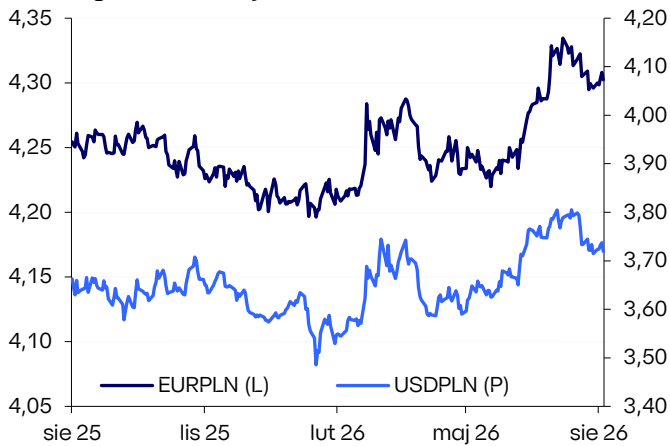
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

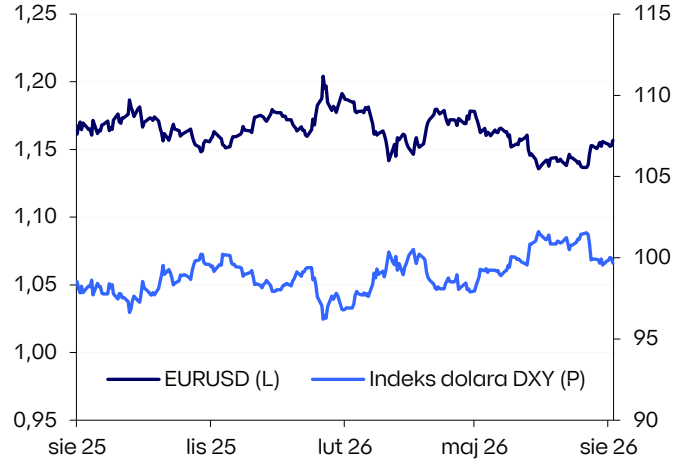
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,74	3,74
PL2Y	3,95	3,95
PL5Y	4,55	4,50
PL10Y	5,10	5,00

Źródło: PKO Bank Polski.

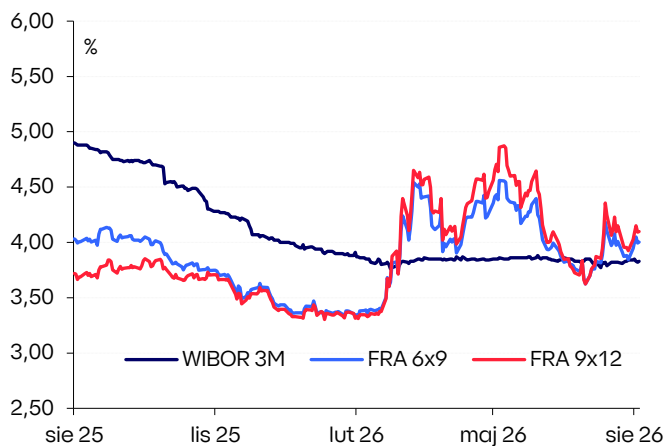
PLN vs główne waluty



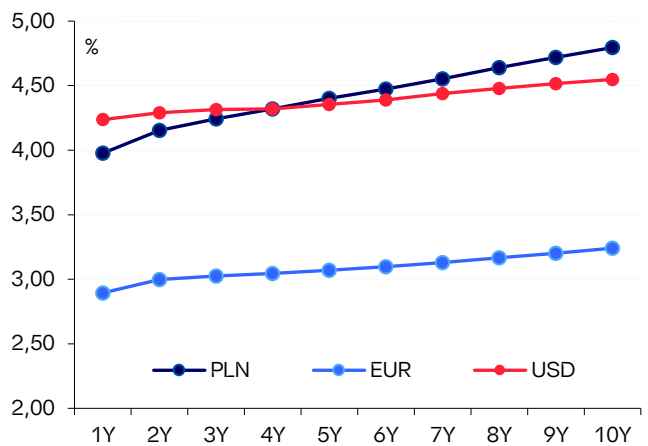
Notowania USD



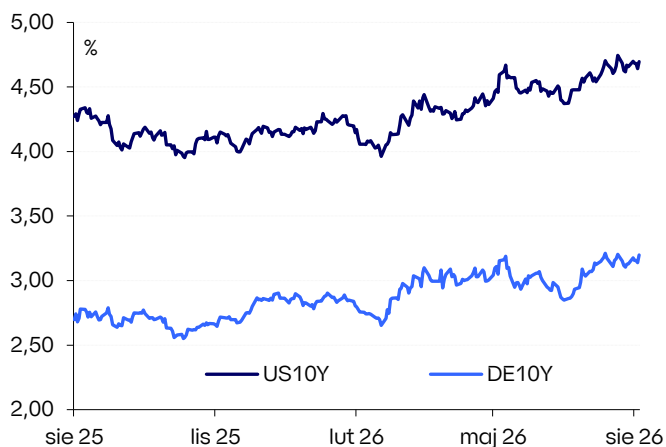
Krótkoterminowe stopy procentowe



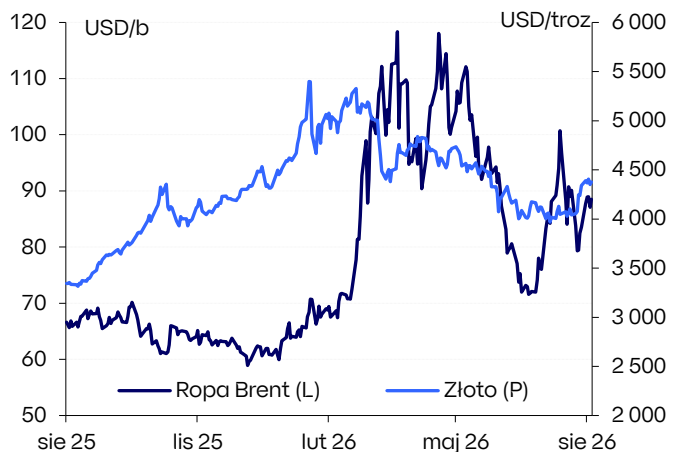
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Czwartek, 13 sierpnia						
POL: Inflacja CPI (lip., rew.)	9:30	% r/r	2,5	3,0	3,0	3,0
POL: Wzrost PKB (2q)	9:30	% r/r	3,5	3,7	4,1	3,8
NOR: Posiedzenie Norges Banku	10:00	%	4,25	4,25	4,25	4,25
EUR: Produkcja przemysłowa (cze.)	11:00	% r/r	-0,1	-0,6	--	0,1
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (cze.)	14:00	mIn EUR	-1071	-679	-679	-2216
POL: Eksport (cze.)	14:00	% r/r	5,5	8,0	6,7	12,3
POL: Import (cze.)	14:00	% r/r	3,7	9,4	8,6	16,9
USA: Inflacja PPI (lip.)	14:30	% r/r	5,5	4,9	--	4,7
Piątek, 14 sierpnia						
EUR: Wzrost PKB (2q)	11:00	% r/r	0,5	1,0	--	1,0
EUR: Bilans handlowy (cze.)	11:00	mld	-6,1	--	--	1,8
POL: Inflacja bazowa (lip.)	14:00	% r/r	3,0	3,0	3,1	3,1
USA: Sprzedaż detaliczna (lip.)	14:30	% m/m	0,2	0,2	--	-0,6
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sie., wst.)	16:00	pkt.	55,2	54,1	--	51,0
Wtorek, 18 sierpnia						
GER: Indeks instytutu ZEW (sie.)	11:00	pkt.	26,3	30,0	--	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (lip.)	14:30	mIn	1,427	1,345	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (lip., wst.)	14:30	mIn	1,374	1,374	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (lip.)	15:15	% m/m	0,1	0,3	--	--
Środa, 19 sierpnia						
POL: Koniunktura konsumencka (sie.)	9:30	pkt.	-10,2	-10,2	-10,0	--
EUR: Inflacja HICP (lip., rew.)	11:00	% r/r	2,8	2,9	--	--
EUR: Inflacja bazowa (lip., rew.)	11:00	% r/r	2,4	2,5	--	--
USA: Minutes Fed (.)	20:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 20 sierpnia						
GER: Inflacja PPI (lip.)	8:00	% r/r	1,8	2,5	--	--
SWE: Posiedzenie Riksbanku (.)	9:30	%	1,75	1,75	1,75	--
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (lip.)	9:30	% r/r	5,9	6,2	6,0	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (lip.)	9:30	% r/r	-0,9	-0,9	-0,8	--
POL: Produkcja przemysłowa (lip.)	9:30	% r/r	7,6	4,8	5,3	--
POL: Inflacja PPI (lip.)	9:30	% r/r	1,7	2,1	2,9	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (lip.)	9:30	% r/r	5,2	4,2	3,8	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys.	209	211	--	--
Piątek, 21 sierpnia						
GER: PMI w przetwórstwie (sie., wst.)	9:30	pkt.	52,2	52,0	--	--
GER: PMI w usługach (sie., wst.)	9:30	pkt.	49,8	50,1	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (sie., wst.)	10:00	pkt.	51,9	51,9	--	--
EUR: PMI w usługach (sie., wst.)	10:00	pkt.	51,7	51,6	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (sie., wst.)	15:45	pkt.	53,9	53,9	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (sie., wst.)	16:00	pkt.	-15,9	-16,3	--	--

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): Urszula Kryńska

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.