Dziennik Ekonomiczny

Analizy Makroekonomiczne

28 lipca 2025

Bank Polski | Centrum Analiz

Jest handlowy pakt USA-UE!

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Na Wall Street tydzień zakończył się w spokojnych nastrojach, a indeksy utrzymywały się blisko historycznych maksimów. Inwestorzy zajmowali się analizami wyników finansowych amerykańskich spółek. Po wyważonym spotkaniu D.Trumpa z J.Powellem oraz w atmosferze narastającego optymizmu wokół negocjacji handlowych pomiędzy USA a UE, dolar umocnił się, czemu towarzyszył wzrost rentowności obligacji. Na rynku krajowym złoty zyskał wobec euro, osiągając poziom 4,25, natomiast względem dolara pozostał stabilny, w pobliżu 3,62. Rentowności polskich obligacji obniżyły się na krótkim końcu. Osiągnięte w weekend porozumienie handlowe USA-EU zaowocowało rano wzrostem kontraktów na europejskie i amerykańskie indeksy. Na rynku walutowym (EURUSD) jak na razie zmienność jest ograniczona.
- **Globalnie najistotniejsze w tym tygodniu będą decyzja Rezerwy Federalnej o stopach procentowych w USA, a także finalizacja porozumień handlowych przed 1 sierpnia, kiedy mają wejść w życie nowe stawki celne.** W centrum uwagi znajdą się też wstępne dane nt. **wzrostu PKB w 2q25 w USA i strefie euro**. Poza tym czekają nas **dane z amerykańskiego rynku pracy** oraz szereg odczytów inflacyjnych – **amerykański deflator PCE, wstępna inflacja HICP w Europie i odczyt flash inflacji CPI w Polsce**.
- Najważniejsze wydarzenia makro będą koncentrować się w środku tygodnia. **W środę wieczorem poznamy decyzję Fed w zakresie stóp procentowych, które najpewniej pozostaną bez zmian**. Rynek wycenia szansę na obniżkę o 25pb na zaledwie kilka procent. Na ostatnim posiedzeniu członkowie FOMC oceniali, że dane makroekonomiczne uzasadniałyby poluzowanie polityki monetarnej, jednak taki ruch blokuje wysoka niepewność związana z kształtowaniem się polityki handlowej USA. Napływające w ostatnich dniach wypowiedzi przedstawicieli Fed sygnalizowały preferencję w kierunku stabilizacji stóp w lipcu. Jednocześnie Fed pozostaje pod presją ze strony D.Trumpa, który zdecydował się na odwiedzenie siedziby Fed, co było pierwszą taką wizytą Prezydenta od blisko dwóch dekad. Nie spodziewamy się jednak, aby miała ona wpływ na najbliższą decyzję. Naszym zdaniem dopiero we wrześniu perspektywy handlowe rozjaśnią się na tyle, by wraz

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

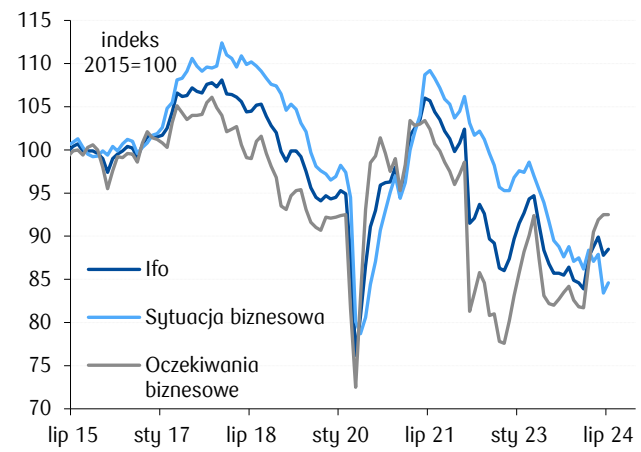
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

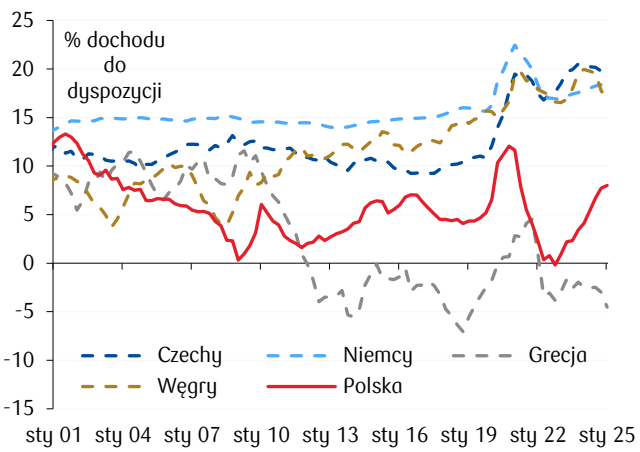
	Wartość 2025-07-25	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2498	-0,1
USDPLN	3,6229	0,2
CHFPLN	4,5476	0,0
GBPPLN	4,8606	-0,7
EURUSD	1,1731	-0,3
Obligacje:		
PL2Y	4,31	-7
PL5Y	4,93	4
PL10Y	5,50	1
DE10Y	2,72	2
US10Y	4,38	-3
Indeksy akcyjne:		
WIG	108 552,8	-0,1
DAX	24 217,5	-0,3
S&P500	6 388,6	0,4
Nikkei**	41 032,3	-1,0
Shanghai Comp.**	3 595,1	0,0
Surowce:		
Złoto	3332,37	-1,2
Ropa Brent	68,44	-1,1

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.

Indeks Ifo dla Niemiec



Stopa oszczędności gospodarstw domowych



Źródło: Macrobond, Eurostat, PKO Bank Polski.

z kolejną projekcją zapewnić komfort członkom FOMC do obniżenia stóp procentowych.

- **W piątek wejdą w życie wyższe stawki celne dla partnerów handlowych USA, z którymi nie udało się osiągnąć porozumienia.** Ubiegły tydzień przyniósł zawarcie porozumienia z Japonią (stawka 15% vs 24% ogłoszone w „dniu wyzwolenia") oraz z UE (stawka 15%). Dziś i jutro toczyć się będzie kolejna runda negocjacji USA-Chiny, których celem jest co najmniej przedłużenie handlowego „zawieszenia broni" między stronami, które wygasa 12 sierpnia.
- **Szacunek dynamiki PKB za 2q25 w USA (śr.) powinien pokazać wyraźną poprawę i wzrost o 2,4% q/q saar** wobec spadku o 0,5% q/q saar w 1q25. Źródłem dużo lepszego wyniku niż na początku roku będzie normalizacja importu, którego gwałtowny wzrost (budowanie zapasów przed wyższymi cłami) osłabiało wynik za 1q. **Druga strona medalu, tj. znaczący wzrost eksportu, wspierał wynik gospodarki strefy euro w 1q25, w konsekwencji tu w 2q25 powinniśmy zobaczyć spowolnienie wzrostu gospodarczego.**
- We wtorek zaczną napływać **dane z amerykańskiego rynku pracy** (raport JOLTS, wt., raport ADP, śr., raport NFP, pt.). Wstępny szacunek PMI pokazał kontynuację wzrostu zatrudnienia w przemyśle, na przyrost zatrudnienia w twardych danych w szerszej gospodarce wskazuje też konsensus.
- **Deflator PCE za czerwiec zostanie opublikowany tuż po posiedzeniu Fed (czw.), co nie zmniejsza jego znaczenia** – istotne będzie na ile dane pokażą przełożenie zaostrzonej polityki celnej na ceny konsumenta. Konsensus zakłada wzrost wskaźnika do 2,5% r/r z 2,3% r/r w maju. Mniej emocji wzbudza najpewniej dane inflacyjne ze strefy euro, które pokażą dynamikę cen spójną z celem EBC.
- **W przypadku danych krajowych spodziewamy się spadku inflacji CPI poniżej 3% r/r (czw.),** który będzie wspierany efektem bazy na cenach energii (ze względu na częściowe ich odmrożenie rok wcześniej). Źródła niepewności dla wyniku dostrzegamy w kształtowaniu się cen ciepła systemowego. **Ciekawie zapowiada się publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa (pt.)** – wynik za czerwiec zaskoczył negatywnie. Indeksy PMI w Europie okazały się lepsze od oczekiwań, a koncentracja polskiego wskaźnika na firmach eksportujących daje nadzieję na poprawę, choć jej skala będzie najpewniej umiarkowana.
- **Oprócz Fed o stopach procentowych decydować będzie Bank Japonii (czw.).** Zawarte porozumienie handlowe z USA może przyspieszyć perspektywę kolejnej podwyżki stóp procentowych, choć naszym zdaniem nie nastąpi ona na najbliższym posiedzeniu.
- Warte uwagi będą również dane o koniunkturze gospodarczej ESI oraz wstępne szacunki PKB za 2q25 w Czechach i Węgrzech, które poznamy we wtorek.

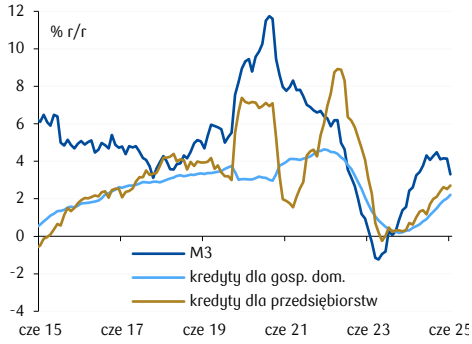
PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- UE-USA: **D.Trump poinformował, że USA osiągnęły porozumienie handlowe z UE. W jego ramach na większość importowanych do USA z UE towarów od 1 sierpnia obowiązywać będzie cło 15%** (wobec 10% obecnie i 30% ogłoszonych w lipcu). Według strony europejskiej umowa ma objąć także wyroby przemysłu farmaceutycznego, samochodowego i półprzewodniki. Dla niektórych towarów, m.in. samolotów, niektórych chemikaliów, leków generycznych i produktów rolnych we wzajemnej wymianie handlowej ma obowiązywać cło 0%. W zamian UE ma zakupić od USA wart setki miliardów sprzęt wojskowy, nośniki energii (łącznie za 750 mld USD, sprecyzowano że chodzi o zakupy warte 250 mld USD rocznie w horyzoncie najbliższych 3 lat) i zainwestować w USA dodatkowe 600 mld USD. D.Trump powiedział, że umowa nie dotyczy stali i aluminium (tu obowiązuje stawka 50%), chociaż U. von der Leyen stwierdziła, że cła na metale zostaną obniżone przy zastosowaniu systemu kwotowego. Według D.Trumpa osiągnięte

porozumienie jest największą umową w historii USA zawartą z UE. U.von der Leyen podkreśliła, że umowa zagwarantuje stabilność i przewidywalność.

- GER: **Indeks Ifo,** obrazujący nastroje przedsiębiorców, **w lipcu wzrósł do 88,6 pkt** z 88,4 pkt miesiąc wcześniej, słabiej niż oczekiwano, jednak jest to **najwyższy poziom od zeszłego lata**. Najsilniej wzrósł subindeks oczekiwań, co wskazuje na **rosnący optymizm**, napędzany głównie zapowiedzianymi **bodźcami fiskalnymi oraz poprawiającą się sytuacją w przemyśle**. Choć popyt pozostaje słaby, firmy patrzą z nadzieją na działania nowego rządu, który wdraża reformy. Inicjatywa "Made for Germany", deklarująca 631 mld EUR inwestycji w trzy lata (chociaż tylko 100 mld to nowe środki), wzmacnia pozytywny klimat w biznesie. Sektorowo istotną poprawę wykazało przetwórstwo (choć nadal dominuje w nim pesymizm), a lekkie pogorszenie sektor usług (pozostając po „dodatniej" stronie). Mimo że **fundamenty odbicia są nadal niepewne**, a zagrożenia, takie jak napięcia handlowe czy mocniejsze euro pozostają realne, to wzrost indeksu Ifo pokazuje, że **sektor przedsiębiorstw zaczyna wierzyć w ożywienie gospodarcze**. Ten pozytywny zwrot potwierdzają także inne wskaźniki, m.in. PMI.
- EUR: **W czerwcu dynamika podaży pieniądza M3 w strefie euro spadła do 3,3%** r/r z 3,9% r/r w maju, głównie z powodu wolniejszego wzrostu składników M1 i wyhamowania depozytów, co jest efektem niższych stóp procentowych. Segment M1 rósł w tempie 4,6% r/r względem 5,1% r/r miesiąc wcześniej. Dynamika kredytów dla sektora prywatnego przyspieszyła – dla gospodarstw domowych do 2,2% r/r z 2,0% r/r, a dla przedsiębiorstw niefinansowych do 2,7% r/r z 2,5% r/r. Rosnąca dynamika kredytów świadczy o poprawie aktywności gospodarczej w strefie euro.
- POL: **Minister M.Motyka** (Ministerstwo Energii) powiedział, że jeśli Prezydent zawetuje nowelizację ustawy wiatrakowej, zawierającej przedłużenie **zamrożenia cen prądu na 4q25, rząd może zgłosić tę propozycję jako osobny projekt ustawy.**
- USA: D.Trump zapowiedział, że w najbliższych dniach wystosuje około 200 dodatkowych listów z jednostronnym ustaleniem stawek celnych dla innych partnerów handlowych. Podkreślił, że Kanada raczej nie uniknie nowych ceł, a negocjacje z Chinami w Sztokholmie mają szansę na sukces. Pochwalił również Australię za zniesienie ograniczeń na import amerykańskiej wołowiny, widząc w tym dowód na otwartość do współpracy.
- EUR: **Członkowie Rady EBC w swoich wypowiedziach po lipcowym posiedzeniu podkreślają wartość „cierpliwego podejścia" w obliczu niepewności związanej z polityką handlową i kursem euro. F.Villeroy de Galhau** (EBC, Bank Francji) stwierdził, że **inflacja w strefie euro pozostaje pod kontrolą**, a ewentualne podwyżki ceł w USA nie powinny na nią znacząco wpłynąć. Podkreślił, że zarówno inflacja, jak i dynamika płac są stabilne, a niepewność co do skali amerykańskich ceł nie zmienia tej oceny. **M.Kazaks** (EBC i Bank Łotwy) stwierdził, że **nie ma obecnie przekonujących powodów do dalszego obniżania stóp procentowych**, chyba że gospodarka dozna poważnego wstrząsu, ponieważ inflacja utrzymuje się na poziomie 2%, a sytuacja gospodarcza jest zgodna z prognozami banku. W jego ocenie nadszedł czas na stabilizację polityki pieniężnej, a wcześniejsze obniżki nadal oddziałują na gospodarkę. **O.Rehn** (EBC, Bank Finlandii) **podkreślił potrzebę ostrożności i dodatkowego czasu na podejmowanie decyzji**, tak by mieć do dyspozycji więcej danych i szczegóły dotyczące ewentualnej umowy handlowej UE-USA. **W podobnym tonie wypowiedział się P.Cipollone, którego zdaniem gospodarka wysyła sprzeczne sygnały.** Po jednej stronie są to wciąż obniżone nastroje konsumentów, wysoka niepewność, czy negatywny wpływ, jaki na eksport i nastroje w biznesie ma wygasanie przyspieszonych zakupów przed wejściem w życie wyższych ceł, po drugiej –

Dynamika M3 w strefie euro

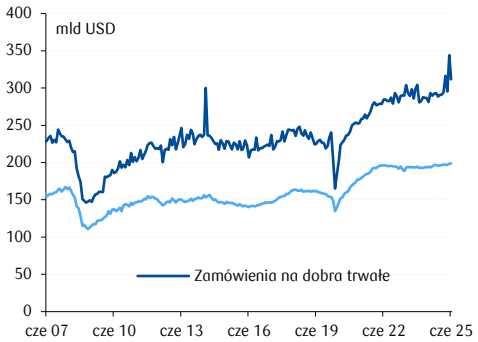


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

wciąż odporny rynek pracy, czy planowane zwiększenie nakładów na zbrojenia i inwestycje infrastrukturalne.

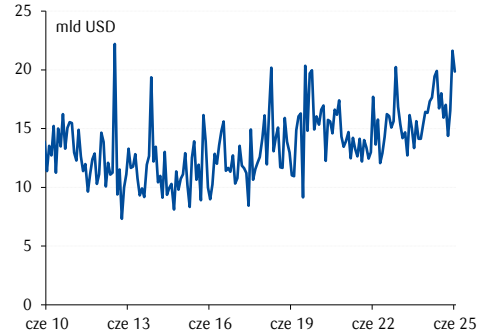
- USA: **Zamówienia na środki trwałe w czerwcu spadły o 9,3% m/m** (sa), po bardzo silnym wzroście o 16,4% m/m miesiąc wcześniej. Wynik, mimo spadku, okazał się lepszy od oczekiwań i był tylko korektą po maju, który był zaburzony przez zamówienia samolotów. **Zamówienia poza sektorem transportu wzrosły o 0,2% m/m.** Zamówienia sektora militarnego obniżyły się o 8,2% m/m, po również silnym, sięgającym 30%, wzroście w maju i pozostają na historycznie wysokich poziomach. **Popyt na dobra trwałe produkowane w USA jest nadal bardzo wysoki,** a gros ożywienia nastąpiło na początku 2025, co można interpretować jako przedcelną gorączkę zakupów.
- EUR: **W 1q25 realny dochód rozporządzalny per capita spadł o 0,1% q/q** (sa) **w strefie euro i o 0,2% q/q w całej UE**, a realna konsumpcja per capita zmniejszyła się odpowiednio o 0,2% i 0,3%, co odwróciło pozytywne wyniki z końca 2024. Dochód nominalny gospodarstw domowych w UE wzrósł o 1,0% q/q, dzięki wyższym wynagrodzeniom, co zostało częściowo zniwelowane przez wyższe podatki i składki. Stopa oszczędności w UE wzrosła nieznacznie, do 14,6% z 14,4% poprzednio, przy dużych różnicach między krajami, natomiast stopa inwestycji pozostała stabilna, na poziomie 8,7%. **W Polsce stopa oszczędności gospodarstw domowych wzrosła do 10,0% z 9,8% poprzednio, a stopa inwestycji pozostała stabilna na poziomie 5,1%**, choć jest niższa względem 1q24, kiedy wyniosła 5,5%.
- HUN: **Stopa bezrobocia w czerwcu utrzymała poziom 4,3%** z maja (+0,1pp r/r) i od końca 2022 jest relatywnie stabilna. Dane z rynku pracy wskazują jednak na jego dalsze osłabienie – zatrudnienie spada w najszybszym tempie od czasu pandemii, cięcia etatów przybierają na sile.
- POL: **Rada Ministrów przyjęła Koncepcję Rozwoju Kraju (KRK) 2050, pierwszy w Polsce kompleksowy plan rozwoju oparty na analizie strategicznych scenariuszy przyszłości oraz szerokich konsultacjach społecznych**. Głównym celem dokumentu jest stworzenie nowoczesnego, odpornego i neutralnego klimatycznie państwa, zapewniającego wysoką jakość życia obywatelom. Opracowano cztery możliwe scenariusze rozwoju, co pozwoli na lepsze dostosowanie polityk publicznych do zmieniających się warunków. Dokument stanowi podstawę dla średniookresowych strategii rozwojowych oraz programowania środków unijnych po 2027 roku, a także ma inspirować działania samorządów i społeczności lokalnych.

Zamówienia na środki trwałe w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Zamówienia na środki trwałe w sektorze militarnym w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 25 lipca						
GER: Indeks Ifo (lip.)	10:00	pkt.	88,4	89,2	--	88,6
USA: Zamówienia na dobra trwałe (cze., wst.)	14:30	% m/m	16,4	-10	--	-9,3
Wtorek, 29 lipca						
USA: Bilans handlowy (cze.)	14:30	mld USD	-96,6	-98	--	--
USA: Ceny nieruchomości (maj)	15:00	% m/m	-0,4	-0,2	--	--
USA: Raport JOLTS (cze.)	16:00	mln	7,769	7,550	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (lip.)	16:00	pkt.	93,0	95,9	--	--
Środa, 30 lipca						
HUN: Saldo handlowe (cze.)	8:30	mlnHUF	739	--	--	--
HUN: Wzrost PKB (2q)	8:30	% r/r	0,0	0,0	--	--
CZE: Wzrost PKB (2q)	9:00	% r/r	2,4	2,5	--	--
GER: Wzrost PKB (2q)	10:00	% r/r	0,0	0,2	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (lip., rew.)	11:00	pkt.	-15,3	-14,7	--	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (lip.)	11:00	pkt.	94,0	94,5	--	--
EUR: Wzrost PKB (2q)	11:00	% r/r	1,5	1,2	--	--
USA: Raport ADP (lip.)	14:15	tys.	-33	75	--	--
USA: Wzrost PKB (2q)	14:30	%q/q saar	-0,5	2,4	--	--
USA: Konsumpcja prywatna (2q)	14:30	%q/q saar	0,5	1,5	--	--
USA: Posiedzenie Fed (.)	20:00	%	4,25-4,50	4,25-4,50	4,25-4,50	--
Czwartek, 31 lipca						
POL: Inflacja CPI (lip., wst.)	**10:00**	**% r/r**	**4,1**	**2,8**	**2,8**	--
GER: Inflacja CPI (lip., wst.)	14:00	% r/r	2,0	2,0	--	--
USA: Dochody Amerykanów (cze.)	14:30	% m/m	-0,4	0,3	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (cze.)	14:30	% m/m	-0,1	0,4	--	--
USA: Deflator PCE (cze.)	14:30	% r/r	2,3	2,5	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (cze.)	14:30	% r/r	2,7	2,7	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys.	217	223	--	--
JP: Posiedzenie BOJ (.)	--	%	0,50	0,50	0,50	--
Piątek, 1 sierpnia						
CHN: PMI w przetwórstwie (lip.)	3:45	pkt.	50,4	50,2	--	--
POL: PMI w przetwórstwie (lip.)	**9:00**	**pkt.**	**44,8**	**45,9**	**45,6**	--
EUR: PMI w przetwórstwie (lip., rew.)	10:00	pkt.	49,5	49,8	--	--
EUR: Inflacja HICP (lip., wst.)	11:00	% r/r	2,0	1,9	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (lip.)	14:30	tys	147	101	128	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (lip.)	14:30	% r/r	3,7	3,8	--	--
USA: Stopa bezrobocia (lip.)	14:30	%	4,1	4,2	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (lip., rew.)	15:45	pkt.	52,9	49,5	--	--
USA: ISM w przetwórstwie (lip.)	16:00	pkt.	49,0	49,5	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lip., rew.)	16:00	pkt.	60,7	61,8	--	--

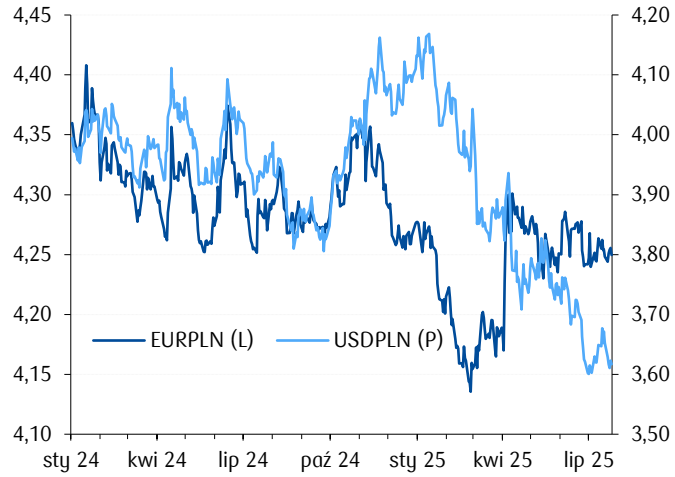
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

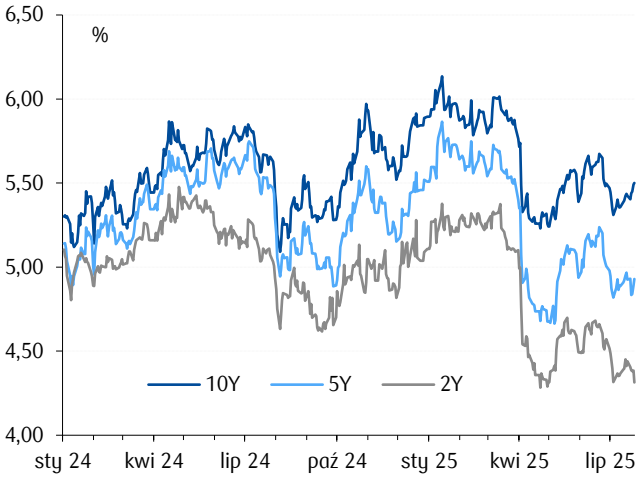
		Wartość	Δ (%, pb)*				
		2025-07-25	Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2498	-0,1	0,0	0,2	-0,5	-10,3
	USDPLN	3,6229	0,2	-0,7	0,1	-7,9	-21,8
	CHFPLN	4,5476	0,0	-0,2	0,4	2,1	-5,7
	GBPPLN	4,8606	-0,7	-0,7	-2,1	-4,1	-12,7
	EURUSD	1,1731	-0,3	0,7	0,1	8,1	14,7
	EURCHF	0,9345	-0,1	0,3	-0,3	-2,5	-4,9
	GBPUSD	1,3432	-0,8	-0,1	-2,1	4,5	11,5
	USDJPY	147,75	0,6	-0,5	2,0	-3,8	8,6
	EURCZK	24,56	0,0	-0,3	-0,8	-3,2	0,0
	EURHUF	396,38	-0,3	-0,7	-0,6	1,5	-0,3
Obligacje	PL2Y	4,31	-7	-13	-26	-76	-272
	PL5Y	4,93	4	0	-8	-56	-128
	PL10Y	5,50	1	8	0	-16	-41
	DE2Y	1,93	2	8	6	-74	154
	DE5Y	2,30	2	6	13	-3	154
	DE10Y	2,72	2	2	12	31	170
	US2Y	3,92	0	4	17	-47	93
	US5Y	3,95	-2	-1	12	-13	108
	US10Y	4,38	-3	-4	10	19	160
Akcje	WIG	108 552,8	-0,1	0,1	4,7	29,7	100,6
	WIG20	2 962,9	-0,2	0,0	5,2	23,1	74,1
	S&P500	6 388,6	0,4	1,5	3,5	17,0	61,3
	NASDAQ100	23 272,3	0,2	0,9	3,3	22,3	87,7
	Shanghai Composite**	3 596,4	0,1	1,8	5,0	24,4	10,0
	Nikkei**	41 077,5	-0,9	3,2	2,3	9,1	47,2
	DAX	24 217,5	-0,3	-0,3	0,8	31,5	82,7
	VIX	17,88	-1,1	-6,6	-5,1	10,6	-29,9
Surowce	Ropa Brent	68,4	-1,1	-1,2	1,0	-15,6	-33,7
	Ropa WTI	66,4	-1,2	-3,1	-0,4	-15,5	-32,1
	Złoto	3332,4	-1,2	-0,6	1,8	39,9	92,5

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

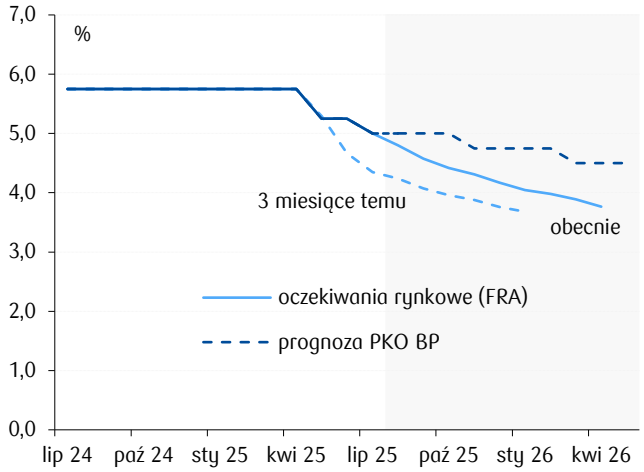
Notowania złotego wobec głównych walut



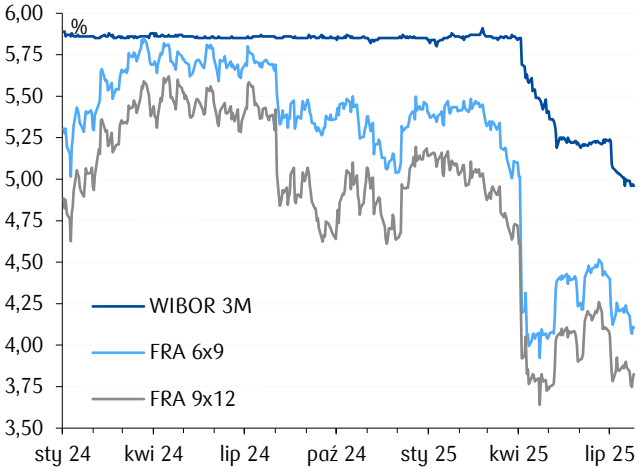
Rentowności polskich obligacji skarbowych



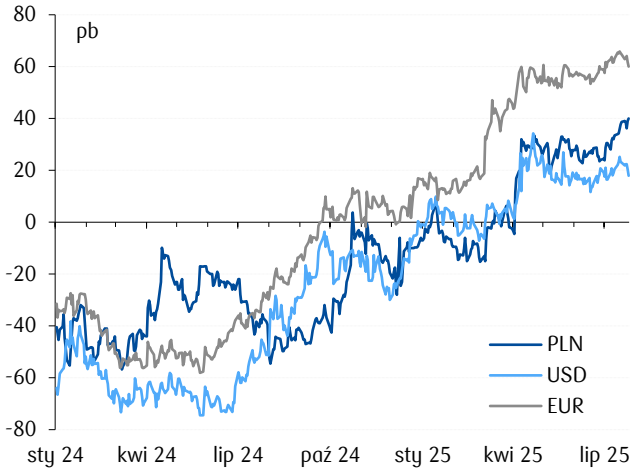
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



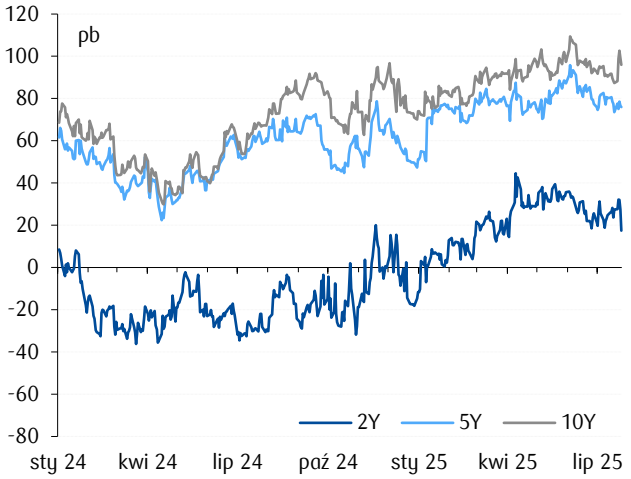
Krótkoterminowe stopy procentowe



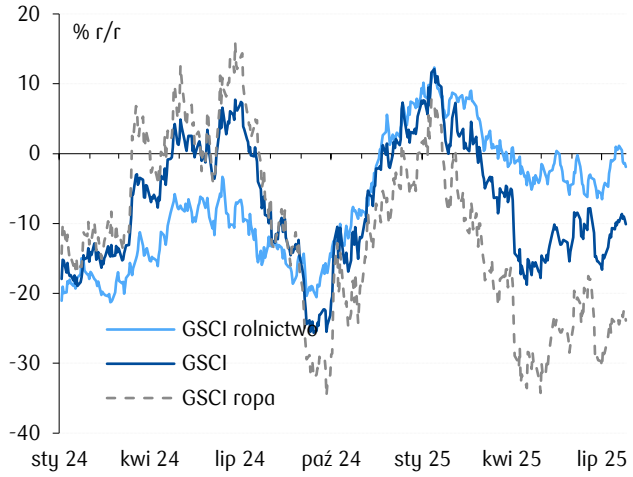
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



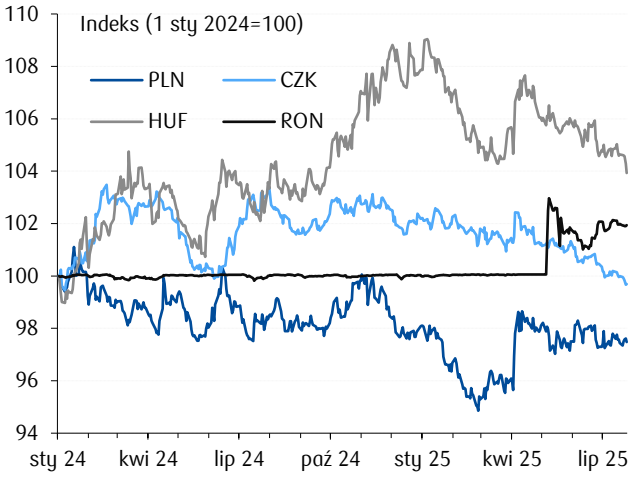
Spread asset swap dla PLN



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. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
tel: 22 521 80 84
email: analizy.makro@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84
Biuro Analiz Makroekonomicznych	analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	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
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:
analizy.makro@pkobp.pl

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

@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.