

## Decyzja NBP w otoczeniu globalnej niepewności

### W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Turbulentny tydzień na rynkach zakończył się podwyższoną zmiennością – giełdy w USA otworzyły się w piątek na solidnym minusie, jednak spadki zostały wymazane po doniesieniach o gotowości Rosji do tymczasowego wstrzymania ognia w Ukrainie. Euro kontynuowało umocnienie wobec dolara, a kurs EURUSD wzrósł powyżej 1,085. W porównaniu z wcześniejszymi sesjami zmienność notowań złotego była niewielka – EURPLN obniżył się do 4,17, a USDPLN do 3,84. Rentowności krajowych obligacji lekko spadły.
- Ostatnie tygodnie nauczyły nas, że bez względu na bieżący kalendarz makroekonomiczny, w centrum zainteresowania pozostają doniesienia z zakresu geopolityki (w tym negocjacje pokojowe pomiędzy Ukrainą i Rosją, z udziałem USA), i nasza uwaga w tym zakresie pozostaje wyostrzona. **W sferze danych, globalnie najistotniejsza w tym tygodniu będzie inflacja CPI z USA, lokalnie skupimy się na posiedzeniu RPP, w szczególności na marcowej projekcji inflacyjnej.**
- Konsensus spodziewa się, że w lutym inflacja w USA (śr.) obniżyła się jedynie marginalnie, do 2,9% r/r z 3,0% r/r w styczniu. Inflacja bazowa powinna spaść w tej samej skali, do 3,2% r/r z 3,3% r/r. Niewielki spadek powinien być jednak interpretowany w kontekście negatywnej niespodzianki ze stycznia, gdy inflacja wbrew oczekiwaniom wzrosła o 0,1pp, a jej impet wzrósł we wszystkich głównych kategoriach. Zgodny z oczekiwaniami wynik ma szansę wpisać się w oczekiwania na obniżki stóp w tym roku, które w ostatnich dniach się nasiliły, pomimo niezmiennie ostrożnej postawy członków FOMC. Publikacja danych inflacyjnych zostanie poprzedzona publikacją raportu JOLTS o liczbie wakatów w styczniu. Wbrew ostatnim słabym sygnałom z rynku pracy (ubiegłotygodniowe raporty ADP i Challenger) liczba wakatów w styczniu jeszcze nie będzie pod wpływem polityki D.Trumpa i E.Muska, a konsensus wskazuje na ich wzrost w porównaniu z poprzednim miesiącem. Niepewność związana z polityką gospodarczą D.Trumpa prawdopodobnie ponownie negatywnie przełoży się na marcowe nastroje konsumenckie według indeksu Uniwersytetu Michigan, który poznamy w piątek.

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO\_Research

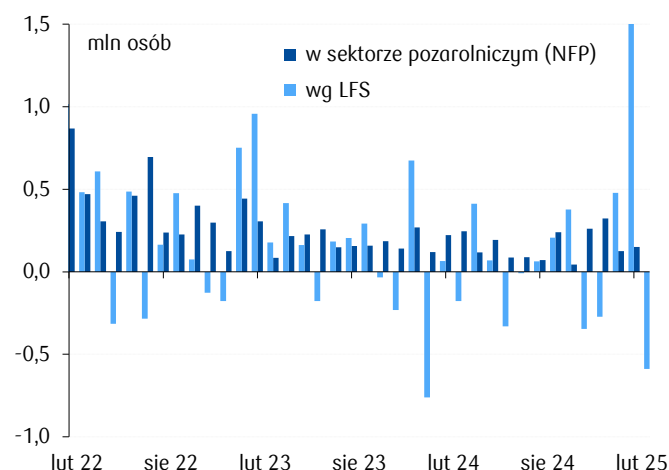
www.centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

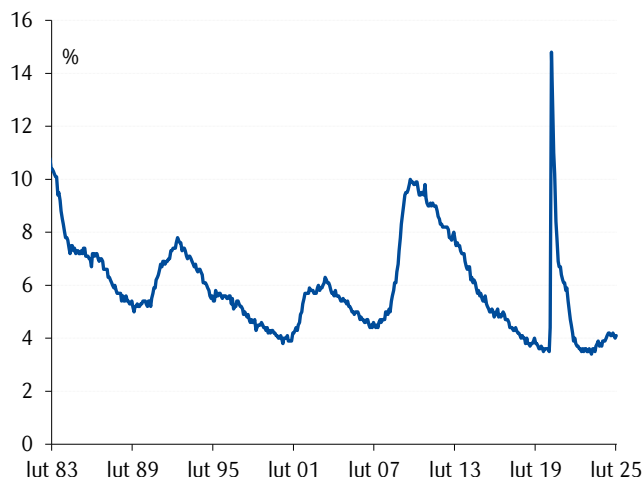
	Wartość 2025-03-07	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,1700	-0,1
USDPLN	3,8363	-0,6
CHFPLN	4,3656	0,3
GBPPLN	4,9773	-0,2
EURUSD	1,0870	0,5
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	5,31	-2
PL5Y	5,70	-2
PL10Y	6,01	0
DE10Y	2,84	-5
US10Y	4,32	2
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	93 611,8	0,2
DAX	23 008,9	-1,8
S&P500	5 770,2	0,6
Nikkej**	37 004,9	0,3
Shanghai Comp.**	3 356,4	-0,5
<b>Surowce:</b>		
Złoto	2916,24	0,1
Ropa Brent	70,36	1,3

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.

### Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w USA



### Stopa bezrobocia w USA



- **Regionalnie w centrum naszego zainteresowania znajdzie się posiedzenie RPP. Stopy procentowe najpewniej pozostaną na niezmiennym poziomie, a dużo istotniejsza niż sama decyzja będzie najnowsza projekcja inflacji i PKB, która – wg zapowiedzi członków RPP – może zdeterminować moment pierwszej obniżki stóp procentowych.** Kluczowe dla ścieżki inflacji będą założenia dotyczące kształtowania się cen energii, które – jak dotychczas zakładał NBP – miałyby wzrosnąć po ich odmrożeniu i spowodowałyby wysoki inflacji w 4q25. Przy braku decyzji rządu w zakresie kształtu rozwiązań energetycznych po wrześniu 2025 przyjmowane dotychczas przez NBP założenia najpewniej zostaną utrzymane. W zakresie odczytów inflacyjnych punkt startowy marcowej projekcji (4q24) był w zasadzie zgodny ze wskazaniami projekcji z listopada. Niższa niż zakładał NBP była natomiast dynamika wynagrodzeń w gospodarce narodowej, a jest to jeden z kluczowych czynników wymienianych przez RPP wśród źródeł ryzyka dla kształtowania się dynamiki cen. Korzystniejszy z punktu widzenia inflacji jest też najpewniej kurs złotego. Łącznie nie spodziewamy się, by nowa projekcja znacząco odbiegała w ścieżce inflacji od założeń z listopada (może być tylko nieznacznie niższa). To zbyt mało, by zmienić nastawienie RPP, w której większość członków wskazuje na przestrzeń do obniżek stóp najwcześniej w lipcu, a więc przy okazji publikacji kolejnego Raportu o Inflacji.
- **Koniec tygodnia przyniesie najważniejszą krajową publikację, czyli inflację CPI za luty, która zgodnie z konsensusem powinna być równa szacunkowi za styczeń (5,3%).** Dane styczniowe opierały się jednak na zeszłorocznych wagach koszyka konsumpcyjnego, a ich zaktualizowaną wersję poznamy przy okazji publikacji za luty. Standardowo wynik styczniowy podlegał niewielkim rewizjom po aktualizacji wag (rzędu 0,1-0,2pp, najczęściej w dół).
- Dane inflacyjne za luty napłyną również z regionu – dla Czech będzie to zrewidowany szacunek (wstępny wyniósł 2,7% r/r), w przypadku Węgier i Rumunii oczekujemy spadku dynamiki cen do odpowiednio 5,2% r/r i 4,5% r/r. Koniec tygodnia przyniesie zrewidowaną inflację z Niemiec.
- **Już dziś poznamy indeks nastrojów Sentix dla strefy euro, w przypadku którego oczekuje się kontynuacji poprawy, która w lutym była napędzana przede wszystkim nadziejami związanymi ze zmianą władzy w Niemczech.** Zapowiedzi F.Merza, wskazujące na chęć znaczącego zwiększenia wydatków na inwestycje infrastrukturalne i zbrojeniowe w największej gospodarce strefy euro, mogą podbijać nastroje również w marcu.

#### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **USA: Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym w lutym wzrosło o 151 tys. etatów (kons.: 158 tys.) wobec 125 tys. w styczniu.** Jest to drugi z rzędu miesiąc, kiedy odczyt był zgodny z konsensusem. Rewizje danych za dwa ostatnie miesiące nie miały większego znaczenia (łącznie -2 tys.). W dalszym ciągu w strukturze branżowej dominują wzrosty zatrudnienia w opiece zdrowotnej (+63 tys.). W lutym wzrosło również zatrudnienie w przetwórstwie – o 34 tys. W sektorze publicznym zatrudnienie wzrosło o 11 tys. etatów – spadkowi zatrudnienia w sektorze federalnym o 10 tys. osób towarzyszył wzrost w administracji stanowej i lokalnej o 21 tys. osób. Efekty działania DOGE oraz zwolnień w administracji federalnej nie są jeszcze widoczne w danych NFP, chociaż niedawny raport Challengeera przypisywał działaniom tej agencji zwolnienie ok. 60 tys. osób w pierwszy dwóch miesiącach roku. **Przeciętna płaca godzinowa wzrosła o 4,0% r/r, słabiej niż oczekiwał konsensus (4,1% r/r), co wynikało m.in. z rewizji danych historycznych.** Dynamika płac, po przejściowym przyspieszeniu w 2h24, wróciła do trendu hamującego. **Stopa bezrobocia wzrosła do 4,1% z 4,0% w styczniu,** przy czym skutek wzrostu liczby bezrobotnych o 203 tys. był maskowany przez spadek siły roboczej o 385 tys. Stopa bezrobocia pozostaje w wąskim

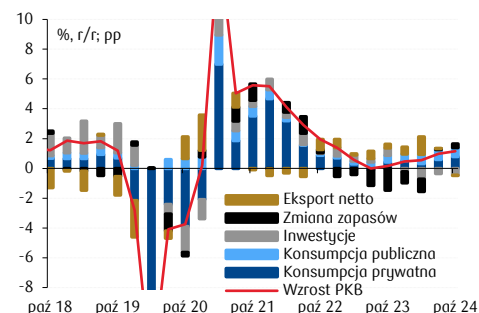
#### Dynamika przeciętnych płac godzinowych w USA



przedziale 4,0-4,2 od maja 2024. Wskaźnik zagrożenia recesją wg reguły Sahm kontynuuje spadek i oddala się od wartości krytycznej.

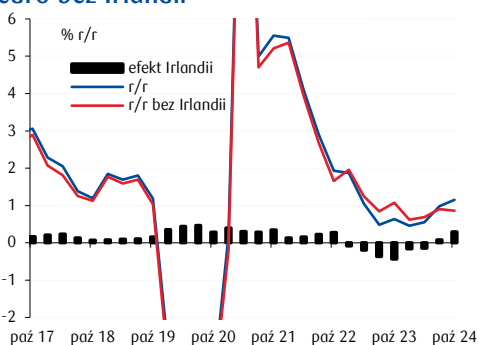
- **USA:** J.Powell ponownie powiedział, że Rezerwa Federalne nie musi się spieszyć z kolejnymi działaniami i jest dobrze przygotowana, aby „począkać na większą jasność”. Zaznaczył, że Biały Dom jest w trakcie wdrażania znaczących zmian politycznych w czterech odrębnych obszarach: handlu, imigracji, polityce fiskalnej i regulacjach. To właśnie efekt netto tych zmian politycznych będzie miał znaczenie dla gospodarki i dla ścieżki polityki pieniężnej. Szef Fed dodał, że polityka pieniężna nie jest na z góry ustalonym kursie.
- **USA:** A.Kugler (Zarząd Fed) powiedziała, że biorąc pod uwagę niedawny wzrost oczekiwań inflacyjnych i kluczowe kategorie inflacji, które nie wykazały postępu w kierunku 2-procentowego celu, **właściwe może być dalsze utrzymywanie stóp procentowych na obecnym poziomie przez pewien czas.**
- **EUR:** Wzrost PKB w strefie euro w 4q24 wyniósł 1,2% r/r i 0,2% q/q – wynika z kolejnego szacunku. To pozytywne zaskoczenie – wcześniejsze szacunki wskazywały na wzrost o 0,9% r/r i o 0,1% q/q. Łyżką dziegciu w tych danych są nadzwyczaj dobre wyniki dla Irlandii (wzrost PKB w 4q24 o 9,2% r/r i 3,6% q/q), które zaburzają gospodarczy obraz bloku ze względu na status raju podatkowego tego państwa. Po pominięciu Irlandii PKB w strefie euro w 4q24 wzrósł o 0,9% r/r, o tyle samo co w 3q24. Zatrudnienie w 4q24 wzrosło o 0,7% r/r oraz o 0,1% q/q. Dane wskazują na kontynuację trwającego od 1q22 hamowania tempa wzrostu zatrudnienia.
- **ROM:** PKB w 4q24 wzrósł o 0,8% q/q po spadku o 0,1% q/q w 3q24, a w ujęciu rocznym PKB wzrósł o 0,7% r/r wobec 1,2% r/r kwartał wcześniej. Po stronie podażowej najslabiej radziło sobie budownictwo, które obniżyło roczną dynamikę wzrostu w 4q24 o 0,7pp, a w dalszej kolejności działalność profesjonalna i techniczna (-0,3pp). Najsilniej wzrost podbijał natomiast handel (+0,5pp). Z kolei w ujęciu popytowym, najslabiej prezentowały się inwestycje, które obniżyły roczną dynamikę PKB o 3,3 pp oraz eksport netto (-2,8 pp). Głównym czynnikiem utrzymującym dynamikę PKB na plusie była konsumpcja prywatna (+4,0 pp). **Wzrost gospodarczy w całym 2024 został potwierdzony na poziomie 0,9%, co oznacza spowolnienie wobec 2,4% w 2023.**
- **ŚWIAT:** Światowe ceny żywności wg FAO w lutym wzrosły o 8,2% r/r (zarówno w ujęciu w USD jak i w PLN). Szybko rosną ceny olejów – o 29,1% r/r oraz nabiału – o 23,2% r/r, a w mniejszym stopniu również mięsa (4,8% r/r). Ceny cukru spadały o 15,8% r/r, a zbóż o 1,1% r/r. Wzrost światowych cen żywności jest czynnikiem wywierającym presję na przyspieszenie krajowej inflacji żywnościowej.
- **CHN:** Inflacja CPI w lutym obniżyła się do -0,7% r/r z +0,5% r/r w styczniu i była niższa od wszystkich prognoz z ankiety Bloomberga, których mediana wynosiła -0,4% r/r. Inflacja bazowa wyniosła -0,1% r/r wobec +0,6% r/r w styczniu. Pierwszy od 13 miesięcy spadek cen w ujęciu r/r był powiązany z efektem przesunięcia chińskiego nowego roku, jednak spadek cen w kategoriach bazowych wskazuje na słabość konsumpcji. Indeks PPI obniżył się w lutym o 2,2% r/r, nieco silniej od oczekiwań, po spadku o 2,3% r/r miesiąc wcześniej. **Ceny producentów spadają już od 29 miesięcy. Dane z Chin wskazują na pogłębienie tendencji deflacyjnych w gospodarce.**
- **POL:** Prezydent A.Duda złożył poprawkę do konstytucji zakładającą utrzymywanie wydatków na zbrojenia na poziomie 4% PKB.
- **POL:** Premier D.Tusk powiedział, że toczą się prace przygotowujące na **wielką skalę szkolenia wojskowe każdego dorosłego mężczyzny.** Rząd będzie się starał aby do końca tego roku mieć „gotowy model”.

## Dekompozycja wzrostu PKB w strefie euro



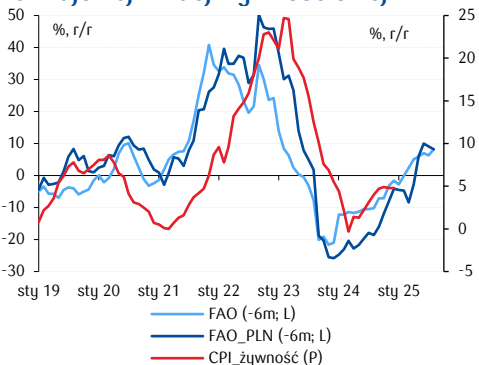
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

## Porównanie PKB strefy euro vs "strefa euro bez Irlandii"



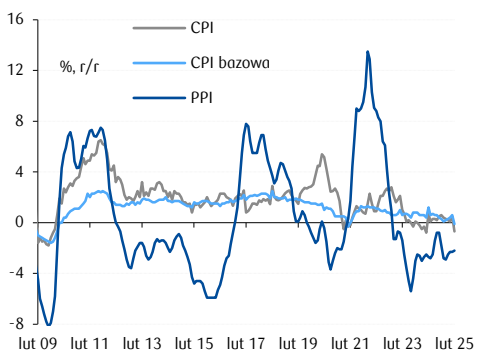
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

## Dynamika światowych cen żywności na tle krajowej inflacji żywnościowej



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

## Inflacja w Chinach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

- **USA-RUS-UKR:** D.Trump napisał, że rozważa wprowadzenie na dużą skalę sankcji (m.in. bankowych) i ceł na Rosję, dopóki nie zostanie osiągnięte zawieszenie broni i ostateczne porozumienie pokojowe. Z kolei według doniesień [Bloomberga](#) **W.Putin jest gotowy do dyskusji na temat tymczasowego rozejmu w Ukrainie**, pod warunkiem, że nastąpi postęp w rozmowach pokojowych. Źródła agencji wskazują, że oferta ta została przekazana podczas rozmów pokojowych w Arabii Saudyjskiej w zeszłym miesiącu. Z kolei według doniesień medialnych D.Trump dał do zrozumienia, że samo podpisanie umowy o partnerstwie w eksploatacji ukraińskich zasobów naturalnych nie wystarczy, by wznowić wsparcie wojskowe i wywiadowcze dla Ukrainy. Warunkiem mają być ustępstwa terytorialne względem Rosji oraz "jakiś ruch w kierunku wyborów" lub ustąpienie prezydenta Ukrainy W.Zełenskigo.
- **POL:** K.Pełczyńska Nałęcz potwierdziła, że **powstanie Fundusz Bezpieczeństwa i Obronności, który zostanie zasilony kwotą 30 mld PLN środków przekierowanych z KPO**. Środki z funduszu będą wykorzystywane na obronę cywilną, budowę schronów, badania, wsparcie spółek państwowych i polskich firm prywatnych, które się zajmują produkcją uzbrojenia.
- **ROM:** Krajowe biuro wyborcze poinformowało w niedzielę, że **unieważnia kandydaturę C.Georgescu w nadchodzących (4 i 18 maja) wyborach prezydenckich**, po otrzymaniu sprzeciwu, w którym zarzucono kandydatowi naruszenie przepisów przeciwko ekstremizmowi. Decyzja została podjęta pomimo ostrzeżeń administracji D.Trumpa, aby uszanować życzenia wyborców. C.Georgescu, który był faworytem do zwycięstwa, potępił posunięcie jako „tyranię”.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 7 marca</b>						
GER: Zamówienia fabryczne (sty.)	08:00	% m/m	5,9	-2,4	--	-7,0
EUR: Wzrost PKB (4q)	11:00	% r/r	0,9	0,9	--	0,9
EUR: Zatrudnienie (4q)	11:00	% r/r	1,0	0,6	--	0,7
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (lut.)	14:30	tys	125	158	184	151
USA: Przeciętna płaca godzinowa (lut.)	14:30	% r/r	3,9	4,2	--	4,0
USA: Stopa bezrobocia (lut.)	14:30	%	4,0	4,0	--	4,1
<b>Poniedziałek, 10 marca</b>						
GER: Produkcja przemysłowa (sty.)	8:00	% m/m	-2,4	1,5	--	--
GER: Produkcja przemysłowa (sty.)	8:00	% r/r	-3,1	-2,8	--	--
GER: Eksport (sty.)	8:00	% m/m	2,9	0,5	--	--
GER: Import (sty.)	8:00	% m/m	2,1	0,5	--	--
CZE: Stopa bezrobocia (lut.)	9:00	%	4,3	4,3	--	--
EUR: Indeks Sentix (mar.)	10:30	pkt.	-12,7	-9,3	--	--
<b>Wtorek, 11 marca</b>						
HUN: Inflacja CPI (lut.)	8:30	% r/r	5,5	5,3	5,2	--
CZE: Inflacja CPI (lut., rew.)	9:00	% r/r	2,8	2,7	2,7	--
USA: Raport JOLTS (sty.)	15:00	mln	7,600	7,665	--	--
<b>Środa, 12 marca</b>						
ROM: Saldo handlowe (sty.)	8:00	mld RON	-3,34	--	--	--
CZE: Produkcja przemysłowa (sty.)	9:00	% r/r	-3,0	-1,3	--	--
USA: Inflacja CPI (lut.)	13:30	% r/r	3,0	2,9	2,8	--
USA: Inflacja bazowa (lut.)	13:30	% r/r	3,3	3,2	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP (mar.)	--	%	5,75	5,75	5,75	--
<b>Czwartek, 13 marca</b>						
ROM: Inflacja CPI (lut.)	8:00	% r/r	5,0	4,8	4,5	--
ROM: Produkcja przemysłowa (sty.)	8:00	% r/r	-3,4	0,7	--	--
EUR: Produkcja przemysłowa (sty.)	11:00	% r/r	-2,0	-0,8	--	--
USA: Inflacja PPI (lut.)	13:30	% r/r	3,5	3,2	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (lut.)	13:30	tys.	221	227	--	--
<b>Piątek, 14 marca</b>						
ROM: Wynagrodzenie (sty.)	8:00	% r/r	11,1	--	--	--
GER: Inflacja CPI (lut., rew.)	8:00	% r/r	2,3	2,3	--	--
GER: Inflacja HICP (lut., rew.)	8:00	% r/r	2,8	2,8	--	--
POL: Inflacja CPI (lut.)	10:00	% r/r	5,3	5,3	5,3	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (mar., wst.)	15:00	pkt.	64,7	63,5	--	--

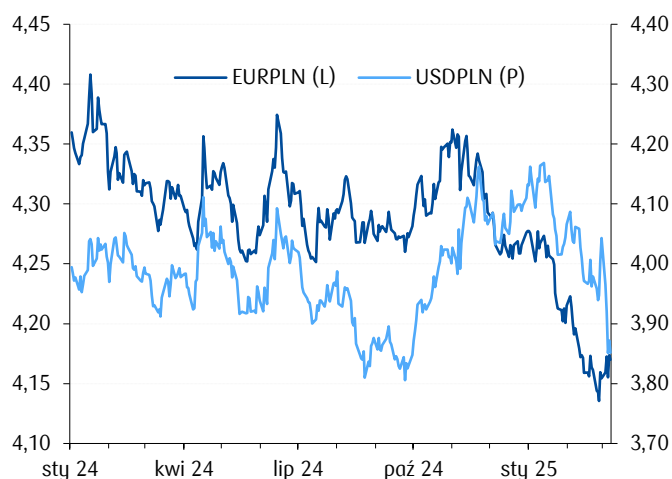
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

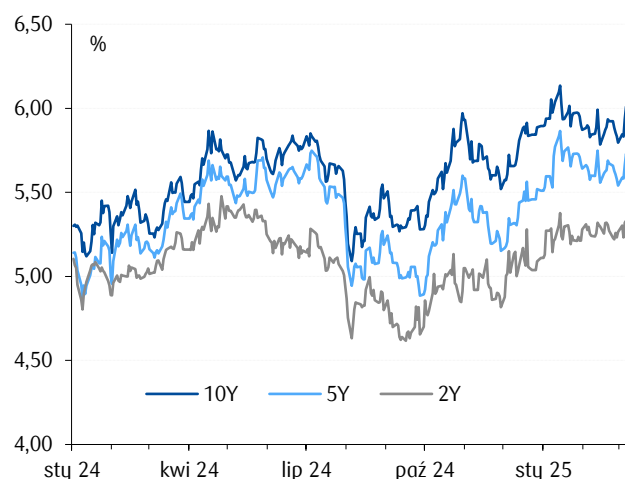
		Wartość	Δ (% , pb)*				
		2025-03-07	Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,1700	-0,1	0,4	-0,6	-3,0	-13,8
	USDPLN	3,8363	-0,6	-4,0	-5,4	-2,2	-13,4
	CHFPLN	4,3656	0,3	-1,4	-2,1	-2,5	-9,4
	GBPPLN	4,9773	-0,2	-2,1	-1,3	-1,5	-15,9
	EURUSD	1,0870	0,5	4,5	5,1	-0,8	-0,5
	EURCHF	0,9553	-0,3	1,8	1,5	-0,4	-4,8
	GBPUSD	1,2924	0,3	2,6	4,1	0,3	-2,2
	USDJPY	147,49	-0,5	-2,1	-2,6	0,3	28,5
	EURCZK	24,93	-0,4	-0,6	-0,7	-1,6	-2,9
	EURHUF	398,23	-0,3	-0,4	-1,9	1,1	3,3
<b>Obligacje</b>	PL2Y	5,31	-2	5	7	22	98
	PL5Y	5,70	-2	16	11	57	114
	PL10Y	6,01	0	21	17	73	163
	DE2Y	2,25	-3	23	19	-49	303
	DE5Y	2,51	-6	38	35	23	292
	DE10Y	2,84	-5	45	46	57	294
	US2Y	4,00	3	2	-28	-48	251
	US5Y	4,09	2	8	-25	3	246
	US10Y	4,32	2	12	-17	23	259
<b>Akcje</b>	WIG	93 611,8	0,2	1,8	5,0	16,7	60,3
	WIG20	2 642,6	0,1	2,4	6,2	12,4	37,7
	S&P500	5 770,2	0,6	-3,1	-4,2	12,6	33,3
	NASDAQ100	20 201,4	0,7	-3,3	-6,0	12,1	46,0
	Shanghai Composite**	3 356,4	-0,5	1,1	1,6	10,2	-2,6
	Nikkei**	37 004,9	0,3	-0,4	-4,6	-6,8	42,4
	DAX	23 008,9	-1,8	2,0	5,6	29,2	75,7
	VIX	20,79	-4,6	10,4	15,8	30,4	-31,4
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	70,4	1,3	-3,9	-5,8	-14,3	-40,4
	Ropa WTI	67,3	1,0	-3,8	-5,7	-14,8	-41,8
	Złoto	2916,2	0,1	2,3	1,6	34,2	48,7

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

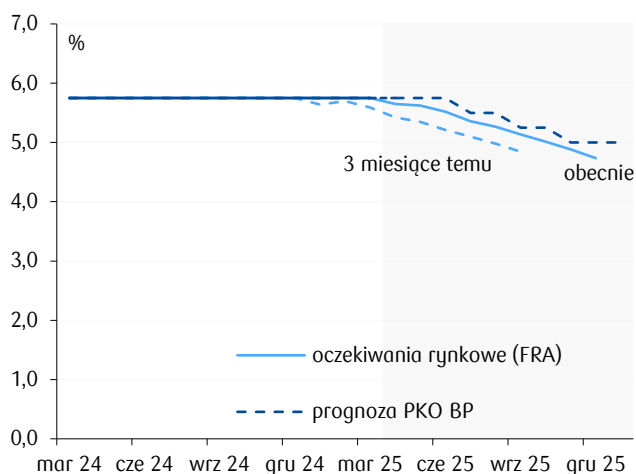
## Notowania złotego wobec głównych walut



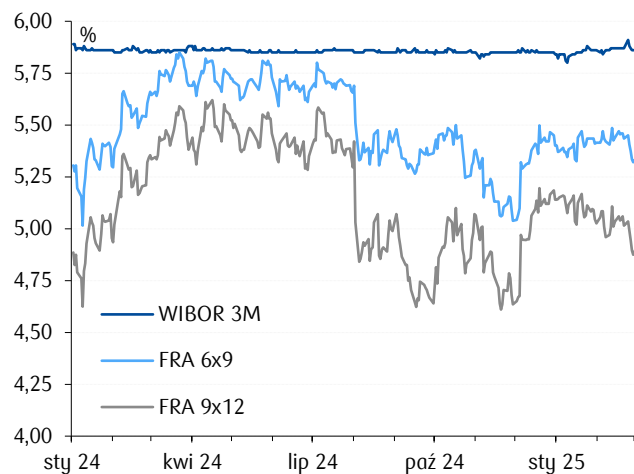
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



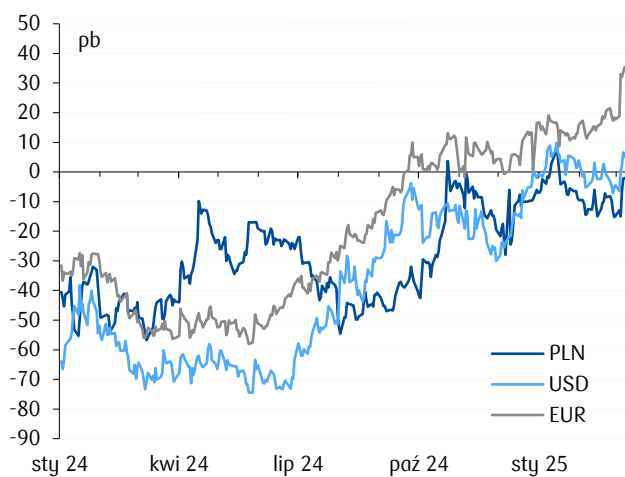
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



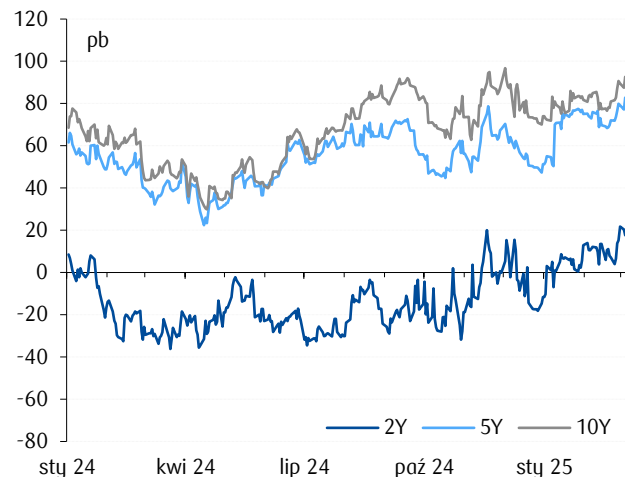
### Krótkoterminowe stopy procentowe



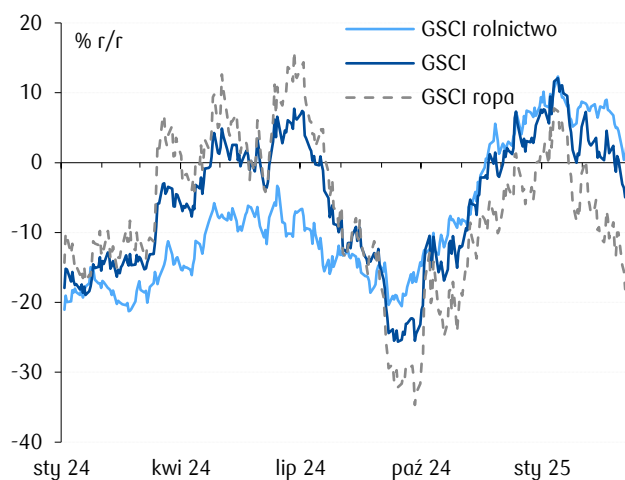
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



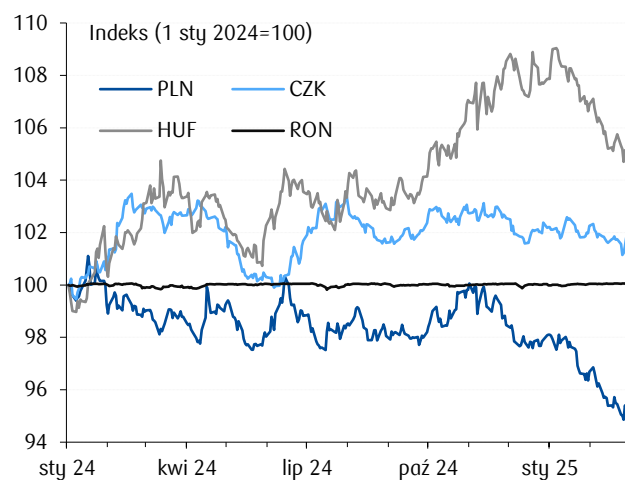
### Spread asset swap dla PLN



### 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.