

## Dziś patrzemy na Warszawę i Frankfurt

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczoraj na amerykańskich rynkach finansowych obserwowaliśmy nieznaczne wzrosty indeksów akcyjnych oraz spadki rentowności obligacji, m.in. za sprawą słabszego od oczekiwań raportu ISM dla usług i raportu ADP z rynku pracy. Dolar osłabił się względem euro. Na krajowym rynku obserwowaliśmy przejściowe osłabienie PLN wobec EUR (do 4,28) i umocnienie wobec USD (do 3,74). Rentowności krajowych obligacji nieznacznie spadły, śladem rynków bazowych.
- Dziś nasza uwaga będzie musiała podzielić się na Warszawę (konferencja prasowa Prezesa NBP) i Frankfurt (decyzja EBC).
- Zakładamy, że EBC ponownie obniży stopy procentowe o 25pb, w tym stopę depozytową do 2,00%. Ostatnie dane, w tym głębszy od oczekiwań spadek inflacji w maju (poniżej celu inflacyjnego), tylko utwierdziły nas w tym przekonaniu. W komunikacie i wystąpieniu Prezes Ch.Lagarde kluczowe będą zapowiedzi dotyczące dalszych ruchów – dotychczasowe wypowiedzi sygnalizowały, że przestrzeń do kolejnych obniżek stóp kurczy się, ale nadal istnieje. Poznamy również nowe projekcje PKB i inflacji – spodziewamy się w nich zmian ewolucyjnych, a nie rewolucyjnych. W tle będą dziś kwietniowe dane o inflacji PPI w strefie euro oraz o zamówieniach fabrycznych z Niemiec.
- Z USA napłyną nieco mniej istotne dane – pełny bilans handlowy (towary i usługi) za kwiecień oraz cotygodniowy raport o bezrobociu.
- W Polsce najistotniejsza będzie konferencja prasowa Prezesa NBP A.Głapińskiego, na której być może poznamy dalsze perspektywy dla polityki pieniężnej po tym, jak wczorajszy komunikat RPP o braku zmian jej parametrów był (tradycyjnie) oszczędny w nowe informacje. Ponadto Komitet Stały Rady Ministrów zajmie się wskaźnikami makro do projektu budżetu na 2026 oraz propozycją średniorocznych wskaźników wzrostu wynagrodzeń w państwowej sferze budżetowej w 2026.

### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian, ze stopą referencyjną równą 5,25%. Decyzja była zgodna z oczekiwaniami.

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO\_Research

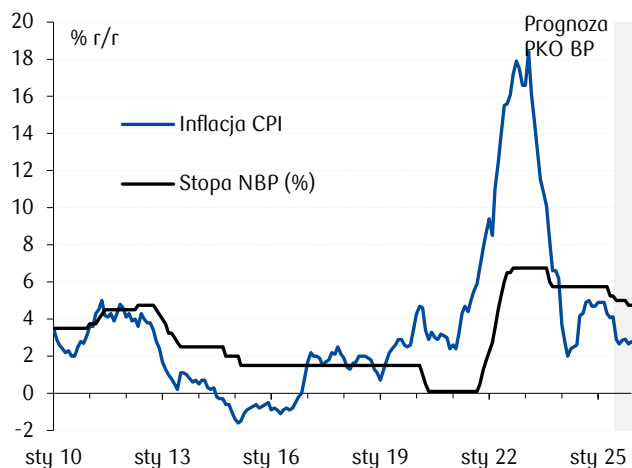
www.centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-06-04	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,2788	0,0
USDPLN	3,7423	-0,3
CHFPLN	4,5736	0,3
GBPPLN	5,0771	-0,1
EURUSD	1,1434	0,4
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	4,49	-1
PL5Y	5,00	-5
PL10Y	5,53	-1
DE10Y	2,52	2
US10Y	4,36	-10
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	101 380,5	1,4
DAX	24 276,5	0,8
S&P500	5 970,8	0,0
Nikkei**	37 558,2	0,3
Shanghai Comp.**	3 378,8	0,5
<b>Surowce:</b>		
Złoto	3372,82	0,7
Ropa Brent	64,86	-1,2

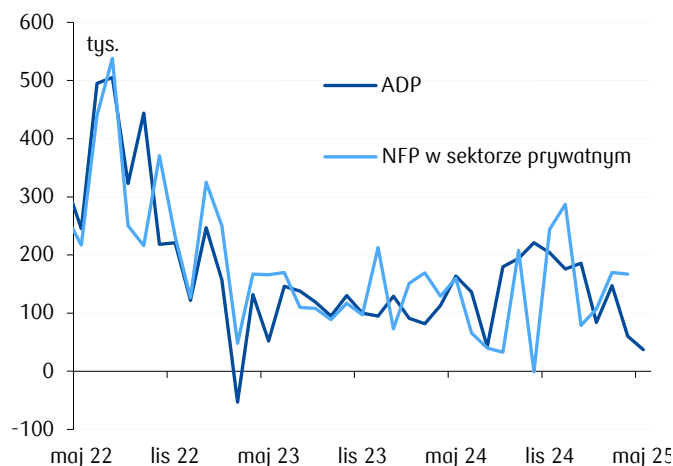
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.  
\*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych  
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności  
obligacji. \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

### Stopa referencyjna NBP na tle inflacji CPI w Polsce



Źródło: NBP, Macrobond, PKO Bank Polski.

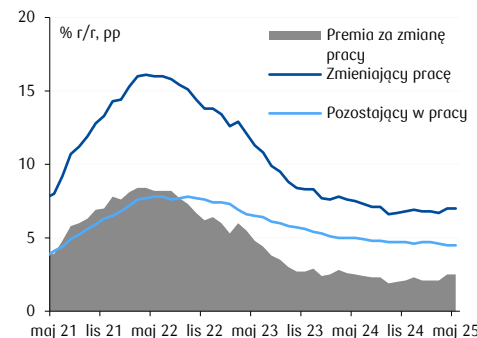
### Zmiana zatrudnienia w USA w sektorze prywatnym



Członkowie RPP sugerowali wcześniej, że po majowym dostosowaniu (obniżka o 50pb) wskazana będzie przerwa, a wznowienie obniżek mogłoby nastąpić najwcześniej w lipcu. Więcej w Makro Flashu: „[Spokojny czerwiec w polityce pieniężnej](#)”.

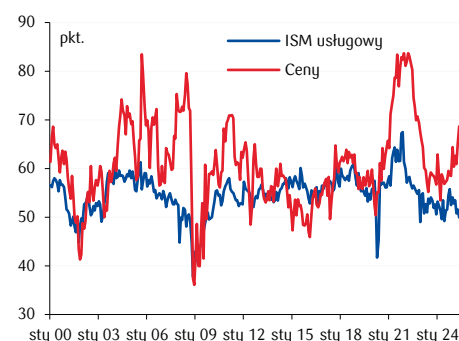
- **USA: Zatrudnienie w sektorze prywatnym w USA wg ADP w maju wzrosło o 37 tys., słabiej od oczekiwań (kons.: 110 tys.) po wzroście o 60 tys. w kwietniu.** Od kilku miesięcy ADP sygnalizuje słabszą zmianę zatrudnienia w sektorze prywatnym niż oficjalne dane NFP (por. wykres na marginesie; warto pamiętać, że dane mają inną metodykę). Dynamika płac osób zmieniających pracę pozostała na poziomie 7% r/r, a osób pozostających w tym samym miejscu pracy 4,5% r/r.
- **USA: Wskaźnik PMI dla usług w maju wzrósł do 53,7 pkt. wobec 50,8 pkt. w kwietniu, wyżej niż sugerował odczyt flash (52,3 pkt.).** Firmy wskazywały na poprawę perspektyw. Narastające zaległości w zleceniach wynikały z opóźnień w dostawach (efekt ceł), co doprowadziło również do najwyższej od prawie dwóch lat inflacji kosztowej. Wzrost kosztów był przenoszony na klientów przez najwyższy od 2022 wzrost cen sprzedaży. Optymizm firm wynika m.in. z decyzji o częściowym wstrzymaniu ceł, choć warto pamiętać, że poprawa nastąpiła po słabym kwietniu, a indeks nadal jest poniżej 54,4 pkt. odnotowanych w marcu.
- **USA: Wskaźnik ISM dla usług w maju spadł do 49,9 pkt. z 51,6 pkt. w kwietniu, mimo oczekiwania niewielkiego wzrostu (kons.: 52,0 pkt.).** Wskaźnik aktywności biznesowej obniżył się do 50 pkt. z 53,7 pkt. w kwietniu. Znacząco spadł też wskaźnik nowych zamówień – do 46,4 pkt. z 52,3 pkt. w kwietniu. Wzrósł natomiast wskaźnik cen (kosztów), do 68,7 pkt. z 65,1 pkt. w kwietniu, czyli do najwyższego poziomu od końca 2022. Zróznicowane tendencje (wzrost PMI i spadek ISM usługowego) mogą wynikać z różnic metodycznych – w próbie ISM w mniejszym stopniu uwzględnione są mniejsze firmy, w badaniu PMI firmy pytane są o koniunkturę w USA, a w ISM nie ma takiej restrykcyj. ISM uwzględnia wszystkie branże pozaprzemysłowe, co zwiększa jego wrażliwość na zmiany cen surowców.
- **EUR: Wskaźnik usługowy PMI w maju obniżył się do 49,7 pkt. z 50,1 pkt. w kwietniu, co oznacza zdecydowanie mniejszy spadek niż sugerował odczyt flash (48,9 pkt.).** Mimo lepszego od oczekiwań odczytu indeks i tak jest najniższy od 6 miesięcy, a także poniżej neutralnego poziomu 50 pkt. Również wskaźnik zbiorczy (*composite*) w maju okazał się być lepszy od oczekiwań – zamiast spadku do 49,5 pkt. spadł do 50,2 pkt. wobec 50,4 pkt. w kwietniu. To wskazuje, że dane, które napłynęły po 20 maja (nieuwzględnione we *flashu*) były zdecydowanie lepsze niż te, które napłynęły wcześniej (a były uwzględnione we *flashu*). W obecnej rundzie badanie przeprowadzono w dniach 12-27 maja. W ujęciu geograficznym za poprawę w ostatecznych danych odpowiadały przede wszystkim Włochy i Francja przy słabszym ostatecznym wyniku w Hiszpanii i Niemczech.
- **CZE: Inflacja CPI w maju wzrosła do 2,4% r/r (kons.: 2,0% r/r) wobec 1,8% r/r w kwietniu.** Źródłem niespodzianki były ceny żywności, alkoholu i tytoniu, które wzrosły o 1,3% m/m (4,8% r/r) po spadku w kwietniu o 0,6% m/m (przy rocznej dynamice równej 3,3% r/r). Zawirowania związane z cenami żywności, tj. mocny spadek w kwietniu i analogiczny wzrost w maju, mogą wg nas wynikać z promocji związanych ze świętami wielkanocnymi (w 2024 w marcu, w 2025 w kwietniu). Tym samym nie traktujemy wzrostu inflacji CPI w maju jako tak niepokojącego, jak wynikałoby na pierwszy rzut oka. **Niemniej, inflacja bazowa (bez żywności, alkoholu, tytoniu i energii) w maju wzrosła do 3,2% r/r z 2,9% w kwietniu, wracając do poziomu z lutego.** Relatywnie mocno, o 0,5% m/m, wzrosły ceny usług, skutkując przyspieszeniem inflacji usługowej do 4,9% r/r z 4,7% r/r w kwietniu, najwyższej od grudnia 2024. **Z perspektywy polityki pieniężnej dane wspierają**

## Dynamika roczna wynagrodzeń w USA w sektorze prywatnym w podziale na zmieniających i pozostających w pracy



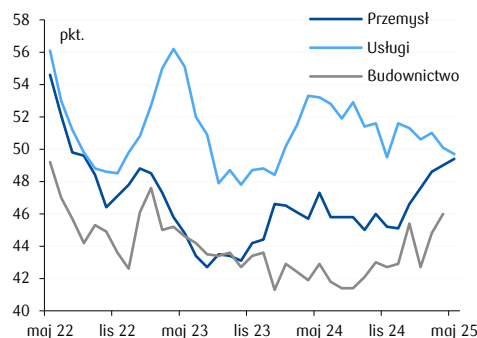
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

## Wskaźnik ISM dla usług w USA



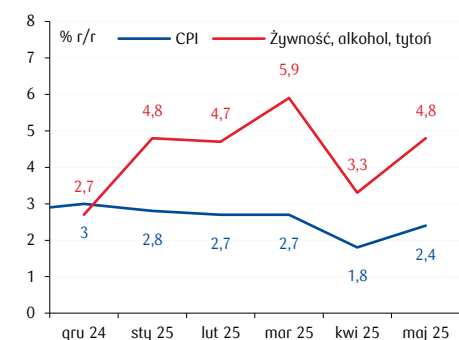
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

## Wskaźniki PMI w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

## Dynamika roczna inflacji CPI i inflacji żywności, alkoholu i tytoniu w Czechach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

**ostrożne podejście CNB**, utwierdzą wg nas Zarząd Banku w utrzymaniu stóp bez zmian na najbliższym posiedzeniu w czerwcu i wpisują się w naszą prognozę zakładającą jeszcze tylko jedną obniżkę stóp CNB w tym roku – w sierpniu o 25pb, do 3,25%. Niewykluczone jest jednak, że CNB nie zdecyduje się na ten ruch i zakończy cykl na obecnym poziomie, 3,50%.

- **POL:** Według trzech głównych agencji ratingowych zwycięstwo wyborcze K.Nawrockiego pogłębia impas polityczny, ogranicza możliwości wdrażania reform i konsolidacji fiskalnej. **Agencja S&P Global oceniła, że przedłużający się impas polityczny w Polsce sprawia, że szanse na reformy fiskalne są niskie**, a w miarę zbliżania się wyborów parlamentarnych w 2027 **apetyt na mocniejszą konsolidację fiskalną może być ograniczony**. Według agencji realizacja reform będzie stanowić wyzwanie nie tylko ze względu na prezydenckie prawo weta. S&P prognozuje, że dług publiczny w relacji do PKB w latach 2024-28 wzrośnie o prawie 10pp, przy znacznym udziale inwestycji obronnych, a deficyt fiskalny do 2028 prawdopodobnie nie spadnie poniżej 3% PKB. **Agencja Moody's podziela te obawy**, dodając, że rządząca koalicja może w coraz większym stopniu wykorzystywać środki fiskalne do utrzymania poparcia, **co może opóźnić konsolidację fiskalną**. Podobne stanowisko zajęła agencja Fitch, która uznała wynik wyborów za wyzwanie dla reform gospodarczych i działań wspierających konsolidację fiskalną. Fitch oczekuje, że dług publiczny w 2026 wzrośnie do 61,6% PKB, a w 2028 ustabilizuje się na poziomie ok. 64% PKB. Agencja wskazała też, że osłabiana wiara w zdolność rządu do przeprowadzenia konsolidacji fiskalnej stanowi **negatywne ryzyko dla ratingu Polski** („A-” z perspektywą stabilną).
- **EUR:** Komisja Europejska poinformowała, że Bułgaria spełniła kryteria konwergencji i może wstąpić do strefy euro od stycznia 2026 jako 21. gospodarka. Od początku powstania strefy euro w 1999 lew bułgarski jest sztywno powiązany z euro po kursie 1,956.
- **EUR:** Komisja Europejska planuje wszcząć procedurę nadmiernego deficytu (EDP) wobec Austrii. Deficyt budżetowy w 2024 wyniósł 4,7% PKB. KE wezwała także Rumunię do pilnej redukcji wysokiego deficytu (9,3% PKB w 2024) i zasygnalizowała „oczywiste ryzyko”, że Rumunia nie będzie w stanie obniżyć deficytu poniżej 3% PKB przed 2030. Obecnie EDP objętych jest osiem państw UE, w tym Polska.
- **CHN:** Indeks Caixin PMI w usługach w maju wzrósł do 51,1 pkt. z 50,7 pkt. w kwietniu, nieznacznie powyżej oczekiwań (kons.: 51,0 pkt.). Jednocześnie zbiorczy indeks PMI (composite) obniżył się do 49,6 pkt. z 51,1 pkt. miesiąc wcześniej.
- **DNK:** Premier M.Frederiksen ogłosiła, że Dania opuszcza tzw. „klub skąpców/oszczędnych”, czyli grupy państw UE sprzeciwiających się zwiększaniu wielkości budżetu UE. Do klubu należą, poza Danią, Holandia, Szwecja i Austria, a głównym powodem jest niechęć do płacenia większych składek (państwa te są płatnikami netto w UE). Premier uzasadniła decyzję koniecznością dokonywania większych wydatków w związku z zagrożeniem dla Europy płynącym z Rosji oraz w obliczu amerykańskich roszczeń wobec pozostającej pod kontrolą Danii Grenlandii.
- **USA:** N.Kashkari (Minneapolis Fed) powiedział, że Fed jest w dobrym miejscu, aby wstrzymać się z dostosowaniem stóp procentowych dopóki nie zobaczy jak (nowa) polityka celna wpływa na gospodarkę. Dodał, że niektóre przedsiębiorstwa rozważają zwolnienia pracowników, a rynek pracy już się osłabił.
- **ŚWIAT:** Państwa NATO przygotowują się do mającego się odbyć w 24-25 czerwca szczytu NATO w Hadze. Podczas szczytu mają zostać zaprezentowane konkretne plany sojuszu co do zwiększania zdolności odstraszania Rosji, w tym m.in. uwzględnienia żądań D.Trumpa odnośnie do

zwiększenia przez państwa NATO wydatków militarnych do 5% PKB. SzeF NATO M.Rutte zaprosił Ukrainę i prezydenta W.Zełęńskiego do uczestnictwa w szczycie, aczkolwiek bez udziału w sesji plenarnej (by nie antagonizować D.Trumpa). Według doniesień Bloomberg **USA zamierzają odmówić udzielenia ochrony powietrznej dla ewentualnych sił pokojowych wystanych na Ukrainę** po zawarciu pokoju.

- **EUR/USA:** M.Sefcovic (komisarz ds. handlu UE) poinformował po spotkaniu z przedstawicielem USA ds. handlu J.Greer'em, że rozmowy idą w „dobrym kierunku”, choć podwyższenie amerykańskich ceł na stal i aluminium do 50% nie jest czynnikiem sprzyjającym.
- **USA: Z Beżowej Księgi Fed** wynika, że **aktywność gospodarcza pogorszyła się nieco od publikacji poprzedniego raportu (koniec kwietnia)**. We wszystkich 12 dystryktach Rezerwy Federalnej zaobserwowano wzrost niepewności. Wydatki konsumentów malują niejednoznaczny obraz – w większości dystryktów zmniejszyły się lub pozostały bez zmian, jednak w niektórych wzrosły wydatki na produkty, których ceny były zależne od ceł. Oczekiwania co do przyszłości pozostają lekko pesymistyczne i niepewne – bez zmiany względem poprzedniej edycji beżowej księgi.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 30 maja</b>						
POL: Inflacja CPI (maj, wst.)	10:00	% r/r	4,3	4,3	4,2	4,1
GER: Inflacja CPI (maj, wst.)	14:00	% r/r	2,1	2,1	--	2,1
USA: Dochody Amerykanów (kwi.)	14:30	% m/m	0,7	0,3	--	0,8
USA: Wydatki Amerykanów (kwi.)	14:30	% m/m	0,7	0,2	--	0,2
USA: Deflator PCE (kwi.)	14:30	% r/r	2,3	2,2	--	2,1
USA: Inflacja bazowa PCE (kwi.)	14:30	% r/r	2,7	2,5	--	2,5
USA: Bilans handlowy (kwi.)	14:30	mld USD	-162	-140	--	-88
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (maj, rew.)	16:00	pkt.	52,2	50,8	--	52,2
<b>Poniedziałek, 2 czerwca</b>						
POL: PMI w przetwórstwie (maj)	9:00	pkt.	50,2	50,4	50,3	47,1
GER: PMI w przetwórstwie (maj, rew.)	9:55	pkt.	48,4	48,8	--	48,3
POL: Wzrost PKB (1q)	10:00	% r/r	3,4	3,2	3,2	3,2
EUR: PMI w przetwórstwie (maj, rew.)	10:00	pkt.	49,0	48,4	--	49,4
USA: PMI w przetwórstwie (maj, rew.)	15:45	pkt.	50,2	52,3	--	52,0
USA: ISM w przetwórstwie (maj)	16:00	pkt.	48,7	49,2	--	48,5
<b>Wtorek, 3 czerwca</b>						
CHN: PMI w przetwórstwie (maj)	3:45	pkt.	50,4	50,8	--	48,3
EUR: Inflacja HICP (maj, wst.)	11:00	% r/r	2,2	2,0	--	1,9
EUR: Inflacja bazowa (maj, wst.)	11:00	% r/r	2,7	2,4	--	2,3
USA: Zamówienia fabryczne (kwi.)	16:00	% m/m	3,4	-3,1	--	-3,7
USA: Raport JOLTS (kwi.)	16:00	mln	7,200	7,100	--	7,391
<b>Środa, 4 czerwca</b>						
CZE: Inflacja CPI (maj, wst.)	9:00	% r/r	1,8	2,0	--	2,4
EUR: PMI w usługach (maj, rew.)	10:00	pkt.	50,1	48,9	--	49,7
USA: Raport ADP (maj)	14:15	tys.	60	110	--	37
POL: Stopa referencyjna NBP (.)	--	%	5,25	5,25	5,25	5,25
<b>Czwartek, 5 czerwca</b>						
GER: Zamówienia w przemyśle (kwi.)	8:00	% r/r	3,8	2,4	--	--
EUR: Inflacja PPI (kwi.)	11:00	% r/r	1,9	1,2	--	--
EUR: Stopa depozytowa EBC (.)	14:15	%	2,25	2,00	2,00	--
USA: Bilans handlowy (kwi.)	14:30	mld USD	-140,5	-117,3	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys.	240	235	--	--
<b>Piątek, 6 czerwca</b>						
GER: Produkcja przemysłowa (kwi.)	8:00	% r/r	-0,2	-1,0	--	--
GER: Eksport (kwi.)	8:00	% m/m	1,1	-0,8	--	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (kwi.)	11:00	% r/r	1,5	1,6	--	--
EUR: Wzrost PKB (1q)	11:00	% r/r	0,9	1,2	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (maj)	14:30	tys.	177	130	153	--
USA: Stopa bezrobocia (maj)	14:30	%	4,2	4,2	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (maj)	14:30	% r/r	3,8	3,6	--	--

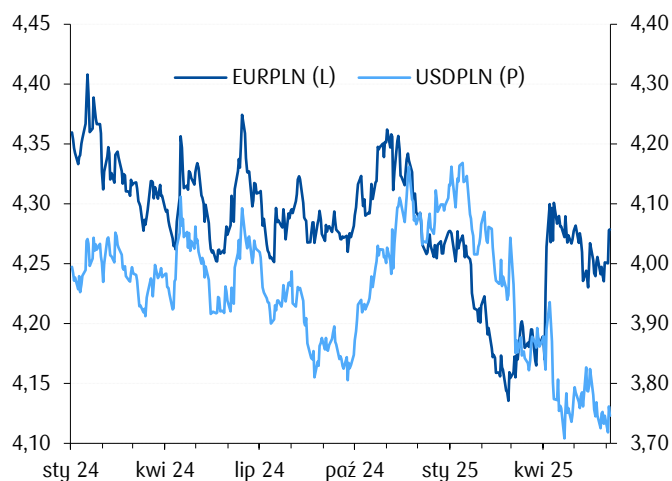
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

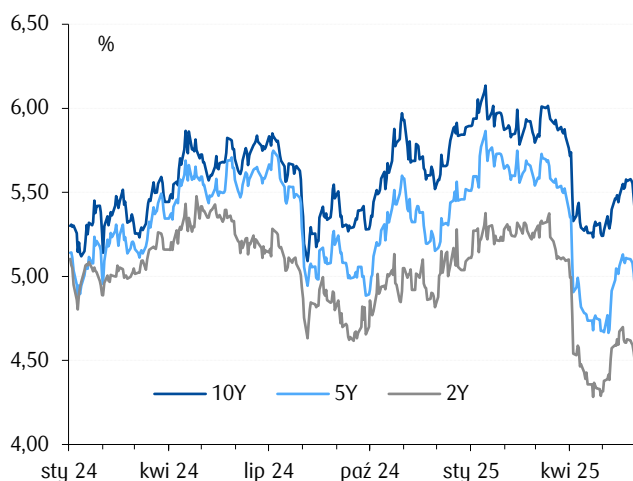
		Wartość 2025-06-04	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,2788	0,0	0,9	0,2	-0,4	-6,8
	USDPLN	3,7423	-0,3	-0,3	-0,4	-5,4	-13,1
	CHFPLN	4,5736	0,3	0,7	-0,1	3,4	2,4
	GBPPLN	5,0771	-0,1	0,5	1,1	0,5	-5,7
	EURUSD	1,1434	0,4	1,2	0,6	5,2	7,2
	EURCHF	0,9356	-0,3	0,2	0,3	-3,8	-9,0
	GBPUSD	1,3578	0,4	0,8	1,6	6,4	8,7
	USDJPY	143,14	-0,4	-1,2	-0,1	-8,4	10,2
	EURCZK	24,82	-0,3	-0,4	-0,3	0,8	0,3
	EURHUF	403,30	-0,2	0,0	-0,3	3,1	1,8
<b>Obligacje</b>	PL2Y	4,49	-1	-10	11	-65	-219
	PL5Y	5,00	-5	-8	31	-47	-186
	PL10Y	5,53	-1	-3	24	-8	-98
	DE2Y	1,79	1	-1	7	-118	126
	DE5Y	2,09	3	-1	7	-46	120
	DE10Y	2,52	2	-2	5	3	134
	US2Y	3,87	-9	-12	9	-85	121
	US5Y	3,93	-10	-14	6	-37	99
	US10Y	4,36	-10	-12	8	8	143
<b>Akcje</b>	WIG	101 380,5	1,4	-2,4	1,0	18,8	77,8
	WIG20	2 769,3	1,4	-2,4	0,8	13,2	51,9
	S&P500	5 970,8	0,0	1,4	6,0	11,5	45,6
	NASDAQ100	21 721,9	0,3	1,9	9,3	14,1	73,1
	Shanghai Composite**	3 378,8	0,5	1,2	1,1	10,2	6,2
	Nikkei**	37 558,7	0,3	-0,4	2,1	-2,4	36,8
	DAX	24 276,5	0,8	1,0	5,0	30,7	69,3
	VIX	20,50	-0,4	2,9	-10,7	42,4	-25,7
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	64,9	-1,2	-0,1	6,1	-17,3	-44,2
	Ropa WTI	63,6	-0,8	1,6	7,0	-15,3	-44,8
	Złoto	3372,8	0,7	2,2	-0,4	43,4	82,9

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

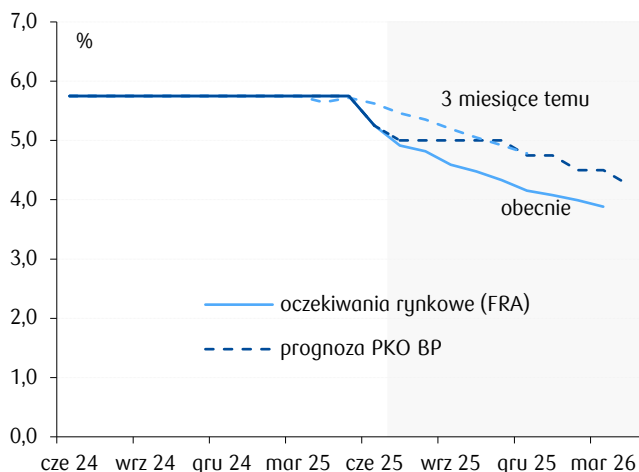
## Notowania złotego wobec głównych walut



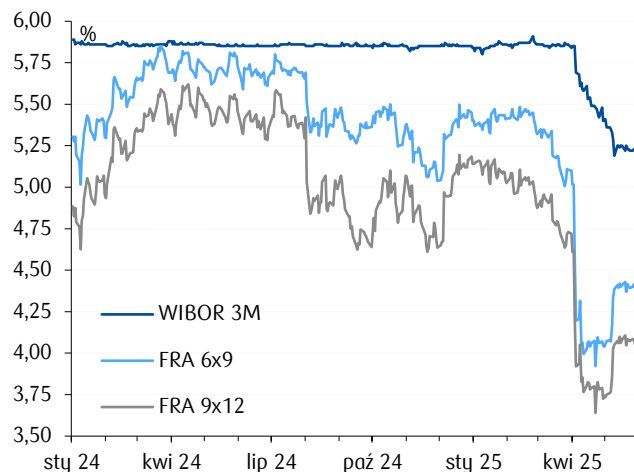
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



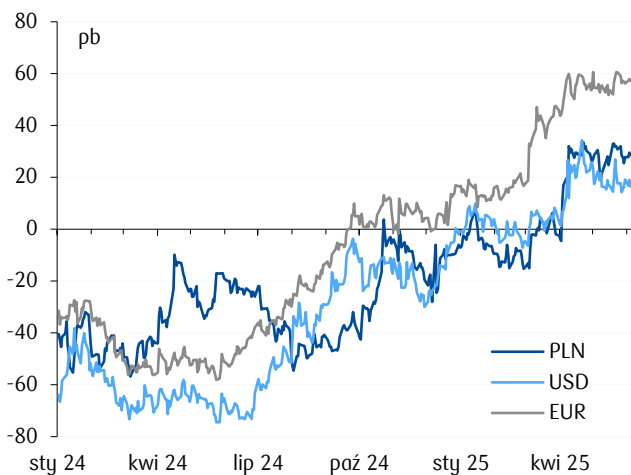
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



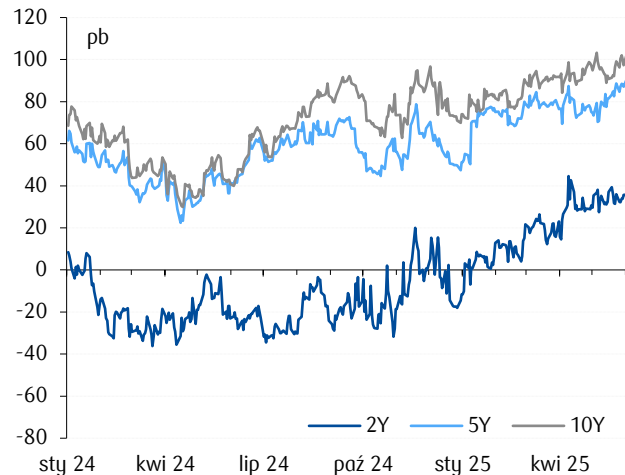
### Krótkoterminowe stopy procentowe



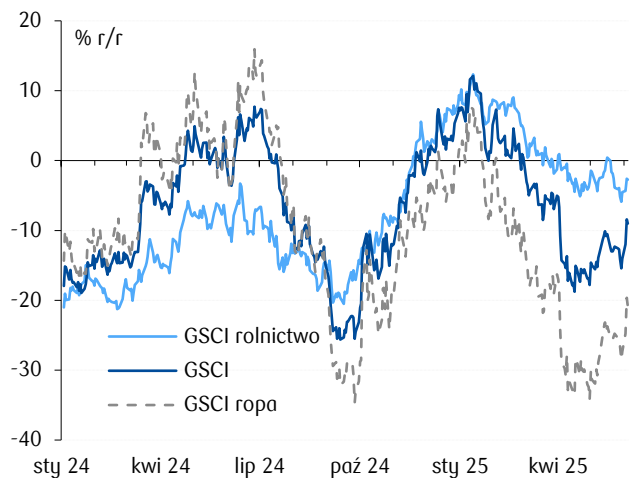
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



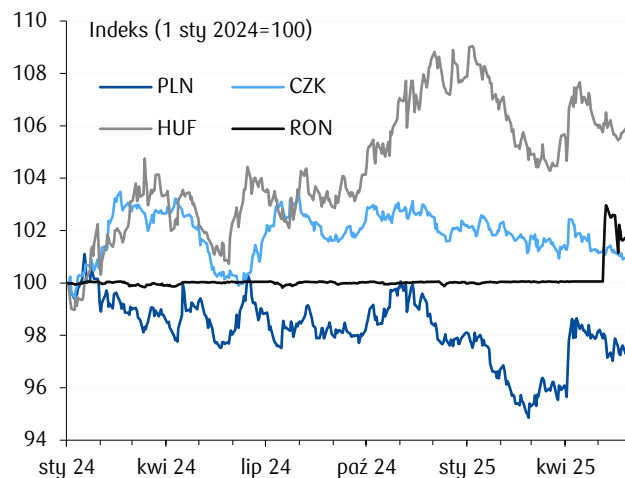
### Spread asset swap dla PLN



### 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.