

Rating Włoch w górę, perspektywa ratingu Polski w dół

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Na amerykańskim rynku akcji tydzień z decyzją Rezerwy Federalnej zakończył się spokojnie a S&P500 kontynuował wzrosty. Rentowności 10-letnich *Treasuries* lekko wzrosły, a dolar umocnił się wobec euro. W Europie w oczu rzucały się wzrosty spółek motoryzacyjnych. Negatywnym akcentem dla rynków europejskich była propozycja 19. pakietu sankcji na Rosję, który – wśród innych zmian - od 2027 wprowadzałaby zakaz importu rosyjskiego LNG. Zareagował na nią m.in. krajowy WIG-Energia, tracąc 2%, co pociągnęło w dół główny indeks. W piątek złoty osłabił się względem euro (4,26) i dolara (3,63). Rentowności krajowych obligacji nie zmieniły się istotnie.
- W kalendarzu na ten tydzień najważniejsze miejsce zajmują wstępne odczyty indeksów PMI za wrzesień (wt.) z Europy i USA oraz dane o deflatorze PCE z USA za sierpień (pt.). Liczne posiedzenia banków centralnych (w Szwajcarii w czw., Szwecji we wt., Węgrzech we wt. i w Czechach w śr.) nie przyniosą raczej zmian stóp procentowych. W Polsce kluczowe będą dzisiejsze dane za sierpień o sprzedaży detalicznej i podaży pieniądza M3.**
- Oczekiwania co do wrześniowych wskaźników PMI (wt.) w Europie są umiarkowanie optymistyczne – w strefie euro oraz w Niemczech prognozowana jest niewielka poprawa, zarówno w usługach jak i w przetwórstwie. Ten korzystny obraz powinien także potwierdzić **indeks Ifo dla Niemiec (śr.)**. W kontrze do Europy stać mogą dane z USA, gdzie wg konsensusu, zarówno w przetwórstwie, jak i w usługach, **indeksy PMI obniżą się w stosunku do sierpnia**.
- W tym tygodniu nie oczekujemy (podobnie jak konsensus) zmian stóp procentowych SNB (czw.) i Riksbanku (wt.). Stopa bankowa w Szwajcarii wynosi już 0%, (przy inflacji 0,2% r/r w sierpniu), a przedstawiciele SNB wyraźnie sygnalizowali, że próg do obniżenia stóp do ujemnego poziomu jest bardzo wysoki ze względu na ich negatywne skutki dla gospodarki. W Szwecji stabilizacja stopy bazowej (2,0%) będzie wg nas reakcją na wyższą od oczekiwań Riksbanku inflację (CPIF 3,2% r/r w sierpniu) i rządową zapowiedź bardziej ekspansywnej polityki fiskalnej. Do końca roku prawdopodobna jest jednak obniżka stóp o 25pb, co potwierdzić mogą zaktualizowane prognozy banku.**

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

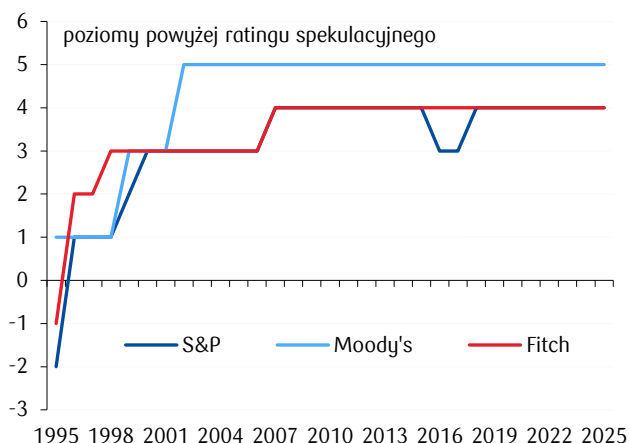
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

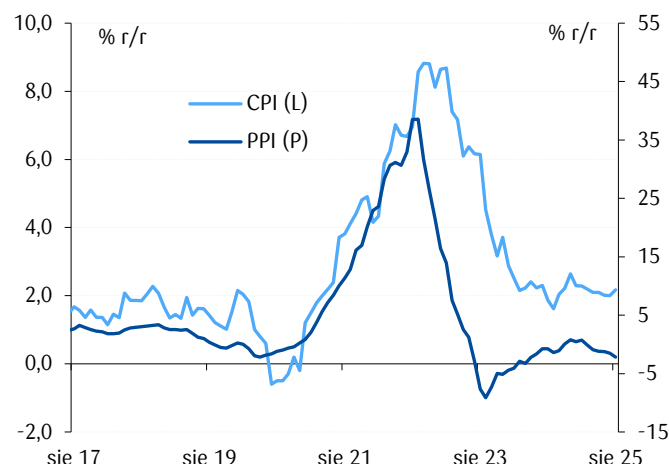
	Wartość 2025-09-19	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2635	0,1
USDPLN	3,6261	0,2
CHFPLN	4,5602	-0,1
GBPPLN	4,8896	-0,2
EURUSD	1,1758	-0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,32	0
PL5Y	4,93	2
PL10Y	5,53	2
DE10Y	2,75	4
US10Y	4,13	1
Indeksy akcyjne:		
WIG	105 381,0	-0,2
DAX	23 639,4	-0,1
S&P500	6 664,4	0,5
Nikkei**	45 597,7	1,2
Shanghai Comp.**	3 825,4	0,1
Surowce:		
Złoto	3672,00	0,9
Ropa Brent	66,68	-1,1

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Rating długoterminowy Polski w walucie obcej



Procesy inflacyjne w Niemczech



- **Z USA napłyną dane o istotnym oddziaływaniu na przyszłe decyzje Fed. Inflacja PCE za sierpień (pt.) powinna nieznacznie wzrosnąć, do 2,7% r/r z 2,6% r/r w lipcu, a inflacja bazowa PCE pozostać na poziomie 2,9% r/r.** Wcześniej opublikowany raport o inflacji CPI za sierpień wskazał na pewien wzrost impetu inflacji, co sugeruje początek materializacji proinflacyjnego wpływu ceł. **Sierpień powinien być dość dobrym miesiącem dla wydatków Amerykanów** – zwiastuje to lepszy od oczekiwań wynik sprzedaży detalicznej. **Trzeci szacunek PKB za 2q25 oraz dane o bilansie handlowym za sierpień (oba w czw.) nie powinny przynieść istotnych zmian.** Również dane o cotygodniowych zasiłkach dla bezrobotnych nie powinny wzbudzić emocji po tym, jak okazało się, że gwałtowny wzrost liczby wniosków dwa tygodnie temu to skutek powodzi, a nie procesów ekonomicznych. W piątek poznamy wynik zrewidowanego indeksu **koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan**, a w środę i czwartek dane z rynku nieruchomości. W tym tygodniu w zasadzie codziennie zaplanowane są **publiczne wystąpienia przedstawicieli Rezerwy Federalnej**. Na bieżąco będziemy więc mogli śledzić jak publikowane dane wpływają na – po ostatnim posiedzeniu sądząc – gołębie nastroje w FOMC.
- **Krajowe dane będą skumulowane na początku tygodnia. Jeszcze dziś poznamy sprzedaż detaliczną za sierpień** – oczekujemy nieznacznego osłabienia dynamiki rocznej do 4,1% z 4,8% w lipcu – oraz dane o **podażu pieniądza M3** (PKOe: 10,9% r/r vs 10,8% r/r miesiąc wcześniej), które powinny wskazać na kontynuację ożywienia akcji kredytowej. We wtorek, w Biuletynie Statystycznym zapewne potwierdzony zostanie **wzrost stopy bezrobocia rejestrowanego do 5,5% z 5,4% w lipcu**. Wzrost o 0,5pp od maja to efekt reformy urzędów pracy, a nie pogorszenia koniunktury.
- **W regionie CEE w centrum uwagi znajdują się banki centralne. Oczekujemy pozostawienia stóp procentowych bez zmian zarówno na Węgrzech (wt., 6,50%) jak i w Czechach (śr.; 3,50%).** Nad Balatonem trwale podwyższona inflacja (4,3% r/r w sierpniu) uniemożliwia łagodzenie polityki pieniężnej. Z kolei nad Wełtawą bankierzy obawiają się podwyższonej inflacji bazowej, proinflacyjnego wpływu ETS2 oraz rosnących oczekiwań inflacyjnych. W czwartek poznamy też saldo obrotów bieżących (2q25) i stopę bezrobocia (sierpień) na Węgrzech.

PRZEGŁĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL:** Agencja ratingowa Moody's utrzymała rating kredytowy Polski na poziomie A2 (o 1 stopień powyżej ocen Fitch i S&P) ale zmieniła jego perspektywę na **negatywną ze stabilnej**. W uzasadnieniu wskazano, że głównym powodem zmiany jest pogorszenie perspektyw deficytu i długu publicznego m.in. w obliczu impasu na linii rząd – Prezydent i wzrostu wydatków rządowych przed wyborami parlamentarnymi w 2027. Agencja obecnie prognozuje, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniesie 6,8% w 2025 i 6,6% w 2026. Dług w ocenie Moody's w 2026 będzie stanowił 65% PKB, a pod koniec lat 20-tych przekroczy 70% PKB. Dotychczas Moody's spodziewał się redukcji deficytu, która pozwalałaby na ustabilizowanie relacji długu publicznego do PKB poniżej 60% do 2027. W uzasadnieniu decyzji wskazano, że pozytywnie na wiarygodność kredytową Polski oddziałują silny wzrost gospodarczy, postępująca konwergencja dochodów do przeciętnego poziomu w UE i niska nierównowaga zewnętrzna. Ocena ratingowa uwzględnia podwyższone ryzyko geopolityczne związane z wojną w Ukrainie i mniejszym zaangażowaniem USA w kwestie europejskie, natomiast istotną kotwicą jest dla niej członkostwo Polski w NATO, wsparte zwiększonymi zdolnościami samoobrony. Obniżka perspektywy ratingu przez agencję Moody's, po tym jak analogiczną decyzję podjął Fitch, była oczekiwana. Pozytywne jest to, że nie spełniły się obawy, że agencja obniży sam rating, wyrównując go z poziomem oceny Polski wg Fitch i S&P.

- **POL: M.Trajkovic** (analityk Fitch odpowiedzialny za Polskę) w wywiadzie dla [Rzeczpospolitej](#) wskazał, że głównymi źródłami wzrostu wydatków publicznych są podwyżki płac w sektorze publicznym, wyższe koszty świadczeń socjalnych, zwiększone nakłady na obronność oraz wyższe wydatki na obsługę długu. **Agencja prognozuje deficyt sektora GG na poziomie ok. 7% PKB w latach 2025 i 2026 i jego redukcję do 5,5% PKB dopiero w 2028.** W tym okresie dług publiczny ma wzrosnąć do ok. 68% PKB w 2027, co wg agencji oznacza trwały trend wzrostowy i brak stabilizacji. Na obraz finansów publicznych negatywnie wpływają sztywna struktura wydatków oraz ograniczone możliwości rządu do przeprowadzenia konsolidacji fiskalnej ze względu na trudne otoczenie polityczne. Perspektywa ratingu mogłaby ulec poprawie, gdyby rząd wiarygodnie zarysował i wdrożył plan konsolidacji fiskalnej, ograniczając dynamikę wydatków sztywnych, zmniejszając deficyt oraz utrzymując stabilność wzrostu gospodarczego i niskie koszty obsługi długu. **Celem minimum jest stabilizacja długu na stałym poziomie w relacji do PKB**, co wymaga zmian strukturalnych po stronie wydatkowej i większej dyscypliny budżetowej.
- **USA: N.Kashkari** (Fed w Minneapolis, bez prawa głosu w FOMC) poparł wrześniową decyzję Fed o obniżce stóp o 25 pb i **wyraził oczekiwanie na dwa kolejne ruchy w 2025**, motywując to rosnącym ryzykiem dalszego pogorszenia sytuacji na rynku pracy. Jednocześnie zaznaczył, że Fed nie powinien automatycznie kontynuować obniżek – **w przypadku lepszej kondycji rynku pracy lub wzrostu inflacji, zasadne będzie stabilizowanie stóp.** N.Kashkari uważa, że dalsze pogorszenie kondycji rynku pracy byłoby bardziej szkodliwe dla gospodarki niż wzrost inflacji, a to – jego zdaniem – wskazuje że polityka pieniężna jest zbyt restrykcyjna.
- **EUR: M.Centeno** (odchodzący członek Rady EBC, szef Banku Portugalii) stwierdził, że **prognozowany przez EBC spadek inflacji CPI poniżej 2% w 2028 zwiększa prawdopodobieństwo kolejnej obniżki stóp procentowych.** Podkreślił, że **krótkotrwałe odchylenie poniżej celu jest akceptowalne, ale długotrwałe utrzymywanie się inflacji poniżej 2% grozi odnotowaniem oczekiwań inflacyjnych.** Dodatkowe czynniki, które mogą wzmacniać presję na obniżki stóp, to w jego ocenie aprecjacja euro i niepewność wokół konfliktu handlowego z USA. **Następcą M.Centeno zostanie A.Pereira**, były minister gospodarki Portugalii, dyrektor w dziale ekonomicznym OECD (od 2014) i główny ekonomista OECD (od 2024) i ekspert z doświadczeniem w reformach fiskalnych. Możliwe, że oficjalnie dołączy do Rady EBC jeszcze we wrześniu.
- **POL: Rząd przyjął 58 priorytetów swoich działań.** Są one podzielone na 4 filary: **bezpieczeństwo, innowacyjna gospodarka, sprawne państwo i nowoczesne technologie.** W obszarze bezpieczeństwa kluczowe są zakupy wojskowych dronów, Tarcza Wschód, budowa schronów (przeznaczono na nią 17 mld PLN w 2026), system antyblackoutowy oraz utrzymanie niskich cen energii (na poziomie nie wyższym niż 500 PLN/MWh). W filarze gospodarka przewidziano wsparcie ekspansji zagranicznej firm (w tym wzrost udziału krajów pozaunijnych w eksporcie), znoszenie barier regulacyjnych, program inwestycji do 2030, budowę CPK, rozwój energetyki jądrowej i kolei, a także 200 zmian deregulacyjnych i uproszczenie prawa podatkowego. Filar sprawnego państwa obejmuje reformę sądownictwa, e-zdrowie, rozwój żłobków oraz zmiany w edukacji. Nowoczesne państwo cyfrowe zakłada dalsze rozszerzanie usług w aplikacji m-Obywatel, z celem 15 mln użytkowników do 2027.
- **USA: Senat odrzucił prowizorium budżetowe, które musi zostać przegłosowane przed wygaśnięciem obecnego budżetu, czyli do końca września.** Może być to trudne, ponieważ wznowienie prac obu izb planowane jest dopiero na 29 września. Brak porozumienia będzie prowadził do tzw. „shutdownu”.

- **IT:** Agencja ratingowa Fitch podniosła rating kredytowy Włoch do poziomu BBB+ z BBB i określiła jego perspektywę jako stabilną. Zmianę uzasadniono roważną polityką fiskalną rządu, jego determinacją do realizacji krótko- i średnioterminowych celów fiskalnych, stabilnym otoczeniem politycznym, realizacją reform oraz zmniejszeniem nierównowagi zewnętrznej. Relacja długu publicznego Włoch do PKB jest nadal drugą najwyższą w UE, na koniec 1q25 wyniosła 137,9%. Włochom udało się jednak istotnie ograniczyć deficyt – z 7,2% PKB w 2023 do 3,4% PKB w 2024, a projekcje KE wskazują, że ten korzystny trend będzie kontynuowany (z deficytem 3,3% PKB w 2025 i 2,9% PKB w 2026).
- **GER:** Indeks PPI w sierpniu spadł o 2,2% r/r względem spadku o 1,5% r/r, w lipcu przy oczekiwaniach na spadek w mniejszej skali (kons.: 1,7% r/r). W ujęciu miesięcznym ceny producentów obniżyły się o 0,5%. Główną przyczyną silnego spadku w sierpniu była redukcja cen energii – po jej wyłączeniu ceny w przemyśle wzrosły o 0,8% r/r. Podwyżki dotyczyły zarówno dóbr konsumpcyjnych (1,8% r/r), jak i kapitałowych (3,3% r/r). Głębsza dezinflacja po stronie producentów będzie wywierać **silniejszy dezinflacyjny wpływ na inflację konsumencką**.
- **CHN:** Roczna stopa procentowa, benchmark oprocentowania kredytów, czwarty miesiąc z rzędu została utrzymana na poziomie 3%. Jej długoterminowy odpowiednik, benchmark dla kredytów hipotecznych, pozostał na poziomie 3,50%.
- **EUR:** KE zaproponowała **19. pakiet sankcji na Rosję, w którym znalazł się zakaz importu rosyjskiego LNG do UE od początku 2027** oraz całkowity zakaz transakcji dla Rosneftu i Gazprom Nieftu. Obostrzenia mają objąć także firmy z krajów trzecich, w tym z Chin. Pakiet przewiduje sankcje na kolejne 118 statków tzw. floty cieni (łącznie ponad 560), blokadę transakcji kryptowalutowych, rozszerzenie restrykcji na kolejne banki oraz zakaz inwestycji w rosyjskich specjalnych strefach ekonomicznych. Ograniczenia eksportowe mają dotknąć 45 firm wspierających rosyjski przemysł zbrojeniowy. U.von der Leyen podkreśliła, że sankcje działają, gospodarka wojenna Rosji jest w coraz gorszej sytuacji. K.Kallas (szefowa unijnej dyplomacji) dodała, że pakiet obejmie także rosyjski system kart kredytowych i szybkie płatności. Przyjęcie restrykcji wymaga jednomyślności 27 państw, a przeciwko nim są Węgry i Słowacja. KE pracuje równolegle nad sfinansowaniem pożyczki reparacyjnej dla Ukrainy finansowanej z zamrożonych rosyjskich aktywów.
- **ŚWIAT:** Premierzy Wlk.Brytanii, Kanady i Australii ogłosili, że kraje te uznają **Państwo Palestyńskie**. Podobne deklaracje ogłoszą dziś prawdopodobnie kolejne państwa uczestniczące w szczycie ONZ, w tym Francja.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 19 września						
JPN: Posiedzenie BOJ	--	%	0,5	0,5	0,5	0,5
GER: Inflacja PPI (sie.)	8:00	% r/r	-1,5	-1,7	--	-2,2
Poniedziałek, 22 września						
POL: Sprzedaż detaliczna (sie.)	10:00	% r/r	4,8	3,6	4,1	--
POL: Podaż pieniądza M3 (sie.)	14:00	% r/r	10,8	11,0	10,9	--
EUR: Koniunktura konsumencka (wrz., wst.)	16:00	pkt.	-15,5	-15,0	--	--
Wtorek, 23 września						
SE: Posiedzenie Riksbanku	9:30	%	2,00	2,00	2,00	--
GER: PMI w przetwórstwie (wrz., wst.)	9:30	pkt.	49,8	50,0	--	--
GER: PMI w usługach (wrz., wst.)	9:30	pkt.	49,3	49,5	--	--
POL: Stopa bezrobocia (sie.)	10:00	%	5,4	5,5	5,5	--
EUR: PMI w przetwórstwie (wrz., wst.)	10:00	pkt.	50,7	50,8	--	--
EUR: PMI w usługach (wrz., wst.)	10:00	pkt.	50,5	50,9	--	--
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	6,50	6,50	6,50	--
USA: Saldo rachunku obrotów bieżących (2q)	14:30	mld USD	-450,2	-268,0	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (wrz., wst.)	15:45	pkt.	53,0	51,9	--	--
Środa, 24 września						
GER: Indeks Ifo (wrz.)	10:00	pkt.	89,0	89,5	--	--
CZE: Posiedzenie banku centralnego	14:30	%	3,50	3,50	3,50	--
USA: Sprzedaż nowych domów (sie.)	16:00	tys	652	653	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (sie., rew.)	16:00	mln	1,312	--	--	--
Czwartek, 25 września						
HUN: Saldo rachunku obrotów bieżących (2q)	8:30	mldEUR	1,141	800	--	--
HUN: Stopa bezrobocia (sie.)	8:30	%	4,3	4,3	--	--
SWI: Posiedzenie SNB	9:30	%	0,00	0,00	0,00	--
EUR: Podaż pieniądza M3 (sie.)	10:00	% r/r	3,4	3,4	--	--
USA: Bilans handlowy (sie.)	14:30	mld USD	-103,6	-95,2	--	--
USA: Wzrost PKB (2q)	14:30	%q/q saar	-0,5	3,3	--	--
USA: Konsumpcja prywatna (2q)	14:30	%q/q saar	0,5	1,6	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys	231	234	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (sie.)	16:00	mln	4,01	3,98	--	--
Piątek, 26 września						
USA: Dochody Amerykanów (sie.)	14:30	% m/m	0,4	0,3	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (sie.)	14:30	% m/m	0,5	0,5	--	--
USA: Deflator PCE (sie.)	14:30	% r/r	2,6	2,7	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (sie.)	14:30	% r/r	2,9	2,9	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz., rew.)	16:00	pkt.	58,2	55,4	--	--

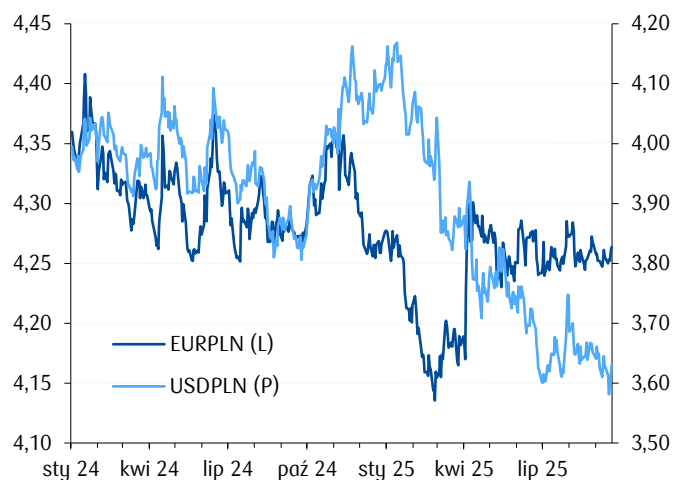
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

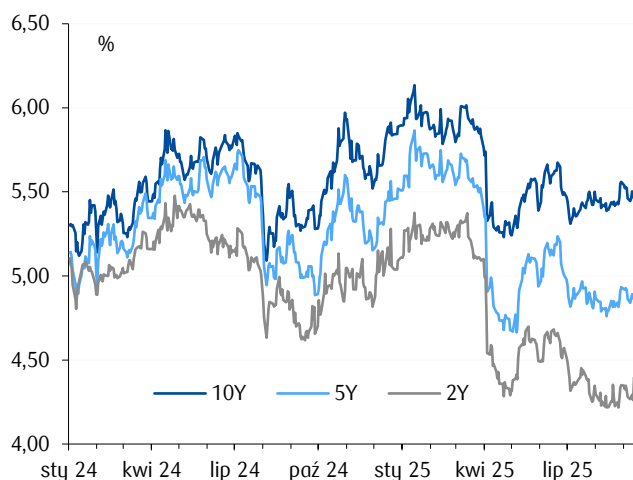
		Wartość 2025-09-19	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty	EURPLN	4,2635	0,1	0,2	0,2	-0,2	-9,8
	USDPLN	3,6261	0,2	0,0	-0,1	-5,4	-23,0
	CHFPLN	4,5602	-0,1	0,1	0,7	1,2	-6,8
	GBPPLN	4,8896	-0,2	-0,6	-0,7	-4,0	-9,1
	EURUSD	1,1758	-0,2	0,3	0,3	5,5	17,2
	EURCHF	0,9350	0,2	0,1	-0,5	-1,3	-3,1
	GBPUSD	1,3483	-0,5	-0,6	-0,3	1,5	17,9
	USDJPY	147,89	-0,1	0,1	0,7	2,4	3,5
	EURCZK	24,29	0,0	-0,1	-1,0	-3,1	-1,0
	EURHUF	390,70	0,3	0,0	-1,0	-0,7	-3,5
Obligacje	PL2Y	4,32	0	-8	9	-35	-227
	PL5Y	4,93	2	4	11	-13	-157
	PL10Y	5,53	2	4	12	14	-59
	DE2Y	2,03	2	0	8	-23	48
	DE5Y	2,33	3	2	6	25	67
	DE10Y	2,75	4	4	3	53	99
	US2Y	3,57	0	1	-13	-2	-29
	US5Y	3,68	0	5	-8	18	5
	US10Y	4,13	1	6	-13	39	68
Akcje	WIG	105 381,0	-0,2	-1,0	-2,1	28,9	113,5
	WIG20	2 802,7	-0,2	-1,2	-2,7	22,9	86,6
	S&P500	6 664,4	0,5	1,2	3,1	16,9	72,1
	NASDAQ100	24 626,3	0,7	2,2	4,8	24,4	107,6
	Shanghai Composite**	3 825,4	0,1	-1,2	0,0	39,8	22,4
	Nikkei**	45 569,5	1,2	1,8	6,9	20,8	65,3
	DAX	23 639,4	-0,1	-0,2	-3,0	26,3	85,5
	VIX	17,72	0,2	-1,3	4,2	-1,3	-35,0
Surowce	Ropa Brent	66,7	-1,1	-0,5	-1,6	-10,5	-27,0
	Ropa WTI	63,0	-1,4	0,0	-1,7	-13,3	-26,4
	Złoto	3672,0	0,9	0,8	8,8	40,5	119,2

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski, *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, **zamknięcie dnia bieżącego.

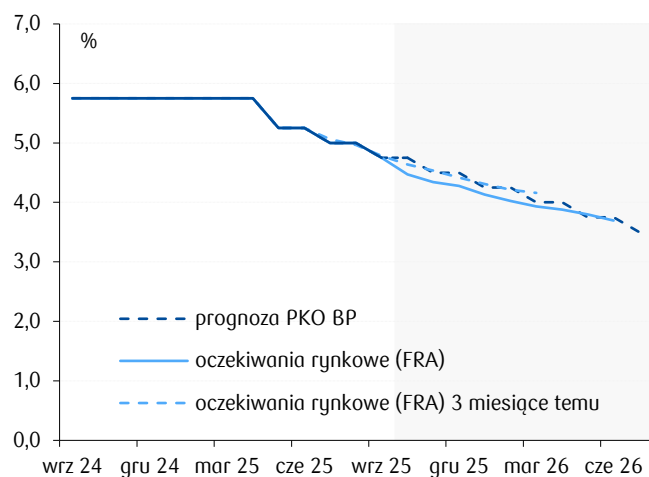
Notowania złotego wobec głównych walut



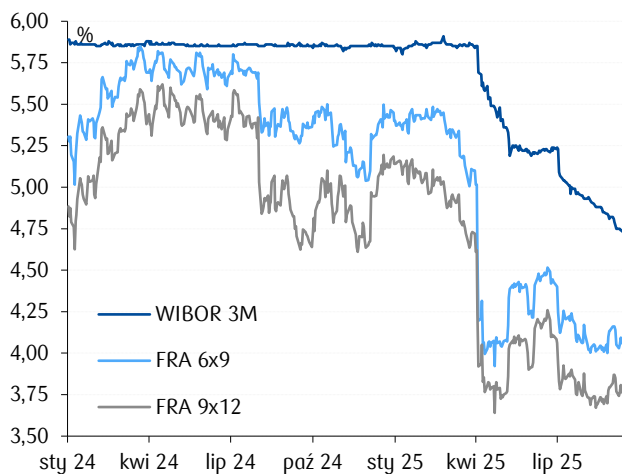
Rentowności polskich obligacji skarbowych



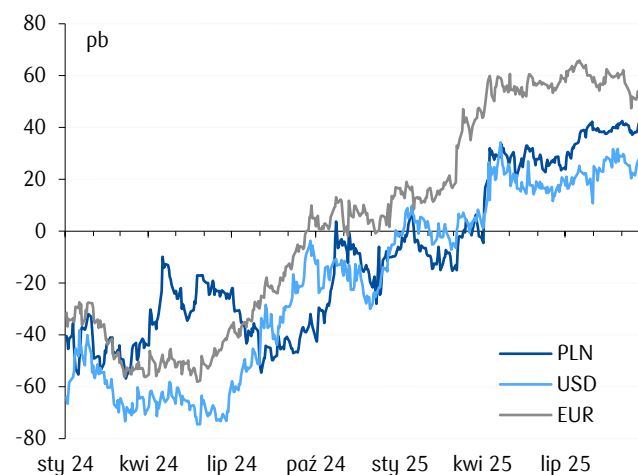
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



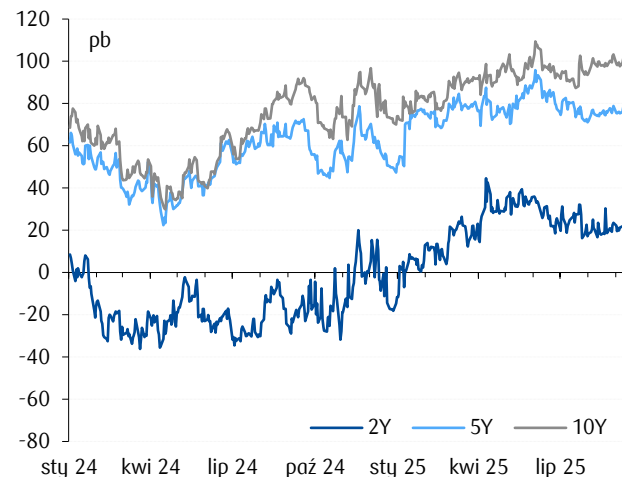
Krótkoterminowe stopy procentowe



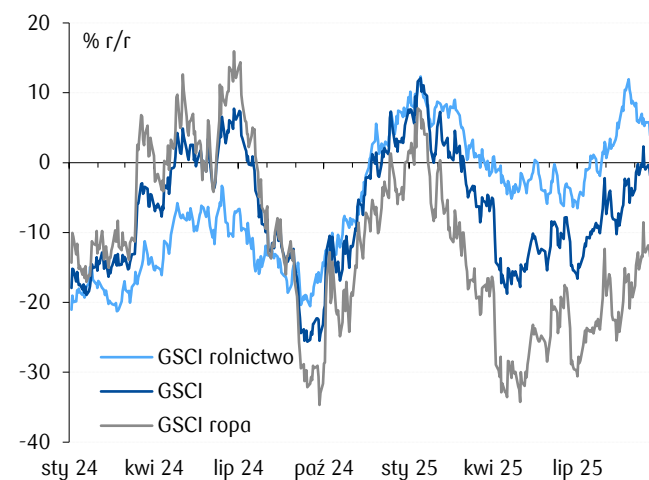
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



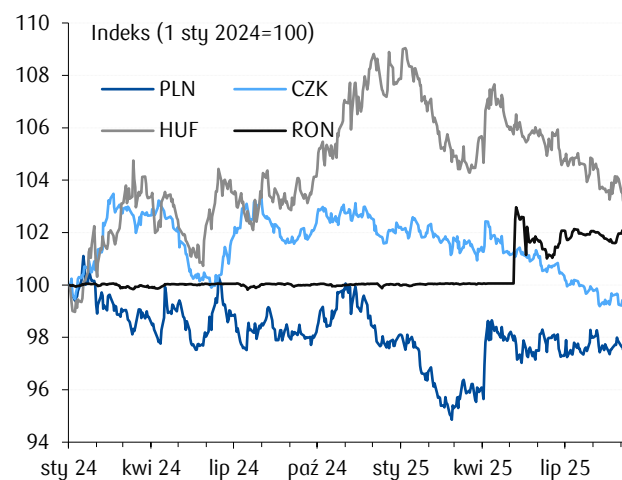
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: analizy.makro@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84
-------------	--	--------------

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
--	--------------

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	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
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:

analizy.makro@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na **X/Twitterze** oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:



Centrum
Analiz

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.