

## Celna huśtawka w Ameryce

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Rytm notowaniom na amerykańskiej giełdzie nadają doniesienia na temat ceł. Informacje o tym, że D.Trump uzgodnił z prezydentami Meksyku i Kanady miesięczne zawieszenie planowanych taryf było wsparciem dla indeksów giełdowych, które przez większość sesji odrabiały poranne straty. Jednocześnie utrzymanie retoryki dotyczącej ceł na towary z UE negatywnie odbiło się na europejskich rynkach akcji. EURUSD, po początkowym spadku poniżej 1,0250, pod koniec europejskiej sesji powrócił powyżej 1,03. Rentowności obligacji amerykańskich nie zmieniły się istotnie. Złoty kontynuował osłabienie z końca poprzedniego tygodnia – do 4,23 względem EUR oraz 4,10 wobec USD. Rentowności krajowych obligacji lekko wzrosły wzdłuż całej krzywej.
- Dzisiejszy dzień zapowiada się spokojnie pod względem zaplanowanych publikacji danych. **Uwaga nadal będzie skupiona na decyzjach administracji USA dotyczących wprowadzenia ceł oraz ich konsekwencjach. Odbywający się w Warszawie szczyt może przynieść podpowiedź na temat ewentualnej odpowiedzi UE, gdyby D.Trump objął cłami Europę.**
- Istotną publikacją będzie jedynie **raport JOLTS dotyczący popytu na pracę w USA w grudniu**. Prognozy wskazują, że liczba wakatów utrzyma się na poziomie około 8 mln, podobnie jak miesiąc wcześniej. **Pod koniec roku sytuacja na rynku pracy w USA była korzystna, co dawało Rezerwie Federalnej przestrzeń na wstrzymanie decyzji o obniżkach stóp procentowych.** Nie oczekuje się, by dzisiejsze dane znacząco zmieniły ten obraz – będą one raczej przystawką przed śródownym raportem ADP i przede wszystkim przed piątkową publikacją NFP.
- **Z USA napłyną również dane dotyczące zamówień za grudzień**, które – po listopadowym spadku – **najprawdopodobniej wzrosły o ok. 0,5% m/m.** Dodatkowo, przemysł najpewniej dążył do realizacji części zamówień jeszcze przed wprowadzeniem ceł, co powinno pozytywnie wpłynąć na wyniki sektora w okresie poprzedzającym objęcie władzy przez D.Trumpa.

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl  
tel. 22 521 81 34

@PKO\_Research

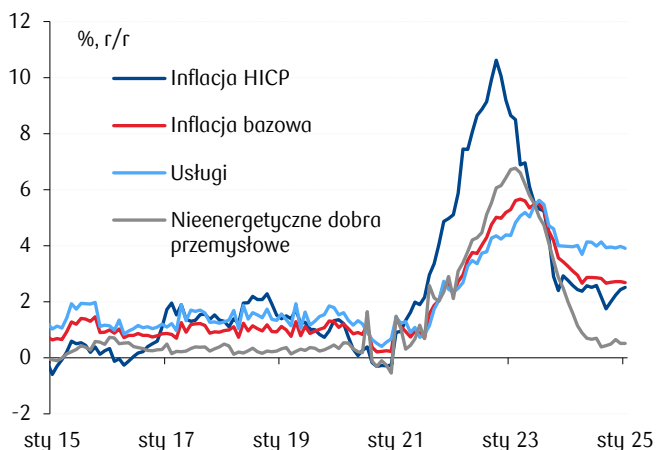
www.centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

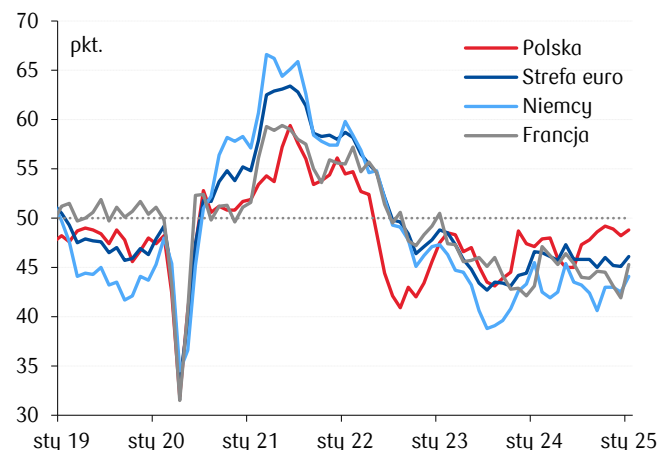
	Wartość 2025-02-03	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,2228	0,2
USDPLN	4,0940	1,0
CHFPLN	4,4903	0,6
GBPPLN	5,0876	1,0
EURUSD	1,0315	-0,8
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	5,31	3
PL5Y	5,66	2
PL10Y	5,88	1
DE10Y	2,39	-7
US10Y	4,54	-1
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	85 963,7	-1,6
DAX	21 428,2	-1,4
S&P500	5 994,6	-0,8
Nikkej**	38 805,7	-1,9
Shanghai		
Comp.**	3 250,6	0,0
<b>Surowce:</b>		
Złoto	2819,61	0,3
Ropa Brent	75,96	-1,0

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.  
\*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

### Inflacja HICP w strefie euro



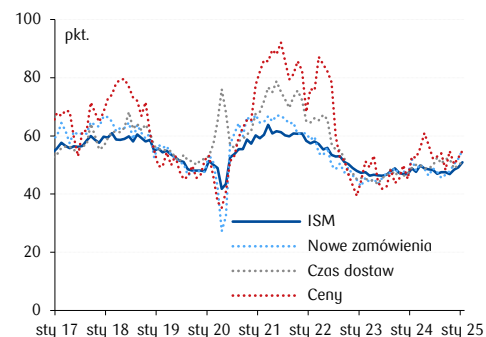
### Wskaźniki PMI dla przetwórstwa w Europie



## PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

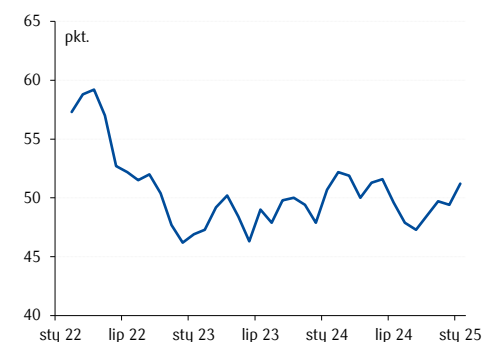
- POL:** Wskaźnik PMI dla krajowego przetwórstwa w styczniu wzrósł do 48,8 pkt. z 48,2 pkt., co oznacza, że sektor nadal ogranicza aktywność, choć w coraz mniejszej skali. Produkcja spadła tylko marginalnie, a firmy szybciej zredukowały zaległości produkcyjne. Nowe zamówienia dalej się zmniejszały, zwłaszcza eksportowe, ale skala spadków nie zmieniła się względem grudnia. Perspektywy na kolejne 12 miesięcy wyraźnie się poprawiły – wskaźnik przyszłej produkcji wzrósł najsilniej od ponad 4 lat. Więcej w Makro Flash: [Lepsze perspektywy dla przetwórstwa](#)
- USA:** D.Trump zdecydował o wstrzymaniu wprowadzenia ceł na towary z Meksyku i Kanady na miesiąc. W ramach uzgodnień C.Sheinbaum (Prezydent Meksyku) zobowiązał się do wysłania 10 tys. członków Gwardii Narodowej na granicę z USA w celu wzmocnienia walki z przemytem. Ponadto zespoły meksykańskie i amerykańskie rozpoczną współpracę w zakresie bezpieczeństwa, w tym ograniczenia nielegalnego wywozu broni do Meksyku. Przedmiotem następnych negocjacji będzie przyszłość ceł. Premier Kanady, J.Trudeau zobowiązał się do zwiększenia ochrony granicy i współpracy z USA przeciwko przemytowi fentanylu, powtarzając obietnice czynione już w grudniu. Jednocześnie D.Trump ponownie zagroził nałożeniem ceł na Unię Europejską, wskazując na znaczący deficyt handlowy USA wobec Wspólnoty. Krytykował ograniczony import amerykańskich samochodów i produktów rolnych do UE, podkreślając, że USA przyjmują duże ilości europejskich towarów. Nie podał jednak konkretnych stawek ani harmonogramu ewentualnych ceł, zapowiadając jedynie, że decyzja zapadnie „wkrótce”. W odpowiedzi UE zadeklarowała, że w przypadku wprowadzenia ceł podejmie stanowcze działania odwetowe.
- USA:** Indeks ISM dla przemysłu wzrósł w styczniu do 50,9 pkt. z 49,3 pkt., sygnalizując ekspansję sektora po 26 miesiącach spadków. Wynik znacząco przewyższył prognozy na poziomie 48,3 pkt. Indeksy nowych zamówień i produkcji, już wcześniej utrzymujące się powyżej progu neutralności, jeszcze wzrosły. Poprawę odnotowano także w zatrudnieniu – indeks wzrósł z 45,4 pkt. w grudniu do 50,3 pkt. w styczniu. Może to być efektem wzrostu zatrudnienia w związku z perspektywą deportacji nielegalnych imigrantów. Z kolei wskaźnik zaległości zamówień kontynuował spadek, a tempo dostaw od dostawców spowolniło, co może wskazywać na rosnącą presję w łańcuchach dostaw. Ceny komponentów rosły. Import i eksport powróciły do fazy ekspansji, wspierane m.in. przez chińskie bodźce fiskalne. Ożywienie objęło cztery z sześciu największych branż – ropę i węgiel, chemię, maszyny oraz sprzęt transportowy. Przemysł USA wkroczył w fazę ożywienia, jednak utrzymująca się presja kosztowa może stanowić wyzwanie w nadchodzących miesiącach. Dodatkowo, tak dynamiczne odbicie może być związane ze wzrostem produkcji i zatrudnienia w oczekiwaniu na nową politykę administracji USA. Zapowiedziane zmiany, które mogą prowadzić do eskalacji wojny handlowej, w średnim terminie negatywnie wpłyną na sektor przemysłowy. Kluczowym wyzwaniem pozostanie utrzymanie pod kontrolą tempa wzrostu cen przy rosnącym popycie, co będzie bacznie obserwowane przez Rezerwę Federalną.
- USA:** Indeks PMI dla przemysłu w styczniu wzrósł do 51,2 pkt. (rewizja z 51,1 pkt.) wobec 49,4 pkt. w grudniu, sygnalizując powrót do wzrostu po siedmiu miesiącach spadków. Produkcja oraz nowe zamówienia wzrosły po raz pierwszy od czerwca 2024, a optymizm osiągnął najwyższy poziom od 34 miesięcy. Firmy wskazują na poprawę koniunktury i rosnącą pewność gospodarczą. Wzrost zatrudnienia w przemyśle przyspieszył, osiągając najwyższe tempo od czerwca 2024. Narasta presja inflacyjna. Koszty produkcji rosły trzeci miesiąc z rzędu, co skłoniło firmy do podnoszenia cen.

## Indeks ISM w przetwórstwie w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Indeks PMI w przetwórstwie w USA

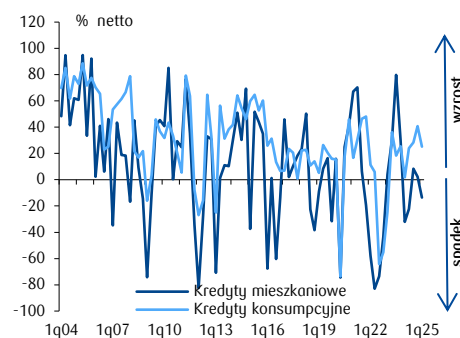


Źródło: Macrobond, S&amp;P Global, PKO Bank Polski.

Wydłużenie terminów dostaw wynikało z niedoborów kadrowych u dostawców oraz ekstremalnych warunków pogodowych.

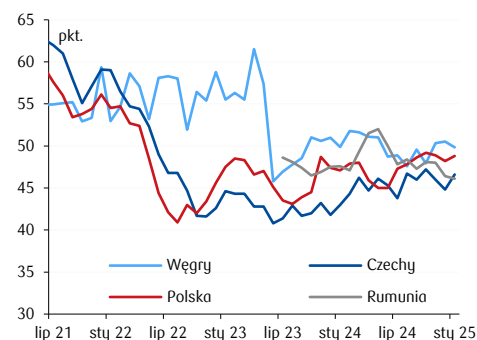
- EUR:** Inflacja HICP w styczniu wzrosła do 2,5% r/r z 2,4% r/r w grudniu, zgodnie z oczekiwaniami. Inflacja bazowa wyniosła 2,7% r/r, a dynamika cen w usługach nieznacznie spadła, do 3,9% r/r z 4,0% r/r. **Za wzrost inflacji odpowiadają przede wszystkim ceny energii**, które zwiększyły się o 1,8% r/r po symbolicznym wzroście o 0,1% r/r w grudniu. Wzrost cen energii wynikał głównie z efektów bazowych, ale także z obserwowanego głównie w pierwszej połowie stycznia wzrostu cen ropy na światowych rynkach. **Pomimo utrzymującej się presji cenowej EBC pozostaje przekonany, że inflacja osiągnie cel 2% jeszcze w tym roku**, co pozwoli na dalsze obniżki stóp.
- POL:** Według ankiety NBP nt. sytuacji na rynku kredytowym w 4q24 banki złagodziły kryteria udzielania kredytów konsumpcyjnych i dla sektora MSP, co głównie wynikało z presji konkurencyjnej oraz poprawy warunków kapitałowych banków. Jednocześnie polityka wobec kredytów mieszkaniowych i dużych przedsiębiorstw pozostała bez większych zmian. **Popyt na kredyty ogółem wzrósł**, szczególnie w przypadku finansowania dla MSP i kredytów konsumpcyjnych, przy stabilnym popycie w segmencie mieszkaniowym. **W 1q25 banki przewidują dalsze łagodzenie polityki kredytowej w zakresie kredytów konsumpcyjnych oraz krótkoterminowych dla MSP**, co może pobudzać dalszy wzrost popytu. W przeciwieństwie do tego oczekiwane jest zaostrzenie warunków dla dużych przedsiębiorstw, co może wynikać z rosnącego ryzyka makroekonomicznego (m.in. opublikowany w ubiegłym tygodniu Szybki Monitoring wskazał na pogorszenie obsługi zadłużenia kredytowego firm). **Przewidywany jest także spadek zainteresowania kredytami mieszkaniowymi**, głównie z powodu pogorszenia sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych i zmiany struktury wydatków.
- EUR:** Indeks PMI dla przetwórstwa w styczniu wzrósł do 46,6 pkt. z 45,1 pkt. w grudniu, **osiągając najwyższy poziom od maja 2024**, choć sektor nadal pozostaje w recesji. Spadki produkcji i nowych zamówień były najwolniejsze od ośmiu miesięcy, a firmy wykazują największy optymizm od lutego 2022. **Oczekiwania dotyczące przyszłej produkcji poprawiają się mimo wyzwań**, takich jak **rosnące ceny surowców** (wzrost kosztów produkcji po raz pierwszy od sierpnia) oraz **perspektywa ceł USA na europejskie produkty**. Zmniejszenie skali obniżek cen przez producentów sugeruje stopniową poprawę równowagi popyt-podaż. **Mimo poprawy wskaźników, zatrudnienie w przemyśle strefy euro nadal spada** – styczeń był dwudziestym miesiącem z rzędu redukcji etatów. Firmy nadal zmniejszają zapasy, co może sugerować ostrożne podejście do przyszłej produkcji.
- GER:** Wskaźnik PMI w styczniu wzrósł do 45,0 pkt. z 42,5 pkt. w grudniu, **osiągając najwyższy poziom od maja 2024**, co wskazuje na spowolnienie tempa recesji. **Produkcja oraz nowe zamówienia spadały w najwolniejszym tempie od ośmiu miesięcy**, a eksport zmniejszał się najwolniej od maja. **Perspektywy na przyszłość są coraz bardziej optymistyczne** – indeks przyszłej produkcji osiągnął najwyższy poziom od lutego 2022, co wynika z oczekiwań na obniżki stóp procentowych i poprawę koniunktury po wyborach parlamentarnych. Mimo że konkurencja o zamówienia prowadzi do dalszego spadku cen, presja kosztowa słabnie, a ceny surowców stabilizują się. **Kluczową przeszkodą w ożywieniu pozostaje długotrwała redukcja zapasów**, wskazująca na strukturalny, a nie tylko cykliczny charakter obecnego kryzysu w niemieckim przemyśle.
- CEE:** Indeks PMI dla przetwórstwa w krajach EŚW w styczniu sygnalizuje pewne oznaki stabilizacji, choć nadal utrzymuje się poniżej granicy 50 pkt. W Czechach PMI wzrósł do 46,6 pkt., co było wynikiem łagodniejszego niż w grudniu spadku produkcji i zamówień, choć popyt eksportowy wciąż pozostaje słaby. Wskaźnik dla Węgier obniżył się do 49,8 pkt., po raz pierwszy

### Przewidywany przez banki popyt na kredyty



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

### Indeks PMI w przetwórstwie w EŚW



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

od października spadając poniżej 50 pkt (badanie jest jednak przeprowadzane przez inny podmiot i sukcesywnie odbiega w górę od wskazań dla innych państw regionu). Z kolei w Rumunii PMI spadł do 46,1 pkt., odnotowując najgłębszy dotąd spadek produkcji i zatrudnienia. Niepewność związana z polityką handlową USA wywiera presję na perspektywę eksportu i stabilności cen w całym regionie.

- **USA:** S.Collins (Fed Boston, członkini FOMC z prawem głosu) stwierdziła, że Rezerwa Federalna nie będzie początkowo uwzględniać wpływu ceł na ceny, o ile nie pojawią się wyraźne oznaki trwałej inflacji. Podkreśliła, że kluczowym czynnikiem pozostają dobrze zakotwiczone oczekiwania inflacyjne. Zauważyła również, że choć nowe taryfy mogą wpłynąć na poziom cen, ich dokładny efekt jest trudny do oszacowania. S.Collins zaznaczyła, że Fed powinien wykazywać cierpliwość w kształtowaniu polityki stóp procentowych i obecnie nie widzi pilnej potrzeby ich zmiany, choć w przyszłości nie można wykluczyć dalszych dostosowań. **A.Goolsbee (Chicago Fed, z prawem głosu) powiedział, że bank centralny powinien postępować ostrożniej w obniżaniu stóp procentowych** w obliczu rosnącej niepewności wprowadzonej przez administrację D.Trumpa. Przedstawiciel Fed zwrócił uwagę, że trudno odróżnić tymczasowy efekt eskalacji napięć geopolitycznych od przegrzania gospodarki, dlatego lepiej spowolnić tempo obniżek.
- **CHN:** Ministerstwo finansów poinformowało o nałożeniu 15% ceł na import węgla i skroplonego gazu ziemnego (LNG) z USA w odpowiedzi na 10% cła nałożone przez Waszyngton. Nowa taryfa wejdzie w życie 10 lutego.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 31 stycznia</b>						
CZE: Wzrost PKB (4q)	09:00	% r/r	1,4	1,6	--	1,6
GER: Inflacja HICP (sty., wst.)	14:00	% r/r	2,8	2,7	--	2,8
USA: Dochody Amerykanów (gru.)	14:30	% m/m	0,3	0,4	--	0,4
USA: Wydatki Amerykanów (gru.)	14:30	% m/m	0,4	0,5	--	0,7
USA: Deflator PCE (gru.)	14:30	% r/r	2,4	2,5	--	2,6
USA: Inflacja bazowa PCE (gru.)	14:30	% r/r	2,8	2,8	--	2,8
<b>Poniedziałek, 3 lutego</b>						
CHN: PMI w przetwórstwie (sty.)	2:45	pkt.	50,5	50,6	--	50,1
<b>POL: PMI w przetwórstwie (sty.)</b>	<b>9:00</b>	<b>pkt.</b>	<b>48,2</b>	<b>48,6</b>	<b>48,4</b>	<b>48,8</b>
EUR: PMI w przetwórstwie (sty., rew.)	10:00	pkt.	45,1	46,1	--	46,6
EUR: Inflacja HICP (sty., wst.)	11:00	% r/r	2,4	2,5	--	2,5
EUR: Inflacja bazowa (sty., wst.)	11:00	% r/r	2,7	2,6	--	2,7
USA: PMI w przetwórstwie (sty., rew.)	15:45	pkt.	49,4	50,1	--	51,2
USA: ISM w przetwórstwie (sty.)	16:00	pkt.	49,3	49,3	--	55,1
<b>Wtorek, 4 lutego</b>						
USA: Raport JOLTS (gru.)	16:00	mln	8,098	8,000	--	--
USA: Zamówienia fabryczne (gru.)	16:00	% m/m	-0,4	0,5	--	--
<b>Środa, 5 lutego</b>						
EUR: PMI w usługach (sty., rew.)	10:00	pkt.	51,6	51,4	--	--
EUR: Inflacja PPI (gru.)	11:00	% r/r	-1,2	0,2	--	--
USA: Raport ADP (sty.)	14:15	tys	122	153	--	--
USA: Bilans handlowy (gru.)	14:30	mld USD	-78,2	-80,4	--	--
<b>POL: Stopa referencyjna NBP (lut.)</b>	--	%	<b>5,75</b>	<b>5,75</b>	<b>5,75</b>	--
<b>Czwartek, 6 lutego</b>						
GER: Zamówienia fabryczne (gru.)	8:00	% m/m	-5,4	1,8	--	--
ROM: Sprzedaż detaliczna (gru.)	8:00	% r/r	9,2	--	--	--
HUN: Produkcja przemysłowa (gru.)	8:30	% r/r	-2,9	-3,0	--	--
CZE: Inflacja CPI (sty., wst.)	9:00	% r/r	3,0	2,8	--	--
UK: Posiedzenie BoE (lut.)	13:00	%	4,75	4,5	--	--
CZE: Posiedzenie banku centralnego (lut.)	14:30	%	4,0	3,75	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (lut.)	14:30	tys	207	--	--	--
<b>Piątek, 7 lutego</b>						
GER: Produkcja przemysłowa (gru.)	8:00	% m/m	1,5	-0,8	--	--
GER: Eksport (gru.)	8:00	% m/m	2,1	-0,5	--	--
GER: Import (gru.)	8:00	% m/m	-3,3	2,0	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (sty.)	14:30	tys	256	150	156	--
USA: Stopa bezrobocia (sty.)	14:30	%	4,1	4,1	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (sty.)	14:30	% r/r	3,9	3,8	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lut., wst.)	16:00	pkt.	71,1	72,0	--	--

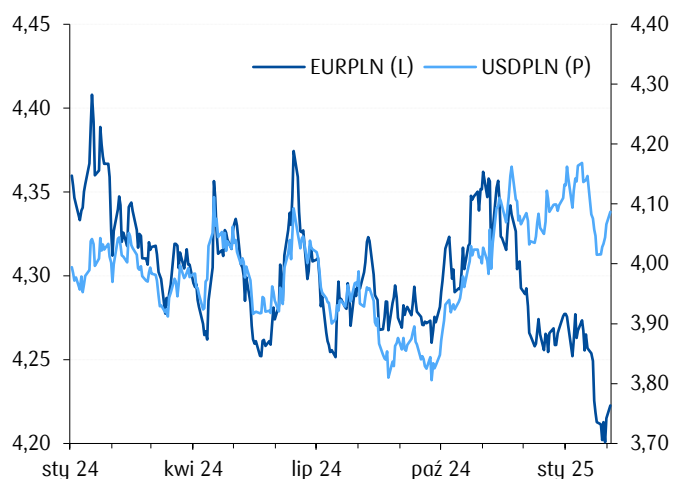
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

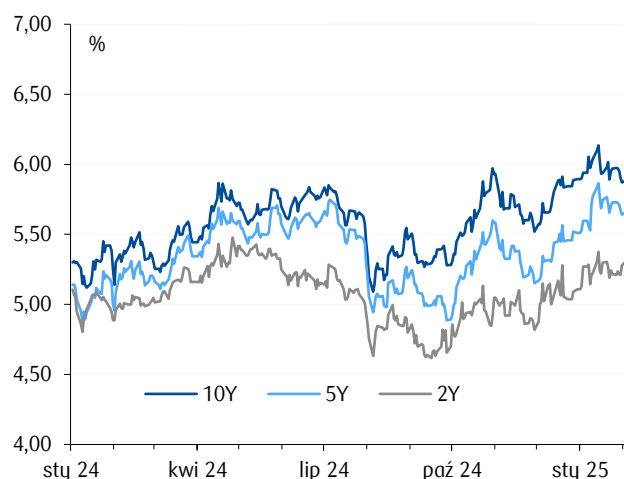
		Wartość 2025-02-03	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,2228	0,2	0,3	-0,7	-2,7	-8,0
	USDPLN	4,0940	1,0	2,1	0,1	1,2	0,0
	CHFPLN	4,4903	0,6	0,8	-0,7	-3,3	2,1
	GBPPLN	5,0876	1,0	1,4	-0,8	0,4	-7,3
	EURUSD	1,0315	-0,8	-1,8	-0,8	-3,8	-8,0
	EURCHF	0,9404	-0,4	-0,6	0,0	0,6	-9,9
	GBPUSD	1,2411	-0,1	-0,5	-0,8	-0,9	-7,5
	USDJPY	154,79	0,0	0,3	-1,7	4,0	34,3
	EURCZK	25,21	0,1	0,5	0,2	0,9	3,7
	EURHUF	408,50	0,2	-0,1	-1,8	5,6	14,8
<b>Obligacje</b>	PL2Y	5,31	3	10	4	30	161
	PL5Y	5,66	2	-7	7	44	155
	PL10Y	5,88	1	-9	-6	53	177
	DE2Y	2,04	-8	-21	-17	-59	257
	DE5Y	2,16	-8	-16	-11	-9	243
	DE10Y	2,39	-7	-12	-6	6	237
	US2Y	4,26	6	6	-1	-22	309
	US5Y	4,35	2	2	-7	23	273
	US10Y	4,54	-1	0	-9	37	275
<b>Akcje</b>	WIG	85 963,7	-1,6	0,5	5,5	8,8	27,5
	WIG20	2 390,4	-1,8	0,6	6,8	2,6	8,2
	S&P500	5 994,6	-0,8	-0,3	0,3	21,3	32,8
	NASDAQ100	21 297,6	-0,8	0,8	-1,2	20,9	42,6
	Shanghai Composite**	3 250,6	0,0	0,0	1,4	20,3	-3,3
	Nikkei**	38 785,2	-2,0	-2,0	-1,3	6,7	43,6
	DAX	21 428,2	-1,4	0,7	6,0	26,8	38,5
	VIX	18,13	4,5	3,0	4,3	20,9	-27,0
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	76,0	-1,0	-1,5	-0,4	-2,6	-16,7
	Ropa WTI	73,5	0,9	0,0	-1,1	0,4	-16,6
	Złoto	2819,6	0,3	2,9	6,9	39,6	56,9

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski. \*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

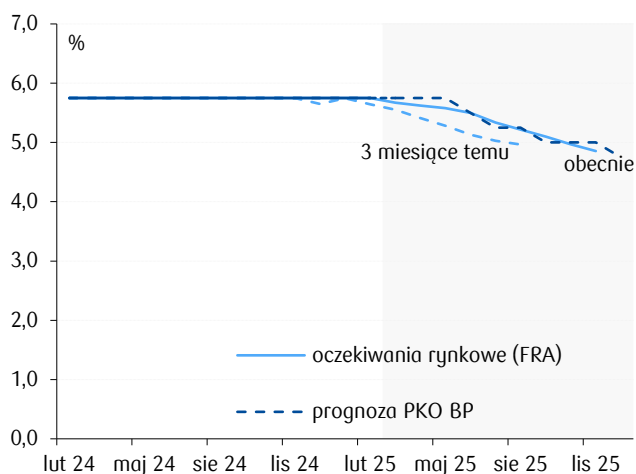
## Notowania złotego wobec głównych walut



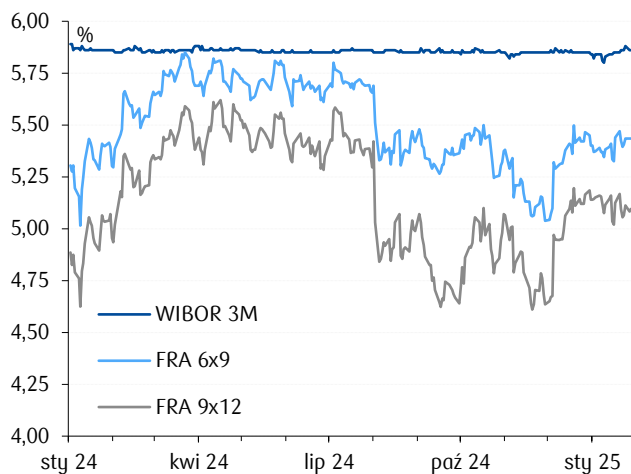
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



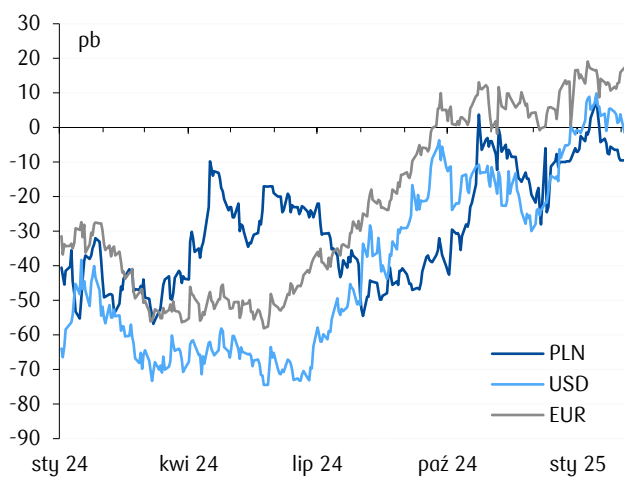
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs, oczekiwania rynkowe



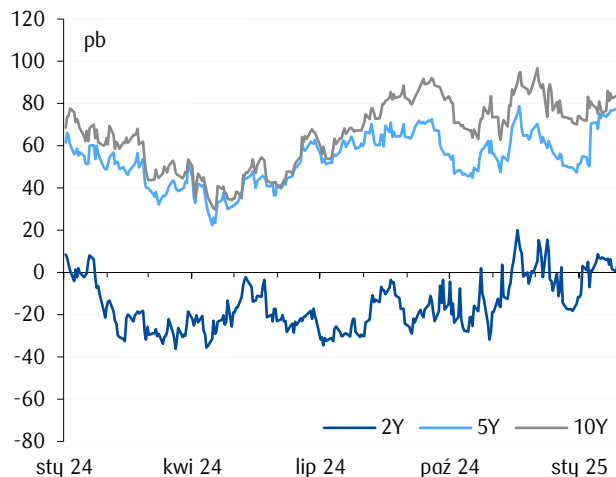
### Krótkoterminowe stopy procentowe



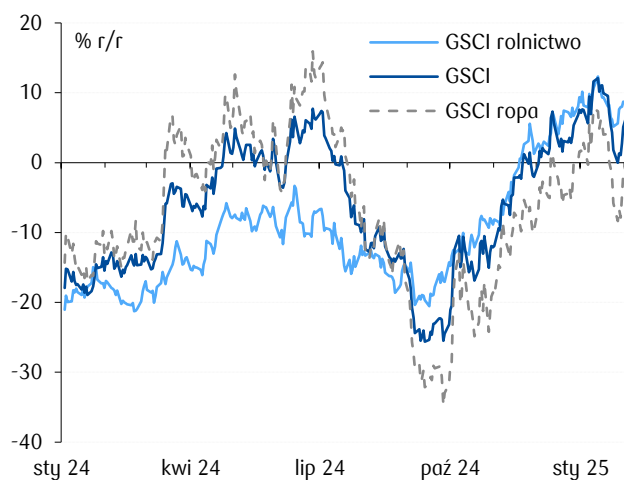
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



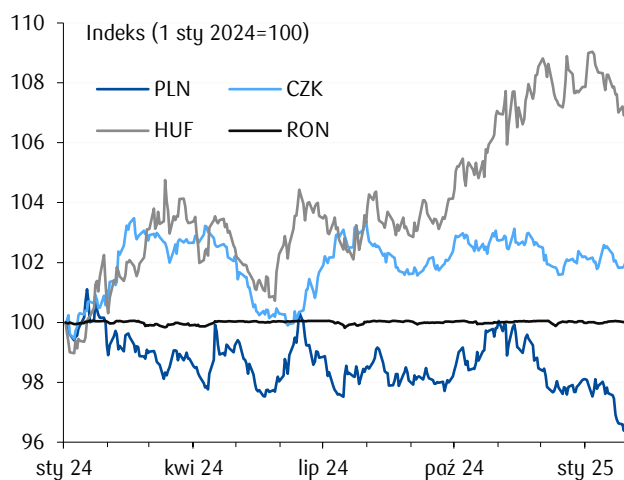
### Spread asset swap dla PLN



### Dynamika globalnych cen surowców w PLN



### Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, \*dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

## Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.  
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa  
tel: 22 521 80 84  
email: [analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista. Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl) 22 521 80 84

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl) 22 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	<a href="mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl">marta.petka-zagajewska@pkobp.pl</a>	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	<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
Anna Wojtyniak-Stefańska	<a href="mailto:anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl">anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl</a>	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:  
[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

Nasze analizy znajdziesz również na X/Twitterze oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:



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, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.