

### Inflacyjne zaskoczenia po dwóch stronach Odry

- Złoty rozpoczął tydzień od umocnienia: EURPLN spadł do 4,3250, a USDPLN do 3,7240, przy wzroście EURUSD do 1,1620. Mimo wyższych cen ropy i napięć na Bliskim Wschodzie krajową walutę wspierały czynniki lokalne. Mocniejszy od wstępnego odczyt PKB za 2q26 zwiększył przewagę wzrostu gospodarczego Polski nad strefą euro i USA, a wyższa od konsensusu inflacja CPI za sierpień podniosła wyceny ścieżki stóp NBP. **Rynek w pełni wycenia już podwyżkę o 50pb do maja 2027, co rozszerza dyferencjał stóp względem EBC i wspiera atrakcyjność carry na PLN.** Trendy EURPLN i USDPLN nie uległy jednak zasadniczej zmianie, poprawa globalnego sentymentu mogłaby sprowadzić EURPLN w stronę 4,31–4,32. We wtorek kluczowe będą indeksy PMI z Europy, analogiczne dane z USA – w tym ISM, a także odczyt HICP ze strefy euro. **Na rynku długu rentowności SPW silnie wzrosły, głównie z powodu aprecjacji surowców energetycznych oraz wyższego od oczekiwań wstępnego odczytu krajowej inflacji.** Przy utrzymującym się ryzyku geopolitycznym możliwy jest dalszy wzrost rentowności obligacji 2-letnich w kierunku 4,5%, a 10-letnich do ok. 6,1%.
- Dziś najważniejszą publikacją będzie inflacja HICP w strefie euro, która najpewniej w sierpniu przyspieszyła (kons.: 3,3% r/r) z 2,9% r/r w lipcu. Inflacja bazowa powinna pozostać na niezmienionym poziomie (kons.: 2,5% r/r).
- Ponadto czeka nas seria publikacji indeksów PMI za sierpień. W Polsce spodziewamy się wzrostu wskaźnika w przetwórstwie w okolice poziomu neutralnego (PKOe: 49,4 pkt., kons: 49,5 pkt.). Niezmiennie podkreślamy, że w ostatnim czasie dane PMI słabo odzwierciedlają rzeczywistą sytuację w krajowym przemyśle. W strefie euro, Niemczech i USA poznamy rewizję PMI dla przetwórstwa – wg wstępnych danych indeks wzrósł w Europie, natomiast obniżył się w USA.
- W Stanach Zjednoczonych poza danymi PMI poznamy także wskaźnik ISM w przetwórstwie – również w tym wypadku oczekiwane jest pogorszenie koniunktury w sierpniu. Z rynku pracy spłynie raport JOLTS za lipiec, który może potwierdzić kontynuację spadkowego trendu wakatów.
- W regionie CEE odnotujemy kolejny szacunek wzrostu PKB w 2q26 na Węgrzech (wst.: 1,7% r/r).

**Biuro Analiz Makroekonomicznych**  
**Biuro Strategii Rynkowych**  
pkoresearch@pkobp.pl  
[X @PKO\\_Research](#)  
centrumanaliz.pkobp.pl

|                       | Wartość<br>2026-08-31 | (%, pb)*<br>Δ 1D |
|-----------------------|-----------------------|------------------|
| <b>Indeksy akcji:</b> |                       |                  |
| WIG                   | 152 553               | 0,4              |
| STOXX Europe 600      | 651                   | -0,6             |
| S&P500                | 7 686                 | -0,3             |
| <b>Waluty:</b>        |                       |                  |
| EURPLN                | 4,32                  | -0,3             |
| USDPLN                | 3,72                  | -0,6             |
| CHFPLN                | 4,60                  | -0,3             |
| EURUSD                | 1,16                  | 0,3              |
| <b>Obligacje:</b>     |                       |                  |
| PL2Y                  | 4,45                  | 9                |
| PL5Y                  | 5,55                  | 10               |
| PL10Y                 | 6,08                  | 8                |
| DE10Y                 | 3,32                  | 5                |
| US10Y                 | 4,76                  | 4                |
| <b>Surowce:</b>       |                       |                  |
| Ropa Brent            | 90                    | 1,3              |
| Złoto                 | 4448                  | -0,1             |

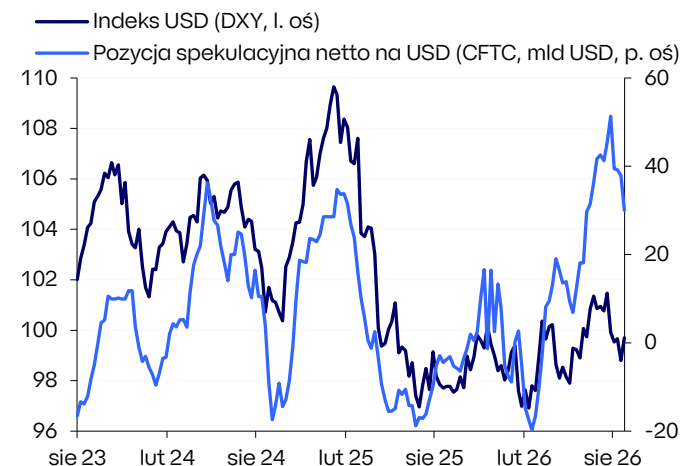
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; \*zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

#### Niemiecka inflacja zaskakuje pozytywnie, ale nadal rośnie co wspiera podwyżkę stóp przez EBC



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

#### Pozycjonowanie na USD normalizuje się po osiągnięciu dodatknych ekstremów



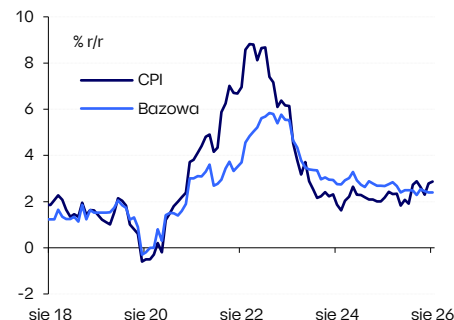
## WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **ŚWIAT:** Na Bliskim Wschodzie trwa umiarkowana eskalacja konfliktu, głównie w sferze retoryki i bezpieczeństwa żeglugi. Tankowiec opuszczający cieśninę Ormuz zgłosił trafienie trzema niezidentyfikowanymi pociskami. Nie było ofiar, a sprawcy nie ustalono. Retorykę zaostrzył D.Trump, zapowiadając, że USA odpowiedzą Iranowi i „uderzą mocno”. Ostatniej nocy USA nie przeprowadziły jednak nowego ataku na Iran. Jednocześnie Waszyngton sygnalizuje możliwość wznowienia negocjacji – sekretarz skarbu USA S.Bessent wskazał, że presja gospodarcza ma skłonić Iran do rozmów. Iran również deklaruje chęć pokojowego zakończenia konfliktu – prezydent Iranu M.Pezeszkian stwierdził, że dalsza wojna nie leży w interesie żadnej ze stron.
- **GER:** Inflacja CPI w sierpniu wzrosła do 2,9% r/r z 2,8% r/r w lipcu, przy czym jej przyspieszenie okazało się niższe od oczekiwań (3,0% r/r). Wzrost głównego wskaźnika wynikał głównie z kształtowania się cen towarów – ceny energii wzrosły o 10,5% r/r vs 8,3% r/r wcześniej, podczas gdy dynamika cen żywności spadła do 0,1% r/r z 0,4% r/r. W usługach trwała dezinflacja (2,8% r/r vs 2,9% r/r). Inflacja bazowa utrzymała się na poziomie 2,4% r/r z lipca. Inflacja HICP również wzrosła do 2,9% r/r z 2,8% r/r w lipcu, słabiej od oczekiwań. Dane wskazują na presję inflacyjną związaną z wyższymi globalnie cenami paliw, która jak na razie nie przekształca się w istotne efekty drugiej rundy. **Dzisiejszy odczyt inflacji dla całej strefy euro może również lekko pozytywnie zaskoczyć** (wobec oczekiwanego wzrost do 3,3% r/r z 2,9% r/r w lipcu), **mimo to rosnąca inflacja będzie przypieczętuje oczekiwaną na podwyżki stóp na wrześniowym posiedzeniu EBC.**
- **CZE:** Ministerstwo Finansów przedstawiło rządowi projekt budżetu państwa na 2027, w którym prognozuje wzrost deficytu sektora GG do 2,8% PKB z 2,7% w 2026. Zwiększenie deficytu wynika głównie z wyższych wydatków na inwestycje infrastrukturalne i zdrowotne, obronność oraz podwyżki płac w sektorze publicznym. Od 2028 rząd planuje szybką konsolidację fiskalną – deficyt GG ma spaść do 2,0% PKB, a następnie do 1,2% w 2030.
- **CHN:** Wskaźnik PMI RatingDog dla przetwórstwa w sierpniu wzrósł do 51,5pkt. z 50,9pkt., sygnalizując dziewiąty z rzędu miesiąc wzrostu aktywności w sektorze. Według badania przyspieszył wzrost produkcji i nowych zamówień, a zamówienia eksportowe rosły najszybciej od sześciu miesięcy. Zatrudnienie pozostało stabilne. Firmy obniżyły ceny wyrobów po raz pierwszy w 2026, mimo wzrostu kosztów. Nastroje przedsiębiorstw były pozytywne, choć najslabsze od stycznia. Dane potwierdzają solidną koniunkturę w chińskim przemyśle, ale presja konkurencyjna na ceny pozostaje istotnym wyzwaniem dla firm.
- **CZE:** Wzrost podaży pieniądza M3 w lipcu spowolnił do 5,7% r/r z 6,3% r/r w czerwcu.

## WYDARZENIA KRAJOWE:

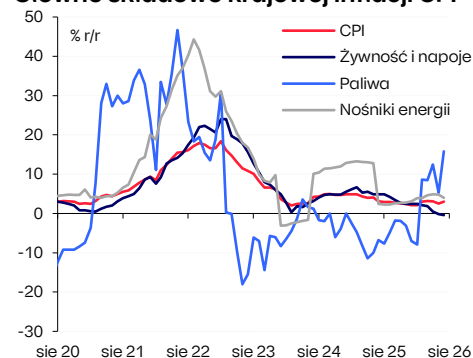
- **POL:** Inflacja CPI w sierpniu wzrosła do 3,4% r/r z 3,0% r/r w lipcu, powyżej oczekiwań. Głównym źródłem przyspieszenia były paliwa, które zdrożały o 5,2% m/m i 24,2% r/r, m.in. w efekcie eskalacji napięć na Bliskim Wschodzie i niedoborów produkcji. W przeciwnym kierunku oddziaływały ceny żywności, które spadły o 0,7% m/m i 0,9% r/r. Szacujemy, że inflacja bazowa lekko wzrosła do ok. 3,2% r/r. Już we wrześniu inflacja przekroczy wg naszej prognozy 3,5%, a do końca 2026 może osiągnąć 4% r/r. Wyższa inflacja i napięcia geopolityczne przemawiają za utrzymaniem stóp NBP bez zmian do końca 2026. Początku cyklu obniżek oczekujemy w 2q27. Więcej w Makro Flash: [Żywność nadal tanieje, paliwo drożeje \(mimo CPN\)](#).
- **POL:** Wzrost PKB w 2q26 wyniósł 3,9% r/r, co oznacza korektę w górę o 0,1pp względem wstępnego odczytu. Kwartalny wzrost przyspieszył do 1,0% q/q z 0,6% q/q w 1q26. Głównym czynnikiem wzrostu pozostała konsumpcja gospodarstw domowych (+2,8% r/r), jednak rosnące znaczenie miały inwestycje, które przyspieszyły do 8,4% r/r z 2,4% r/r. Eksport netto miał dodatni wkład na poziomie +0,5pp, przy dynamicznym wzroście eksportu (+10,8% r/r) i importu (+10,4% r/r), co było wspierane przez ożywienie w przemyśle. Dane

## Inflacja CPI w Niemczech



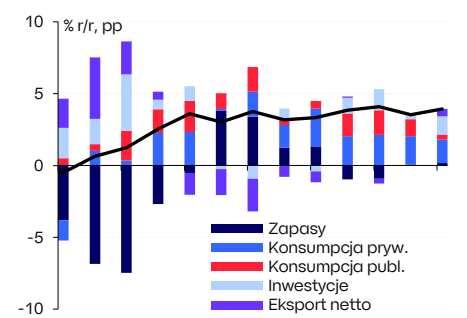
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Główne składowe krajowej inflacji CPI



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

## Dekompozycja wzrostu krajowego PKB



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

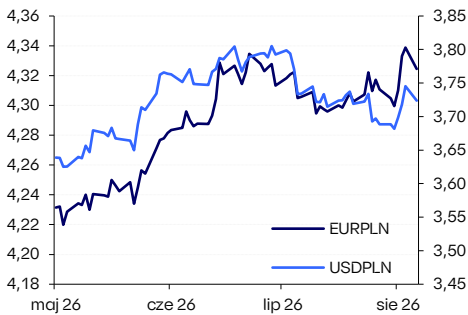
potwierdzają oczekiwane przyspieszenie inwestycji finansowanych środkami unijnymi, przy jednoczesnym lekkim spowolnieniu konsumpcji. W 2h26 dynamika PKB może nieznacznie wyhamować z powodu efektów bazowych – na cały 2026 nasza prognoza wzrostu pozostaje na poziomie 3,5%. Więcej w Makro Flash: [Gospodarka przyspiesza zgodnie z planem](#).

- **POL: Do końca 2026 Polska ma otrzymać ostatnie 90 mld PLN z KPO** – pierwszą transzę w październiku, a drugą, poniżej 50 mld PLN, w grudniu. Według MFiPR Polska zrealizowała wszystkie uzgodnione z KE inwestycje i kamienie milowe, a resort zakłada niemal pełne wykorzystanie środków grantowych i pożyczkowych. Łączna wartość KPO wynosi ok. 54,7 mld EUR, w tym 25,3 mld EUR dotacji i 29,4 mld EUR preferencyjnych pożyczek.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **Złoty rozpoczął nowy tydzień od aprecjacji** – kurs EURPLN zniżkował do 4,3250, a USDPLN do 3,7240. Na rynkach bazowych EURUSD wzrósł do 1,1620.
- **Wzrost napięcia na Bliskim Wschodzie i towarzyszące mu wyższe ceny ropy naftowej nie miały w poniedziałek wpływu na PLN.** Na krajową walutę oddziaływały głównie czynniki lokalne, a złoty był najmocniejszą walutą regionu CEE-3. Wsparł go mocniejszy od wstępnego odczyt PKB Polski za 2q26, który zwiększył przewagę wzrostu krajowej gospodarki względem strefy euro i USA. Perspektywa przyspieszenia wzrostu zazwyczaj sprzyja napływowi kapitału portfelowego i inwestycji, wspierając lokalną walutę. Dodatkowo wyraźnie wyższy od konsensusu wstępny odczyt krajowej inflacji CPI za sierpień podniósł wyceny ścieżki stóp NBP, a rynek zaczął w pełni wyceniać podwyżkę kosztu pieniądza o 50pb do maja 2027. Rozszerzyło to oczekiwany dyferencjał stóp NBP–EBC i zwiększyło atrakcyjność PLN w strategiach carry. **Aprecjacja złotego nie była jednak na tyle duża, aby istotnie zmienić obraz trendów EURPLN i USDPLN, których kursy pozostają blisko technicznych oporów, odpowiednio 4,34 oraz 3,76–3,77.** Ewentualna poprawa globalnego apetytu na ryzyko mogłaby otworzyć przestrzeń do dalszego umocnienia PLN w najbliższych dniach.
- We wtorek inwestorzy będą śledzić głównie sierpniowe indeksy PMI dla przemysłu z Europy, w tym z Polski, oraz analogiczne dane z USA, w tym ISM. Konsensus ekonomistów wskazuje na mocniejsze odczyty z Europy i nieco słabsze m/m dane z USA, co wspierałoby europejskie aktywa. Poznamy także wstępny odczyt HICP ze strefy euro, który powinien podtrzymać wyceny wrześniowej podwyżki stóp EBC i kanałem dyferencjału stóp nieco wspierać EURUSD. **Jeśli zatem nie dojdzie do eskalacji konfliktu w Zatoce Perskiej, globalne otoczenie dla PLN powinno się nieco poprawić, co w naszej opinii mogłoby otworzyć drogę dla mocniejszego złotego w kierunku 4,31–4,32 dla EURPLN.**
- Na krajowym rynku stopy procentowej początek tygodnia przyniósł silne wzrosty rentowności obligacji. Negatywnie na wyceny polskich papierów oddziałują rosnące ceny surowców energetycznych, a także wyższy od oczekiwań wzrost inflacji w Polsce w sierpniu, który nasila obawy przed korekcyjnymi podwyżkami stóp procentowych NBP. Dodatkowo Ministerstwo Finansów opublikowało w poniedziałek plan emisji obligacji skarbowych na wrzesień, zakładający znaczące oferty na aukcjach regularnych, sięgające łącznie 14–24 mld PLN. W naszym scenariuszu bazowym zakładaliśmy sprzedaż w ciągu miesiąca bliżej poziomu 21 mld PLN oraz – zgodnie z komunikatem resortu finansów – jedną aukcję zamiany. Oznacza to utrzymanie wysokiej podaży na rynku pierwotnym również w kolejnym miesiącu. Negatywny wpływ nowych emisji może częściowo łagodzić fakt, że na sierpniowych aukcjach, wraz ze wzrostem rentowności obligacji, istotnie zwiększył się popyt ze strony inwestorów. **Biorąc jednak pod uwagę utrzymujące się ryzyko geopolityczne na Bliskim Wschodzie oraz wspomniane czynniki negatywne, trudno obecnie oczekiwać szybkiego odreagowania na rynku długu. W tej sytuacji w najbliższych dniach nie można wykluczyć dalszego, umiarkowanego wzrostu rentowności polskich obligacji 2-letnich w kierunku 4,5%, a 10-letnich w pobliżu 6,1%.**
- Podczas wtorkowej sesji inwestorzy w kraju poznają sierpniowy indeks PMI. Oczekiwany przez rynek wyraźny wzrost wskaźnika w kierunku 50 punktów również nie będzie argumentem za powrotem rentowności 10-letnich obligacji poniżej psychologicznej bariery 6%. Negatywne impulsy mogą napłynąć także ze strefy euro, gdzie opublikowany zostanie wstępny odczyt inflacji HICP. Konsensus zakłada jej wzrost w sierpniu do 3,3% r/r wobec 2,9% r/r w lipcu.

Waluty



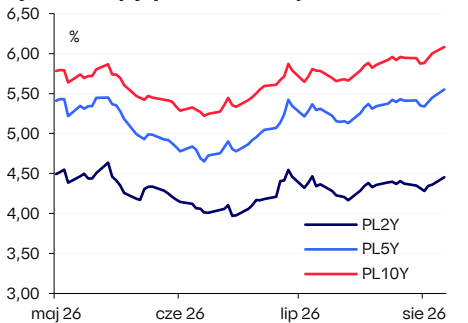
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



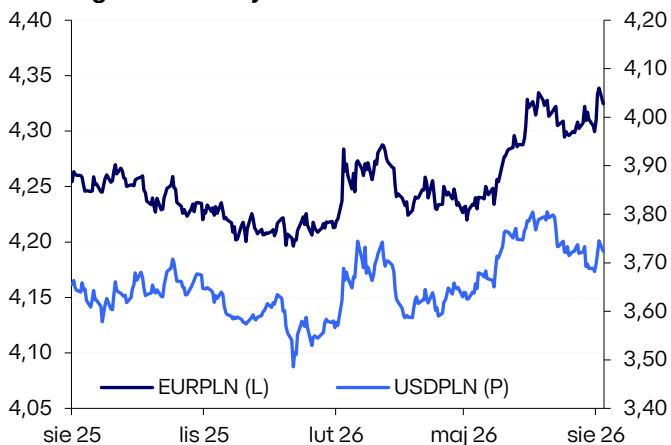
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

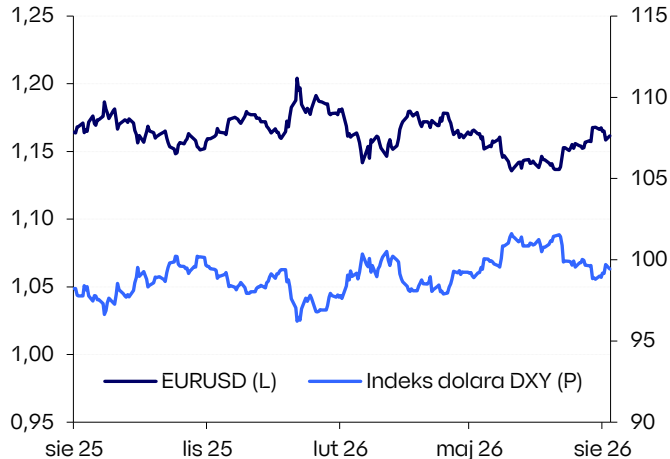
| Tenor | 3q26 | 4q26 |
|-------|------|------|
| PL1Y  | 3,74 | 3,74 |
| PL2Y  | 3,95 | 3,95 |
| PL5Y  | 4,55 | 4,50 |
| PL10Y | 5,10 | 5,00 |

Źródło: PKO Bank Polski.

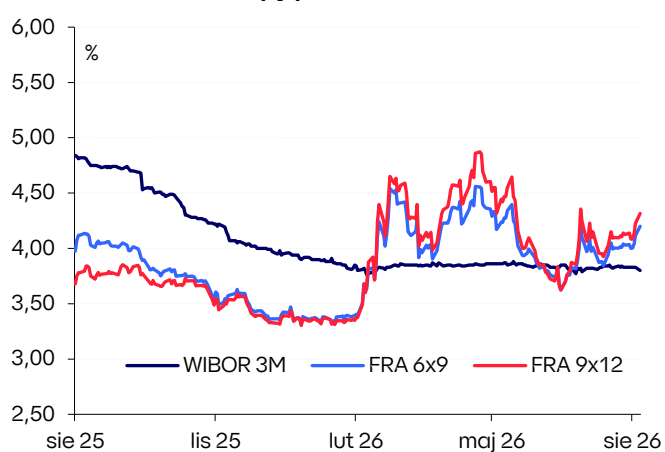
### PLN vs główne waluty



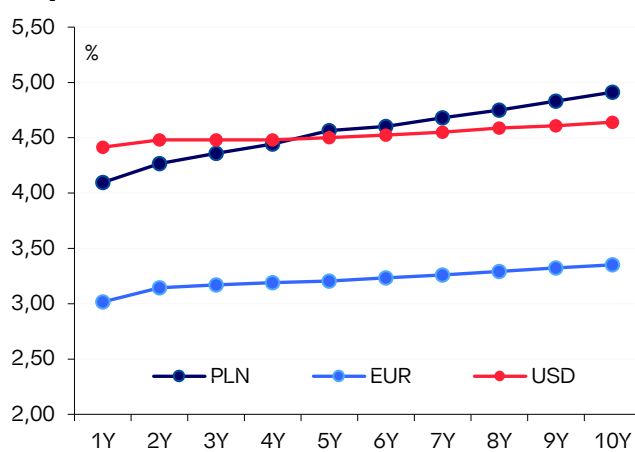
### Notowania USD



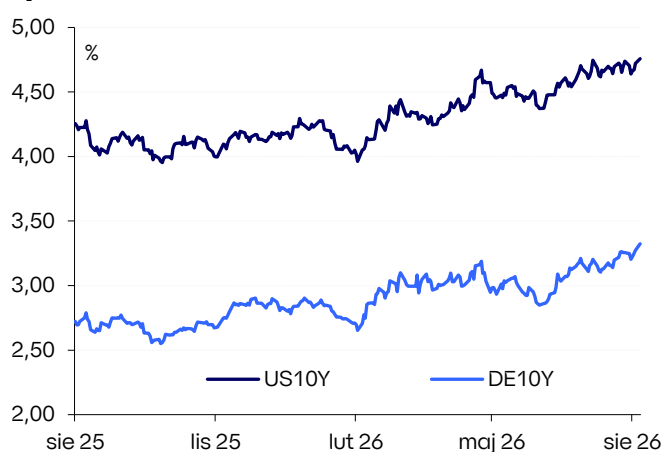
### Krótkoterminowe stopy procentowe



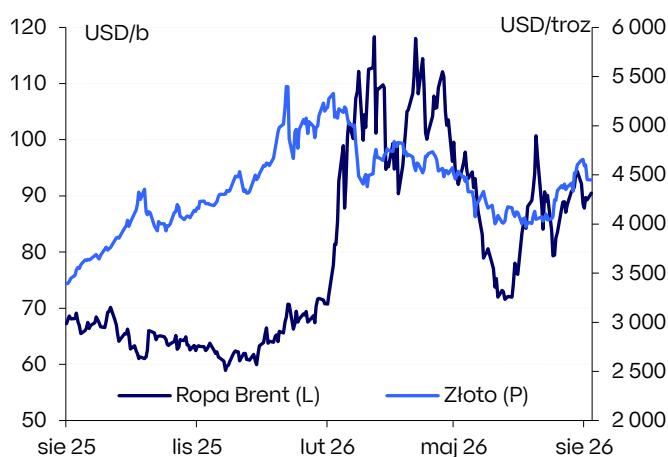
### Krzywe IRS



### Rynki bazowe



### Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

| Wskaźnik                                       | Godz. | Jednostka | Poprzednio | Konsensus | PKO BP | Odczyt |
|------------------------------------------------|-------|-----------|------------|-----------|--------|--------|
| Piątek, 28 sierpnia                            |       |           |            |           |        |        |
| GER: Stopa bezrobocia (sie.)                   | 9:55  | %         | 6,4        | 6,4       | --     | 6,4    |
| EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (sie.)           | 11:00 | pkt.      | 96,9       | 97,6      | --     | 98,4   |
| EUR: Koniunktura konsumencka (sie., rew.)      | 11:00 | pkt.      | -15,9      | -16,3     | --     | -15,9  |
| USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sie., rew.) | 16:00 | pkt.      | 55,2       | 51,0      | --     | 51,7   |
| Poniedziałek, 31 sierpnia                      |       |           |            |           |        |        |
| POL: Inflacja CPI (sie., wst.)                 | 9:30  | % r/r     | 3,0        | 3,1       | 3,2    | 3,4    |
| POL: Wzrost PKB (2q)                           | 9:30  | % r/r     | 3,5        | 3,8       | 3,8    | 3,9    |
| CZE: Podaż pieniądza M3 (lip.)                 | 10:00 | % r/r     | 6,3        | --        | --     | 5,7    |
| GER: Inflacja CPI (sie., wst.)                 | 14:00 | % r/r     | 2,8        | 3,0       | --     | 2,9    |
| GER: Inflacja HICP (sie., wst.)                | 14:00 | % r/r     | 2,8        | 3,1       | --     | 2,9    |
| Wtorek, 1 września                             |       |           |            |           |        |        |
| CHN: PMI w przetwórstwie (sie.)                | 3:45  | pkt.      | 50,9       | 51,2      | --     | 51,5   |
| ROM: Stopa bezrobocia (lip.)                   | 8:00  | %         | 6,3        | --        | --     | --     |
| HUN: Wzrost PKB (2q)                           | 8:30  | % r/r     | 1,7        | 1,7       | --     | --     |
| POL: PMI w przetwórstwie (sie.)                | 9:00  | pkt.      | 49,0       | 49,5      | 49,4   | --     |
| GER: PMI w przetwórstwie (sie., rew.)          | 9:55  | pkt.      | 52,2       | 54,1      | --     | --     |
| EUR: PMI w przetwórstwie (sie., rew.)          | 10:00 | pkt.      | 51,9       | 52,8      | --     | --     |
| EUR: Inflacja HICP (sie., wst.)                | 11:00 | % r/r     | 2,9        | 3,3       | --     | --     |
| EUR: Inflacja bazowa (sie., wst.)              | 11:00 | % r/r     | 2,5        | 2,5       | --     | --     |
| USA: PMI w przetwórstwie (sie., rew.)          | 15:45 | pkt.      | 53,9       | 53,2      | --     | --     |
| USA: ISM w przetwórstwie (sie.)                | 16:00 | pkt.      | 55,6       | 55,2      | --     | --     |
| USA: Raport JOLTS (lip.)                       | 16:00 | mln       | 7,359      | 7,31      | --     | --     |
| Środa, 2 września                              |       |           |            |           |        |        |
| USA: Raport ADP (sie.)                         | 14:15 | tys       | 44         | 47        | --     | --     |
| USA: Zamówienia fabryczne (lip.)               | 16:00 | % m/m     | -0,3       | 0,7       | --     | --     |
| USA: Zamówienia na dobra trwałe (lip., rew.)   | 16:00 | % m/m     | 1,1        | 1,1       | --     | --     |
| Czwartek, 3 września                           |       |           |            |           |        |        |
| GER: PMI w usługach (sie., rew.)               | 9:55  | pkt.      | 49,8       | 48,5      | --     | --     |
| EUR: PMI w usługach (sie., rew.)               | 10:00 | pkt.      | 51,7       | 51,7      | --     | --     |
| EUR: Inflacja PPI (lip.)                       | 11:00 | % r/r     | 4,6        | 5,4       | --     | --     |
| USA: Bilans handlowy (lip.)                    | 14:30 | mld USD   | -73,3      | -90,1     | --     | --     |
| USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)    | 14:30 | tys       | 203        | 205       | --     | --     |
| Piątek, 4 września                             |       |           |            |           |        |        |
| GER: Zamówienia fabryczne (lip.)               | 8:00  | % m/m     | 3,1        | 0,3       | --     | --     |
| GER: Zamówienia w przemyśle (lip.)             | 8:00  | % r/r     | 6,5        | 10,5      | --     | --     |
| CZE: Inflacja CPI (sie., wst.)                 | 9:00  | % r/r     | 1,7        | 1,9       | --     | --     |
| EUR: Sprzedaż detaliczna (lip.)                | 11:00 | % r/r     | 0,7        | 1,1       | --     | --     |
| USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (sie.)       | 14:30 | tys       | -23        | 55        | 36     | --     |
| USA: Przeciętna płaca godzinowa (sie.)         | 14:30 | % r/r     | 3,2        | 3,0       | --     | --     |
| USA: Stopa bezrobocia (sie.)                   | 14:30 | %         | 4,1        | 4,1       | --     | --     |

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](mailto:pkoresearch@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

[piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl)

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

|                                           |                                                                                          |             |
|-------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| Marta Petka-Zagajewska (Dyrektorka Biura) | <a href="mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl">marta.petka-zagajewska@pkobp.pl</a>     | 691 335 426 |
| Urszula Kryńska (Kierowniczka)            | <a href="mailto:urszula.krynska@pkobp.pl">urszula.krynska@pkobp.pl</a>                   | 722 060 794 |
| Szymon Fabiański                          | <a href="mailto:szymon.fabianski@pkobp.pl">szymon.fabianski@pkobp.pl</a>                 | 722 051 585 |
| Kamil Pastor                              | <a href="mailto:kamil.pastor@pkobp.pl">kamil.pastor@pkobp.pl</a>                         | 723 670 836 |
| Agnieszka Pierzak                         | <a href="mailto:agnieszka.pierzak@pkobp.pl">agnieszka.pierzak@pkobp.pl</a>               | 666 823 657 |
| Michał Reczek                             | <a href="mailto:michal.reczek@pkobp.pl">michal.reczek@pkobp.pl</a>                       | 783 552 546 |
| dr Anna Sznajderska                       | <a href="mailto:anna.sznajderska@pkobp.pl">anna.sznajderska@pkobp.pl</a>                 | 722 050 645 |
| Anna Wojtyniak-Stefańska                  | <a href="mailto:anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl">anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl</a> | 698 635 126 |

### Biuro Strategii Rynekowych

|                                                |                                                                              |              |
|------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|--------------|
| Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)          | <a href="mailto:mariusz.adamiak@pkobp.pl">mariusz.adamiak@pkobp.pl</a>       | 22 580 32 39 |
| dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej) | <a href="mailto:miroslaw.budzicki@pkobp.pl">miroslaw.budzicki@pkobp.pl</a>   | 22 521 87 94 |
| Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)            | <a href="mailto:andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl">andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl</a> | 722 020 635  |
| Tomasz Marek (Rynek Walutowy)                  | <a href="mailto:tomasz.marek@pkobp.pl">tomasz.marek@pkobp.pl</a>             | 785 065 512  |
| Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)             | <a href="mailto:tomasz.niewinski@pkobp.pl">tomasz.niewinski@pkobp.pl</a>     | 696 406 889  |

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego?

Zapisz się: [centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja](http://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 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.