

## Światowa gospodarka rośnie mimo przeciwności

- Brak postępów w negocjacjach pomiędzy USA a Iranem doprowadził w środę do wyraźnego **wzrostu cen ropy naftowej**. W połączeniu z **mocnymi odczytami indeksów PMI ze strefy euro i USA zwiększyło to rynkowe oczekiwania co do skali podwyżek stóp przez główne banki centralne**. W konsekwencji **wyraźnie wzrosły rentowności obligacji skarbowych** na rynkach bazowych, a dochodowość 10-letnich UST sięgnęła 5,11%. Perspektywa silniejszego zacieśniania polityki pieniężnej wywierała presję na rynki akcji, a w takim otoczeniu **złoty znacząco się osłabił**. Niekorzystne globalne uwarunkowania dla rynków FI przełożyły się również na **przecenę krajowych SPW**, której nie zdołała powstrzymać mocna aukcja regularna, na której popyt sięgnął aż 22,5 mld zł. W czwartek oczekujemy co najmniej **krótkoterminowego odreagowania ostatniego osłabienia złotego**. W naszej opinii **EURPLN powinien utrzymać się poniżej 4,38, a USDPLN może cofnąć się w stronę 3,81–3,82**. Na rynkach FI, przy braku sygnałów wyraźnej poprawy sytuacji geopolitycznej, **globalna presja na rentowności obligacji skarbowych może się natomiast utrzymywać**.
- Dziś w centrum uwagi będą posiedzenia banków centralnych**. W przypadku **SNB i Riksbanku** nie spodziewamy rewolucji – stopy najpewniej pozostaną bez zmian, a istotny będzie przekaz komunikacji po posiedzeniach dotyczący oceny czynników ryzyka dla inflacji. **W przypadku Norges Banku oczekiwany jest wzrost stóp procentowych o 25pb do 4,5%**. Po posiedzeniu w czerwcu sam bank wskazywał na wzrost stopy do nieco powyżej 4,5% na koniec roku, a w sierpniu podtrzymał ocenę, że dalsze zacieśnienie może być konieczne.
- Poznamy też drugorzędne dane z USA – tygodniowe claimsy, saldo rachunku obrotów bieżących za 2q26 oraz dane z rynku nieruchomości za sierpień.

### Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO\\_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

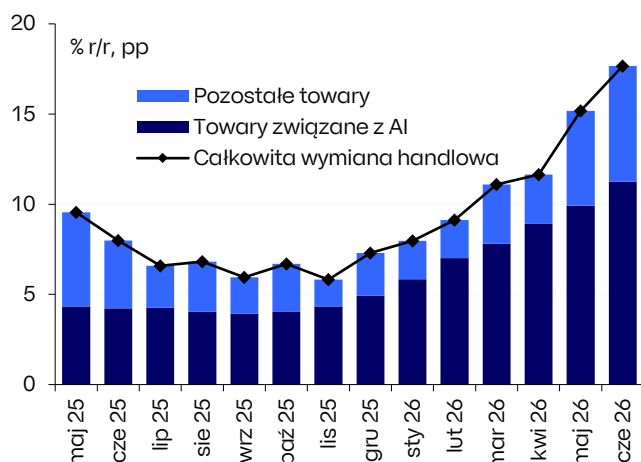
|                       | Wartość<br>2026-09-23 | (%, pb)*<br>Δ 1D |
|-----------------------|-----------------------|------------------|
| <b>Indeksy akcji:</b> |                       |                  |
| WIG                   | 157 468               | -0,7             |
| STOXX Europe 600      | 640                   | -0,4             |
| S&P500                | 7 706                 | -0,8             |
| <b>Waluty:</b>        |                       |                  |
| EURPLN                | 4,37                  | 0,6              |
| USDPLN                | 3,84                  | 1,2              |
| CHFPLN                | 4,65                  | 0,6              |
| EURUSD                | 1,14                  | -0,6             |
| <b>Obligacje:</b>     |                       |                  |
| PL2Y                  | 5,00                  | 38               |
| PL5Y                  | 5,90                  | 15               |
| PL10Y                 | 6,30                  | 14               |
| DE10Y                 | 3,55                  | 10               |
| US10Y                 | 5,11                  | 15               |
| <b>Surowce:</b>       |                       |                  |
| Ropa Brent            | 103                   | 3,9              |
| Złoto                 | 4287                  | -1,6             |

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

### WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

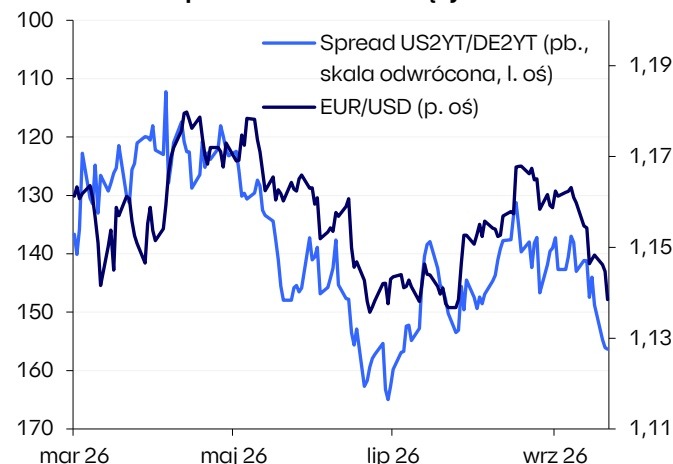
- USA/CHN:** Sekretarz skarbu S.Bessent po spotkaniu z wiceprzewodniczącym ChRL He Lifengiem powiedział, że **USA i Chiny uzgodniły przedłużenie do 10 stycznia, tzw. porozumienia handlowego z Pusan**, które miało wygasnąć w listopadzie i dotyczyło zawieszenia części zaporowych cel i odblokowania dostaw metali ziem rzadkich. Do spotkania

### Wzrost globalnej wymiany towarowej oparty jest na AI



Źródło: OECD, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

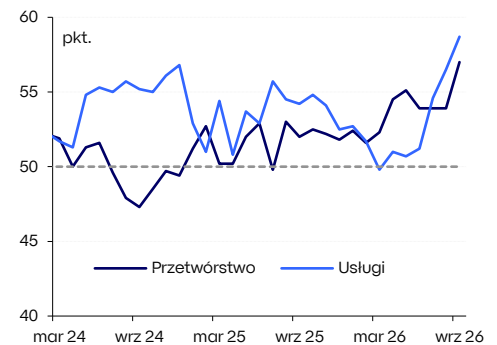
### Rozszerzenie spreadu UST-Bund ciąży eurodolarowi



doszło przed rozpoczęciem trwającej w dniach 23-25 września wizyty Xi Jinpinga w Waszyngtonie.

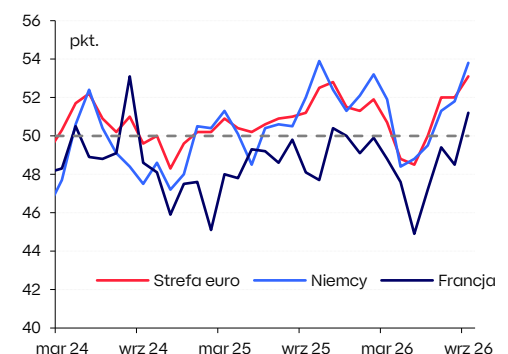
- **ŚWIAT:** Minister spraw zagranicznych Rosji S.Ławrow powiedział na forum ONZ, że Rosja nie zamierza robić przerwy w „specjalnej operacji wojskowej”, bo Europa chciałaby ją wykorzystać na dozbrajanie Ukrainy. Wcześniej sekretarz stanu M.Rubio poinformował, że na szczyt G20, który odbędzie się w grudniu na Florydzie, zaproszono prezydenta W.Putina. M.Rubio, po spotkaniu z S.Ławrowem, wskazał, że niepokojące jest, że wojna Rosji z Ukrainą może rozprzestrzenić się na inne obszary. Z kolei prezydent Iranu M.Pezeszkan, również na forum ONZ, stwierdził, że Iran nie podda się USA, ale chce zakończenia konfliktu na drodze dyplomatycznej i zadeklarował gotowość do dialogu i negocjacji, ale bez akceptowania języka siły.
- **ŚWIAT:** OECD w [raporcie](#) z aktualizacją prognoz dla głównych gospodarek przedstawił obraz globalnej gospodarki pod wpływem negatywnych szoków – wojny na Bliskim Wschodzie, zakłóceń dostaw energii, rosnących barier handlowych, wysokich kosztów finansowania oraz ekstremalnych zjawisk pogodowych. **Mimo tych wyzwań globalna gospodarka pozostaje relatywnie odporna, wspierana przez działania fiskalne oraz znaczne inwestycje związane z rozwojem AI.** OECD zrewidowała prognozę globalnego wzrostu PKB na 2026, podnosząc ją o 0,1pp do 2,9%, natomiast na 2027 obniżyła prognozę o 0,1pp do 3,0%. Dla strefy euro prognozę wzrostu PKB na 2026 podniesiono o 0,2pp do 1,0% i o tyle samo PKB ma wzrosnąć w 2027. Inflacja w krajach G20 jest oczekiwana na poziomie 4,1% w 2026 i 3,6% w 2027, co oznacza wzrost odpowiednio o 0,1pp i 0,5pp w porównaniu z prognozami z czerwca. Rynek ropy pozostaje napięty z powodu ograniczonej podaży, prowadząc do spadku zapasów i wzrostu cen paliw, co zwiększa koszty zarówno dla firm, jak i gospodarstw domowych. **Jednocześnie globalny handel rośnie, napędzany głównie dostawami towarów związanych z AI.** Wzrost gospodarczy jest dodatkowo wspierany przez politykę fiskalną, jednak wysokie deficyty zmniejszają przestrzeń do kolejnych działań. Zmiana kierunku polityki pieniężnej również wpływa na przestrzeń fiskalną – od marca ok. 1/3 banków centralnych podniosła stopy procentowe, a rentowności długoterminowych obligacji w wielu gospodarkach osiągnęły najwyższe poziomy od co najmniej 15 lat, zwiększając koszty finansowania dla sektora publicznego i prywatnego.
- **USA:** Indeks PMI w przetwórstwie we wrześniu wzrósł do 57,0 pkt. z 53,9 pkt. w sierpniu, osiągając najwyższy poziom od maja 2022. Odnotowano dalszy wzrost tempa produkcji i zamówień. Zatrudnienie wyraźnie rośnie, jednak utrzymywały się opóźnienia w dostawach. Wzrost cen surowców nadal wywierał podwyższoną presję kosztową, choć była ona niższa niż podczas ostatnich szczytów. **Sektor usług pozostawał głównym motorem wzrostu gospodarki – indeks PMI wzrósł do 58,7 pkt. z 56,5 pkt.** Firmy wskazywały na duży przyrost nowych zamówień, co przełożyło się na wzrost zatrudnienia. Presja kosztowa nadal narastała. Kompozytowy PMI wzrósł do 58,4 pkt. z 56,0 pkt., osiągając poziom niewidziany od dłuższego czasu. **Dane wskazują na przyspieszenie aktywności gospodarczej, jednak rosnące zaległości produkcyjne, problemy podażowe oraz skok kosztów energii i transportu nasilały presję inflacyjną.**
- **EUR:** Wrześniowy wstępny odczyt PMI dla strefy euro wskazuje na dalsze wyraźne przyspieszenie aktywności gospodarczej. Indeks PMI dla przetwórstwa utrzymał się na poziomie 52,7 pkt. Produkcja rosła najszybciej od ponad czterech lat, a firmy odnotowały dalszy napływ nowych zamówień, co świadczy o odbudowie popytu po długim okresie słabości. Po raz pierwszy od ponad dwóch lat zwiększyły się także zaległości produkcyjne, sugerując rosnące wykorzystanie mocy wytwórczych i poprawę perspektyw dla sektora. Ceny środków produkcji nadal rosły bardzo szybko, a firmy coraz częściej przenosiły rosnące koszty na odbiorców, co przełożyło się na przyspieszenie wzrostu cen wyrobów gotowych. **Indeks PMI dla usług wzrósł do 53,0 pkt. z 51,6 pkt. w sierpniu.** Firmy usługowe nadal notowały wzrost nowych zamówień i aktywności biznesowej, wspierany przez poprawiający się popyt krajowy. Jednocześnie przedsiębiorstwa sygnalizowały utrzymującą się presję

Indeksy PMI w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kompozytowy PMI w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

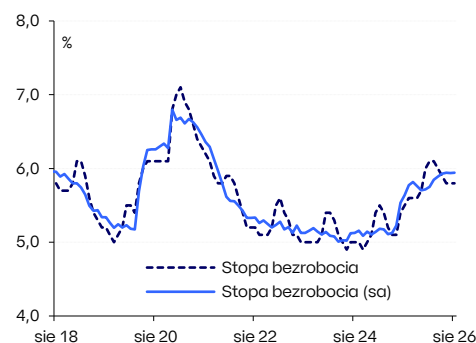
kosztową, szczególnie w obszarze wynagrodzeń i energii. **Wskaźnik kompozytowy PMI wzrósł do 53,1 pkt. z 52,0 pkt. w sierpniu, osiągając najwyższy poziom od lat.** Po raz pierwszy od dłuższego czasu poprawa jest widoczna zarówno w usługach, jak i w przetwórstwie, przy rosnących zamówieniach i wyższej produkcji. **Nasilenie presji cenowej sugeruje jednak, że inflacja będzie rosła dalej, co może być sygnałem do zaostrzenia polityki pieniężnej przez EBC.** Poprawa aktywności była szeroka geograficznie, a największe zaskoczenie odnotowano w sektorze usług w Niemczech, który po kilku miesiącach dekonunktury wykazał znaczny wzrost we wrześniu.

- **ROM: Podaż pieniądza M3 w sierpniu przyspieszyła do 8,3% r/r z 7,6% r/r w lipcu.** Przyspieszenie wynikało z bardziej płynnych składników – M1 wzrosło o 6,6% r/r z 5,3% r/r, podczas gdy dynamika gotówki spowolniła do 5,0% r/r z 5,8% r/r. Po stronie aktywów wzrost aktywów krajowych wyhamował do 11,7% r/r, pozostając wspierany przez ekspansję kredytową.

#### WYDARZENIA KRAJOWE:

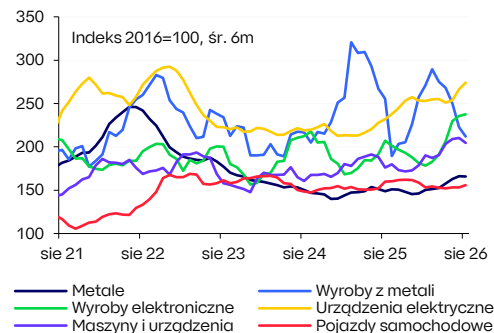
- **POL: Stopa bezrobocia rejestrowanego w sierpniu utrzymała się na poziomie 5,8%, takim samym jak w lipcu i zgodnym z oczekiwaniami.** Drugi miesiąc z rzędu ostateczny wynik różnił się od szacunków MRPiPS, które wskazywały na wzrost do 5,9%. Sytuacja na rynku pracy pozostaje stabilna, jednak pojawiają się niepokojące trendy. Liczba osób bezrobotnych dotychczas niepracujących wzrosła o 9,2% r/r, co może sygnalizować słabą aktywizację zawodową osób wchodzących na rynek pracy. Jednocześnie liczba osób pozostających bez pracy dłużej niż rok zwiększyła się o 19,5% r/r, co wskazuje na rosnące trudności z powrotem do zatrudnienia.
- **POL: Nowe zamówienia przemysłowe wzrosły w sierpniu o 4,2% r/r, utrzymując trend wzrostowy po trzech miesiącach nadprzeciętnych dynamik.** Popyt nie jest generowany wyłącznie wewnątrz – **zamówienia eksportowe w sierpniu wzrosły o 3,4% r/r** i utrzymały dodatnią dynamikę z poprzednich miesięcy. Wzrost popytu dotyczy przede wszystkim produkcji maszyn i urządzeń (+24,9% r/r), co napędza popyt wewnętrzny, gdzie od lat obserwuje się rosnące inwestycje w rozbudowę i modernizację sprzętu. Wysoki popyt na urządzenia elektryczne (+19,3% r/r) może częściowo wynikać z włączania się Polski w globalne łańcuchy produkcji sprzętu związanego z rozwojem AI. Najpewniej silnie rosły także zamówienia generowane przez przemysł obronny, ale dane w tej kategorii nie są publikowane. Popyt na produkcję sektora motoryzacyjnego nadal się kurczy (–10,4% r/r).
- **POL: Stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto w 2026 wynosi po wczorajszych emisjach obligacji ok 79%.**
- **POL: Łączna wartość inwestycji w zwiększanie zdolności produkcyjnych PGZ i spółek z grupy ze środków Funduszu Inwestycji Kapitałowych wynosi ok. 9,9 mld PLN.**
- **POL: EBOiR podtrzymał prognozy wzrostu PKB Polski na poziomie 3,5% w 2026 i 2,8% w 2027.** W ocenie banku ryzyko jest skierowane w kierunku niższego wzrostu, głównie za sprawą słabszego popytu ze strefy euro. Autorzy raportu oceniają, że przed wyborami w 2027 istnieje ryzyko dalszego luzowania polityki fiskalnej względem projektu budżetu zakładającego deficyt 7,1% PKB.

#### Stopa bezrobocia rejestrowanego



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

#### Nowe zamówienia w przemyśle

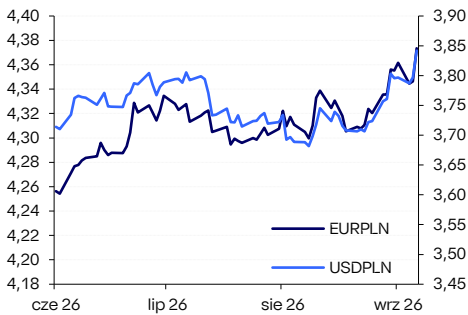


Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W środę złoty wyraźnie osłabił się do ponad 2-letnich minimów wobec euro oraz 17-miesięcznych wobec dolara, a **kursy EURPLN i USDPLN wzrosły odpowiednio w pobliżu 4,3750 oraz 3,8450**. Istotne umocnienie dolara na bazowych rynkach FX przełożyło się na spadek kursu EURUSD w pobliżu 1,1380.
- Presja na krajową walutę płynęła głównie ze strony umacniającego się dolara**, wspieranego jastrzębimi sygnałami ze strony przedstawicieli Fed. Pod wpływem takiego przekazu wycena październikowej podwyżki stóp wzrosła wg FedWatch powyżej 65%, a rynek wycenia już łącznie ok. 95pb zacieśnienia w horyzoncie 12 miesięcy. **Złotemu nie pomagały również wysokie rentowności UST**, w szczególności wzrost rentowności amerykańskich 10-latek powyżej 5%, co ciążyło walutom EM. Po relatywnie słabszym zachowaniu walut regionu CEE można również wnioskować o wzroście regionalnej premii geopolitycznej, związanej m.in. z obawami o rosyjskie działania hybrydowe wobec państw wschodniej flanki NATO. **Dynamikę osłabienia złotego zwiększyło przełamanie tegorocznych maksimów w rejonie 4,37 na EURPLN oraz 3,81 na USDPLN.**
- W czwartek uwagę uczestników rynku przyciągnie wrześniowy odczyt indeksu Ifo, analizowany w kontekście poprawy nastrojów wśród niemieckich przedsiębiorców w ostatnich miesiącach. Nie spodziewamy się jednak, aby publikacja ta zmieniła bieżące, niekorzystne trendy na złotym. Globalnie uwagę przyciągnie spotkanie D.Trumpa z Xi.Jinpingiem, podczas którego omawiane mają być m.in. napięcia dotyczące handlu, technologii oraz Iranu. **Biorąc pod uwagę skalę osłabienia krajowej waluty z ostatniego 1,5 tygodnia, przy braku nowych negatywnych impulsów geopolitycznych i jednoczesnym wyhamowaniu spadku EURUSD w pobliżu 1,14 oczekujemy krótkoterminowego odreagowania na złotym. W takim scenariuszu EURPLN powinien utrzymać się poniżej istotnego oporu na 4,38, a USDPLN cofnąć się w okolice 3,81–3,82.**
- Na krajowym rynku stopy procentowej najciekawszym wydarzeniem środowowej sesji była aukcja obligacji skarbowych, na której **Ministerstwo Finansów uplasowało papiery za 12 mld PLN**. W ramach sprzedaży dodatkowej resort finansów sprzedał jeszcze obligacje za 0,6 mld PLN. **Popyt na poziomie 22,5 mld PLN był jednym z najwyższych wyników w historii**, potwierdzając utrzymujące się solidne zainteresowanie polskimi obligacjami. Zwraca również uwagę **40% udział 10-letnich papierów serii DS0436** w łącznej sprzedaży, co może wskazywać na napływ kapitału zagranicznego na krajowy rynek długu.
- Mimo bardzo dobrego wyniku aukcji krzywa dochodowości na polskim rynku długu przesunęła się w górę aż o 15pb**. Środowe zmiany notowań potwierdzają tezę, że **rynek wciąż reaguje przede wszystkim na zmieniające się otoczenie globalne**, podczas gdy czynniki lokalne pozostają na drugim planie. Po ostrej wypowiedzi prezydenta Iranu na forum ONZ oraz wyjściu delegacji USA z sali szanse na kontynuację negocjacji pomiędzy oboma państwami spadły. W efekcie ceny ropy Brent powróciły powyżej 100 USD/b, a w ślad za nimi rentowności **10-letnich US Treasuries przebiły 5,0% i dotarły w okolice 5,11%**. Dodatkowo **najwyższy od pięciu lat odczyt indeksu PMI w USA zwiększył prawdopodobieństwo dalszych podwyżek stóp procentowych Fed**.
- Mimo że na początku dnia rentowności obligacji na rynkach rozwiniętych spadały, ostatecznie sesja zakończyła się wzrostami rzędu 10pb. **W najbliższych dniach podwyższona zmienność może się utrzymać**. Posiedzenia SNB i Riksbanku zaplanowane w czwartek nie powinny mieć istotnego przełożenia na europejski rynek długu. **W centrum uwagi pozostawać będą geopolityka oraz informacje dotyczące ewentualnych rozmów pokojowych na Bliskim Wschodzie**. W przypadku braku pozytywnych sygnałów możliwa jest dalsza presja na wzrost rentowności obligacji na rynkach globalnych.

Waluty



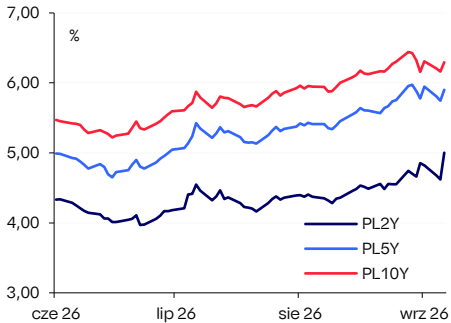
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

| Para   | 3q26 | 4q26 |
|--------|------|------|
| EURPLN | 4,32 | 4,33 |
| USDPLN | 3,76 | 3,77 |
| CHFPLN | 4,65 | 4,56 |
| EURUSD | 1,15 | 1,15 |
| EURCHF | 0,93 | 0,95 |

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



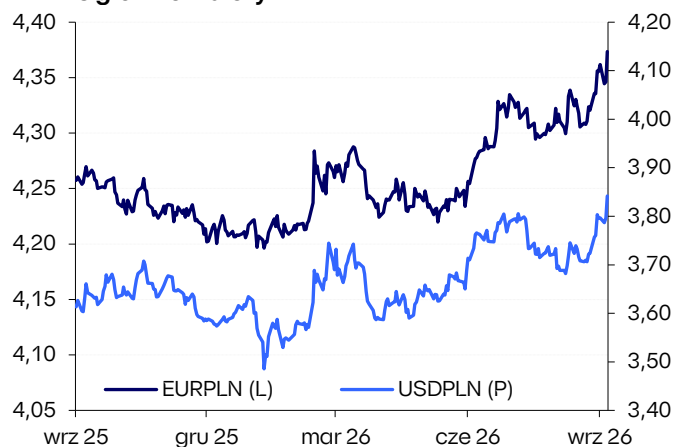
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

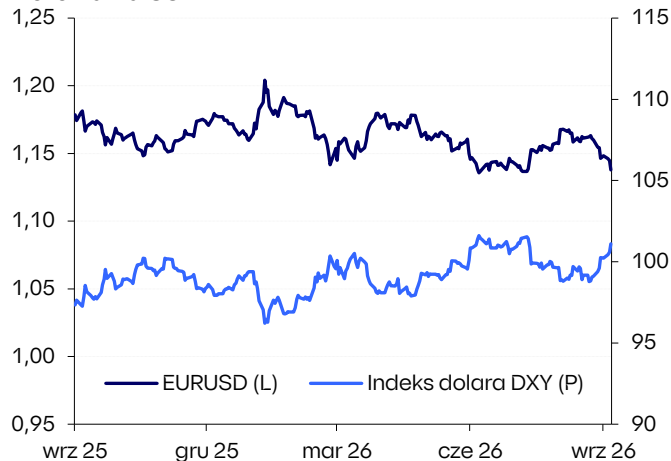
| Tenor | 3q26 | 4q26 |
|-------|------|------|
| PL1Y  | 3,70 | 3,42 |
| PL2Y  | 4,45 | 4,10 |
| PL5Y  | 5,15 | 4,65 |
| PL10Y | 5,80 | 5,30 |

Źródło: PKO Bank Polski.

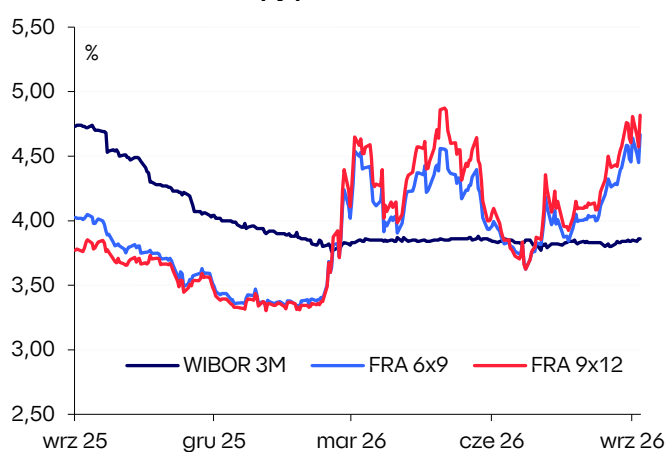
### PLN vs główne waluty



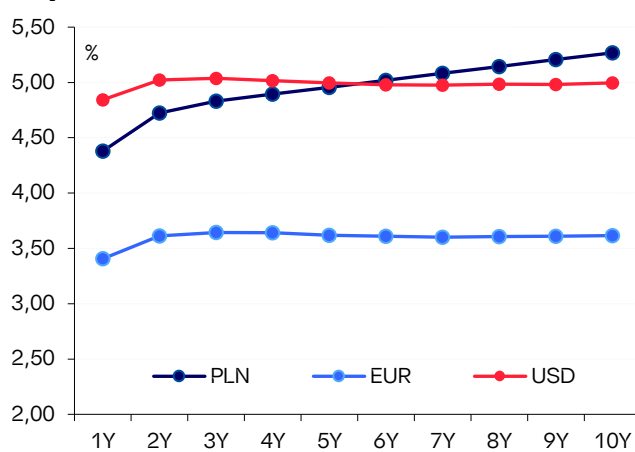
### Notowania USD



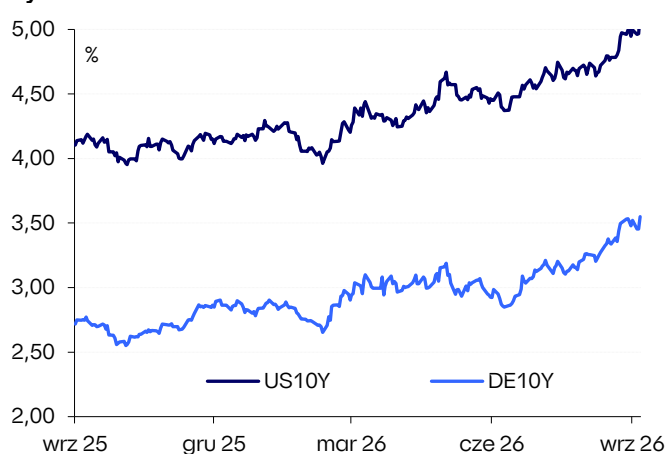
### Krótkoterminowe stopy procentowe



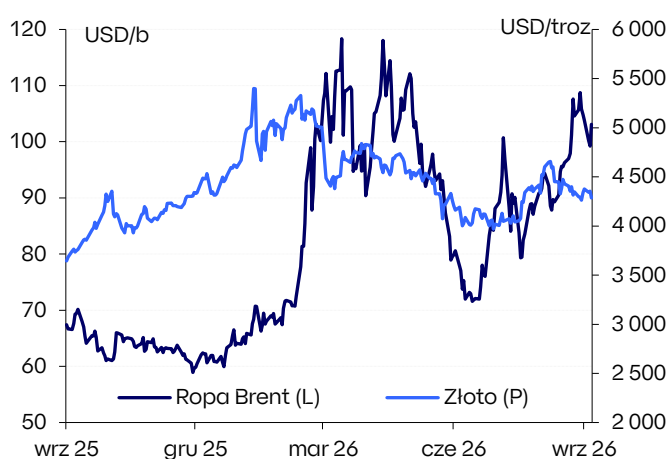
### Krzywe IRS



### Rynki bazowe



### Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

## Kalendarz makroekonomiczny

| Wskaźnik                                             | Godz. | Jednostka | Poprzednio | Konsensus | PKO BP | Odczyt |
|------------------------------------------------------|-------|-----------|------------|-----------|--------|--------|
| <b>Poniedziałek, 21 września</b>                     |       |           |            |           |        |        |
| POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (sie.) | 9:30  | % r/r     | 6,8        | 6,6       | 6,5    | 5,6    |
| POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (sie.)  | 9:30  | % r/r     | -0,8       | -0,8      | -0,8   | -0,8   |
| POL: Produkcja budowlano-montażowa (sie.)            | 9:30  | % r/r     | -2,3       | 6,5       | 4,3    | 6,7    |
| <b>Wtorek, 22 września</b>                           |       |           |            |           |        |        |
| POL: Sprzedaż detaliczna (sie.)                      | 9:30  | % r/r     | 3,9        | 4,5       | 3,8    | 3,8    |
| POL: Podaż pieniądza M3 (sie.)                       | 14:00 | % r/r     | 11,3       | 11,2      | 11,0   | 11,3   |
| HUN: Posiedzenie MNB                                 | 14:00 | %         | 5,50       | 5,50      | 5,50   | 5,50   |
| EUR: Koniunktura konsumencka (wrz., wst.)            | 16:00 | pkt.      | -15,5      | -16,0     | --     | -16,5  |
| <b>Środa, 23 września</b>                            |       |           |            |           |        |        |
| POL: Stopa bezrobocia (sie.)                         | 9:30  | %         | 5,8        | 5,8       | 5,8    | 5,8    |
| GER: PMI w przetwórstwie (wrz., wst.)                | 9:30  | pkt.      | 54,3       | 54,0      | --     | 58,3   |
| GER: PMI w usługach (wrz., wst.)                     | 9:30  | pkt.      | 49,7       | 50,0      | --     | 52,9   |
| EUR: PMI w przetwórstwie (wrz., wst.)                | 10:00 | pkt.      | 52,7       | 52,6      | --     | 52,7   |
| EUR: PMI w usługach (wrz., wst.)                     | 10:00 | pkt.      | 51,6       | 51,4      | --     | 53,0   |
| USA: PMI w przetwórstwie (wrz., wst.)                | 15:45 | pkt.      | 53,9       | 53,6      | --     | 57,0   |
| ROM: Podaż pieniądza M3 (sie.)                       | --    | % r/r     | 7,6        | --        | --     | 8,3    |
| <b>Czwartek, 24 września</b>                         |       |           |            |           |        |        |
| 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       | --     | --     |
| <b>Piątek, 25 września</b>                           |       |           |            |           |        |        |
| HUN: Stopa bezrobocia (sie.)                         | 8:30  | %         | 4,5        | 4,6       | --     | --     |
| HUN: Saldo rachunku obrotów bieżących (2q)           | 8:30  | mln 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](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 Rynkowych

|                                                |                                                                              |              |
|------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|--------------|
| 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):** 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.