

Neutralna fiskalnie obniżka PIT

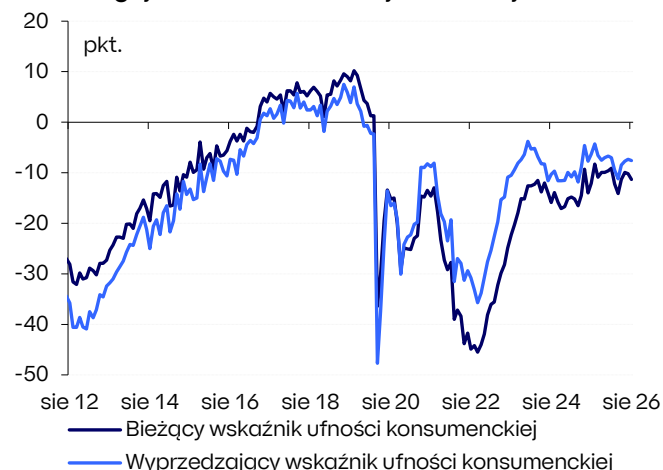
- W środę inwestorzy w Polsce pozytywnie odebrali przedstawione przez rząd propozycje zmian podatkowych, które zgodnie z założeniami mają być neutralne dla budżetu, a jednocześnie powinny wspierać dochody rozporządzalne gospodarstw domowych i popyt konsumpcyjny. W rezultacie indeks WIG20 wzrósł o 1,7%, a motorem wzrostu były banki. Złoty nieznacznie umocnił się wobec euro i wyraźniej wobec dolara, a kursy EURPLN i USDPLN spadły odpowiednio w pobliżu 4,3150 oraz 3,6950. Oprócz tego krajowego czynnika wsparcie dla PLN płynęło również z korekty wzrostów rentowności amerykańskich obligacji skarbowych i towarzyszącego jej wyraźnego osłabienia dolara na szerokim rynku. W efekcie USDPLN zbliżył się do dolnego ograniczenia kanału średnioterminowego trendu wzrostowego w pobliżu 3,69, natomiast EURUSD wzrósł do dwumiesięcznego maksimum w okolicach 1,1680. Na krajowym rynku długu rentowności SPW spadły o 3–4 pb, wspierane przez umocnienie UST, udaną aukcję regularną MF o wartości 13,4 mld PLN oraz ograniczenie obaw fiskalnych po deklaracji neutralności budżetowej zapowiedzianych zmian podatkowych. Przy braku nagłej eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie oczekujemy kontynuacji korzystnych dla PLN trendów globalnych. **Zakładamy zejście EURPLN w okolice 4,31 oraz próbę przełamania przez USDPLN linii średnioterminowego trendu wzrostowego w pobliżu 3,69. W przypadku FI głównymi czynnikami pozostaną perspektywy cen surowców energetycznych oraz ryzyka fiskalne, natomiast wpływ krajowych danych oraz tygodniowych danych z amerykańskiego rynku pracy powinien być ograniczony.**
- Dziś dowiemy się w jakiej kondycji polska gospodarka rozpoczęła 3q26. W publikowanych przez GUS danych o aktywności w sektorze produkcyjnym w lipcu oczekujemy lekkiego spowolnienia dynamiki produkcji przemysłowej (do 5,3% r/r) i budowlanej (do 3,8% r/r). Lipcowe dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw najpewniej potwierdzą dotychczasowe tendencje – spodziewamy się stabilizacji dynamiki wynagrodzeń na poziomie 6,0% r/r oraz spadku zatrudnienia o 0,8% r/r. W reakcji na szok energetyczny inflacja PPI najpewniej nadal rośnie w lipcu – wg nas do 2,9% r/r.
- Na dzisiejszym posiedzeniu Riksbanku oczekujemy stabilizacji głównej stopy na poziomie 1,75%. Pomimo niskiej inflacji, szwedzki bank centralny zachowuje ostrożność.

**Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych**
pkoresearch@pkobp.pl
X @PKO_Research
centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość 2026-08-19	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	152 485	1,3
STOXX Europe 600	651	-0,1
S&P500	7 708	0,2
Waluty:		
EURPLN	4,31	-0,3
USDPLN	3,69	-1,1
CHFPLN	4,63	0,7
EURUSD	1,17	0,9
Obligacje:		
PL2Y	4,37	-3
PL5Y	5,40	-3
PL10Y	5,92	-4
DE10Y	3,26	0
US10Y	4,65	-5
Surowce:		
Ropa Brent	92	0,7
Złoto	4521	4,3

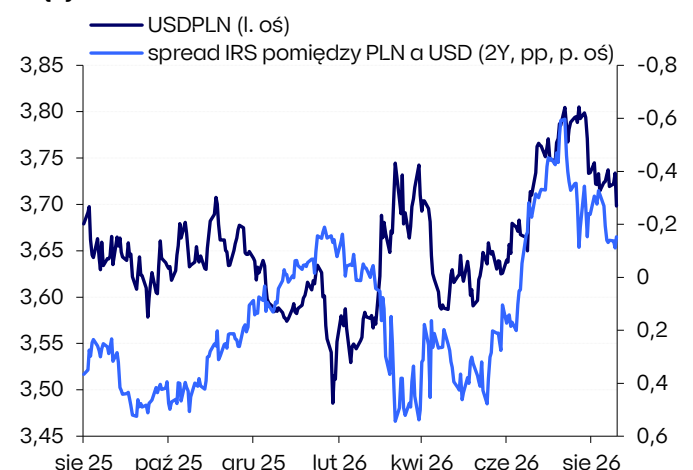
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

W sierpniu nastroje konsumentów pogorszyły się nieznacznie, co nie neguje średnioterminowej stabilizacji



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

Zawężający się ujemny spread IRS PLN–USD przestaje ciżyć złotemu



WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **USA: [Minutes](#) po lipcowym posiedzeniu FOMC wskazały, że wielu członków Komitetu uważa, że podwyżka stóp procentowych może być konieczna jeśli inflacja nie obniży się.** Niektórzy z nich uznali, że obecne warunki monetarne mogą nie być wystarczająco restrykcyjne by umożliwić inflacji powrót do 2% celu. Inni z kolei dostrzegali, że rynkowe warunki finansowe zaostrzyły się w wyniku silnego wzrostu gospodarczego i oczekiwań na podwyżki stóp przez FOMC. Trzech członków preferowało podwyżkę już na posiedzeniu w lipcu (B.Hammack, N.Kashkari i L.Logan). Uczestnicy posiedzenia ocenili prognozy inflacji jako wysoce niepewne, a ryzyko inflacyjne przechylone w kierunku wyższej inflacji. Wydłużający się konflikt na Bliskim Wschodzie może wydłużyć czas trwania problemów w łańcuchach dostaw i wywrzeć presję na wzrost cen, a utrzymująca się wiele lat powyżej celu inflacja może wpłynąć na oczekiwania inflacyjne. Kilku członków FOMC oceniło, że choć jak na razie wpływ rozwoju AI na ceny konsumenckie był ograniczony, to inwestycje w AI mają już szerszy wpływ na ceny przez podniesienie zagregowane popytu. Istniały jednak różne poglądy na temat kierunku i siły wpływu AI na ceny. **Kolejne posiedzenie FOMC zaplanowane jest na 15-16 września. Zakładamy, że do końca roku Fed nie zmieni stóp procentowych.** Rynki nadal wyceniają jedną podwyżkę stóp pod koniec roku, ale w ostatnich tygodniach wyceny istotnie się obniżyły.
- **ŚWIAT/USA: Prezydent D.Trump ogłosił w środę wojnę gospodarczą przeciwko Iranowi i zagroził, że każde państwo, które pozwalać będzie na pomoc Iranowi poniesie „ogromne konsekwencje gospodarcze”.** Według źródeł USA mają jeszcze w tym tygodniu ogłosić kolejne sankcje na Iran. Po tym jak **Prezydent D.Trump wstrzymał wprowadzenie cel na niektóre kanadyjskie towary**, wskazał też, że rozważa obniżenie cel na kanadyjską stal i aluminium do poziomów obowiązujących inne państwa. Według Reutersa umowa handlowa nadal jest negocjowana, ale zakłada obniżenie stawki na samochody produkowane w Kanadzie z 25% do 15% i zmniejszenie stawki na stal i aluminium z 50% do 25%.
- **USA: W miniony wtorek dług publiczny po raz pierwszy w historii przekroczył 40 bln USD.** Poziom 39 bln USD został osiągnięty pięć miesięcy temu. Dług publiczny w relacji do PKB (zdecydowanie lepsza miara zadłużenia niż wielkość nominalna) ma w 2026 wg prognoz MFW wzrosnąć do 125,8% ze 123,9% w 2025. Tym samym USA zajęłyby miejsce w światowej czołówce państw o najwyższym zadłużeniu po m.in. Japonii, Włoszech i Grecji oraz części państw w kryzysie (m.in. Wenezuela, Liban, Sudan, Malediwy, Bahrajn).
- **EUR: Inflacja HICP w sierpniu wzrosła do 2,9% r/r z 2,8% r/r, a finalne dane potwierdziły szacunek flash.** Inflacja bazowa przyspieszyła do 2,5% r/r z 2,4% r/r w czerwcu. Do wzrostu inflacji w minionym miesiącu przyczyniły się przede wszystkim ceny energii, a także przyspieszenie cen usług i nieenergetycznych dóbr przemysłowych. Wolniej niż w czerwcu rosły natomiast ceny żywności. W lipcu Rumunia była państwem UE z najwyższą inflacją (na poziomie 8,2% r/r), silnie rosły też ceny na Litwie (5,4% r/r) oraz na Cyprze i w Bułgarii (4,4% r/r). Najniższą inflację HICP odnotowano w Szwecji (0,3% r/r), w Czechach (1,3% r/r) oraz w Danii i na Węgrzech (1,6% r/r). W Polsce w lipcu inflacja HICP wzrosła do 3,1% r/r z 3,0% r/r w czerwcu.
- **EUR: Wczorajsze [wystąpienie](#) Ch.Lagarde nie odnosiło się do poziomu stóp procentowych i było poświęcone modelowi wzrostu gospodarczego i miejscu Europy w globalnej gospodarce.** W okresie powojennym wzrost gospodarczy Europy był oparty na rosnącym światowym handlu, wspartej tanią energią przewadze w przemyśle oraz stabilnym porządku geopolitycznym z amerykańskim parasolem bezpieczeństwa. Zdaniem Prezeski EBC ten model raczej już nie wróci w dawnej formie. W jej ocenie Europa ma nadal liczne silne strony, a jedną z największych przewag jest olbrzymi rynek wewnętrzny. Dodatkowo wymienia bazę naukową, rozbudowaną sieć umów handlowych, silny przemysł i wykwalifikowanych pracowników. Kluczem dla przyszłego wzrostu jest wg Ch.Lagarde lepsza komercjalizacja badań oraz pełniejsze wykorzystanie skali jaką zapewnia

wspólny rynek. Największą barierą jest fragmentacja jednolitego rynku i rynków kapitałowych.

- **GER:** Inflacja PPI w czerwcu wzrosła do 3,0% r/r z 1,8% r/r w maju, istotnie powyżej oczekiwań na poziomie 2,5% r/r. Bazowa inflacja PPI (bez cen energii) wzrosła do 2,7% r/r z 2,4% r/r.
- **CHN:** Ludowy Bank Chin podał, że chińscy pożyczkodawcy utrzymali stopy procentowe bez zmian – 1-rocza stopa wynosi 3,00%, a 5-letnia stopa referencyjna dla kredytów hipotecznych wynosi 3,50%.

WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL:** Rząd zapowiedział, że w 2027 próg podatkowy w PIT zostanie podniesiony do 130 tys. PLN z obecnych 120 tys. PLN. Dodatkowo dla dochodów z przedziału 130-150 tys. PLN zostanie wprowadzona pośrednia stawka podatkowa w wysokości 24%, a dotychczasowa stawka 32% będzie obowiązywała dla dochodów powyżej 150 tys. PLN rocznie. Premier D.Tusk zapowiedział, że ze zmian podatkowych skorzysta ok. 3,5 mln podatników. Jednocześnie rząd zapowiedział kilka działań zwiększających wpływy podatkowe – stawka CIT ma zostać podniesiona z 19% do 22% dla podmiotów o przychodach przekraczających 50 mln EUR. O 1pp, do 5% zostanie z kolei podniesiona danina solidarnościowa, dla osób zarabiających ponad 1 mln PLN rocznie. Wpływy budżetowe z tej ostatniej daniny w ostatnich latach systematycznie spadały (do niecałych 2 mld PLN w 2025), może jednak temu zaradzić zapowiedziany przez Premiera powrót do wcześniejszego (sprzed Polskiego Ładu) limitu przychodów dla ryczałtu, na poziomie 250 tys. EUR z obecnych 2 mln EUR (danina nie obejmuje dochodów rozliczanych ryczałtem). Jednocześnie D.Tusk przyznał, że przez najbliższe półtora roku, „ze względu na skalę wydatków militarnych”, podniesienie kwoty wolnej od podatku nie będzie możliwe. **Minister finansów A.Domański zapewnił z kolei, że zaproponowane zmiany podatkowe są „mniej więcej” neutralne budżetowo.** Sam premier przyznał, że deficyt fiskalny nie może w tych warunkach wzrosnąć z obecnych 7% PKB. **Przedstawione propozycje zmian podatkowych będą naszym zdaniem miały lekki pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy w przyszłym roku** – obniżka podatków obejmująca osoby średnio zarabiające, z relatywnie wysoką skłonnością do wydatków zostanie sfinansowana wyższym opodatkowaniem korporacji i osób najbogatszych. Zaproponowane zmiany będą mniej więcej neutralne budżetowo, co oznacza, że przy założeniu braku innych działań w przyszłorocznym budżecie, deficyt sektora *general government* w Polsce pozostanie wysoki. Zalecana przez agencje ratingowe konsolidacja fiskalna odsuwa się w czasie, jednak biorąc pod uwagę powszechne oczekiwanie obniżki podatków, przedstawienie neutralnych budżetowo rozwiązań można mimo wszystko traktować jako pozytywną niespodziankę. **W naszej ocenie prawdopodobieństwo obniżki ratingu przez Fitch podczas jutrzejszego przeglądu istotnie spadło, choć już wcześniej za bardziej prawdopodobne uznawaliśmy utrzymanie ratingu bez zmian.**

- **POL:** Nastroje konsumentów nieznacznie pogorszyły się w sierpniu zarówno w przypadku ocen bieżących jak i oczekiwań – wskaźnik bieżący obniżył się do -11,3 pkt. z -10,2 pkt. w lipcu, a wskaźnik wyprzedzający spadł do -7,6 pkt. z -7,3 pkt. Pogorszenie nastrojów mogło być w naszej ocenie związane z obserwowanym w lipcu i na początku sierpnia wzrostem cen paliw na stacjach. W porównaniu z poprzednim miesiącem najbardziej pogorszyły się oceny obecnej możliwości dokonywania ważnych zakupów, przyszłego oszczędzania pieniędzy oraz przyszłej sytuacji ekonomicznej kraju. Niższe były też oceny przyszłej sytuacji finansowej gospodarstwa domowego oraz obecnej sytuacji ekonomicznej kraju. Wzrosła natomiast ocena obecnej sytuacji finansowej gospodarstwa domowego i przyszłego poziomu bezrobocia (ze znakiem ujemnym, czyli obawy przed bezrobociem zmniejszyły się). Sierpniowe badania wskazują na przesunięcie oczekiwań w Polsce w kierunku nieco wyższej inflacji – wskaźnik oczekiwanej inflacji wzrósł do 22,9 pkt. z 19,9 pkt. i był najwyższy od maja 2026. Jest to wg nas skutek wzrostu cen na stacjach paliw. Nieco wzrósł odsetek gospodarstw które przewidują

Struktura oczekiwań inflacyjnych w Polsce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

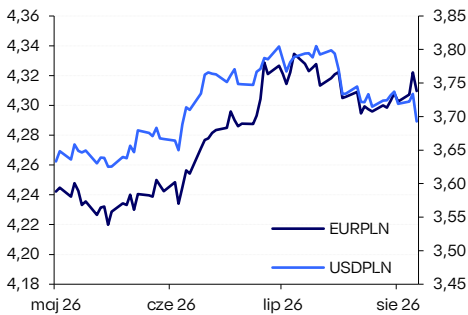
przyspieszenie inflacji oraz utrzymanie obecnego tempa wzrostu cen, spadł natomiast odsetek niezdecydowanych. **W szerszej perspektywie obserwujemy stabilizację nastrojów konsumenckich na lekko ujemnym poziomie, co nie powinno przeszkadzać dalszemu wzrostowi konsumpcji.** Historycznie wskaźniki te były dodatnie jedynie w okresie bezpośrednio poprzedzającym pandemię COVID19.

- **POL:** Instytut Meteorologii i Gospodarki Wodnej ocenił, że ostatnie opady jedynie chwilowo ograniczyły skutki suszy.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W środę złoty nieznacznie umocnił się wobec euro i zdecydowanie wyraźniej wobec dolara, co przełożyło się na spadek kursu EURPLN w pobliżu 4,3150 oraz USDPLN w pobliżu 3,6950. Istotne osłabienie dolara na szerokim rynku doprowadziło do wzrostu EURUSD w okolice 1,1680.
- Złotego wspierały zarówno czynniki krajowe, jak i globalne. Przedstawione przez rząd propozycje zmian podatkowych zostały pozytywnie odebrane przez inwestorów, ponieważ zgodnie z założeniami mają być neutralne dla budżetu, a jednocześnie powinny wspierać dochody rozporządzalne gospodarstw domowych i popyt konsumpcyjny. Wsparcie dla krajowej waluty płynęło również z otoczenia globalnego, gdzie doszło do korekty wzrostów rentowności amerykańskich obligacji skarbowych i towarzyszącego jej wyraźnego osłabienia dolara. W rezultacie USDPLN przełamał poziom 3,70 i zbliżył się do dolnego ograniczenia kanału średnioterminowego trendu wzrostowego zlokalizowanego w pobliżu 3,69. Z kolei EURUSD osiągnął dwumiesięczne maksimum w okolicach 1,1680, a wzrost kursu wspierały dodatkowo dane potwierdzające przyspieszenie inflacji w strefie euro do 2,9% r/r w lipcu.
- Czwartkowa paczka danych makroekonomicznych z Polski powinna być neutralna lub lekko pozytywna dla złotego, szczególnie jeśli produkcja przemysłowa zaskoczy odczytem wyraźnie powyżej konsensusu. Przy braku nagłej eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie spodziewamy się kontynuacji korzystnych dla złotego trendów globalnych, w tym dalszego odreagowania na rynku amerykańskich obligacji skarbowych i towarzyszącej mu presji na dolara. Oczekujemy zatem zejścia EURPLN w okolice 4,31 oraz próby przełamania przez USDPLN linii średnioterminowego trendu wzrostowego, przebiegającej w pobliżu 3,69.
- W środę rentowności krajowych SPW spadły o 3-4 pb. Na rynkach bazowych zmiany dochodowości obligacji Niemiec były niewielkie (0/+1 pb), natomiast rentowności papierów USA obniżyły się o 1-7 pb.
- Zgodna ze wstępnym odczytem lipcowa inflacja HICP w strefie euro nie wywołała większej zmienności na europejskich rynkach bazowych, a stabilizacji sprzyjały także małe zmiany notowań ropy naftowej. Drugi dzień z rzędu mocniejsze były natomiast obligacje USA, głównie w dłuższych tenorach. Sprzyjała temu niespodziewana decyzja Departamentu Skarbu o podwojeniu od 9 września skupu długoterminowych UST, które ostatnio pozostawały pod silną rynkową presją. Warto jednak pamiętać, że buyback nie eliminuje deficytu, dużej podaży UST ani ryzyka inflacyjnych, choć może poprawić płynność długich papierów i osłabić obecne trendy. Protokół z ostatniego posiedzenia FOMC miał jastrzębi wydzwiek, ale nie zdołał odwrócić spadków rentowności UST. Polskie SPW były w środę mocniejsze, a rynek wsparła udana aukcja regularna, na której MF sprzedało papiery za łącznie 13,4 mld PLN. Pozytywnie mogła oddziaływać także ogłoszona przez premiera reforma podatków, która według ministra finansów ma być neutralna fiskalnie. Ograniczyło to ryzyko wzrostu deficytu z tego tytułu i związane z nim obawy inwestorów.
- Dzisiejsze dane o inflacji PPI i dynamice wynagrodzeń w Polsce będą w naszej opinii miały ograniczony wpływ na SPW. Nie oczekujemy też, by tygodniowe dane z amerykańskiego rynku pracy istotnie wpłynęły na UST, których długi koniec może zachowywać się lepiej, choć do dolnego ograniczenia krótkoterminowej konsolidacji (4,75%-4,60%) na papierach 10-letnich pozostało już niewiele miejsca. W naszej opinii w najbliższych dniach głównymi czynnikami kształtującymi ceny na rynkach FI będą perspektywy cen surowców energetycznych oraz ryzyka fiskalne, a w tych obszarach w ostatnich 24 godzinach niewiele się zmieniło.

Waluty



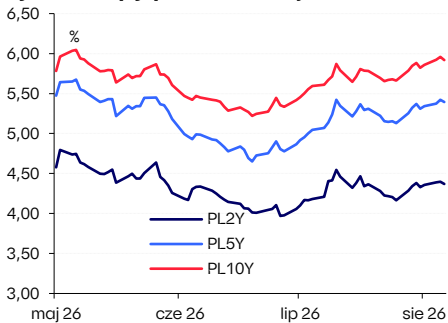
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



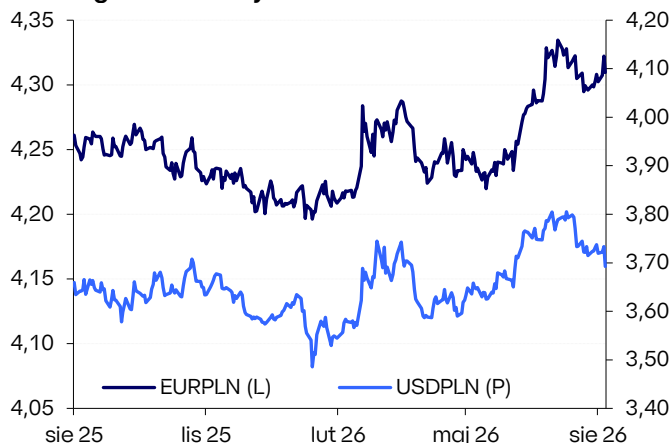
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

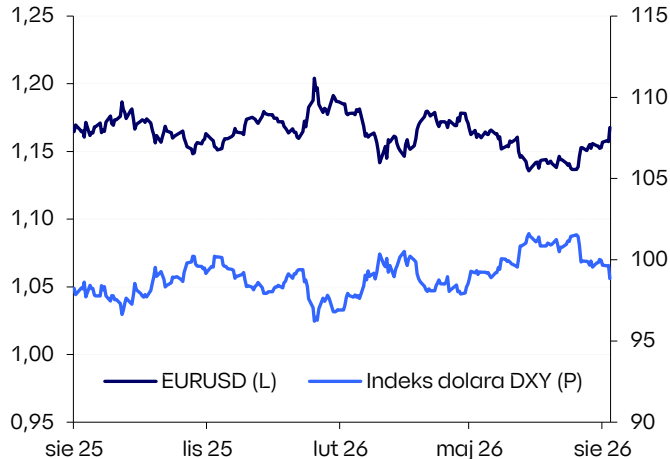
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,74	3,74
PL2Y	3,95	3,95
PL5Y	4,55	4,50
PL10Y	5,10	5,00

Źródło: PKO Bank Polski.

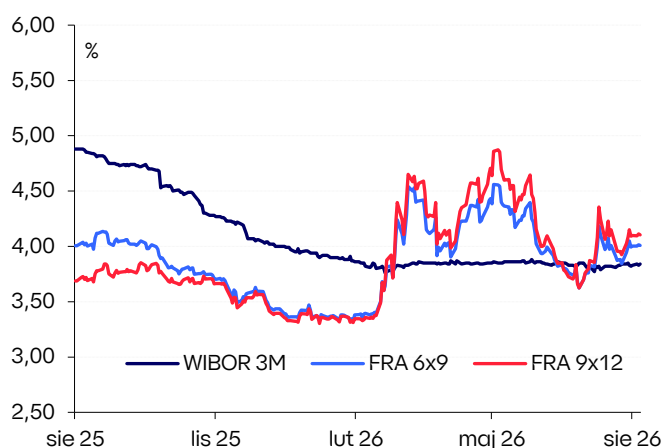
PLN vs główne waluty



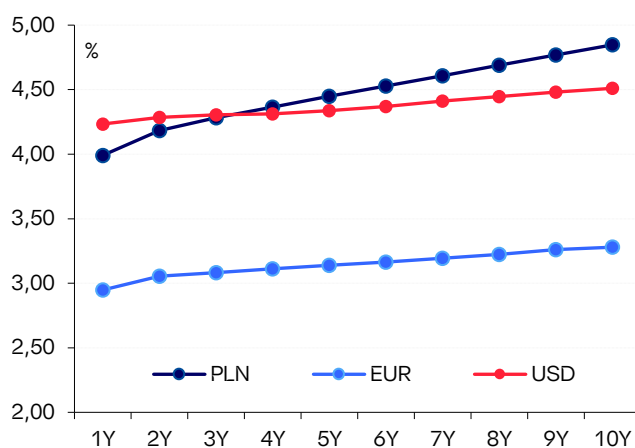
Notowania USD



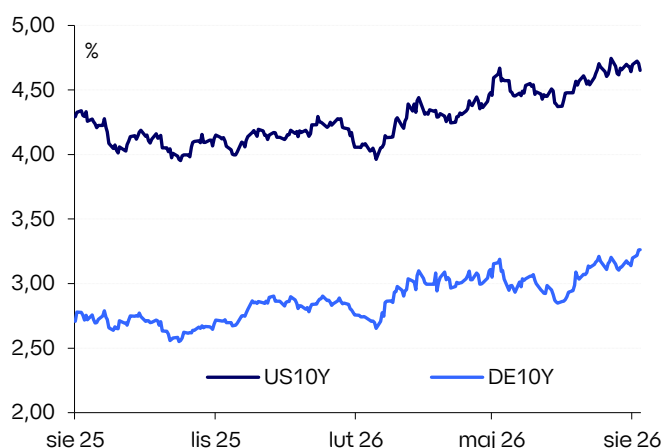
Krótkoterminowe stopy procentowe



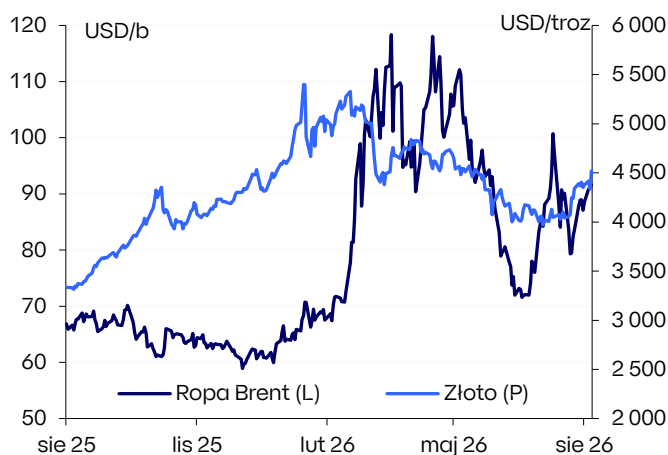
Krzywe IRS



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	--	34,2
USA: Rozpoczęte budowy domów (lip.)	14:30	mIn	1,415	1,345	--	1,239
USA: Pozwolenia na budowę (lip., wst.)	14:30	mIn	1,374	1,374	--	1,443
USA: Produkcja przemysłowa (lip.)	15:15	% m/m	0,3	0,3	--	0,2
Środa, 19 sierpnia						
POL: Koniunktura konsumencka (sie.)	9:30	pkt.	-10,2	-10,2	-10,0	-11,3
EUR: Inflacja HICP (lip., rew.)	11:00	% r/r	2,8	2,9	--	2,9
EUR: Inflacja bazowa (lip., rew.)	11:00	% r/r	2,4	2,5	--	2,5
USA: Minutes Fed	20:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 20 sierpnia						
GER: Inflacja PPI (lip.)	8:00	% r/r	1,8	2,5	--	3,0
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](#)


Bank Polski | Centrum
Analiz

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 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.