

Finanse Francji ciężą europejskim aktywom

- W czwartek nastąpiło pogorszenie nastrojów wobec europejskich aktywów, którym ciążyła słabość francuskich obligacji i rosnące obawy o kondycję finansów publicznych Francji. W rezultacie indeks STOXX Europe 600 stracił 1,3%, warszawski WIG spadł o 1,6%, a pod presją znalazły się również regionalne waluty. Presja na PLN płynęła głównie ze strony silnego dolara, który osiągnął najwyższy poziom wobec koszyka głównych walut od 1,5 roku. EURUSD przełamał wsparcie powyżej 1,13, a USDPLN wzrósł powyżej tegorocznych maksimów w okolicy 3,8650. Na krajowym rynku FI rentowności SPW nieco spadły, wspierane przez niższą od oczekiwań inflację CPI i wycofywanie się rynku z pełnej wyceny scenariusza podwyżek stóp NBP o 125pb do końca 2027. W piątek **mocniejsze dane z amerykańskiego rynku pracy mogłyby dodatkowo wesprzeć dolara, natomiast słabszy odczyt stworzyłby przestrzeń do korekcyjnego odreagowania i retestu poziomów 1,1300 na EURUSD oraz 3,86 na USDPLN.** Zakładamy jednocześnie utrzymanie EURPLN w przedziale 4,36–4,38. W Europie uwaga inwestorów pozostanie skupiona na problemach fiskalnych Francji, które coraz mocniej wpływają na wyceny obligacji państw regionu i mogą pozostawać istotnym czynnikiem ryzyka dla europejskich rynków FI w kolejnych tygodniach.
- Dzisiaj kluczową publikacją będą wstępne dane o inflacji HICP oraz inflacji bazowej za wrzesień w strefie euro.** W przypadku inflacji HICP oczekuje się wzrostu do 3,6% r/r we wrześniu z 3,2% r/r w sierpniu, natomiast w przypadku inflacji bazowej wzrostu do 2,5% r/r z 2,4% r/r. Wyniki m.in. z Niemiec, Francji i Hiszpanii sygnalizują istotne ryzyko wyższego odczytu inflacji HICP dla całego bloku.
- Drugim kluczowym wydarzeniem będzie publikacja amerykańskiego raportu NFP.** Oczekujemy solidnego wzrostu zatrudnienia poza rolnictwem (PKOe: 94 tys., kons.:85 tys.), stabilizacji stopy bezrobocia (kons.: 4,1%) oraz niewielkiego przyspieszenia dynamiki płac (kons.: 3,2% r/r). Ponadto, poznamy sierpniowe dane o zamówieniach w amerykańskim przetwórstwie, w przypadku których oczekuje się stabilizacji po odbiciu w lipcu.

**Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych**
pkoresearch@pkobp.pl
[X @PKO_Research](#)
centrumanaliz.pkobp.pl

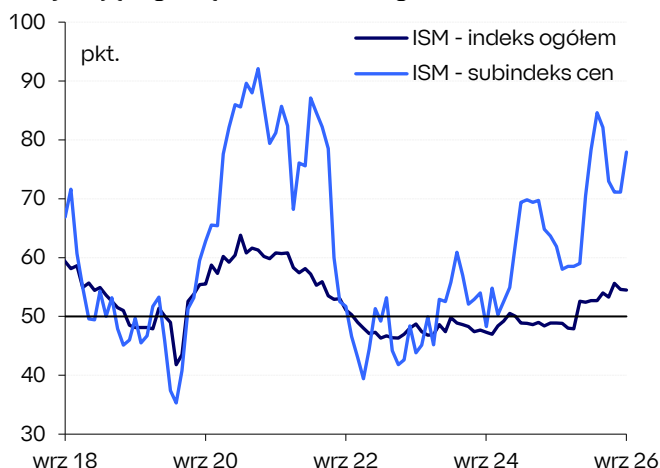
	Wartość 2026-10-01	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	154 809	-1,6
STOXX Europe 600	627	-1,3
S&P500	7 666	0,2
Waluty:		
EURPLN	4,38	0,3
USDPLN	3,89	1,1
CHFPLN	4,61	0,0
EURUSD	1,12	-0,8
Obligacje:		
PL2Y	4,84	-4
PL5Y	5,98	-7
PL10Y	6,36	-1
DE10Y	3,52	-6
US10Y	5,23	-6
Surowce:		
Ropa Brent	102	-1,2
Złoto	4178	0,5

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

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

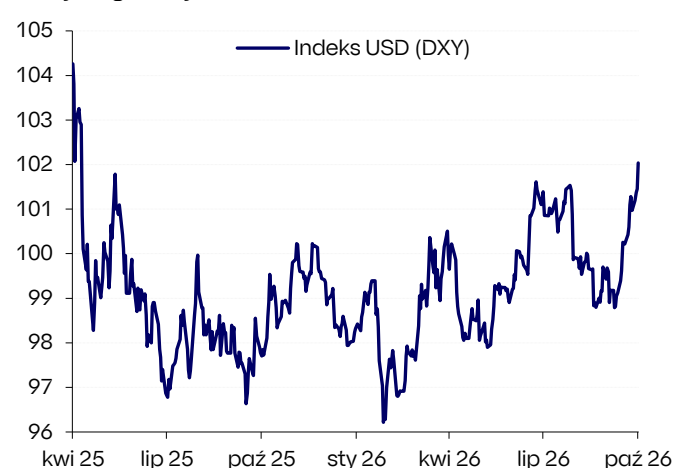
- USA:** W ramach kampanii przed zbliżającymi się wyborami połówkowymi D.Trump poinformował, że Korea Południowa planuje zainwestować prawie

Aktywność w amerykańskim przetwórstwie nie słabnie, mimo utrzymującego się szoku cenowego



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

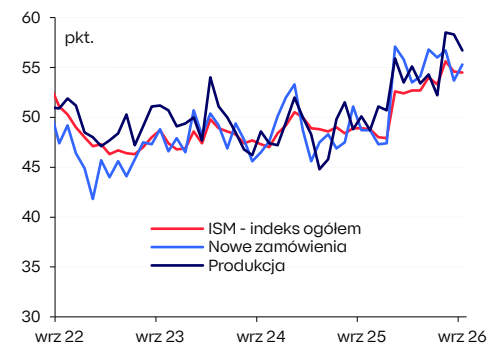
W czwartek dolar osiągnął najwyższy poziom wobec koszyka głównych walut od 1,5 roku



200 mld USD w projekty energetyczne w USA, m.in. w gazociąg i terminal LNG na Alasce (50 mld USD), elektrownię gazową w Teksasie (22 mld USD) oraz osiem elektrowni jądrowych (120 mld USD). Inwestycje miałyby zostać sfinansowane przez rząd Korei Południowej w ramach umowy przewidującej obniżenie ceł na towary z Korei do 15%. Hub gazowy na Alasce miałby być jednym z głównych ośrodków eksportu LNG do państw Azji Wschodniej i Południowo-Wschodniej. **Południowokoreański minister przemysłu Kim Dzong Kwan złożył oficjalny protest, twierdząc, że ostateczne decyzje jeszcze nie zapadły, a wiele szczegółów nie zostało ustalonych.**

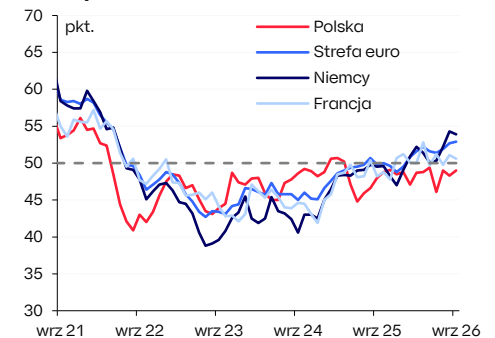
- **USA:** We wrześniu wskaźnik PMI wg S&P dla przetwórstwa wzrósł do 55,9 pkt. wobec 53,9 pkt. w sierpniu, poniżej wstępnego odczytu (57,0 pkt.). Przyspieszył wzrost nowych zamówień i produkcji odzwierciedlając silniejszy popyt wewnętrzny, czemu jednak towarzyszyły zatory w łańcuchach dostaw. Przyspieszył wzrost cen surowców i komponentów, przy jednoczesnym spowolnieniu cen wyrobów gotowych. Optimistyczny obraz potwierdzają również nastroje przedsiębiorców. **Z kolei indeks ISM dla przetwórstwa obniżył się do 54,5 pkt. z 54,6 pkt. w sierpniu, wobec oczekiwanego wzrostu do 55,0 pkt.** Wnioski z ISM są w miarę zbieżne z PMI – drobne różnice dotyczą głównie produkcji, czasu dostaw i zapasów, które w przypadku badania ISM wykazały spowolnienie wzrostu (i spadek zapasów) w porównaniu do sierpnia. Rozbieżności te wynikają z różnic metodycznych i doboru prób badawczych. Oba badania potwierdzają dobrą koniunkturę w sektorze, który jednocześnie zmagają się jednak z presją cenową.
- **EUR:** Indeks PMI dla przetwórstwa strefy euro we wrześniu wzrósł do 52,9 pkt. z 52,7 pkt. w poprzednim miesiącu. Wstępny odczyt za wrzesień wyniósł 52,7 pkt. Indeks osiągnął tym samym najwyższy poziom od maja 2022. Wszystkie osiem państw strefy euro objętych badaniem odnotowało wzrost aktywności. Najsilniejszą poprawę warunków w przetwórstwie odnotowano w Holandii, a następnie w Irlandii i Austrii. Solidne wyniki odnotowano także w Niemczech i Grecji. Produkcja i nowe zamówienia rosły w szybszym tempie, przy czym wzrost nowych zamówień był najsilniejszy od marca 2022. Nowe zamówienia eksportowe zwiększyły się drugi miesiąc z rzędu. Zatrudnienie nieznacznie wzrosło, a zaległości produkcyjne zwiększyły się po raz pierwszy od kwietnia. Jednocześnie przyspieszyło tempo wzrostu cen środków produkcji oraz cen sprzedaży. Nastroje producentów poprawiły się do najwyższego poziomu od siedmiu miesięcy.
- **GER:** Indeks PMI w przemyśle we wrześniu wyniósł 53,9 pkt., niemal zgodnie z oczekiwaniami (53,8 pkt.) i lekko poniżej wartości z poprzedniego miesiąca (54,3 pkt.). Produkcja rosła dziewiąty miesiąc z rzędu, a nowe zamówienia czwarty miesiąc z rzędu, wzrosły również zamówienia eksportowe, wspierane popytem z Azji, Europy i Stanów Zjednoczonych. Jednocześnie wzrosła presja kosztowa, głównie w związku z wyższymi cenami energii, podczas gdy zatrudnienie spadło jedynie nieznacznie, a oczekiwania producentów dotyczące przyszłej produkcji poprawiły się do najwyższego poziomu od lutego.
- **USA:** Liczba zapowiedzianych zwolnień według raportu Challenger'a we wrześniu spadła i wyniosła 43,3 tys., w porównaniu do 52,9 tys. w poprzednim miesiącu. To oznacza spadek o 19,9% r/r oraz o 18% m/m. Sektor technologiczny pozostaje głównym obszarem planowanych zwolnień, odpowiadając za 29% wszystkich zapowiedzianych redukcji zatrudnienia w tym roku. Najczęściej wskazywanymi przyczynami zwolnień są warunki gospodarcze i rynkowe, restrukturyzacje oraz spadek popytu, natomiast AI odpowiada za ok. 21% wszystkich ogłoszonych zwolnień w 2026. Plany zatrudnienia są o 3% wyższe niż rok wcześniej, jednak wrześniowe plany zatrudnienia sezonowego były najsłabsze od 2011, co sugeruje dużą ostrożność firm przed końcówką roku.
- **USA:** USA wezwały Francję i Niemcy do uwolnienia awaryjnych zapasów oleju napędowego w celu złagodzenia presji na światowe ceny paliw i ostrzegając przed możliwym zakazem eksportu tego paliwa z USA.
- **USA:** Liczba nowych wniosków o zasiłek dla osób bezrobotnych w ostatnim tygodniu wyniosła 197 tys. wobec 198 tys. w poprzednim tygodniu oraz przy

Wskaźnik ISM dla przetwórstwa w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wskaźniki PMI dla przetwórstwa w Europie



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

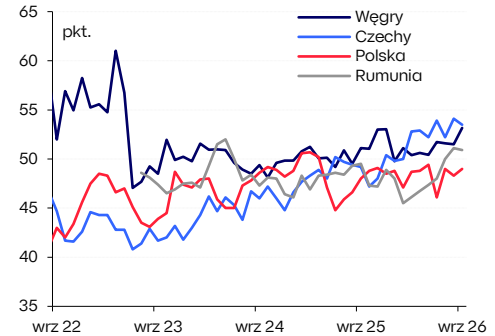
oczekiwaniach na poziomie 200 tys. Liczba osób kontynuujących pobieranie zasiłku wyniosła 1,701 mln i była niższa od prognozowanych 1,725 mln.

- **CEE: Wskaźnik BCR PMI dla przetwórstwa we wrześniu w Rumunii lekko spadł, do 50,9 pkt. wobec 51,1 pkt. w sierpniu, wskazując na spowolnienie odbudowy aktywności w sektorze.** Wynik ten był głównie napędzany przez popyt krajowy, który zrównoważył słabsze zamówienia zagraniczne. Choć firmy nieznacznie zwiększyły zatrudnienie i zakupy, to obawy o stabilność popytu oraz inflację sprawiły, że optymizm pozostał poniżej trendu. **Indeks PMI obniżył się także w Czechach, do 53,5 pkt. z 54,1 pkt. w sierpniu, sygnalizując lekką korektę w trwającej nadal stosunkowo silnej ekspansji.** Czeskie przetwórstwo rosło dzięki stałemu napływowi zamówień, co przełożyło się na najszybsze od kwietnia 2022 tempo tworzenia miejsc pracy oraz ponowne wydłużenie czasów dostaw. Wyzwaniem pozostawały wysokie ceny surowców i energii, choć roczne prognozy firm i tak plasowały się powyżej średniej historycznej. **Indeks PMI na Węgrzech, publikowany przez HALPIM, wzrósł do 53,2 pkt. z 51,5 pkt. w sierpniu, osiągając najwyższy poziom od grudnia 2025 i wskazując na przyspieszenie wzrostu aktywności w przemyśle.**

WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL: Wskaźnik PMI dla przetwórstwa we wrześniu wzrósł do 49,0 pkt., odrabiając sierpniowy spadek i osiągając poziom z lipca.** Indeks pozostawał poniżej progu neutralnego 50 pkt., sygnalizując spadek aktywności w sektorze. Według badania, wolumen zamówień nadal maleje, ale w wolniejszym tempie niż wcześniej, co znalazło odzwierciedlenie w wolniejszym spadku produkcji. Presja kosztowa nieco osłabła, ale pozostaje podwyższona. Pozytywnym aspektem jest poprawa prognoz producentów na nadchodzący rok. Warto jednak zaznaczyć, że wskazania PMI należy interpretować z dużą dozą ostrożności – w przypadku Polski wskazania indeksu nie pokrywają się z twardymi danymi z przetwórstwa.
- **POL: Prezydent K.Nawrocki podpisał ustawę dotyczącą nadmiarowych zysków koncernów paliwowych i skieruje ją do Trybunału Konstytucyjnego do kontroli w trybie następczym.** Szacowane pierwotnie na 4 mld PLN wpływy z nowego podatku miałyby posłużyć sfinansowaniu rządowego pakietu osłonowego "Ceny Paliwa Niżej", którego całkowity koszt wyniósł do tej pory ok. 5,2 mld PLN. W orędziu Prezydent domagał się od rządu natychmiastowego obniżenia cen paliw oraz zapewnienia, że środki pozyskane w ramach podatku od nadmiarowych zysków spółek paliwowych zostaną w całości wykorzystane do sfinansowania obniżki cen. Jednocześnie Prezydent skrytykował rząd za stan finansów publicznych i zapowiedział, że nie zgodzi się na podwyżki podatków dla obywateli. **Nowa regulacja obniży prognozowaną ścieżkę inflacji w Polsce – przy założeniu stałych cen ropy ceny paliw na stacjach spadną o 11-13%, co obniży inflację o ok. 0,6pp-0,7pp.** Jednocześnie szacowany miesięczny koszt obniżenia VAT to 900 mln PLN, a akcyzy to 700 mln PLN. Zyski z podatku sfinansują więc tylko ok 2,5 miesiąca obowiązywania pełnego programu. Można więc oczekiwać zwiększenia zmienności inflacji w tym i przyszłym roku.
- **POL: Według raportu Deloitte i UNHCR obecność uchodźców z Ukrainy w 2025 odpowiadała za ok. 2,4% PKB Polski, czyli 94 mld PLN, a do 2035 ich wpływ może wzrosnąć do 2,8% PKB.** Wskaźnik zatrudnienia uchodźców wzrósł do 76%, a ich aktywność zawodowa, przedsiębiorczość i konsumpcja zwiększyły dochody sektora finansów publicznych o ok. 43,6 mld PLN. Jednocześnie istotnym problemem pozostaje niedopasowanie kwalifikacji do wykonywanej pracy, ponieważ mimo wysokiego odsetka osób z wyższym wykształceniem wielu uchodźców pracuje w zawodach poniżej swoich kompetencji. O wpływie uchodźców z Ukrainy, w latach 2022-2023 na polską gospodarkę pisaliśmy w Makro Focusie: [Wpływ uchodźców z Ukrainy na polską gospodarkę](#).

Wskaźniki PMI dla przetwórstwa w regionie CEE

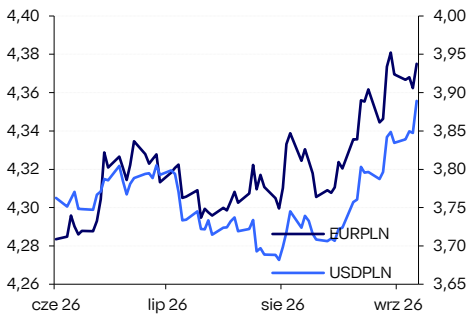


Źródło: S&P Global, HALPIM, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W czwartek złoty nieznacznie osłabił się wobec euro i zdecydowanie mocniej wobec dolara, odpowiednio w pobliże 4,3750 na EURPLN oraz 3,89 na USDPLN. Na bazowych rynkach FX istotne umocnienie dolara przełożyło się na spadek kursu EURUSD w okolice 1,1240.
- Presja na złotego płynęła głównie ze strony wyraźnie mocniejszego dolara, który osiągnął najwyższy poziom wobec koszyka głównych walut od 1,5 roku.** Przełożyło się to na przełamanie przez EURUSD strefy wsparcia rozciągającej się powyżej poziomu 1,13 oraz wzrost USDPLN wyraźnie powyżej tegorocznych maksimów w okolicy 3,8650. Dolara wspierały wysokie rentowności na długim końcu amerykańskiej krzywej, natomiast **euro ciążyła pogłębiająca się słabość francuskich obligacji, pozostających pod presją obaw o kondycję finansów publicznych Francji.** Towarzyszący temu wzrost awersji do europejskich aktywów ciążył regionalnym rynkom akcji, wywierając dodatkową presję na europejskie waluty, w tym złotego. Finalne wrześniowe PMI dla przemysłu z Polski i strefy euro nie miały istotnego wpływu na notowania PLN.
- W piątek kluczowym wydarzeniem będzie wrześniowy raport z amerykańskiego rynku pracy. **Mocniejsze od oczekiwań dane mogłyby dodatkowo zwiększyć oczekiwania na dalsze podwyżki stóp Fed i wesprzeć dolara.** Biorąc jednak pod uwagę skalę ostatniej przeceny europejskich walut względem USD, **słabszy raport mógłby zainicjować korekcyjne odreagowanie i retest niedawno przełamanych poziomów technicznych, odpowiednio 1,1300 na EURUSD oraz 3,86 na USDPLN. Jednocześnie zakładamy, że EURPLN utrzyma się w przedziale 4,36–4,38.**
- Na krajowym rynku stopy procentowej czwartek przyniósł spadek rentowności obligacji. Lokalnie papiery wciąż wspierała śródowa publikacja inflacji niższej od prognoz ekonomistów. Po tym odczycie **rynek zaczął wycofywać się z pełnej wyceny scenariusza zakładającego podwyżki stóp NBP o 125pb do końca 2027. W piątek możliwa jest stabilizacja notowań na obecnych poziomach,** a w centrum zainteresowania będą dane z amerykańskiego rynku pracy oraz inflacja w strefie euro.
- W Europie uwagę inwestorów coraz mocniej przykuwa silne rozwarstwienie między obligacjami państw o wysokiej jakości kredytowej (Niemcy czy Niderlandy), a papierami emitentów z niższym ratingiem (m.in. Włochy, Grecja i Francja). W pierwszej grupie rentowności obligacji średnio- i długoterminowych w czwartek spadały, podczas gdy w drugiej widoczne były ich wzrosty. **Rentowności 10-letnich obligacji Francji sięgają już 4,9% i są najwyższe w strefie euro, przewyższając rentowności włoskich papierów o 20pb, a greckich o 35pb.** Negatywnie na wyceny OAT oddziałują przede wszystkim ogłoszone plany rządu, zakładające wzrost potrzeb pożyczkowych Francji do rekordowych 340 mld EUR w 2027 r. wobec 310 mld EUR w tym roku, utrzymanie wysokiego deficytu na poziomie 5% PKB oraz brak wyraźnych perspektyw konsolidacji finansów publicznych w dłuższym horyzoncie. Pojawiają się też obawy, że założenia budżetowe mogą okazać się zbyt optymistyczne. Planu te zostały przedstawione we wtorek, a od tego czasu krzywa dochodowości francuskiego długu wzrosła już o 10-25pb. Na notowania wpływają również wyższe od prognoz odczyty inflacji w Europie, które mogą podtrzymywać presję na dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej przez EBC. **Problemy fiskalne Francji zaczynają przenosić się na wyceny obligacji innych państw w Europie.** Jednocześnie mają potencjał, aby stać się jednym z ważniejszych tematów w dyskusjach rynkowych w najbliższych tygodniach.

Waluty



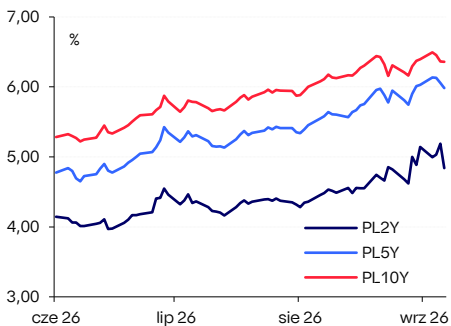
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

Para	4q26	1q27
EURPLN	4,33	4,34
USDPLN	3,77	3,81
CHFPLN	4,56	4,52
EURUSD	1,15	1,14
EURCHF	0,95	0,96

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



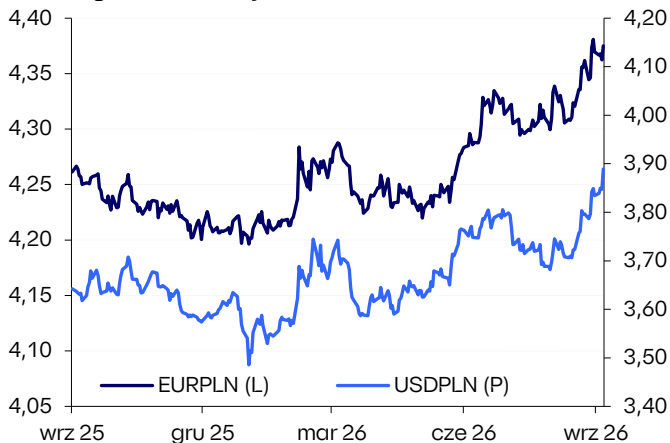
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

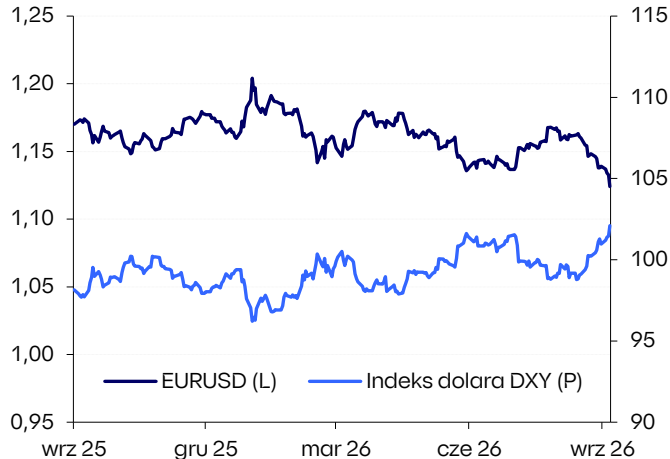
Tenor	4q26	1q27
PL1Y	3,42	3,15
PL2Y	4,10	3,60
PL5Y	4,65	4,32
PL10Y	5,30	5,02

Źródło: PKO Bank Polski.

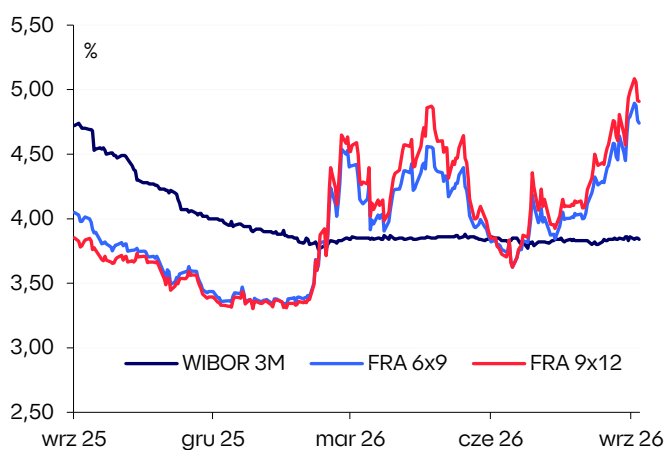
PLN vs główne waluty



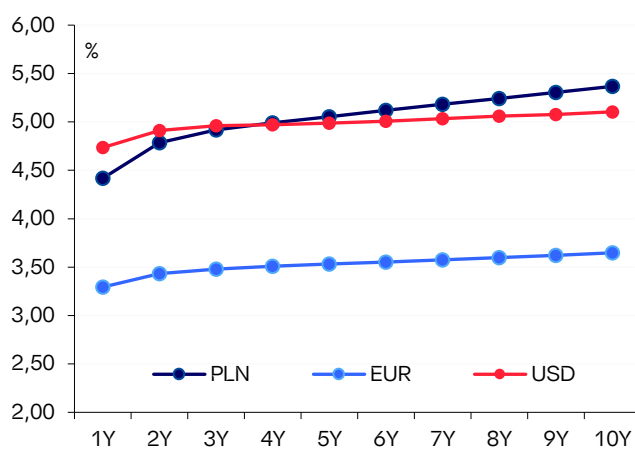
Notowania USD



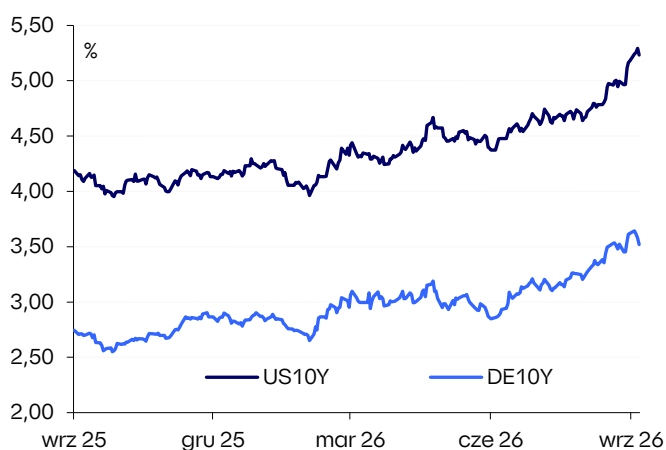
Krótkoterminowe stopy procentowe



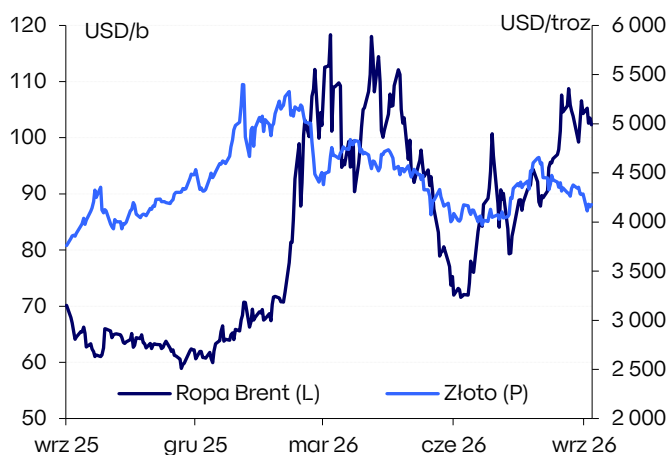
Krzywe IRS



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	--	97,9
EUR: Koniunktura konsumencka (wrz., rew.)	11:00	pkt.	-15,5	-16,5	--	-16,5
USA: Ceny nieruchomości (lip.)	15:00	% r/r	2,2	2,2	--	2,5
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (wrz.)	16:00	pkt.	88,6	90,1	--	81,9
USA: Raport JOLTS (sie.)	16:00	mln	7,335	7,224	--	7,079
Środa, 30 września						
CHN: PMI w przetwórstwie (wrz.)	3:45	pkt.	51,5	51,6	--	52,1
HUN: Saldo handlowe (sie.)	8:30	mln EUR	449	--	--	-481
CZE: Wzrost PKB (2q)	9:00	% r/r	2,2	1,9	--	1,8
POL: Inflacja CPI (wrz., wst.)	9:30	% r/r	3,4	4,1	4,1	4,0
GER: Stopa bezrobocia (wrz.)	9:55	%	6,4	6,4	--	6,4
CZE: Podaż pieniądza M3 (sie.)	10:00	% r/r	5,7	--	--	6,0
GER: Inflacja CPI (wrz., wst.)	14:00	% r/r	2,9	3,2	--	3,3
USA: Raport ADP (wrz.)	14:15	tys.	36	72	--	90
USA: Dochody Amerykanów (sie.)	14:30	% m/m	0,3	0,4	--	0,2
USA: Wydatki Amerykanów (sie.)	14:30	% m/m	0,1	0,8	--	0,9
USA: Deflator PCE (sie.)	14:30	% r/r	3,4	3,7	--	3,4
USA: Inflacja bazowa PCE (sie.)	14:30	% r/r	3,0	3,3	--	3,0
USA: Wzrost PKB (2q)	14:30	%q/q saar	2,5	1,5	--	2,2
USA: Bilans handlowy (sie.)	14:30	mld USD	-118,9	-113,5	--	-132,6
Czwartek, 1 października						
POL: PMI w przetwórstwie (wrz.)	9:00	pkt.	48,3	48,0	48,8	49,0
GER: PMI w przetwórstwie (wrz., rew.)	9:55	pkt.	54,3	53,8	--	53,9
EUR: PMI w przetwórstwie (wrz., rew.)	10:00	pkt.	52,7	52,7	--	52,9
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys	198	199	--	197
USA: PMI w przetwórstwie (wrz., rew.)	15:45	pkt.	53,9	57,0	--	55,9
USA: ISM w przetwórstwie (wrz.)	16:00	pkt.	54,6	55,0	--	54,5
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 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.