

Moody's wymierza karę, AfD wygrywa w kolejnym landzie

- Rosnące obawy inwestorów przed restrykcyjną polityką banków centralnych, podsyćane wysokimi cenami ropy i jastrzębią wymową wrześniowego posiedzenia Fed, wywierały w minionym tygodniu globalnie presję na krótkie obligacje skarbowe i pośrednio wspierały dolara. Złoty w takim otoczeniu wyraźnie się osłabił, a krajowej walucie dodatkowo szkodziły słabsze dane makro z Polski oraz wzrost napięcia geopolitycznego w regionie. W obecnym tygodniu kluczowe dla globalnych nastrojów rynkowych pozostaną ceny ropy naftowej, które w poniedziałek rano idą w dół. **Uważamy, że w przypadku krajowych aktywów piętkowa decyzja Moody's może jedynie przejściowo ciążać złotemu i długiemu końcowi krzywej SPW.** Zakładamy, że jeśli Brent w najbliższych dniach nie powróci w okolice ostatnich maksimów, **w drugiej części tygodnia możliwe będzie umocnienie złotego, choć nie oczekujemy spadku EURPLN poniżej 4,33.** Na krajowym rynku FI na początku tygodnia widzimy ryzyko presji na długi koniec krzywej, ale jednocześnie uważamy, że przestrzeń do dalszego wzrostu rentowności 2-letnich SPW jest już mocno ograniczona i to nie tylko w krótkim horyzoncie czasowym.
- W tym tygodniu kalendarz makroekonomiczny będzie nieco luźniejszy niż w poprzednim.** Poza doniesieniami geopolitycznymi istotne będą **decyzje banków centralnych:** węgierski MNB (wt.), szwajcarski SNB (czw.) i szwedzki Riksbank (czw.) utrzymają stopy bez zmian, tymczasem **Norges Bank** (czw.) może je podnieść o 25pb. W środę poznamy wstępne odczyty **PMI z rynków bazowych za wrzesień**, uwzględniające wpływ wzrostów cen energii. W tym kontekście ważny może też być **niemiecki indeks koniunktury Ifo** (czw.).
- W Polsce publikacje skumulują się w pierwszej części tygodnia.** Dziś napłyną **dane z rynku pracy za sierpień.** Oczekujemy niewielkiego hamowania dynamiki płac, choć ich impet w ostatnich miesiącach nieco narastał. Poza tym poznamy sierpniową **produkcję budowlaną.** Jutrzejsze **dane o sprzedaży detalicznej** za sierpień powinny wskazać na odporność konsumpcji, mimo szoku naftowego, a **dane o podaży pieniądza M3** na dalsze ożywienie kredytowe. W środę GUS opublikuje Biuletyn Statystyczny.

Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

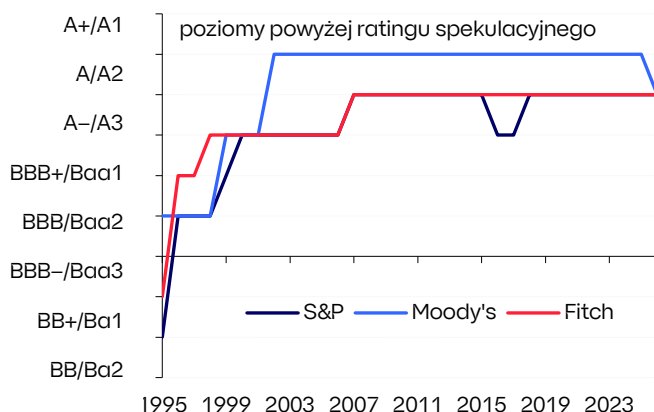
[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość 2026-09-18	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	154 993	-0,6
STOXX Europe 600	635	-1,1
S&P500	7 651	0,2
Waluty:		
EURPLN	4,36	0,1
USDPLN	3,80	0,0
CHFPLN	4,62	0,4
EURUSD	1,15	0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,82	-3
PL5Y	5,95	17
PL10Y	6,31	15
DE10Y	3,52	4
US10Y	5,00	5
Surowce:		
Ropa Brent	104	-0,9
Złoto	4377	0,8

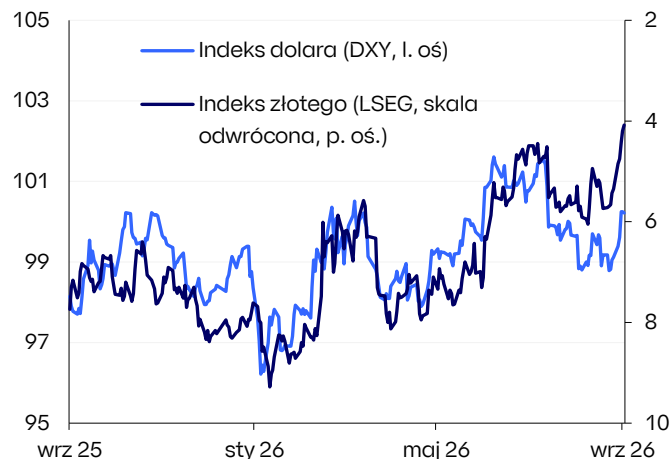
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

Agencja Moody's po raz pierwszy w historii obniżyła rating Polski



Źródło: GUS, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

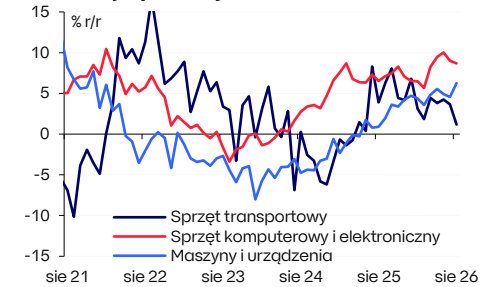
Globalna aprecjacja dolara była w minionym tygodniu głównym czynnikiem ciążącym walutom EM, w tym PLN



WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

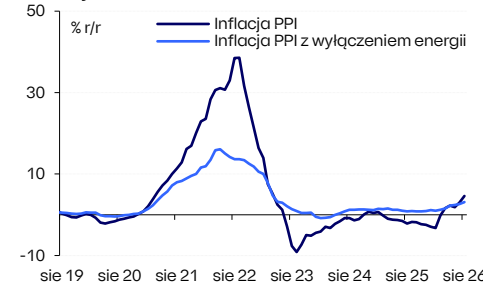
- **USA: Produkcja przemysłowa w sierpniu wzrosła o 1,4% r/r po wzroście o 1,1% r/r w lipcu.** W ujęciu miesięcznym produkcja nie zmieniła się (0,0% m/m sa) po wzroście o 0,2% m/m miesiąc wcześniej i była wyraźnie niższa od oczekiwań (kons.: +0,3% m/m). Szczególnie trudna była sytuacja w przetwórstwie przemysłowym, gdzie produkcja zmniejszyła się o 0,3% m/m. Nieco lepiej radziło sobie górnictwo (+0,1% m/m), a silny wzrost produkcji odnotowano w energetyce (6,2% m/m). Rozbicie sektorowe pokazuje, że najlepiej radzi sobie branża, która najbardziej korzysta na wzroście inwestycji w AI – producenci sprzętu komputerowego i elektronicznego.
- **EUR: Prezeska EBC Ch.Lagarde powiedziała, że dalsze decyzje EBC będą nadal podejmowane z posiedzenia na posiedzenie.** Dodała, że Bank ocenia sytuację zwracając uwagę na perspektywy inflacji, inflacji bazowej oraz przełożenie polityki pieniężnej na gospodarkę, a jedyną rzeczą, co do której EBC ma pewność jest konieczność sprowadzenia inflacji do celu na poziomie 2%. **W bazowym scenariuszu zakładamy, że EBC do końca roku nie zmieni stóp procentowych, a w 2027 rozpocznie łagodzenie polityki pieniężnej.** Prezeska EBC potwierdziła również, że w 2027 opuści stanowisko. Zapytana czy oznacza to, że będzie pełnić obowiązki do końca kadencji w październiku 2027 odpowiedziała: „zobaczymy”.
- **GER: Inflacja PPI w sierpniu wzrosła do 4,6% r/r z 3,0% r/r. W ciągu miesiąca ceny zwiększyły się o 1,1%.** W obu ujęciach były to wyniki istotnie powyżej oczekiwań (kons.: 4,1% r/r, 0,6% m/m), za co odpowiadały przede wszystkim ceny energii (8,3% r/r vs 3,2% r/r w lipcu), w tym ceny produktów naftowych (40,5% r/r, 4,9% m/m). Znacznie wolniej rosły ceny gazu ziemnego (7,5% r/r) i elektryczności (1,7% r/r). Ceny dóbr pośrednich wzrosły o 6,1% r/r, głównie za sprawą droższych metali (m.in. szlachetnych i miedzi). Dobra kapitałowe drożały w znacznie wolniejszym tempie (2,4% r/r), a ceny dóbr konsumpcyjnych nietrwałych wręcz spadły o 2,0% r/r, głównie ze względu na deflację cen żywności (-4,3% r/r).
- **GER: CDU kanclerza Niemiec F. Merza nie przekroczyła w niedzielnych wyborach w Meklemburgii Pomorzu Przednim progu 5%.** Oficjalne wstępne wyniki wyborów wskazują, że po raz pierwszy w historii RFN CDU nie dostała się do parlamentu niemieckiego kraju związkowego. Wynik chadecji na poziomie 4,9% jest najgorszym w historii tego ugrupowania w wyborach w Niemczech. **Wybory w Meklemburgii-Pomorzu Przednim wygrała prawicowo-populistyczna Alternatywa dla Niemiec (AfD),** uzyskując 38,2% głosów, drugie miejsce zajęła socjaldemokratyczna SPD z wynikiem 35,5%. Do parlamentu kraju związkowego weszły także Lewica (6,5%) oraz Zieloni (5,7%). Premierką najpewniej pozostanie M.Schwesig z SPD. **W Berlinie według wstępnych wyników wygrała Lewica uzyskując 25,7% głosów** i pokonała CDU, której poparcie kształtowało się na poziomie 18,8%. Kolejne miejsca zajęły: AfD (16,3%), Zieloni (14,3%), SPD (12,1%). Kandydatką Lewicy na urząd burmistrza jest E.Eralp.
- **ŚWIAT: Komisja ds. Azji Zachodniej ONZ (ESCWA) oceniła, że tylko w ciągu pierwszego miesiąca wojny USA i Izraela z Iranem państwa arabskie straciły 150 mld USD, czyli ok. 4% regionalnego PKB.**

Produkcja przemysłowa w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja PPI w Niemczech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

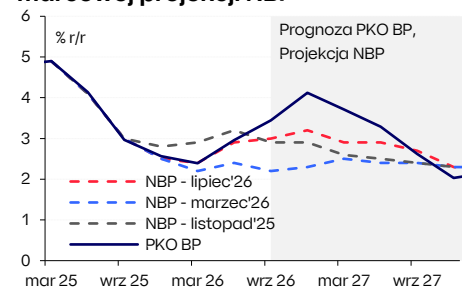
WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL: Agencja Moody's obniżyła długoterminowy rating Polski w walucie obcej o jeden stopień do A3 z A2. Perspektywa nowej oceny jest stabilna.** Była to pierwsza w historii obniżka poziomu ratingu Polski przez Moody's. Poprzednia zmiana samego poziomu ratingu miała miejsce w 2002, kiedy agencja podniosła go do A2. **Uzasadnieniem obecnej obniżki jest trwale pogorszenie kondycji fiskalnej Polski** w porównaniu z oceną z września 2025. Moody's uważa, że „duże deficyty fiskalne doprowadziły do znacznego wzrostu obciążenia długiem publicznym, co w połączeniu z rosnącymi kosztami finansowania osłabiło wskaźniki obsługi zadłużenia”. Agencja spodziewa się, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych utrzyma się na wysokim poziomie ok. 7% PKB w 2026 i 2027, pomimo silnego

wzrostu gospodarczego. Przyczyn należy upatrywać w rosnących kosztach opieki zdrowotnej, inwestycjach publicznych oraz bieżących zobowiązaniach w zakresie wydatków socjalnych i obronnych. Zdaniem agencji skuteczność polityki fiskalnej w Polsce uległa osłabieniu, co odzwierciedla jej procykliczne nastawienie w ostatnich latach oraz ograniczoną gotowość lub zdolność polskich władz do odbudowy buforów fiskalnych w okresie sprzyjających warunków gospodarczych. W tym kontekście bardzo ważne są ograniczenia polityczne, w tym utrzymujący się impas między rządem a prezydentem oraz zbliżające się wybory parlamentarne w 2027. **Skuteczność krajowych ram fiskalnych w Polsce uległa zdaniem Moody's osłabieniu**, ponieważ coraz większa część przyrostu zadłużenia następowała poza zakresem krajowych reguł długu. Stabilna perspektywa odzwierciedla zrównoważone ryzyka dla ratingu na poziomie A3. Moody's przewiduje, że wzrost gospodarczy pozostanie silny (3,7% w 2026 i 3,2% w 2027). Moody's zakłada, że przed wyborami parlamentarnymi w 2027 zakres konsolidacji fiskalnej będzie ograniczony, jednak władze ostatecznie będą stosować się do krajowych reguł fiskalnych, co doprowadzi do szybszej konsolidacji po wyborach i ustabilizuje relację długu do PKB na poziomie 70–75% w drugiej połowie lat 20. XXI wieku. Jednocześnie ryzyko geopolityczne pozostanie podwyższone. Presja w górę dla ratingu mogłaby się pojawić, gdyby doszło do trwałego i wyraźnego odwrócenia wzrostowej trajektorii długu publicznego. Pozytywne dla ratingu mogłoby również być pełne przywrócenie niezależności sądownictwa, wprowadzenie reform strukturalnych, które trwale wspierałyby wzrost gospodarczy i ograniczyły wzrost wydatków związanych ze starzeniem się społeczeństwa. Z kolei negatywna presja na rating pojawiłaby się w razie znacznego obchodzenia reguł fiskalnych lub ich znacznych zmian, w połączeniu z polityką fiskalną prowadzącą do wzrostu relacji długu do PKB znacznie powyżej 75% PKB w średnim terminie. Ponadto negatywny dla ratingu byłby silny szok gospodarczy, który trwale osłabiłby wzrost PKB, który jest kluczowym atutem profilu kredytowego Polski. Presję na rating mogłoby wywrzeć również znaczne pogorszenie się sytuacji bezpieczeństwa w regionie. Minister A.Domański stwierdził, że rząd traktuje decyzję agencji o obniżeniu ratingu „poważnie, ale spokojnie”. Zapewnił, że rząd będzie wzmacniać finanse publiczne, ale potrzebna jest do tego współpraca wszystkich instytucji w tym prezydenta. **Po piątkowej decyzji Moody's trzy największe agencje ratingowe oceniają wiarygodność kredytową Polski na tym samym poziomie: Moody's na "A3" z perspektywą stabilną, a Fitch i S&P na poziomie "A-" z odpowiednio perspektywą negatywną i stabilną.**

- **POL:** W.Janczyk (RPP) powiedział, że istnieje ryzyko podwyżek stóp procentowych w związku z sytuacją na Bliskim Wschodzie, choć polityka pieniężna w Polsce jest obecnie wystarczająco restrykcyjna. Dodał, że nie jest jasne, czy i kiedy podwyżka stóp miałaby nastąpić. Członek Rady zaznaczył, że „wiele zależy od sytuacji na Bliskim Wschodzie, cen ropy i gazu oraz ewentualnych środków ochronnych ze strony rządu”. Według W.Janczyka listopadowa projekcja NBP prawdopodobnie pokaże ścieżkę inflacji CPI, która przekroczy cel NBP (2,5% ± 1pp) – według lipcowej projekcji inflacja osiąga szczyt na poziomie 3,2% r/r w 4q26, natomiast my zakładamy, że może wtedy przekroczyć 4% r/r. W bazowym scenariuszu spodziewamy się, że RPP w tym roku nie zmieni stóp procentowych, zaś w kolejnym pojawi się przestrzeń do obniżek, w miarę trwałego powrotu inflacji do celu.
- **POL:** Produkcja sprzedana przemysłu w sierpniu wzrosła o 4,3% r/r wobec 4,8% r/r w lipcu (rewizja z 5,1% r/r), blisko naszej prognozy (kons.: 6,1% r/r, PKOe.: 4,9% r/r). Po odsezonowaniu produkcja spadła o 1,2% m/m, po dwóch miesiącach stagnacji. Sierpniowe dane potwierdzają dobrą koniunkturę, choć łączny spadek produkcji w ostatnich 3 miesiącach sugeruje, że impet wzrostu słabnie. Więcej w Makro Flash: [Dwie twarze przemysłu](#).
- **POL:** Inflacja PPI w sierpniu przyspieszyła do 4,2% r/r wobec 3,1% r/r w lipcu (dane zrewidowane z 2,8% r/r), przekraczając oczekiwania (kons., PKOe.: 3,5% r/r). Wzrost objął wszystkie sekcje przemysłu. Najsilniejszy był w górnictwie (6,4% r/r) i przetwórstwie (4,6% r/r), natomiast słabszy w energetyce (1,4% r/r).

Nasza prognoza inflacji CPI na tle marcowej projekcji NBP



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Produkcja przemysłowa w Polsce



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja PPI w Polsce

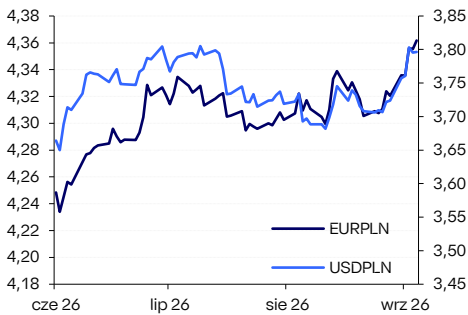


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- Złoty w horyzoncie minionego tygodnia osłabił się, a kursy EURPLN i USDPLN wzrosły o ok. 4 gr i 7 gr, w pobliżu 4,36 oraz 3,80. Na rynkach bazowych EURUSD spadł z okolic 1,16 do 1,1490, osiągając najniższy poziom od końca lipca br.
- **W minionym tygodniu ponownie wzrosło znaczenie stóp procentowych dla trendów na rynku FX.** Jastrzębi przekaz prezesa Fed, a przede wszystkim zaskoczenie projekcjami, w których większość członków FOMC zakłada jeszcze jedną podwyżkę stóp w USA w br., doprowadziły do **wyraźnego umocnienia dolara**. To ciążyło złotemu i innym walutom EM. Negatywnie na PLN oddziaływały również wysokie ceny ropy, pogarszające terms of trade Polski, zwiększające ryzyka inflacyjne i ograniczające globalny apetyt na ryzyko. Złotemu **ciężyła także geopolityka, w tym rosnące ryzyko rosyjskich działań hybrydowych na wschodniej flance NATO**. Negatywnego obrazu dopełniły **wzrost deficytu na rachunku bieżącym w lipcu oraz słabsze dane o produkcji przemysłowej za sierpień**. W efekcie **EURPLN wybił się ponad opór na 4,34**, a USDPLN dotarł do lipcowego szczytu.
- Publikowane w pierwszej części obecnego tygodnia dane makro z Polski mogą wesprzeć złotego, jeśli potwierdzą oczekiwania na relatywnie silny wzrost krajowej gospodarki. Z drugiej strony na początku tygodnia krajowej walucie może nieco ciążyć obniżenie ratingu Polski przez Moody's. Uważamy jednak, że zachowanie PLN będzie głównie zależać od czynników globalnych, przede wszystkim notowań ropy i dolara. **Oczekujemy, że kursy EURPLN i USDPLN pozostaną na początku tygodnia na podwyższonych poziomach**, z ryzykiem kontynuacji ostatnich trendów. Jeśli jednak ceny ropy nie powrócą do wzrostów, a presja na umocnienie dolara osłabnie, **w drugiej części tygodnia możliwa jest poprawa notowań złotego**. Bez istotnej zmiany globalnego otoczenia nie zakładamy jednak powrotu EURPLN poniżej 4,33.
- Tydzień na rynkach FI przyniósł globalnie **wzrost rentowności obligacji skarbowych i wypłaszczenie krzywych pod wpływem presji na ich krótki koniec**.
- Jego pierwsza część pozostawała pod wpływem wysokich cen ropy i obaw o utrwalenie presji inflacyjnej po poważnym uszkodzeniu rurociągu Wschód–Zachód, dostarczającego saudyjską ropę do terminali nad Morzem Czerwonym. Kluczowym wydarzeniem było jednak środowe posiedzenie FOMC. Fed podniósł stopy o 25pb do 3,75–4,00%, a projekcje wskazały na możliwość jeszcze jednej podwyżki w tym roku, co ciążyło krótkim tenorom UST. Podobny mechanizm był widoczny w Polsce, gdzie papierem 2-letnim ciążyły wyższe od oczekiwań odczyty inflacji bazowej i PPI oraz wyceny ścieżki stóp NBP, zakładające podwyżki o ok. 100pb do połowy 2027. Decyzję Moody's o obniżce ratingu Polski ogłoszono po zamknięciu tygodnia, więc nie wpłynęła na piątkowe notowania.
- W obecnym tygodniu lokalnie dane o dynamice wynagrodzeń i koniunkturze mogą wpływać na wyceny ścieżki stóp NBP. Globalnie istotne będą liczne wystąpienia przedstawicieli Fed i EBC, a wpływ wstępnych odczytów PMI ze strefy euro i USA na rynki FI powinien być w naszej opinii ograniczony. **Głównym czynnikiem dla oczekiwań inflacyjnych i rentowności pozostanie jednak ropa, zależna od sytuacji na Bliskim Wschodzie, gdzie bilans informacji z weekendu był raczej negatywny ale rynek w poniedziałek o poranku podchwycił tylko pozytywne wątki**. Jeśli Brent nie wróci w okolice ostatnich maksimów, rentowności na rynkach głównych mogą stabilizować się w przedziale zmienności z ubiegłego tygodnia. **Na krajowym rynku FI decyzja Moody's może mieć negatywny, choć krótkotrwały i ograniczony wpływ na długi koniec krzywej. Jednocześnie uważamy, że dla 2-letnich SPW przestrzeń do dalszego wzrostu rentowności jest już mocno ograniczona i to nie tylko w krótkim horyzoncie czasowym**.

Waluty



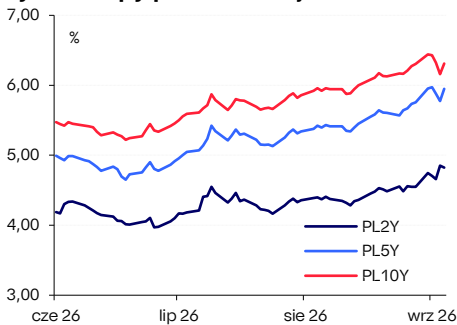
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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

*w trakcie rewizji
Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



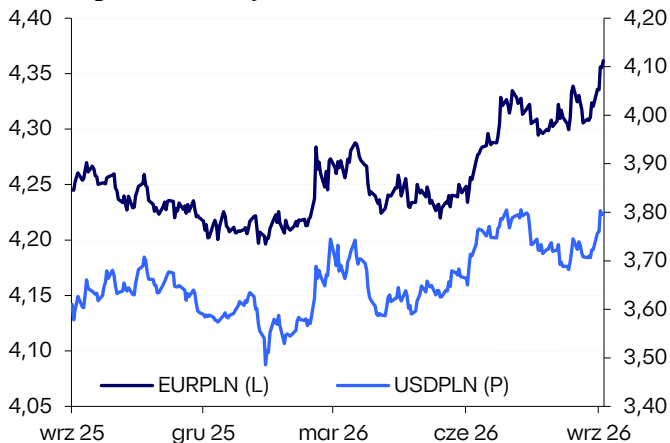
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

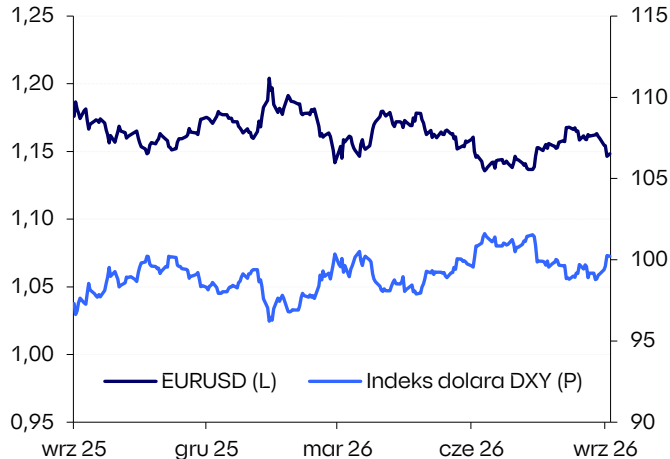
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,70	3,42
PL2Y	4,45	4,10
PL5Y	5,15	4,65
PL10Y	5,80	5,30

Źródło: PKO Bank Polski.

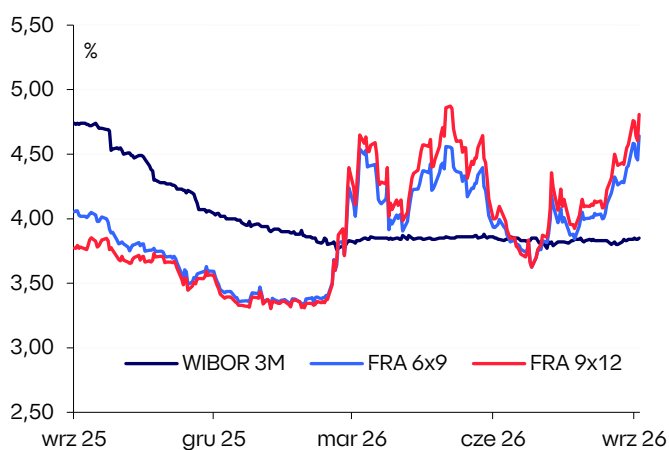
PLN vs główne waluty



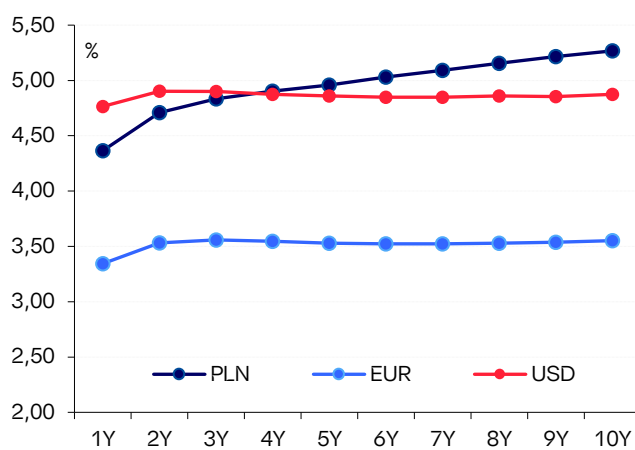
Notowania USD



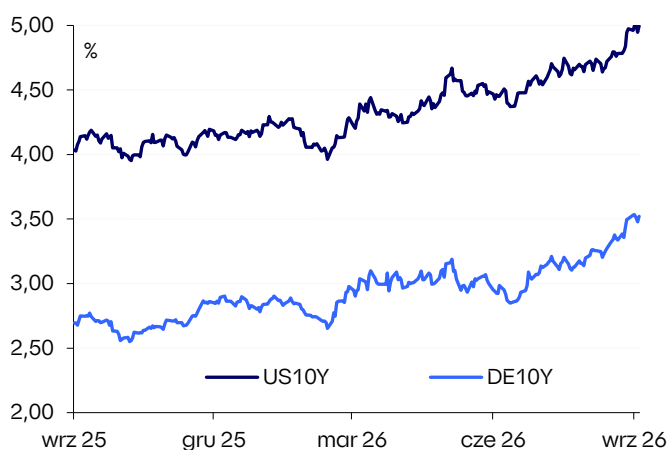
Krótkoterminowe stopy procentowe



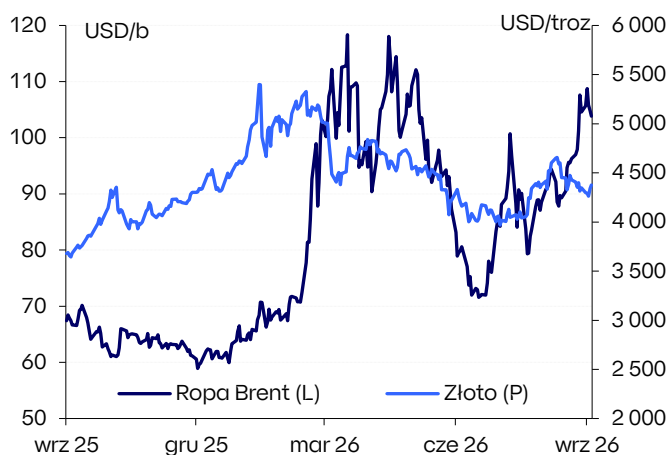
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 18 września						
JPN: Posiedzenie BOJ	--	%	1,00	1,25	1,25	1,25
GER: Inflacja PPI (sie.)	8:00	% r/r	3,0	4,1	--	4,6
POL: Produkcja przemysłowa (sie.)	9:30	% r/r	5,1	6,1	4,9	4,3
POL: Inflacja PPI (sie.)	9:30	% r/r	3,1	3,5	3,5	4,2
USA: Produkcja przemysłowa (sie.)	15:15	% m/m	0,2	0,3	--	0,0
Poniedziałek, 21 września						
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (sie.)	9:30	% r/r	6,8	6,6	6,5	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (sie.)	9:30	% r/r	-0,8	-0,8	-0,8	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (sie.)	9:30	% r/r	-2,4	6,5	4,3	--
Wtorek, 22 września						
POL: Sprzedaż detaliczna (sie.)	9:30	% r/r	3,9	3,8	4,5	--
POL: Podaż pieniądza M3 (sie.)	14:00	% r/r	11,3	11,2	11,0	--
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	5,50	5,50	5,50	--
EUR: Koniunktura konsumencka (wrz., wst.)	16:00	pkt.	-15,5	-16,0	--	--
Środa, 23 września						
POL: Stopa bezrobocia (sie.)	9:30	%	5,8	5,8	5,8	--
GER: PMI w przetwórstwie (wrz., wst.)	9:30	pkt.	54,3	54,0	--	--
GER: PMI w usługach (wrz., wst.)	9:30	pkt.	49,7	50,0	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (wrz., wst.)	10:00	pkt.	52,7	52,6	--	--
EUR: PMI w usługach (wrz., wst.)	10:00	pkt.	51,6	51,4	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (wrz., wst.)	15:45	pkt.	53,9	53,6	--	--
ROM: Podaż pieniądza M2 (sie.)	--	% r/r	7,6	--	--	--
Czwartek, 24 września						
SWI: Posiedzenie SNB	9:30	%	0,00	0,00	0,00	--
SWE: Posiedzenie Riksbanku	9:30	%	1,75	1,75	1,75	--
NOR: Posiedzenie Norges Banku	10:00	%	4,25	4,50	4,50	--
GER: Indeks Ifo (wrz.)	10:00	pkt.	88,8	89,0	--	--
USA: Saldo rachunku obrotów bieżących (2q)	14:30	mld USD	-226,8	-256,2	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	196	200	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (sie.)	16:00	tys.	607	616	--	--
Piątek, 25 września						
HUN: Stopa bezrobocia (sie.)	8:30	%	4,5	4,6	--	--
HUN: Saldo rachunku obrotów bieżących (2q)	8:30	mldn EUR	251	-25	--	--
EUR: Podaż pieniądza M3 (sie.)	10:00	% r/r	3,4	3,5	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (sie., wst.)	14:30	% m/m	1,1	-0,3	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz., rew.)	16:00	pkt.	51,7	47,5	--	--

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

Departament Analiz Ekonomicznych

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

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

Biuro Strategii Rynkowych

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

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego?

Zapisz się: centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja

Nasze analizy znajdziesz również na [X/Twitterze](#) oraz na stronie internetowej [Centrum Analiz PKO Banku Polskiego](#)

[X @PKO_Research](#)



Materiał zatwierdził(a): 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.