

Nastroje w USA pogarszają się przed wyborami

- Miniony tydzień nie przyniósł przełomu na Bliskim Wschodzie, przez co **ceny surowców energetycznych pozostały wysokie. Podtrzymywało to obawy inflacyjne i zwiększało rynkowe wyceny skali podwyżek stóp przez banki centralne.** Na skutek tego **rentowności obligacji skarbowych kontynuowały wzrosty**, a mocniejsze przesunięcie w górę oczekiwanej ścieżki stóp Fed, wspierane bardzo dobrymi danymi makro z USA, **sprzyjało aprecjacji dolara.** To ciążyło walutom EM, w tym złotemu. Co ciekawe rynki akcji pozostawały odporne na perspektywę mocniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej, a główne indeksy zakończyły tydzień wzrostami. Weekend nie przyniósł sygnałów uspokojenia sytuacji na Bliskim Wschodzie, ale również oznak istotnej eskalacji. **Jeśli zatem dane publikowane w bieżącym tygodniu nie zmienią znacząco obrazu makro, a ceny ropy pozostaną poniżej ubiegłotygodniowych maksimów, rynki mogą nie otrzymać nowych impulsów do kontynuacji ostatnich trendów. Po silnych ruchach z poprzednich tygodni sprzyjałoby to w naszej opinii stabilizacji na rynkach FI oraz FX w perspektywie najbliższych dni.**
- Najważniejszymi publikacjami tego tygodnia będą dane z rynku pracy w USA.** Rozpocznemy od raportu JOLTS za sierpień, który pozwoli ocenić siłę popytu na pracę, następnie opublikowany zostanie raport ADP za wrzesień, który będzie wstępem przed **oficjalnym raportem NFP (pt.).** Podobnie jak konsensus, oczekujemy, że zatrudnienie we wrześniu rosło w solidnym tempie (PKOe: 94 tys.), pozwalającym utrzymać pełne zatrudnienie, na które wskazuje ostatnio Fed. **W USA poznamy również sytuację gospodarstw domowych w sierpniu**, w tym deflator PCE (kons. 3,7% r/r) oraz kolejny odczyt PKB za 2q26 (ostatni wskazywał na wzrost o 1,5% q/q).
- W Europie najważniejsze będą dane inflacyjne za wrzesień** - na początku z Niemiec i Francji (śr.). **Wstępny odczyt dla strefy euro (pt.) powinien pokazać lekki wzrost inflacji**, do 3,6% r/r z 3,2% r/r w sierpniu, co może być argumentem dla jastrzębi w EBC za jeszcze jedną podwyżką stóp. **W kraju kluczowa będzie wrześniowa inflacja CPI (śr.),** która najprawdopodobniej wzrosła do 4,1% r/r z 3,4% r/r w sierpniu. Ważne będą również raporty PMI z głównych gospodarek (czw.), indeks PMI dla przetwórstwa poznamy także w Polsce (czw.).

Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

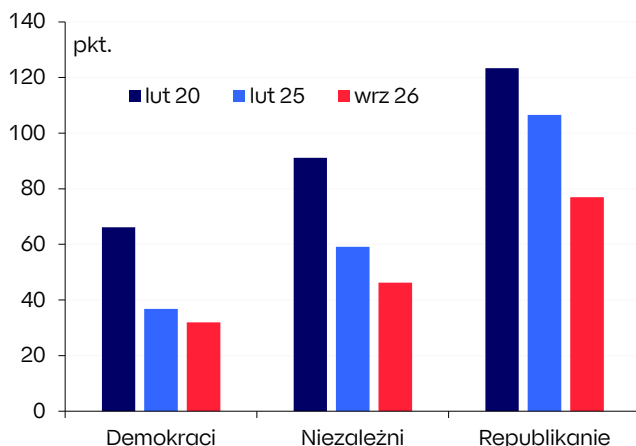
[@PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość 2026-09-25	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	157 174	-0,2
STOXX Europe 600	639	0,3
S&P500	7 743	0,5
Waluty:		
EURPLN	4,37	-0,3
USDPLN	3,83	-0,4
CHFPLN	4,62	-0,7
EURUSD	1,14	0,1
Obligacje:		
PL2Y	5,14	26
PL5Y	6,03	2
PL10Y	6,40	2
DE10Y	3,62	1
US10Y	5,18	2
Surowce:		
Ropa Brent	104	-2,1
Złoto	4286	0,2

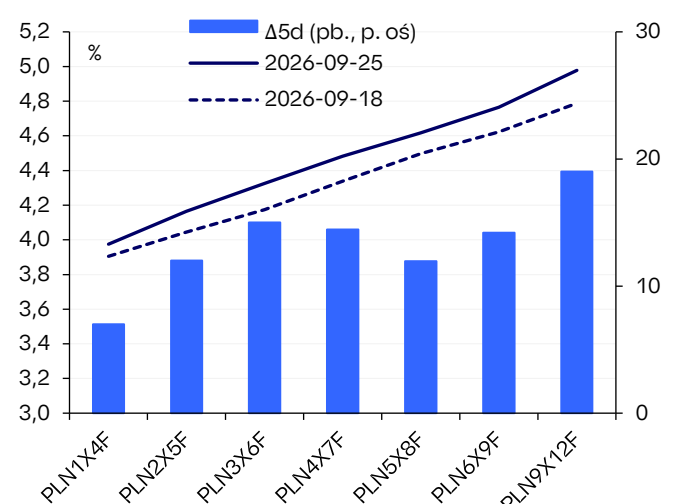
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

Indeks Uniw. Michigan pokazuje pogorszenie nastrojów konsumentów, co może zaważyć na wyniku wyborów



Źródło: Uniwersytet Michigan, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

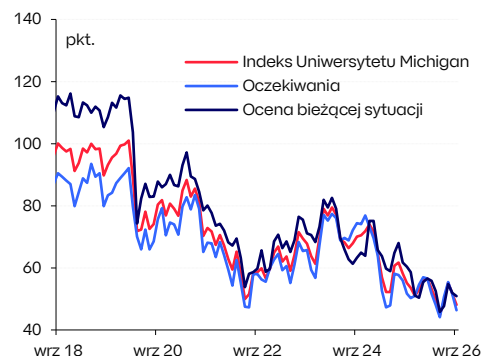
Krajowe FRA wyraźnie podniosły wycenę przyszłej ścieżki stóp NBP



WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

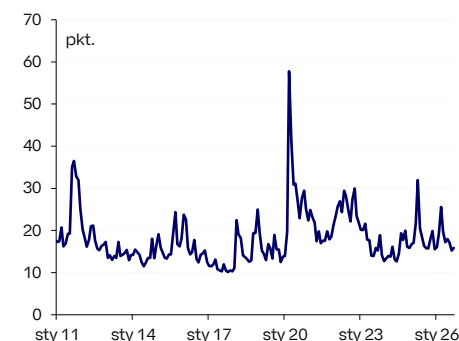
- **ŚWIAT:** D.Trump ocenił spotkanie z Xi Jinpingiem jako „bardzo produktywnie”, ale nie przedstawił żadnych konkretnych ustaleń w kluczowych kwestiach, m.in. handlu, kontroli eksportu, Tajwanu czy AI. Najważniejszym dotychczas efektem wizyty jest zapowiedziane przez USA przedłużenie rozejmu handlowego do 10 stycznia, ale Chiny jeszcze tego nie potwierdziły. USA i Chiny uzgodniły jednak wprowadzenie preferencyjnego systemu cel obejmującego handel niestrategicznymi towarami o wartości 60 mld USD (po 30 mld USD dla obu państw). Chińska lista towarów obejmuje 1619 produktów, a amerykańska 77. D.Trump zapowiedział w niedzielę, że spodziewa się kolejnych rozmów z Iranem w tym tygodniu.
- **USA:** Indeks Uniwersytetu Michigan we wrześniu spadł do 48,1 pkt. z 51,7 pkt., i był nieznacznie wyższy od wstępnego odczytu (47,6 pkt.). Oczekiwania mocno się pogorszyły (-5,2 pkt. m/m), a ocena bieżąca również spadła (-1 pkt. m/m). Spadek nastrojów ma szeroki zakres, szczególnie widoczny wśród wyborców Partii Republikańskiej, gdzie od wyborów prezydenckich poziom ocen spadł o prawie 30 pkt. Wzrosły natomiast oczekiwania inflacyjne – w perspektywie rocznej do 4,6% (z 4,0%), a długoterminowe do 3,4% (z 3,3%). Wyniki badania wskazują, że gospodarstwa domowe postrzegają swoją sytuację jako trudną, a zaostrzona polityka Fed dodatkowo może pogorszyć ich kondycję finansową.
- **EUR:** EBC opublikował [analizę](#) dotyczącą wpływu wzrostu napięć geopolitycznych na aktywność gospodarczą, inflację, ceny ropy oraz warunki finansowe w strefie euro i USA. **Badanie stawia pytanie – czy podobny szok geopolityczny może prowadzić do różnych skutków w zależności od początkowej kondycji gospodarki.** W tym celu porównano konsekwencje szoku o skali zbliżonej do napięć poprzedzających rosyjską inwazję na Ukrainę, przy założeniu jego wystąpienia w warunkach ze stycznia 2022 oraz grudnia 2025. **Wyniki wskazują, że taki sam szok w warunkach z końca 2025 powodowałby mniejszy wzrost ryzyka stagflacji niż ten na początku 2022.** Wynika to z niższej zmienności, korzystniejszej sytuacji wyjściowej gospodarki oraz mniejszego bazowego ryzyka makroekonomicznego. Napięcia geopolityczne nadal prowadziłby jednak do wzrostu cen ropy, pogorszenia warunków finansowych oraz osłabienia aktywności gospodarczej. Raport podkreśla również, że **negatywne konsekwencje szoku są szczególnie dotkliwe, gdy występuje on w okresie już podwyższonej zmienności.** W takim przypadku może dojść do sprzężenia zwrotnego między słabszą koniunkturą, stresem finansowym a dalszym wzrostem niepewności. Główny wniosek płynący z analizy wskazuje, że **o konsekwencjach napięć geopolitycznych decyduje nie tylko skala samego szoku, ale także moment jego wystąpienia oraz odporność gospodarki.**
- **EUR:** Dynamika podaży pieniądza M3 w sierpniu przyspieszyła nieznacznie do 3,5% r/r, zgodnie z oczekiwaniami i po wzroście o 3,4% r/r w lipcu. Roczna dynamika węższego agregatu monetarnego M1, obejmującego gotówkę w obiegu oraz depozyty bieżące, spowolniła w sierpniu do 2,9% r/r z 3,1% r/r w lipcu. **Dynamika kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych lekko wyhamowała do 4,2% r/r względem 4,4% r/r w lipcu, ale pozostała wysoka.** Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych była nieco niższa, choć stabilna od początku roku, i wyniosła 3,1% r/r w sierpniu i w lipcu. Obserwujemy zatem umiarkowane ożywienie akcji kredytowej i wzrost płynności w gospodarce strefy euro.
- **USA:** Zamówienia na dobra trwałe w sierpniu nie zmieniły się w stosunku do lipca, kiedy odnotowano wzrost o 0,9% m/m. Wynik okazał się lepszy od konsensusu, który zakładał spadek o 0,3% m/m. Wzrost zamówień odnotowano w kategoriach takich jak maszyny, dobra kapitałowe oraz metale podstawowe, natomiast spadki wystąpiły w środkach transportu, głównie w segmencie samolotów cywilnych i pojazdów. W sektorze sprzętu obronnego zamówienia spadły o 0,9% m/m. **Dane sugerują, że poprawa aktywności w sektorze przemysłowym ma szeroki charakter, choć dalej zdominowany**

Indeks koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan



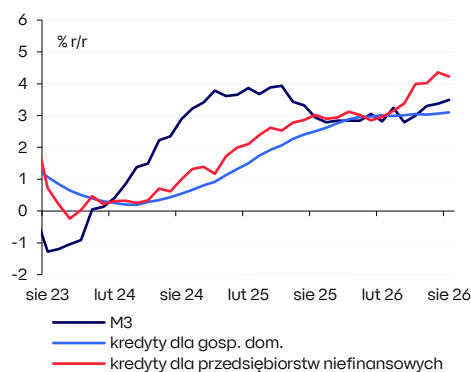
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

VIX – indeks zmienności S&P 500



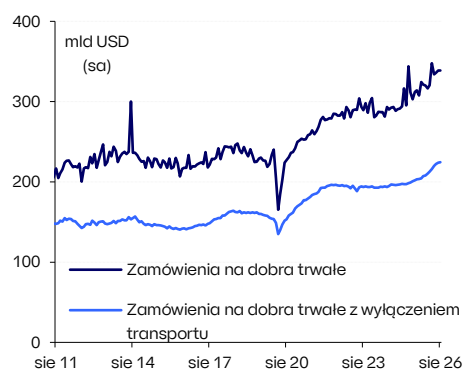
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Dynamika podaży pieniądza M3 w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Zamówienia na dobra trwałe w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

przez AI i nie wynika tylko ze wzrostu popytu na sprzęt obronny czy motoryzację.

- **GER:** Bundestag poparł trzymiesięczną obniżkę podatku paliwowego o 0,17 EUR/l, która będzie kosztować budżet 2,5 mld EUR. Ulga ma obowiązywać od 1 października. Rząd planuje też wprowadzenie od stycznia tymczasowego limitu cen paliw, którego szczegóły nie są jeszcze znane.
- **CZE:** Agencja S&P Global Ratings podwyższyła perspektywę ratingu długoterminowego Czech w walucie obcej do pozytywnej ze stabilnej. Rating pozostał na poziomie „AA-”. Poprawa perspektywy odzwierciedla wyższe prawdopodobieństwo odporności gospodarki Czech na przeciwności zewnętrzne i większe szanse, że bilans zewnętrzny i publiczny pozostaną stabilne w ciągu najbliższych 12-24 miesięcy. Agencja dodała, że za luźniejszą politykę fiskalną stoi głównie finansowanie zwiększonych inwestycji. Według S&P deficyt fiskalny w 2026 wyniesie 2,6% PKB i przekroczy 3% PKB w 2027, ale w kolejnych latach ponownie spadnie poniżej 3% PKB.

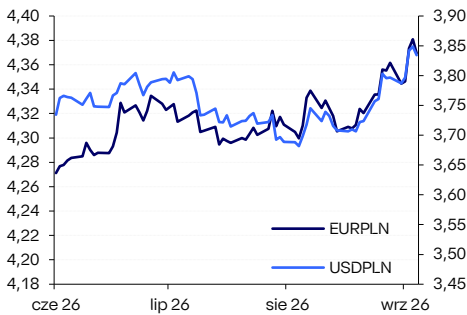
WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL:** RPP utrzymała na 2027 dotychczasową strategię polityki pieniężnej, w tym średniookresowy cel inflacyjny na poziomie 2,5% $\pm$ 1pp. Podstawowym instrumentem wykorzystywanym przez RPP pozostają stopy procentowe NBP, a polityka jest prowadzona przy płynnym kursie walutowym, z możliwością interwencji NBP na rynku FX. RPP zakłada, że po przejściowym wzroście inflacji w 2h26, związanym z wycofaniem działań regulacyjnych na rynku paliw, w 2027 średnioroczna CPI obniży się dzięki wygasaniu presji kosztowej i słabszemu popytowi. Wzrost PKB w 2026 ma pozostać zbliżony do 3,6%, a w 2027 spowolnić m.in. wskutek słabszej dynamiki inwestycji. Główne ryzyka dotyczą sytuacji geopolitycznej na Bliskim Wschodzie, cen surowców, polityki fiskalnej i handlowej oraz koniunktury w strefie euro.
- **POL:** L.Kotecki (RPP) ocenił, że istnieje ryzyko, że inflacja już we wrześniu przekroczy 4%, a stopy procentowe zapewne zostaną w tym roku podniesione „nie jeden raz”. Członek Rady stwierdził, że wchodzimy w okres podwyższonej inflacji, gdzie lekcje z poprzedniego kryzysu każą myśleć co może się wydarzyć za kilka miesięcy, tak by później nie musieć gonić inflacji stopami procentowymi, tylko zadziałać prewencyjnie. **L.Kotecki wskazał, że Rada być może już w listopadzie, kiedy zapozna się z nową projekcją, która może wskazać na trwale podwyższoną inflację, będzie musiała poważnie zastanowić się nad tempem i skalą podwyżek stóp procentowych.** Według L.Koteckiego jeśli Rada uzna, że ryzyko wzrostu inflacji jest na tyle istotne, że trzeba działać, to nikt się nie zawaha. Jednocześnie ocenił, że „do Rady jeszcze nie przyleciały jastrzębie”. Odnośnie do sytuacji fiskalnej L.Kotecki wskazał, że szorstka kohabitacja rządu z prezydentem sprawia, że jakiegokolwiek działania zmierzające do naprawy finansów publicznych są obecnie niemożliwe. Według członka RPP jedynym wyjściem jest „trwanie i modlenie się o to, żeby to wszystko nie skończyło się jakąś gwałtowniejszą reakcją rynku finansowego”.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- Złoty w ubiegłym tygodniu kontynuował deprecjację**, kurs EURPLN w takim horyzoncie wzrósł do 4,37, zaś USDPLN w okolicie 3,8350. Na rynkach bazowych EURUSD zniżkował do 1,1390.
- Krajowa waluta pozostawała pod negatywnym wpływem czynników globalnych, wśród których najmocniej oddziaływało umocnienie dolara**, niekorzystne dla walut EM. Aprecjacja USD była efektem wzrostu rynkowych wycen prawdopodobieństwa dwóch podwyżek stóp Fed jeszcze w obecnym roku. Sprzyjały temu wysokie ceny surowców energetycznych oraz mocne dane makro z USA (m.in. indeksy PMI dla przemysłu i usług), które pokazały dużą odporność tamtejszej gospodarki na obecny szok podażyowy na rynku energii. Dolara wspierała także jastrzębia narracja przedstawicieli Rezerwy Federalnej, których wystąpienie w minionym tygodniu było dużo. Wsparciem dla wzrostowych trendów głównych par z PLN była również sytuacja techniczna, a konkretnie pokonanie oporów na 4,3650 EURPLN i 3,81 USDPLN, co mogło uruchomić zlecenia stop loss i przyspieszyć ruchy, głównie w środę i czwartek.
- W obecnym tygodniu **złoty pozostanie pod wpływem czynników globalnych, gdzie kluczowe będą ceny ropy oraz siła dolara**. Bogate kalendarium makro, zwłaszcza seria danych z USA, zweryfikuje zasadność wycen zakładających szybkie podwyżki stóp Fed w kolejnych miesiącach. **W naszej opinii rynek FX w ostatnich tygodniach w dużym stopniu dostosował się do zmian w otoczeniu globalnym i lokalnym, a przesunięcia kursów były znaczące. Dlatego bez nowych impulsów, takich jak wzrost Brent powyżej 110 USD/b czy wyraźnie mocniejsze dane z USA, widzimy istotne szanse na kontynuację rozpoczętej w piątek korekty zarówno głównych par z PLN, jak i EURUSD. Naszym scenariuszem bazowym na najbliższe dni jest stabilizacja EURPLN i USDPLN odpowiednio w przedziałach 4,36–4,38 oraz 3,8150–3,86 i oczekiwanie na nowe impulsy.**
- Na krajowym rynku stopy procentowej **ostatni tydzień przyniósł wzrost rentowności obligacji skarbowych o ok. 5-10pb**. Negatywnie na wyceny papierów oddziaływało przede wszystkim pogorszenie globalnych nastrojów, związane z rosnącymi cenami surowców energetycznych. **Chociaż przy obecnych, wysokich poziomach rentowności polskich obligacji wydają się one atrakcyjne, szczególnie w dłuższym horyzoncie, krótkoterminowo brakuje argumentów za wyraźnym spadkiem krzywej dochodowości.**
- W tym kontekście uwagę zwraca brak sygnałów uspokojenia sytuacji na Bliskim Wschodzie. Dodatkowo w obecnym tygodniu inwestorzy poznają wstępny odczyt wrześniowej inflacji w Polsce, która według konsensusu wzrośnie powyżej 4% r/r. Tak **silna presja cenowa może wzmacniać oczekiwania na podwyżki stóp procentowych NBP, które rynek już w dużej mierze wycenia**. Dodatkowo Ministerstwo Finansów pod koniec miesiąca opublikuje szczegóły podaży papierów skarbowych w 4q26. Oczekujemy, że w październiku i listopadzie resort finansów będzie organizował po trzy aukcje regularne, a miesięczna sprzedaż obligacji wyniesie około 31 mld PLN. **Perspektywa utrzymania wysokiej podaży nie będzie sprzyjać poprawie nastrojów na krajowym rynku długu. Również na rynkach bazowych trudno obecnie oczekiwać krótkoterminowej poprawy sentymentu.** Wysokie rentowności Bundów może w najbliższych dniach podtrzymywać publikacja wstępnych danych o inflacji w strefie euro. Ekonomiści zakładają jej dalszy wzrost we wrześniu, co w ocenie inwestorów będzie zwiększać prawdopodobieństwo kolejnych podwyżek stóp procentowych przez EBC. W Stanach Zjednoczonych kluczowe będą piątkowe dane z rynku pracy. Jeżeli potwierdzą odporność gospodarki USA na niestabilne otoczenie geopolityczne i okres wysokich stóp procentowych, mogą dodatkowo ograniczać przestrzeń do spadku rentowności na rynkach bazowych.

Waluty



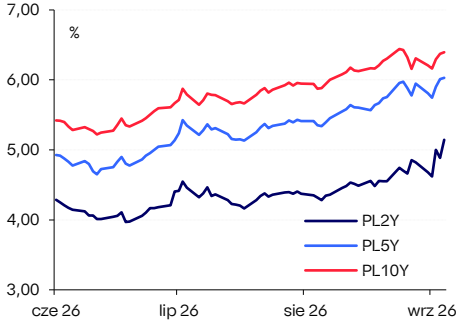
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



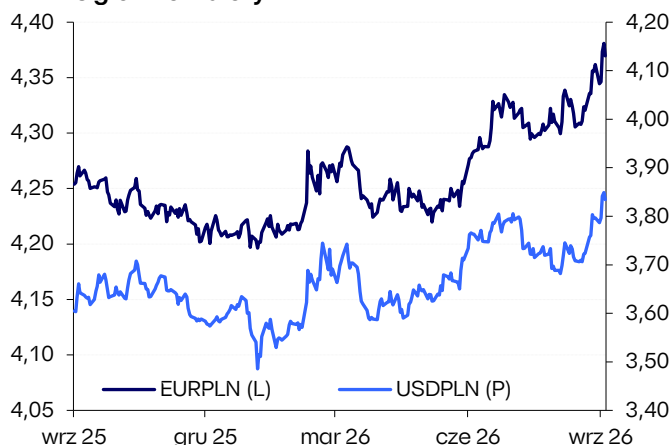
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

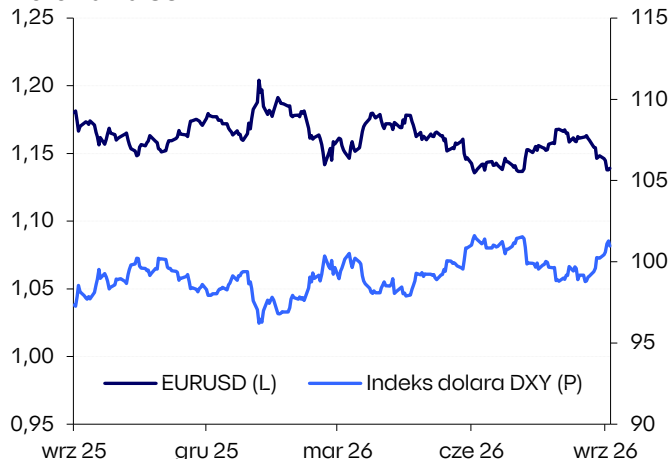
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,70	3,42
PL2Y	4,45	4,10
PL5Y	5,15	4,65
PL10Y	5,80	5,30

Źródło: PKO Bank Polski.

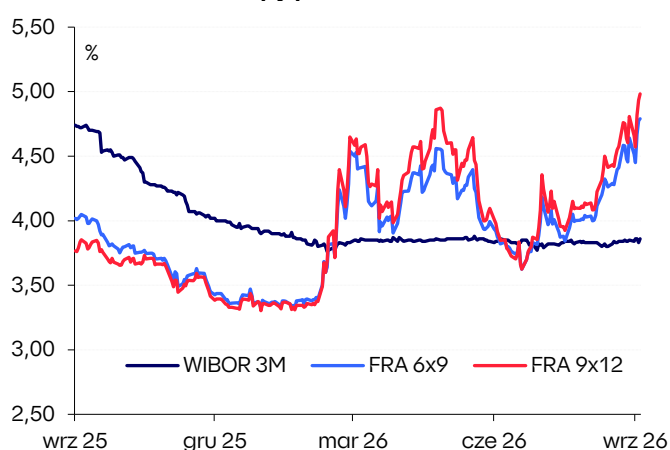
PLN vs główne waluty



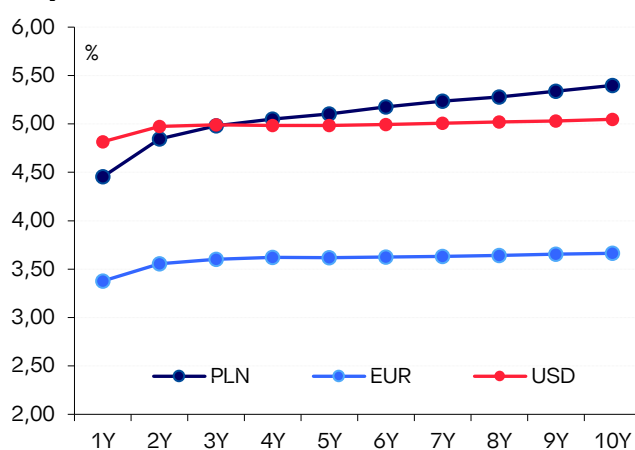
Notowania USD



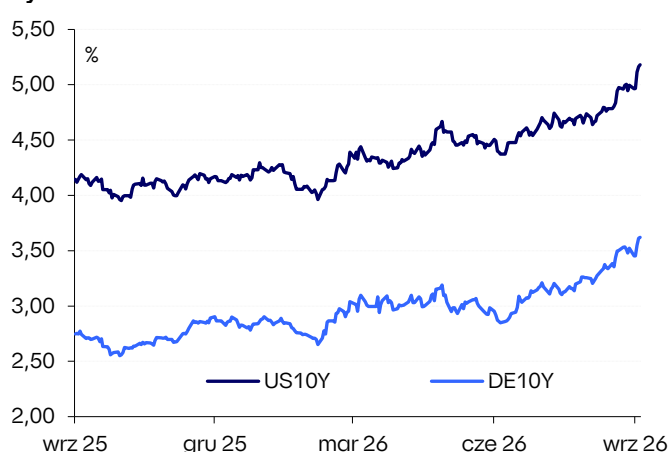
Krótkoterminowe stopy procentowe



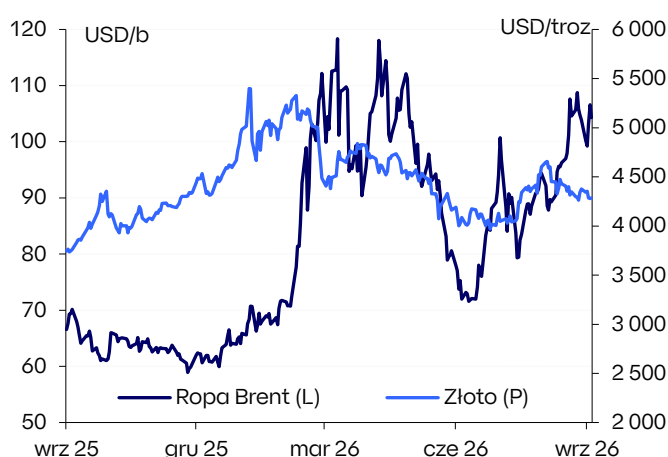
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 25 września						
EUR: Podaż pieniądza M3 (sie.)	10:00	% r/r	3,4	3,5	--	3,5
USA: Zamówienia na dobra trwałe (sie., wst.)	14:30	% m/m	0,9	-0,3	--	0,0
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz., rew.)	16:00	pkt.	51,7	47,8	--	48,1
Wtorek, 29 września						
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (wrz.)	11:00	pkt.	98,4	99,0	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (wrz., rew.)	11:00	pkt.	-15,5	-16,5	--	--
USA: Ceny nieruchomości (lip.)	15:00	% r/r	2,1	2,2	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (wrz.)	16:00	pkt.	89,4	90,1	--	--
USA: Raport JOLTS (sie.)	16:00	mln	7,271	7,224	--	--
Środa, 30 września						
CHN: PMI w przetwórstwie (wrz.)	3:45	pkt.	51,5	51,6	--	--
HUN: Saldo handlowe (sie.)	8:30	mln EUR	69	--	--	--
CZE: Wzrost PKB (2q)	9:00	% r/r	2,2	1,9	--	--
POL: Inflacja CPI (wrz., wst.)	9:30	% r/r	3,4	4,1	4,1	--
GER: Stopa bezrobocia (wrz.)	9:55	%	6,4	6,4	--	--
CZE: Podaż pieniądza M3 (sie.)	10:00	% r/r	5,0	--	--	--
GER: Inflacja CPI (wrz., wst.)	14:00	% r/r	2,9	3,2	--	--
USA: Raport ADP (wrz.)	14:15	tys.	38	72	--	--
USA: Dochody Amerykanów (sie.)	14:30	% m/m	0,4	0,4	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (sie.)	14:30	% m/m	0,2	0,8	--	--
USA: Deflator PCE (sie.)	14:30	% r/r	3,7	3,7	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (sie.)	14:30	% r/r	3,3	3,3	--	--
USA: Wzrost PKB (2q)	14:30	%q/q saar	2,1	1,5	--	--
USA: Bilans handlowy (sie.)	14:30	mld USD	-118,8	-113,5	--	--
Czwartek, 1 października						
POL: PMI w przetwórstwie (wrz.)	9:00	pkt.	48,3	48,0	48,8	--
GER: PMI w przetwórstwie (wrz., rew.)	9:55	pkt.	54,3	53,8	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (wrz., rew.)	10:00	pkt.	52,7	52,7	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys	197	199	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (wrz., rew.)	15:45	pkt.	53,9	57,0	--	--
USA: ISM w przetwórstwie (wrz.)	16:00	pkt.	54,6	55,0	--	--
Piątek, 2 października						
EUR: Inflacja HICP (wrz., wst.)	11:00	% r/r	3,2	3,6	--	--
EUR: Inflacja bazowa (wrz., wst.)	11:00	% r/r	2,4	2,5	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (wrz.)	14:30	tys.	162	85	94	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (wrz.)	14:30	% r/r	3,1	3,2	--	--
USA: Stopa bezrobocia (wrz.)	14:30	%	4,1	4,1	--	--
USA: Zamówienia fabryczne (sie.)	16:00	% m/m	0,9	0,0	--	--

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](#)


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 dolożył 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.