Dziennik Ekonomiczny

Analizy Makroekonomiczne / Analizy Rynkowe

24 listopada 2026

Bank Polski | Centrum Analiz

Dane z przemysłu i budownictwa rozczarowały

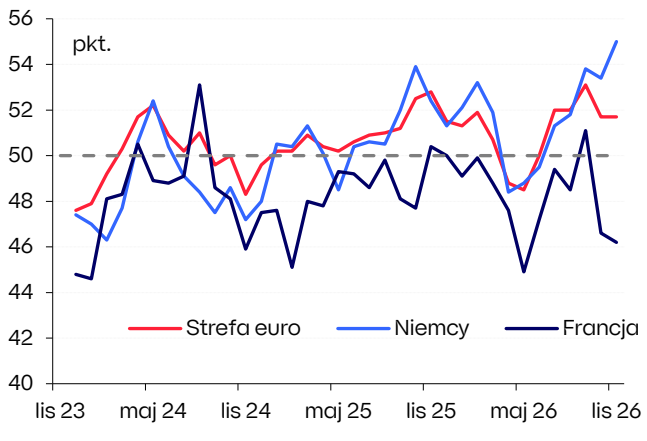
- **Dziś najważniejsze publikacje będą dotyczyły krajowej gospodarki. Poznamy październikowe dane o sprzedaży detalicznej,** której dynamika według nas pozostanie solidna, przyspieszając do 3,8% r/r (PKOe) z 3,3% r/r we wrześniu. **W drugiej części dnia poznamy dane o podaży pieniądza M3,** której wzrost najprawdopodobniej wyhamuje do 12,1% r/r (PKOe) z 12,5% r/r miesiąc wcześniej.
- Za granicą uwagę przyciągnie listopadowy **indeks Ifo dla Niemiec**, który według konsensusu wzrośnie do 90,5 pkt. z 90,2 pkt., sygnalizując dalszą poprawę nastrojów niemieckich przedsiębiorców. W USA poznamy dane o cenach nieruchomości oraz indeks zaufania konsumentów Conference Board. Oczekujemy niewielkiego wzrostu ostatniego wskaźnika, podobnie jak w przypadku opublikowanego w ubiegłym tygodniu indeksu Uniwersytetu Michigan. **Uwaga inwestorów będzie się również kierować ku środowym publikacjom z USA, w tym danym o inflacji PCE oraz PKB za 3q26.**
- **W poniedziałek złoty umocnił się wobec euro, ale osłabił względem dolara**: EURPLN spadł do 4,4410, USDPLN wzrósł do 4,0750, zaś **EURUSD zniżkował do 1,09. Krajowej walucie sprzyjały poprawa globalnych nastrojów inwestycyjnych po odbiciu akcji spółek technologicznych oraz spadek ceny ropy.** Skalę umocnienia ograniczały słabsze dane z polskiej gospodarki i redukcja oczekiwań na podwyżki stóp NBP. Dolara wspierały natomiast napływ kapitału do amerykańskiego sektora AI oraz wzrost oczekiwań na zacieśnienie polityki Fed. **We wtorek istotne będą dane o krajowej sprzedaży detalicznej. Zakładamy wyczerpywanie się potencjału spadkowego EURPLN oraz możliwość cofnięcia USDPLN w kierunku 4,05. Na europejskim rynku długu rentowności spadły w związku ze złagodzeniem obaw o francuskie finanse publiczne, a także słabszymi od oczekiwań PMI dla Francji i strefy euro.** Krajowe SPW również zyskały, a rynek FRA ograniczył wycenę podwyżek stóp NBP w 2027 do 50pb. **Dalsza przecena ropy może sprzyjać spadkowi rentowności polskich obligacji.**

Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl
𝕏 @PKO_Research
centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość 2026-11-23	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	156 509	3,1
STOXX Europe 600	637	1,8
S&P500	7 237	4,7
Waluty:		
EURPLN	4,44	-0,4
USDPLN	4,08	0,3
CHFPLN	4,84	0,0
EURUSD	1,09	-0,6
Obligacje:		
PL2Y	4,66	-15
PL5Y	5,68	-10
PL10Y	6,19	-10
DE10Y	3,28	-2
US10Y	4,92	1
Surowce:		
Ropa Brent	89	-3,5
Złoto	3632	2,8

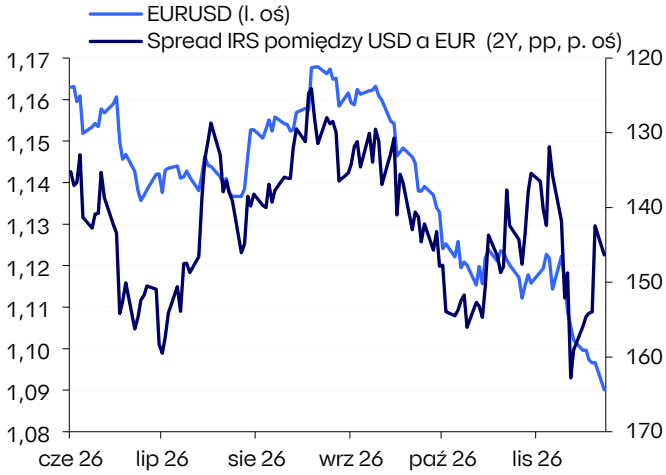
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

Kompozytowy PMI w strefie euro pozostał stabilny przy poprawie koniunktury w Niemczech i pogorszeniu we Francji



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

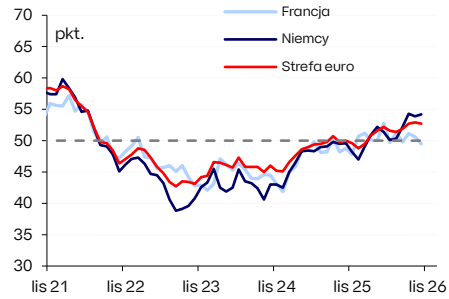
Malejący dyferencjał 2-letnich IRS USD–EUR zwiększa przestrzeń do korekcyjnego odbicia EURUSD



WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **EUR: Wstępny indeks kompozytowy PMI dla strefy euro w listopadzie utrzymał się na poziomie 51,7 pkt.**, sygnalizując dalszy umiarkowany wzrost aktywności gospodarczej. **Była to wypadkowa poprawy w przetwórstwie, gdzie PMI wzrósł do 52,9 pkt. z 52,7 pkt., i niewielkiego spadku wskaźnika dla usług (do 51,2 pkt. z 51,4 pkt.).** W listopadzie presja inflacyjna nieco osłabła, choć wzrost kosztów i cen sprzedaży pozostawał wyraźny. Według S&P Global wyniki PMI są spójne ze wzrostem PKB strefy euro o ok. 0,3% q/q w 4q26, a więc zbliżonym do październikowych prognoz EBC i oczekiwań ankietowanych przez EBC profesjonalnych prognostów. **W badaniu widoczne jest rosnące zróżnicowanie między największymi gospodarkami strefy euro – aktywność w Niemczech rosła najszybciej od marca 2022, podczas gdy we Francji spadek aktywności pogłębił się.** Dokładniej, według wstępnych danych, kompozytowy indeks PMI dla Niemiec w listopadzie wzrósł do 55,0 pkt. z 53,4 pkt. w październiku. Szczególnie korzystnie prezentowało się przetwórstwo, w którym indeks produkcji osiągnął najwyższy poziom od ponad pięciu lat (57,4 pkt.), wspierany m.in. przez rosnące zamówienia eksportowe. Pozytywnym sygnałem jest również pierwszy od połowy 2023 wzrost zatrudnienia w przetwórstwie, choć w usługach nadal redukowano etaty.
- **USA: Wstępny indeks kompozytowy PMI w listopadzie spadł do 54,6 pkt. z 55,9 pkt. w październiku**, sygnalizując niewielkie spowolnienie tempa wzrostu aktywności gospodarczej. Mniejszy optymizm odnotowano zarówno w usługach (spadek PMI do 54,7 pkt. z 56,1 pkt.), jak i w przetwórstwie (do 54,5 pkt. z 54,9 pkt.). Dynamika nowych zamówień obniżyła się, jednak zatrudnienie nadal rosło w solidnym tempie, a jego wzrost był jednym z najsilniejszych od ponad czterech lat. Koszty produkcji i ceny sprzedaży nadal szybko rosły, ale presja inflacyjna nieznacznie osłabła. Według S&P Global wyniki PMI są spójne ze wzrostem PKB USA o ok. 3% w 4q26 (w ujęciu zannualizowanym) i wskazują na utrzymywanie się inflacji wyraźnie powyżej celu Fed. Dane wspierają argumenty za podwyżką stóp przez FOMC w grudniu.

Wskaźnik PMI dla przetwórstwa w Europie

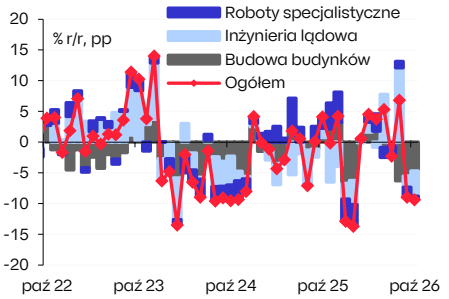


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL: Dane z przemysłu i budownictwa rozczarowały. Produkcja przemysłowa w październiku wzrosła zaledwie o 0,1% r/r, wyraźnie poniżej naszych oczekiwań (1,6% r/r), po wzroście o 3,9% r/r we wrześniu.** Na danych ciążył niekorzystny układ kalendarza (–1 dzień roboczy r/r), ale nie tłumaczy on skali spowolnienia. Do słabego wyniku mogła się istotnie przyczynić branża naftowa, której dane są objęte tajemnicą statystyczną, ale wyhamowała także produkcja dóbr inwestycyjnych (do 1,3% r/r z 6,7% r/r), m.in. za sprawą spadków w motoryzacji. **Spadek produkcji budowlanej pogłębił się do 9,3% r/r z 9,0% r/r we wrześniu.** Szczególnie słabo wypadła budowa budynków (-16,5% r/r wobec -19,1% r/r miesiąc wcześniej) oraz inżynieria lądowa (-8,9% r/r wobec -4,1% r/r miesiąc wcześniej). Więcej w Makro Flashu.
- **POL: Inflacja PPI w październiku wzrosła do 8,0% r/r, najwyższego poziomu od marca 2023, wobec oczekiwań na poziomie 7,0% r/r.** Przyspieszyła także bazowa inflacja PPI (do 4,9% r/r z 3,5% r/r), wskazując na utrzymującą się presję kosztową w przetwórstwie. Zakładamy jednak, że jej przełożenie na ceny konsumpcyjne pozostanie ograniczone, pod warunkiem stosunkowo szybkiego wygasania szoku cenowego.
- **POL: Dane z krajowego rynku pracy nie przyniosły większych niespodzianek. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w październiku wzrosło o 6,1% r/r (PKOe i kons.: 6,0% r/r), wobec 5,9% r/r we wrześniu.** Dzięki spadkowi inflacji dynamika płac w ujęciu realnym przyspieszyła do 2,5% r/r. **Przeciętne zatrudnienie obniżyło się o 0,7% r/r (PKOe i kons.: -0,8% r/r).** Dane nie wskazują na nasilenie presji płacowej, które mogłoby zwiększać ryzyko inflacyjne. W kolejnych kwartałach oczekujemy dalszego hamowania dynamiki wynagrodzeń, poniżej 6% r/r, czemu sprzyjać będą m.in. niewielka podwyżka płacy minimalnej w 2027 oraz ograniczona skala podwyżek w sektorze publicznym. Więcej w Makro Flashu.

Dekompozycja dynamiki rocznej produkcji budowlano-montażowej



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Płace w ujęciu nominalnym i realnym



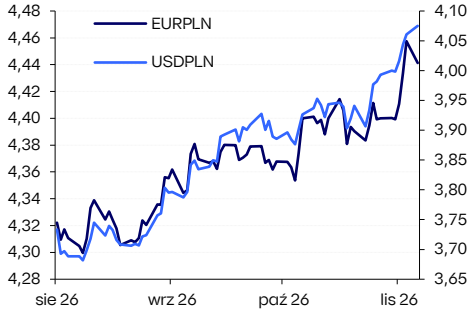
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

- **POL:** W.Czarzasty potwierdził, że prof. Marcin Piątkowski z Akademii Leona Koźmińskiego został oficjalnie zgłoszony w Senacie przez klub Lewicy jako kandydat do RPP. Z nieoficjalnych ustaleń PAP Biznes wynika, że senatorowie klubu Koalicji Obywatelskiej planują zgłosić w Senacie kandydaturę byłej ministry zdrowia Izabeli Leszczyny do Rady Polityki Pieniężnej.
- **POL:** W październiku wzrósł udział węgla w produkcji energii elektrycznej w Polsce. **Według danych PSE łączny udział węgla kamiennego i brunatnego zwiększył się do 65,2% z 60,5% rok wcześniej**. Jednocześnie spadł udział gazu (do 8,0% z 11,8%) oraz energetyki wiatrowej (do 15,1% z 18,6%), podczas gdy udział fotowoltaiki wzrósł do 10,6% z 7,6%. Zmiany te wskazują na większą rolę węgla w krajowym miksie energetycznym, choć nie muszą oznaczać wzrostu produkcji energii z węgla w ujęciu bezwzględnym.
- **POL:** Do 22 listopada podpisano umowy na unijne dofinansowanie projektów, które wykorzystają 73,4% dostępnej puli środków z polityki spójności UE na lata 2021-2027.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **Złoty w poniedziałek umocnił się względem euro i nieznacznie osłabił się wobec dolara.** Kurs EURPLN spadł do 4,4410, a USDPLN wzrósł do 4,0750. Na rynkach bazowych **EURUSD ustanowił roczne minimum, schodząc do 1,09.**
- **Poprawa globalnego apetytu na ryzyko, napędzana silnym odbiciem akcji spółek technologicznych po przywróceniu Jensena Huanga na stanowisko CEO Nvidii, sprzyjała umocnieniu złotego względem euro.** Decyzja ta złagodziła obawy o perspektywy sektora AI po ostatniej przecenie, a **dodatkowym wsparciem dla PLN były spadające ceny ropy. Aprecjację krajowej waluty ograniczały jednak słabsze dane z polskiego przemysłu i budownictwa, które przyczyniły się do redukcji wycenianej przez inwestorów skali podwyżek stóp NBP.** Odbicie na Wall Street osłabiło jednocześnie obawy o wpływ giełdowej przeceny na koniunkturę, co ponownie podniosło wycenianą przez inwestorów skalę zacieśnienia monetarnego Fed. W połączeniu z napływem kapitału do amerykańskich spółek AI umocniło to globalnie dolara, którego indeks naruszył górne ograniczenie strefy istotnych oporów kończącej się w okolicy 104 pkt. **Umocnienie dolara przełożyło się na wzrost kursu USDPLN, który próbował przełamać opór w okolicy 4,08 wyznaczany przez górne ograniczenie przyspieszonego kanału wzrostowego.**
- **We wtorek oczekujemy uspokojenia nastrojów wokół akcji spółek technologicznych, co osłabi wsparcie dla PLN, chyba że krajowa sprzedaż detaliczna za październik okaże się (zgodnie z naszymi oczekiwaniami) lepsza od konsensusu.** Na rynkach bazowych uwagę inwestorów przyciągną listopadowe indeksy nastrojów przedsiębiorców z Niemiec i konsumentów z USA, choć w przeddzień publikacji danych o inflacji PCE w USA nie powinny one istotnie wpłynąć na kursy walut. **W naszej opinii przestrzeń do kontynuacji korekty spadkowej EURPLN wyczerpuje się, a w przypadku USDPLN dostrzegamy możliwość cofnięcia kursu bliżej poziomu 4,05.**
- **Na europejskim rynku stopy procentowej poniedziałkowa sesja przyniosła wyraźny spadek rentowności obligacji. Poprawa nastrojów przełożyła się również pozytywnie na wyceny polskich papierów. Rynkom sprzyjała m.in. wypowiedź prezydenta Francji E. Macrona, który zasugerował możliwość wprowadzenia regulacji umożliwiających bardziej długoterminowe planowanie finansów publicznych, co mogłoby ograniczyć ryzyko związane z procesem uchwalania budżetu.** Rozwiązania takie miałyby zostać rozważone, gdyby podwyższona zmienność rynkowa utrzymała się do stycznia. Werbalne wsparcie pomogło w poniedziałek obniżyć rentowności 10-letnich OAT o blisko 10 pb. **Spadkom rentowności obligacji w Europie sprzyjały również słabsze od oczekiwań wstępne indeksy PMI dla Francji i strefy euro.**
- Podczas wtorkowej sesji w kraju poznamy dane o sprzedaży detalicznej za październik. Ewentualnie słabszy odczyt mógłby wpłynąć na oczekiwania dotyczące przyszłych decyzji RPP, szczególnie w kontekście ostatnich danych makroekonomicznych wskazujących na nieco słabszą od prognoz aktywność polskiej gospodarki. Obecnie rynek FRA wycenia wzrost stopy referencyjnej NBP o 50pb w 2027. Warto podkreślić, że jeszcze na początku poprzedniego tygodnia oczekiwana skala podwyżek wynosiła blisko 75pb.
- **Nasze prognozy zakładają utrzymanie długoterminowego trendu spadkowego rentowności polskich obligacji, choć dynamika ostatniego ruchu była wyraźnie silniejsza, niż oczekiwaliśmy. Warto jednak zwrócić uwagę, że na początku tygodnia utrzymuje się presja na spadek cen ropy naftowej, a Brent zszedł poniżej 90 USD za baryłkę. Kontynuacja tego ruchu mogłaby dodatkowo ograniczać oczekiwania inflacyjne i otwierać przestrzeń do dalszego spadku krzywych dochodowości polskich obligacji.**

Waluty



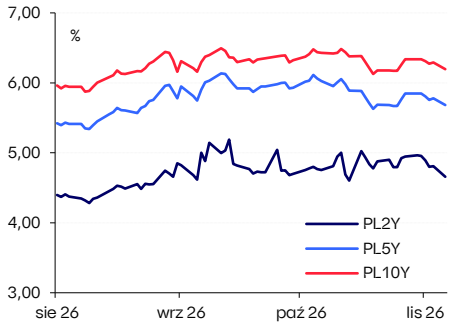
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

Para	4q26	1q27
EURPLN	4,36	4,35
USDPLN	3,86	3,85
CHFPLN	4,64	4,58
EURUSD	1,13	1,13
EURCHF	0,94	0,95

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



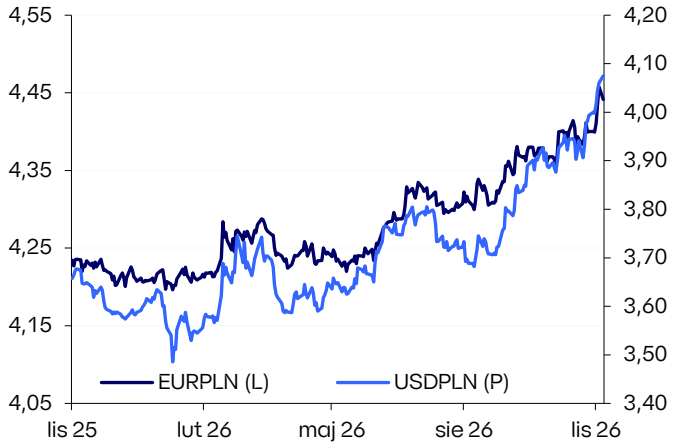
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

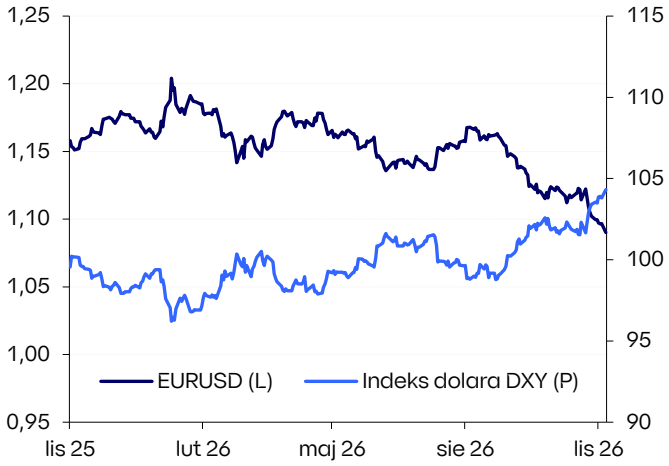
Tenor	4q26	1q27
PL1Y	3,90	3,60
PL2Y	4,70	4,00
PL5Y	5,70	5,00
PL10Y	6,10	5,80

Źródło: PKO Bank Polski.

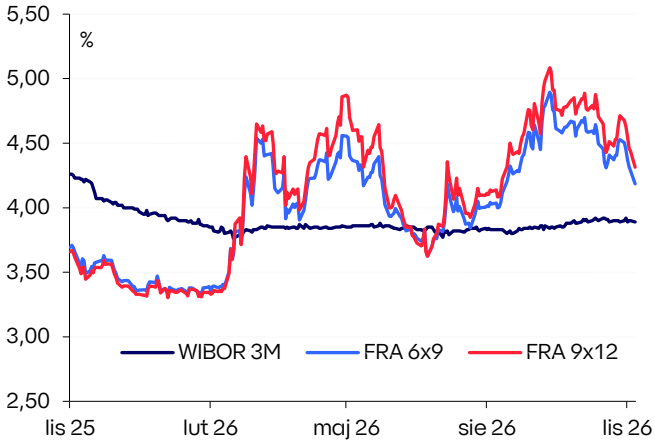
PLN vs główne waluty



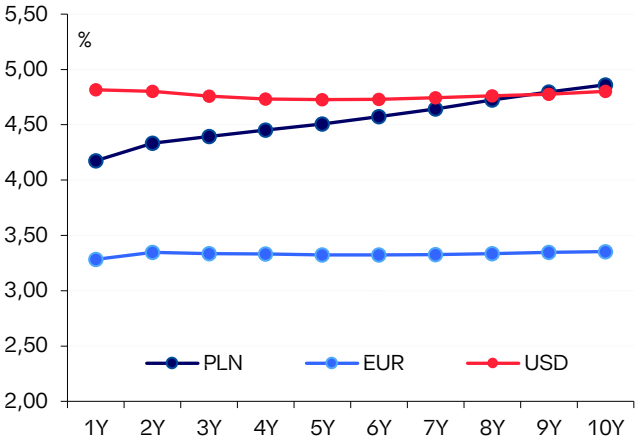
Notowania USD



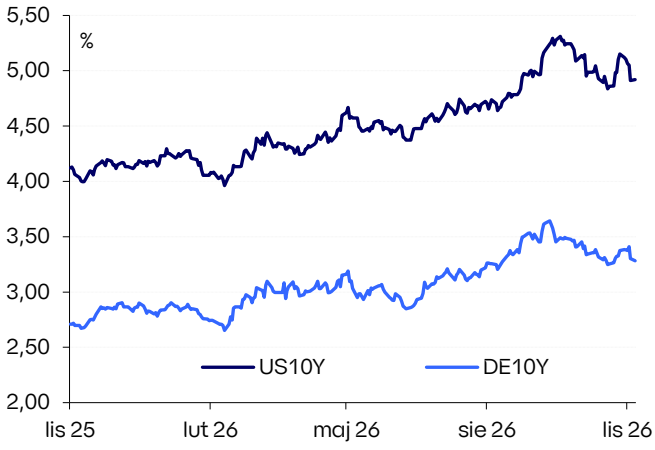
Krótkoterminowe stopy procentowe



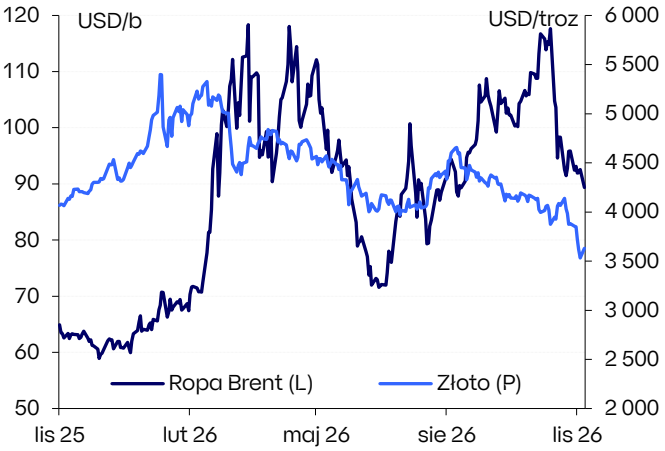
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 20 listopada						
GER: Inflacja PPI (paź.)	8:00	% r/r	6,7	7,3	--	8,1
EUR: Koniunktura konsumencka (lis., wst.)	16:00	pkt	-17,9	-18,0	--	-16,9
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lis., rew.)	16:00	pkt	48,0	51,8	--	51,5
Poniedziałek, 23 listopada						
GER: PMI w przetwórstwie (lis., wst.)	9:30	pkt	54,2	54,2	--	55,0
GER: PMI w usługach (lis., wst.)	9:30	pkt	52,5	52,3	--	54,0
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (paź.)	**9:30**	**% r/r**	**5,9**	**6,0**	**6,0**	**6,1**
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (paź.)	**9:30**	**% r/r**	**-0,8**	**-0,8**	**-0,8**	**-0,7**
POL: Produkcja przemysłowa (paź.)	**9:30**	**% r/r**	**3,9**	**2,7**	**1,6**	**0,1**
POL: Inflacja PPI (paź.)	**9:30**	**% r/r**	**7,1**	**7,0**	**7,0**	**8,0**
POL: Produkcja budowlano-montażowa (paź.)	**9:30**	**% r/r**	**-9,0**	**-4,1**	**-5,3**	**-9,3**
EUR: PMI w przetwórstwie (lis., wst.)	10:00	pkt	52,7	52,7	--	52,9
EUR: PMI w usługach (lis., wst.)	10:00	pkt	51,4	51,9	--	51,2
USA: PMI w przetwórstwie (lis., wst.)	15:45	pkt	54,9	54,5	--	54,5
Wtorek, 24 listopada						
POL: Sprzedaż detaliczna (paź.)	**9:30**	**% r/r**	**3,3**	**3,4**	**3,8**	**--**
GER: Indeks Ifo (lis.)	10:00	pkt	90,2	90,5	--	--
POL: Podaż pieniądza M3 (paź.)	**14:00**	**% r/r**	**12,5**	**12,3**	**12,1**	**--**
USA: Ceny nieruchomości (wrz.)	15:00	% r/r	2,65	2,72	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board	16:00	pkt	91,7	92,1	--	--
Środa, 25 listopada						
GER: Wzrost PKB (3q)	8:00	% r/r	1,0	1,2	--	--
POL: Stopa bezrobocia (paź.)	**9:30**	**%**	**5,8**	**5,8**	**5,8**	**--**
USA: Dochody Amerykanów (paź.)	14:30	% m/m	0,2	0,4	--	--
USA: Deflator PCE (paź.)	14:30	% r/r	3,6	3,8	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (paź.)	14:30	% r/r	3,1	3,2	--	--
USA: Wzrost PKB (3q)	14:30	% q/q saar	2,2	3,5	--	--
USA: Konsumpcja prywatna (3q)	14:30	% q/q saar	3,8	3,9	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	203	200	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (paź., wst.)	14:30	% m/m	1,9	0,6	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (paź.)	16:00	tys.	676	650	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (paź., rew.)	--	mln	1,398	1,295	--	--
Czwartek, 26 listopada						
HUN: Stopa bezrobocia (paź.)	8:30	%	4,6	4,6	--	--
EUR: Podaż pieniądza M3 (paź.)	10:00	% r/r	3,5	3,5	--	--
Piątek, 27 listopada						
GER: Stopa bezrobocia (lis.)	9:55	%	6,4	6,4	--	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (lis.)	11:00	pkt	96,9	97,2	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (lis., rew.)	11:00	pkt	-17,9	-16,9	--	--
USA: Bilans handlowy (paź.)	14:30	mld USD	-134,9	-133,0	--	--

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 (Menedżerka Zespołu)	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

Bank Polski | 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 któregokolwiek 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.