

Czas gołębi

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Koniec tygodnia upłynął pod znakiem gołębih wypowiedzi członków Rezerwy Federalnej, sugerujących możliwość obniżki stóp już w grudniu. Rynek wycenia prawdopodobieństwo takiego ruchu już na ponad 70%. Wzrost wiary w szybką obniżkę wsparł wzrosty na *Wall Street* i spadek rentowności obligacji. Dolar umocnił się wobec euro. Na europejskich parkietach dominowały spadki, za którymi podążył również WIG. *Bitcoin* kontynuował trend spadkowy. Złoty osłabił się zarówno względem dolara (3,69), jak i euro (4,25). Rentowności krajowych obligacji spadły na całą długości krzywej.
- W tym tygodniu w centrum zainteresowania znajdują się krajowe dane za październik - dziś poznamy wyniki produkcji przemysłowej i budowlanej oraz dane z rynku pracy, a jutro sprzedaż detaliczną. W piątek opublikowany zostanie pierwszy szacunek listopadowej inflacji.
- W USA prawdopodobnie nie pojawią się już dane mogące zaważyć o grudniowej decyzji FOMC. Pierwotnie zaplanowana na środę publikacja szacunku amerykańskiego PKB za 3q25 zostanie zapewne opóźniona (nowy termin nie został jeszcze wyznaczony). Podobny może być los danych o dochodach i wydatkach Amerykanów za październik. Pewna jest natomiast publikacja indeksu zaufania konsumentów wg Conference Board (wt.), który w listopadzie według oczekiwań ponownie (4-ty raz z rzędu) spadł, oraz wskaźnika PPI za wrzesień (wt.). W środę pojawi się Beżowa Księga Fed zawierająca oceny bieżącej aktywności gospodarczej w USA.
- W Europie uwagę inwestorów przyciągnie prezentacja założeń budżetu w Wielkiej Brytanii na kolejne lata (śr.). Z doniesień medialnych wynika, że ma on pokazać, że rząd trzyma się reguł fiskalnych i dąży do spadku długu w relacji do PKB, co może implikować zapowiedź wzrostu podatków. Interesujące będą również wskaźniki koniunktury za listopad: ESI ze strefy euro w czwartek oraz dzisiejszy Ifo z Niemiec (w obu przypadkach oczekiwane są marginalne wzrosty, ale bez przełomu).
- Oczekujemy, że krajowa inflacja CPI w listopadzie ponownie się obniżyła względem 2,8% r/r w październiku, za sprawą słabnącej presji cenowej w kategoriach bazowych oraz korzystnych cen żywności.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-11-21	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2460	0,3
USDPLN	3,6917	0,5
CHFPLN	4,5653	0,2
GBPPLN	4,8211	0,3
EURUSD	1,1502	-0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,19	1
PL5Y	4,72	-3
PL10Y	5,37	-1
DE10Y	2,70	-2
US10Y	4,06	-3
Indeksy akcyjne:		
WIG	108 943,0	-1,3
DAX	23 091,9	-0,8
S&P500	6 603,0	1,0
Nikkei**	48 625,9	0,0
Shanghai Comp.**	3 845,9	0,3
Surowce:		
Złoto	4067,51	-0,2
Ropa Brent	62,56	-1,3

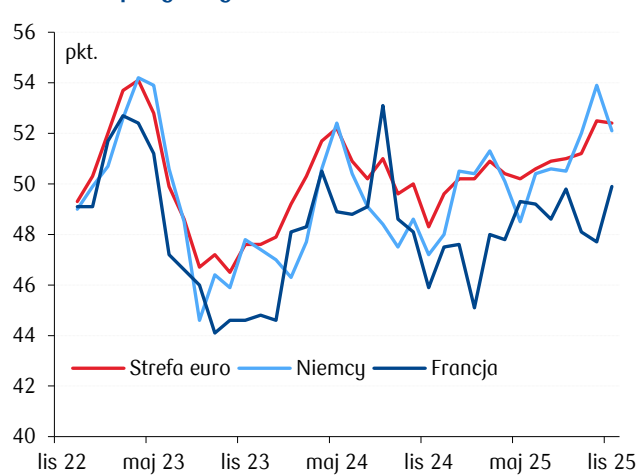
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.

*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Zagregowany wskaźnik koniunktury gospodarczej w Polsce*



Indeks kompozytowy PMI

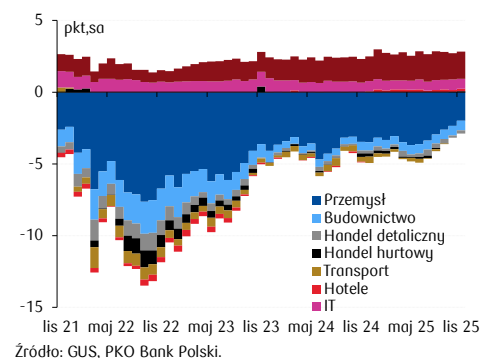


- Zakładamy, że październik był kolejnym miesiącem solidnej aktywności w polskiej gospodarce, choć układ kalendarza był nieco mniej korzystny niż we wrześniu (tyle samo dni roboczych co przed rokiem vs +1 dzień we wrześniu). Dlatego oczekujemy, podobnie jak konsensus, że dynamika nieodsezonowanej produkcji przemysłowej spowolniła (PKOe: 2,9% r/r, kons.: 1,6% r/r vs 7,4% r/r we wrześniu). Sprzedaż detaliczna, mimo lekkiego wzrostu m/m (sa) w październiku również rosła najpewniej wolniej niż we wrześniu (PKOe: 5,0% r/r, kons.: 3,8% r/r vs 6,6% r/r we wrześniu). Produkcja budowlano-montażowa naszym zdaniem była nieco niższa niż w 2024 (PKOe: -0,4% r/r, kons.: 1,0% r/r vs 0,2% r/r we wrześniu).
- Na krajowym rynku pracy powinny się utrzymać dotychczasowe tendencje. Prognozujemy, że wzrost wynagrodzeń w październiku spowolnił do 7,2% r/r (wobec 7,5% r/r we wrześniu i konsensusu 7,2% r/r). Przeciętne zatrudnienie, zarówno wg naszej jak i rynkowej prognozy, pozostało na poziomie o 0,8% niższym niż przed rokiem, a stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła 5,6% (wg wstępnego szacunku MRPiPS).

PRZEGŁĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL:** Koniunktura gospodarcza w listopadzie, wg zagregowanego przez nas wskaźnika, ponownie wzrosła, osiągając najwyższy poziom od ponad 4 lat. Mimo tego wciąż pozostaje ona poniżej średniej długookresowej. **Najsilniejszy wzrost m/m odnotowano w przemyśle** (choć ta branża nadal należy do najbardziej pesymistycznych) oraz w gastronomii i zakwaterowaniu. Pogorszenie nastąpiło głównie w handlu detalicznym. **W najtrudniejszej sytuacji pozostaje budownictwo**, choć spadki obserwowane w poprzednich miesiącach wyhamowały, wskazując na możliwość odbicia od lokalnego minimum. Zakładamy, że przy braku negatywnych szoków zewnętrznych, **koniunktura będzie się dalej poprawiać**. Listopadowe badanie objęło również nastroje inwestycyjne na 2025. Wyniki nie są zaskakujące - **większość firm planuje utrzymanie poziomu inwestycji z 2024**, a wśród pozostałych przeważają deklaracje ograniczenia nakładów. Głównym celem inwestycji pozostają maszyny i urządzenia, co wpisuje się w proces automatyzacji procesów, w którym Polska wciąż ma znaczące zaległości. **Najważniejszą barierą dla wzrostu inwestycji pozostają wysokie koszty finansowania**, związane z utrzymującymi się wysokimi stopami procentowymi. Ich dalsze obniżanie przez RPP powinno sukcesywnie stymulować apetyty inwestycyjne firm. W porównaniu z badaniem sierpniowym wzrósł odsetek firm przemysłowych deklarujących zwiększenie nakładów jeszcze w tym roku. **Obraz wyłaniający się z badania wspiera tezę o boomie inwestycyjnym w 2026**, chociaż generowanym w głównej mierze przez środki UE, a nie własną aktywność inwestycyjną w sektorze prywatnym.
- **USA:** J.Williams (New York Fed, stały członek FOMC), zasygnalizował możliwość kolejnej obniżki stóp procentowych, argumentując, że ryzyka dla rynku pracy rosną, a presja inflacyjna słabnie. Podkreślił, że polityka pieniężna pozostaje umiarkowanie restrykcyjna (choć mniej niż przed ostatnimi decyzjami) co jego zdaniem uzasadnia korektę w kierunku neutralnego poziomu stóp. J.Williams wskazał, że inflacja bazowa utrzymuje trend spadkowy, a wpływ ceł na ceny jest ograniczony i nie generuje efektów drugiej rundy, podbijając inflację o 0,5-0,75pp. Bankier oczekuje, że inflacja zbliży się do celu w 2027. S.Miran (zarząd Fed) wskazał, że poparłby obniżkę stóp procentowych o 25pb w grudniu, gdyby jego głos był decydujący, powołując się na "ewidentnie gołębie" dane z rynku pracy. L.Logan (Dallas Fed, bez prawa głosu w FOMC) opowiedziała się natomiast za stabilizacją stóp procentowych podczas grudniowego posiedzenia, argumentując, że brak jednoznacznych dowodów na szybszy spadek inflacji i gwałtowne osłabienie rynku pracy nie uzasadnia dalszego luzowania.

Dekompozycja wskaźnika koniunktury gospodarczej w Polsce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Gołębie wypowiedzi głosujących członków Fed zwiększyły rynkowe wyceny prawdopodobieństwa kolejnej obniżki stóp na grudniowym posiedzeniu do ok. 70%.

- **EUR:** W 3q25 płace negocjowane w strefie euro wzrosły o 1,9% r/r, co oznacza wyraźne spowolnienie względem 4,0% r/r w 2q25 oraz wynik poniżej oczekiwanego wzrostu o 2,5%. Tak silne wyhamowanie presji płacowej może stanowić dodatkowy argument dla EBC za złagodzeniem polityki pieniężnej, w szczególności za potencjalną obniżką stóp procentowych jeszcze w grudniu.
- **UKR/RUS:** Przywódcy Niemiec, Francji i Wielkiej Brytanii wraz z W.Zełenskim odrzucili kluczowe elementy amerykańsko-rosyjskiego planu zakończenia wojny, który zakładał uznanie Krymu, Ługańska i Doniecka za de facto rosyjskie, rezygnację Ukrainy z aspiracji do członkostwa w NATO oraz przeprowadzenie wyborów w ciągu 100 dni. Wspólne stanowisko F.Merza (Kancelarz Niemiec), E.Macrona (Prezydent Francji) i K.Starmera (Premier UK) zakłada, że punktem wyjścia do ewentualnych rozmów pokojowych mogą być granice wyznaczone przez obecną linię frontu. Media donoszą, że europejskie państwa pracują nad własną wersją planu zakończenia wojny. **D.Trump powiedział w sobotę, że jego oferta w sprawie zakończenia wojny w Ukrainie nie jest ostateczna.** Dzień wcześniej zasugerował, iż Prezydent Ukrainy musi „polubić” plan pokojowy, ponieważ Ukraina „nie ma kart”. W niedzielę sekretarz stanu USA M.Rubio i szef gabinetu prezydenta Ukrainy A.Jermak powiedzieli, że odbyli najlepsze dotąd spotkanie na temat zakończenia wojny w Ukrainie, a oba zespoły pracują nad zmianami do propozycji pokojowej USA.
- **USA:** Indeks nastrojów konsumenckich wg Uniwersytetu Michigan w listopadzie spadł z 53,6 pkt. do 51,0 pkt. (wstępnie wskazano na 50,3 pkt.), jednego z najniższych poziomów w historii, co odzwierciedla pogorszenie ocen sytuacji finansowej gospodarstw domowych. W ostatnich dwóch dekadach indeks niżej był tylko w czerwcu 2022. Wskaźnik bieżących ocen obniżył się do rekordowo niskich 51,1 pkt., a konsumenci pozostają zaniepokojeni utrzymującymi się wysokimi cenami i spadkiem dochodów, mimo że oczekiwania inflacyjne w perspektywie rocznej zmalały do 4,5%, a w horyzoncie 5-10 lat do 3,4%. **Rosną obawy o rynek pracy** – oceniane prawdopodobieństwo utraty zatrudnienia osiągnęło najwyższy poziom od lipca 2020. **Raport wskazuje na pogłębiające się nierówności:** zamożniejsi konsumenci utrzymują zdolność do wydatków, podczas gdy sytuacja finansowa osób bez dochodów z własności (odsetek) pogarsza się. Dodatkowo **warunki zakupu dóbr trwałych pogorszyły się do najłagodniejszego poziomu w historii**, co sygnalizuje słabnącą skłonność do konsumpcji po zakończeniu najdłuższego w historii zamknięcia rządu.
- **EUR:** W listopadzie aktywność gospodarcza w strefie euro nadal rosła, chociaż w nieco słabszym tempie niż w październiku. Indeks kompozytowy PMI obniżył się minimalnie, do 52,4 pkt. wobec 52,5 pkt. miesiąc wcześniej, co nadal wskazuje na ekspansję. Struktura wzrostu pozostaje asymetryczna. Głównym motorem aktywności jest sektor usług, podczas gdy przemysł ponownie znalazł się w strefie spadkowej. Wskaźnik PMI dla przemysłu spadł do 49,7 pkt. z 50,0 pkt. w październiku, osiągając najniższy poziom od pięciu miesięcy. Produkcja przemysłowa rosła jedynie symbolicznie – najłagodniej od ośmiu miesięcy – co potwierdza utrzymującą się stagnację. Popyt w przemyśle pozostaje słaby. Choć bieżące dane wskazują na stagnację sektora, optymizm producentów wzrósł do najwyższego poziomu od pięciu miesięcy, sugerując oczekiwaną poprawę w średnim horyzoncie. Trwała ekspansja przemysłu w strefie euro pozostaje scenariuszem bazowym, lecz jego realizacja ponownie przesuwa się w czasie.
- **GER:** Listopad przyniósł wyraźne pogorszenie koniunktury w przemyśle, sygnalizując pogłębiające się tendencje spadkowe. Wskaźnik PMI dla przemysłu obniżył się do 48,4 pkt. z 49,6 pkt. w październiku, osiągając

Płace negocjowane w strefie euro



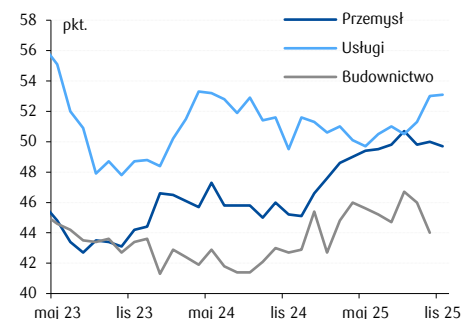
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Indeks Uniwersytetu Michigan



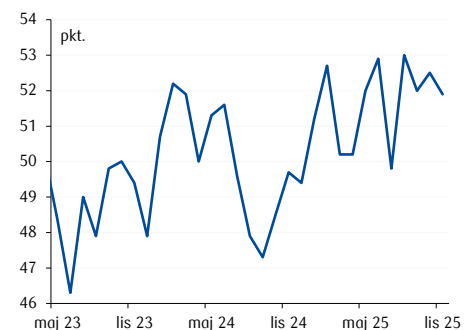
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Indeksy PMI w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Indeks PMI dla przemysłu USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

najniższy poziom od pół roku. Choć produkcja utrzymała się minimalnie powyżej granicy wzrostu, tempo ekspansji było najniższe od lipca. Kluczowym czynnikiem osłabienia jest gwałtowny spadek nowych zamówień - najszybszy od stycznia - szczególnie w przypadku zamówień eksportowych. Presja cenowa pozostaje w obszarach deflacyjnych. **Producenci wykazują natomiast większy optymizm w prognozach niż miesiąc wcześniej.**

- **USA:** Wskaźnik PMI dla przemysłu w listopadzie obniżył się do 51,9 pkt. z 52,5 pkt. w październiku, **osiągając najniższy poziom od czterech miesięcy, który jednak nadal sygnalizuje ekspansję.** Produkcja przemysłowa utrzymała solidny wzrost, choć minimalnie słabszy m/m. Kluczowym problemem jest wyraźne **spowolnienie napływu nowych zamówień**, w tym piąty z rzędu spadek zamówień eksportowych. Jednocześnie **firmy odnotowały rekordowy wzrost zapasów wyrobów gotowych** - największy w 18-letniej historii badania - co wskazuje na **nadprodukcję względem popytu**. Perspektywy są jednak pozytywne - **optymizm producentów wzrósł do najwyższego poziomu od pięciu miesięcy**, wspierany nadziejami na dalsze obniżki stóp procentowych, zakończenie impasu politycznego i większe wsparcie fiskalne. **Niemniej, rekordowe zapasy i słabszy napływ zamówień sugerują ryzyko korekty produkcji w najbliższych miesiącach.**
- **EUR:** Ch.Lagarde w [wystąpieniu](#) wskazała na **erozję dotychczasowego modelu wzrostu UE, opartego na globalizacji i eksporcie.** W warunkach rosnących napięć geopolitycznych, protekcjonizmu oraz zależności od surowców i technologii spoza UE, eksport przestał być niezawodnym motorem wzrostu. Słabość przemysłu obniża produktywność i zwiększa uzależnienie Europy od USA. Ch.Lagarde zaznaczyła, że EBC wspiera popyt dzięki obniżkom stóp o 200 pb i **gotowości do dalszych korekt.** Kluczowym postulatem Prezeski EBC jest wzmocnienie rynku wewnętrznego jako głównego źródła wzrostu gospodarczego.
- **POL:** Sejm powołał **7-osobową Radę Fiskalną.** Przewodniczącym został S.Dudek (wskazany przez MF), a pozostałymi członkami: B.Brodowska-Mączka (Prezydent), W.Niemyski (NIK), A.Torój (KRASP), M.Wroński (strona pracownicza RDS), J.Tomkiewicz (strona pracodawców RDS) oraz M.Bitner (strona samorządowa). Rada będzie oceniać prognozy makro wykorzystywane w projekcie ustawy budżetowej i planie średniookresowym, opiniować zgodność budżetu z regułami fiskalnymi UE i krajowymi oraz oceniać spójność i efektywność ram budżetowych.
- **FRA:** Niższa izba parlamentu Francji odrzuciła projekt ustawy budżetowej. Deputowani odrzucili przytłaczającą większością głosów (404) część projektu budżetu mówiąc o dochodach, bez rozważania części o wydatkach. Tylko jeden poseł opowiedział się za projektem. Wynik głosowania oznacza, że pierwotny projekt ustawy trafi teraz do Senatu, który zajmie się nim w przyszłym tygodniu. Maleją szanse na przyjęcie budżetu do końca grudnia.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 21 listopada						
GER: PMI w przetwórstwie (lis., wst.)	9:30	pkt.	49,6	49,8	--	48,4
GER: PMI w usługach (lis., wst.)	9:30	pkt.	54,6	54,0	--	52,7
EUR: PMI w przetwórstwie (lis., wst.)	10:00	pkt.	50,0	50,2	--	49,7
EUR: PMI w usługach (lis., wst.)	10:00	pkt.	53,0	52,8	--	53,1
USA: PMI w przetwórstwie (lis., wst.)	15:45	pkt.	52,5	52,0	--	51,9
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lis., rew.)	16:00	pkt.	53,6	50,3	--	51,0
Poniedziałek, 24 listopada						
GER: Indeks Ifo (lis.)	10:00	pkt.	88,4	88,5	--	--
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (paż.)	10:00	% r/r	7,5	7,2	7,2	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (paż.)	10:00	% r/r	-0,8	-0,8	-0,8	--
POL: Produkcja przemysłowa (paż.)	10:00	% r/r	7,4	1,6	2,9	--
POL: Inflacja PPI (paż.)	10:00	% r/r	-1,2	-1,8	-1,8	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (paż.)	10:00	% r/r	0,2	1,0	-0,4	--
Wtorek, 25 listopada						
GER: Wzrost PKB (3q)	8:00	% r/r	-0,2	0,3	--	--
POL: Sprzedaż detaliczna (paż.)	10:00	% r/r	6,4	3,8	5,0	--
POL: Podaż pieniądza M3 (paż.)	14:00	% r/r	11,1	10,6	10,7	--
USA: Sprzedaż detaliczna (wrz.)	14:30	% m/m	0,6	0,4	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (wrz.)	14:30	%, m/m	--	0,3	--	--
USA: Inflacja PPI (wrz.)	14:30	% r/r	2,6	2,6	--	--
USA: Ceny nieruchomości (wrz.)	15:00	% r/r	1,58	1,40	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (lis.)	16:00	pkt.	94,6	93,4	--	--
ROM: Podaż pieniądza M3 (paż.)	--	% r/r	7,9	--	--	--
Środa, 26 listopada						
POL: Stopa bezrobocia (paż.)	10:00	%	5,6	5,6	5,6	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys	220	226	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (wrz., wst.)	14:30	% m/m	2,9	0,5	--	--
Czwartek, 27 listopada						
EUR: Podaż pieniądza M3 (paż.)	10:00	% r/r	2,8	2,8	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (lis., rew.)	11:00	pkt.	-14,2	-14,2	--	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (lis.)	11:00	pkt.	96,8	97,0	--	--
Piątek, 28 listopada						
HUN: Stopa bezrobocia (paż.)	8:30	%	4,5	4,5	--	--
CZE: Wzrost PKB (3q)	9:00	% r/r	2,6	2,7	--	--
GER: Stopa bezrobocia (lis.)	9:55	%	6,3	6,3	--	--
POL: Inflacja CPI (lis., wst.)	10:00	% r/r	2,8	2,6	2,6	--
GER: Inflacja CPI (lis., wst.)	14:00	% r/r	2,3	2,4	--	--
GER: Inflacja HICP (lis., wst.)	14:00	% r/r	2,3	2,4	--	--

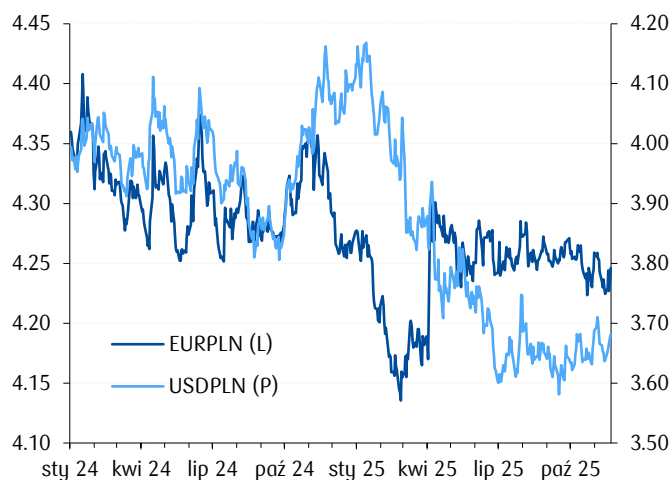
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

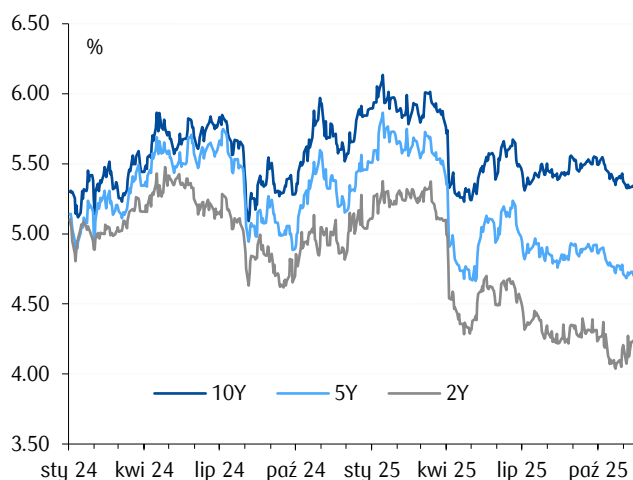
		Wartość 2025-11-21	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2460	0,3	0,5	0,0	-2,1	-9,7
	USDPLN	3,6917	0,5	1,5	1,1	-11,4	-18,7
	CHFPLN	4,5653	0,2	-0,4	-0,6	-2,1	-4,4
	GBPPLN	4,8211	0,3	0,6	-0,8	-7,6	-10,9
	EURUSD	1,1502	-0,2	-1,0	-1,1	10,5	11,0
	EURCHF	0,9301	0,0	0,9	0,6	0,0	-5,6
	GBPUSD	1,3086	-0,1	-0,4	-1,6	4,5	9,7
	USDJPY	156,56	-0,7	1,4	2,5	1,1	11,9
	EURCZK	24,25	0,3	0,3	-0,3	-4,4	-0,5
	EURHUF	384,10	0,5	-0,1	-1,4	-6,7	-5,3
Obligacje	PL2Y	4,19	1	-6	11	-68	-305
	PL5Y	4,72	-3	0	-6	-48	-259
	PL10Y	5,37	-1	2	-2	-23	-168
	DE2Y	2,01	-1	-3	3	0	-9
	DE5Y	2,28	-2	-3	5	21	30
	DE10Y	2,70	-2	-2	7	44	68
	US2Y	3,51	-4	-11	3	-87	-100
	US5Y	3,62	-4	-12	2	-69	-38
	US10Y	4,06	-3	-9	7	-35	25
Akcje	WIG	108 943,0	-1,3	-2,5	-2,2	37,0	98,5
	WIG20	2 921,1	-1,2	-2,3	-2,0	33,1	71,1
	S&P500	6 603,0	1,0	-1,9	-2,8	10,6	66,5
	NASDAQ100	24 239,6	0,8	-3,1	-4,4	16,7	107,6
	Shanghai Composite**	3 845,9	0,3	-3,6	-2,6	17,7	24,2
	Nikkei**	48 625,9	0,0	-3,5	-1,4	27,0	74,3
	DAX	23 091,9	-0,8	-3,3	-4,7	19,5	60,0
	VIX	21,55	-5,7	7,1	15,6	34,2	-12,1
Surowce	Ropa Brent	62,6	-1,3	-2,8	-5,1	-16,8	-28,6
	Ropa WTI	58,9	-2,0	-3,3	-5,5	-17,9	-26,5
	Złoto	4067,5	-0,2	-0,4	-1,3	50,3	131,9

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

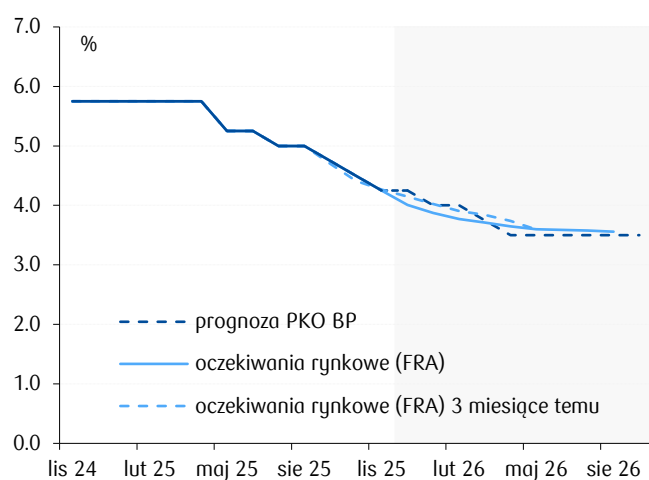
Notowania złotego wobec głównych walut



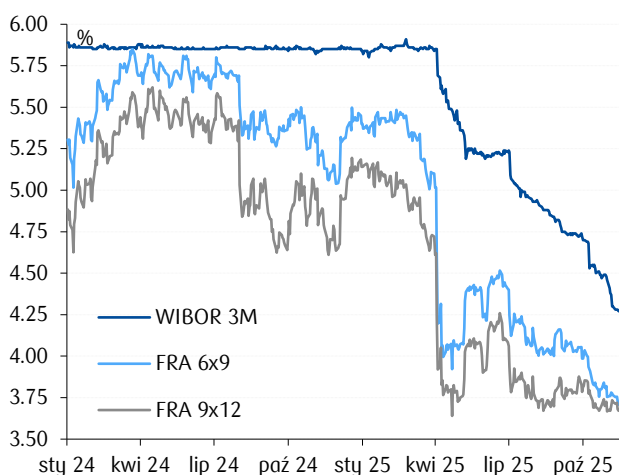
Rentowności polskich obligacji skarbowych



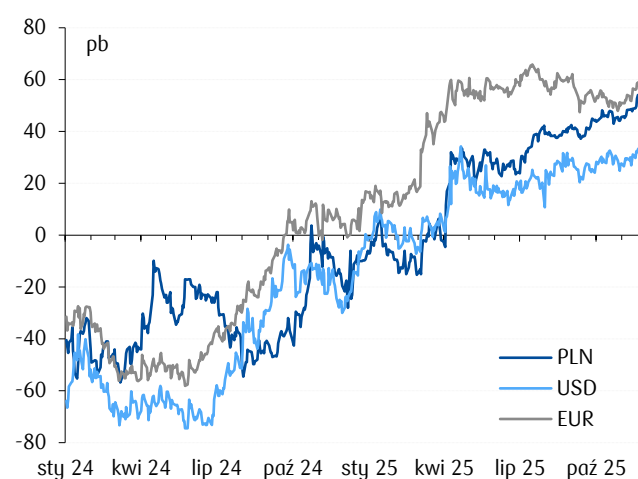
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



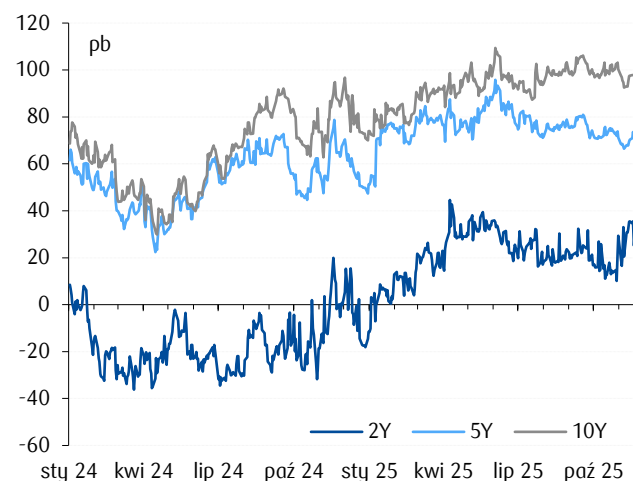
Krótkoterminowe stopy procentowe



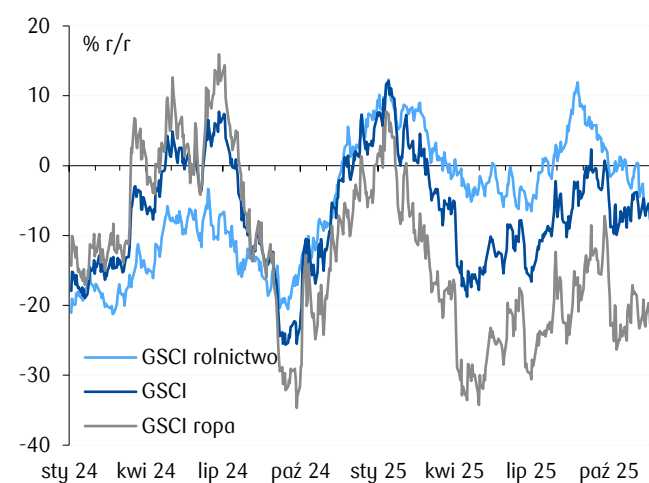
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



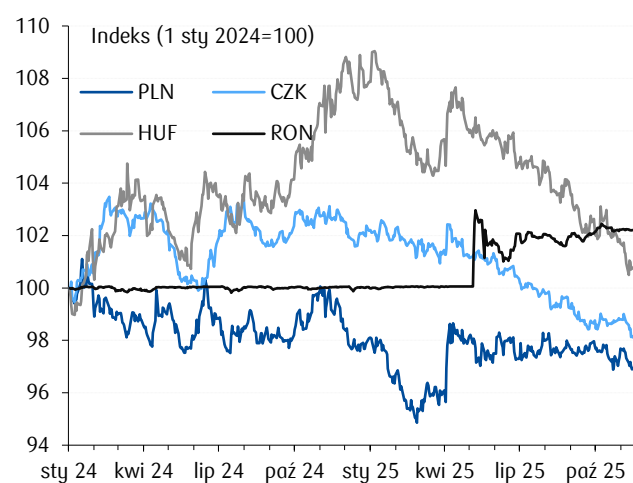
Spread asset swap dla PLN



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.