

### Koniec *shutdownu*

#### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Rosnący optymizm w kwestii zakończenia *shutdownu* sprzyjał wczoraj wzrostom indeksów akcyjnych w USA. Podpisanie przez prezydenta D.Trumpa ustawy otwierającej rząd pozytywnie wpłynęło na rynki, choć globalni inwestorzy pozostali ostrożni. Prawdopodobny brak publikacji październikowych danych z rynku pracy i inflacji CPI z USA zwiększa niepewność odnośnie do polityki pieniężnej. Wczoraj indeksy w Europie istotnie wzrosły, zaś polski WIG zakończył dzień blisko poziomem otwarcia. Kurs EURUSD był stabilny, a złoty minimalnie osłabił się względem głównych walut. Rentowności amerykańskich *Treasuries* obniżyły się wzdłuż całej długości krzywej. Rentowności krajowych papierów nieznacznie wzrosły.
- W Polsce najważniejsze dziś będą dane o wzroście PKB w 3q25.** Oczekujemy przyspieszenia dynamiki do 3,9% r/r z 3,3% r/r w 2q25, nieco powyżej mediany oczekiwań (kons.: 3,7% r/r). Na przyspieszenie wzrostu wskazują miesięczne dane o aktywności, które pokazują ożywienie w przemyśle (za sprawą wzrostu inwestycji w tym sektorze), a także wysoka dynamika sprzedaży detalicznej sugerująca podtrzymanie solidnej konsumpcji. Dziś poznamy jedynie szacunek wzrostu PKB ogółem, a na szczegółowe rozbiecie przyjdzie nam czekać do 1 grudnia.
- Na drugim planie w kraju znajdzie się publikacja bilansu płatniczego.** Spodziewamy się redukcji miesięcznego deficytu obrotów bieżących we wrześniu (do -1,3 mld EUR, kons.: -1,4 mld EUR) przy solidnych dynamikach eksportu (PKOe: 3,7% r/r, kons.: 4,6% r/r) i importu (PKOe: 5,8% r/r, kons.: 6,0% r/r).
- W Europie skupimy się na danych o produkcji przemysłowej we wrześniu w strefie euro.** Rynkowe oczekiwania wskazują na możliwe przyspieszenie dynamiki do 2,1% r/r z 1,1% r/r w sierpniu. Ponadto dane o produkcji przemysłowej we wrześniu zostaną opublikowane w Rumunii, a obraz salda rachunku bieżącego w regionie CEE uzupełnią dane z Czech i Rumunii.
- W Stanach Zjednoczonych zaplanowano na dziś publikację danych o inflacji CPI oraz inflacji bazowej za październik, jednak w związku z zawieszeniem działalności rządu nie zostaną one opublikowane. Biuro Statystyki Pracy (BLS) zapowiedziało, że nie planuje kolejnych odstępstw od zasady

#### Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO\_Research

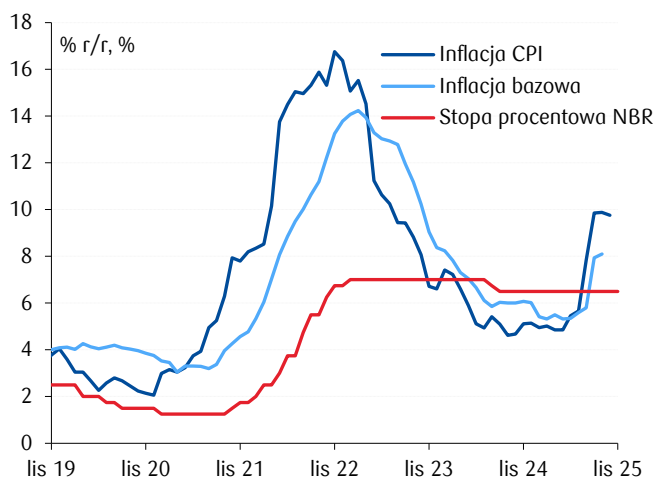
www.centrumanaliz.pkobp.pl

#### Notowania rynkowe:

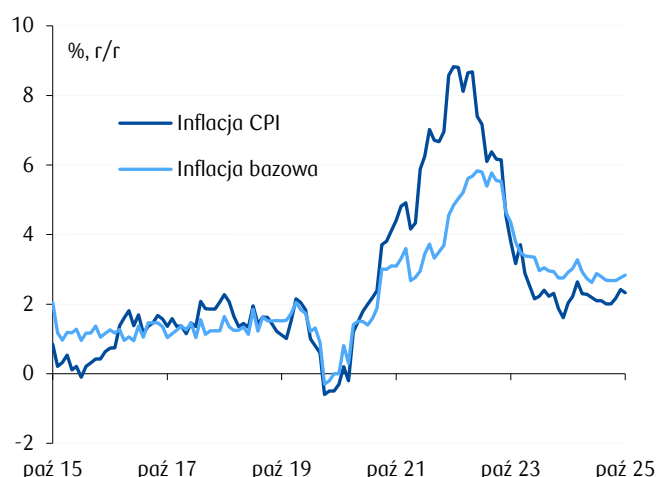
|                         | Wartość<br>2025-11-12 | (%, pb)*<br>Δ 1D |
|-------------------------|-----------------------|------------------|
| <b>Waluty:</b>          |                       |                  |
| EURPLN                  | 4,2365                | 0,2              |
| USDPLN                  | 3,6538                | 0,2              |
| CHFPLN                  | 4,5835                | 0,5              |
| GBPPLN                  | 4,7951                | -0,2             |
| EURUSD                  | 1,1595                | 0,0              |
| <b>Obligacje:</b>       |                       |                  |
| PL2Y                    | 4,30                  | 7                |
| PL5Y                    | 4,74                  | 1                |
| PL10Y                   | 5,34                  | 1                |
| DE10Y                   | 2,65                  | -1               |
| US10Y                   | 4,07                  | -4               |
| <b>Indeksy akcyjne:</b> |                       |                  |
| WIG                     | 112 760,2             | 0,1              |
| DAX                     | 24 381,5              | 1,2              |
| S&P500                  | 6 850,9               | 0,1              |
| Nikkei**                | 51 281,8              | 0,4              |
| Shanghai<br>Comp.**     | 4 027,3               | 0,7              |
| <b>Surowce:</b>         |                       |                  |
| Złoto                   | 4184,58               | 1,7              |
| Ropa Brent              | 62,71                 | -3,8             |

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 bazowa Banku Rumunii na tle inflacji CPI



#### Inflacja CPI w Niemczech



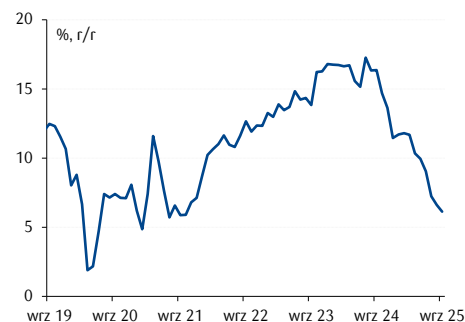
niepublikowania danych podczas *shutdownu* – z opóźnieniem opublikowano jedynie inflacyjne dane za wrzesień.

#### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL:** Narodowy Bank Polski opublikował [opinię](#) RPP do ustawy budżetowej na 2026. Makroekonomiczne założenia ustawy budżetowej (wzrost PKB w 2026: 3,5%, średnioroczna inflacja CPI w 2026: 3,0%) Rada uznała za realistyczne i zbliżone do listopadowej projekcji NBP. W świetle prognoz NBP deficyt sektora finansów publicznych może okazać się wyższy niż założony w uzasadnieniu do projektu (6,5% PKB w 2026). Ponadto RPP stwierdziła, że pożądane jest podjęcie działań, które pozwolą zahamować tendencję wzrostu relacji długu publicznego do PKB, a tak szybkie (jak założono w Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2026-2029) narastanie relacji długu publicznego do PKB rodzi ryzyka dla stabilności makroekonomicznej. W opinii napisano również, że utrzymujący się wysoki deficyt sektora finansów publicznych ogranicza przestrzeń dla luzowania polityki pieniężnej.
- **USA:** Wczoraj w nocy zakończył się 43 - dniowy okres zamknięcia rządu po tym jak prezydent D.Trump podpisał ustawę przegłosowaną przez Izbę Reprezentantów (stosunkiem głosów 222 do 209). Powrót administracji do normalności będzie jednak stopniowy, co wynika m.in. z konieczności nadrobienia zaległości (m.in. zaległych nierozpatrzonej wniosków, zapytań, zgód, itp.). Już dziś do pracy ma wrócić ok. 600 tys. tymczasowo zwolnionych pracowników federalnych (choć proces ten może być rozłożony w czasie), a wg administracji zaległe wypłaty powinni oni otrzymać do końca listopada. Według szacunków Kongresowego Biura Budżetu (CBO) sześciotygodniowy *shutdown* może obniżyć wzrost PKB w 4q25 o ok. 1,5% q/q saar, z czego ponad połowa strat może zostać nadrobiona po wypłacie zaległych pensji.
- **USA:** Biały Dom poinformował, że październikowy raport z rynku pracy oraz dane o CPI mogą nigdy nie zostać opublikowane ze względu na *shutdown*. Według rzeczniczki K.Leavitt *shutdown* poważnie utrudnił zbieranie danych. K.Hasset, dyrektor Narodowej Rady Ekonomicznej, powiedział, że otrzymał informacje, że część badań ankietowych nigdy nie zostało w pełni przeprowadzona, co uniemożliwia opublikowanie statystyk. BLS, odpowiedzialne za opracowywanie tych danych, nie opublikowało jeszcze kalendarza publikacji danych ani nie udzieliło komentarza. Możliwe, że dane za październik zostaną opublikowane łącznie z danymi za listopad. Niepewność dotycząca terminowości i zakresu ważnych statystyk publicznych sprawia, że FOMC na najbliższym posiedzeniu (9-10 grudnia) będzie musiał podejmować decyzje w oparciu o ograniczony zestaw danych.
- **USA:** S.Collins (Boston Fed, z prawem głosu w FOMC) stwierdziła, że nie będzie skłonna poprzeć dalszych obniżek stóp procentowych ze względu na nadal zbyt wysoką inflację oraz ograniczenia spowodowane brakiem danych
- **USA:** R.Bostic (Atlanta Fed, bez prawa głosu w FOMC) zapowiedział przejście na emeryturę w lutym wraz z końcem kadencji.
- **ROM:** Bank Rumunii zgodnie z oczekiwaniami utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym stopę bazową na poziomie 6,50%. Od ostatniej obniżki stóp minął już ponad rok, a kolejna (naszym zdaniem) może nastąpić dopiero w 2q26 – wysoka inflacja i perspektywa jej pozostania na podwyższonym poziomie w kolejnych miesiącach uniemożliwiają łagodzenie nastawienia polityki pieniężnej. Na posiedzeniu zarząd Banku zapoznał się z nową projekcją, która zakłada, że w kolejnych 3 kwartałach inflacja będzie się nieznacznie obniżać, jednak jej poziom będzie wyższy niż w poprzedniej prognozie ze względu na wyższe od oczekiwanych skutki wygaśnięcia mrożenia cen energii elektrycznej oraz podwyżki stawek VAT i podatków akcyzowych. W 3q26 inflacja ma gwałtownie się obniżyć (z powodu efektu bazy), a w 1q27 wrócić do przedziału dopuszczalnych odchyleń od celu (2,5% ± 1pp).

- **ROM:** Inflacja CPI w październiku nieznacznie obniżyła się do 9,8% r/r z 9,9% r/r we wrześniu i utrzymuje się na poziomie z połowy 2023 po skokowych wzrostach w lipcu i sierpniu bieżącego roku. W ujęciu miesięcznym wzrost cen wyniósł 0,5%. Dynamika cen żywności wyniosła 7,6% r/r, dóbr nieżywnościowych 11,0% r/r, zaś usług 10,5% r/r. Wcześniejszy wzrost inflacji wynika m.in. z odmrożenia cen energii, a także podwyższenia podstawowej stawki VAT do 21% z 19%. Zakładamy, że hamowanie inflacji CPI w tym roku będzie niewielkie, a na koniec roku może ona wynieść około 9% r/r, zaś w 1h26 będzie zmierzać w kierunku 8% r/r, a poniżej 4% r/r spadnie dopiero w 2h26.
- **ROM:** Dynamika wynagrodzeń brutto we wrześniu obniżyła się do 6,1% r/r z 6,6% r/r w sierpniu osiągając wartość najniższą od niemal 4 lat. Do hamowania dynamiki płac przyczynia się m.in. zamrożenie wynagrodzeń w sektorze publicznym. Jednocześnie dynamika realnych wynagrodzeń (za sprawą wzrostu inflacji) była ujemna trzeci miesiąc z rzędu i obniżyła się do -3,4% r/r.
- **ROM:** Produkcja przemysłowa we wrześniu wzrosła o 0,2% r/r po spadku o 0,9% r/r w sierpniu. Produkcja w przetwórstwie wzrosła o 0,5% r/r, a w górnictwie spadła o 1,1% r/r.
- **GER:** Inflacja CPI w październiku wyniosła 2,3% r/r, potwierdzając wstępny odczyt, wobec 2,4% r/r we wrześniu. Inflacja bazowa pozostała na niezmiennym poziomie 2,8% r/r. Dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych wyhamowała do 2,0% r/r z 2,9% r/r, zaś dynamika cen związanych z utrzymaniem mieszkania i nośnikami energii wzrosła do 1,5% r/r z 1,4% r/r, a inflacja w kategorii transport wzrosła do 2,6% r/r z 2,4% r/r. W ujęciu miesięcznym ceny wzrosły o 0,3%. **Inflacja HICP wzorem CPI wyniosła 2,3% r/r (0,3% m/m).**
- **POL:** Wiceminister finansów J.Drop poinformował, że wartość instrumentów wyemitowanych przez MF i powiązanych z WIBOR, które będą musiały zostać zastąpione papierami powiązanych z nowym wskaźnikiem POLSTR, wynosi 322 mld PLN. W listopadzie Ministerstwo Finansów zaoferuje na aukcji sprzedaży po raz pierwszy nową serię obligacji skarbowych opartą na wskaźniku POLSTR, który ma zastąpić obecnie używany WIBOR.
- **POL:** Z Prognozy wpływów i wydatków Funduszu Ubezpieczeń Społecznych na lata 2026–2030 wynika, że w latach 2026–2030 FUS pozostanie stabilny, choć będzie wymagał dalszego zasilania dotacją z budżetu państwa. Według wariantu bazowego deficyt FUS między 2026 a 2030 wzrośnie o 9,7 mld PLN do 89 mld PLN (w relacji do PKB bez zmian), przy jednoczesnej poprawie wydolności (iloraz wpływów i wydatków) o 0,4pp do 83,3%.
- **POL:** Ministerstwo Energii chce przywrócić od lipca 2026 obbligo giełdowe (obowiązek hurtowej sprzedaży na TGE) – w przypadku energii elektrycznej na poziomie 80%, a w przypadku gazu ma ono wzrosnąć do 85% z 55%. Obligo giełdowe dla energii elektrycznej zniesiono w 2022.

Dynamika wynagrodzeń w Rumunii



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Kalendarz makroekonomiczny

| Wskaźnik                                       | Godz. | Jednostka | Poprzednio | Konsensus | PKO BP | Odczyt |
|--|-------|-----------|------------|-----------|--------|--------|
| <b>Piątek, 7 listopada</b>                     |       |           |            |           |        |        |
| GER: Eksport (wrz.)                            | 8:00  | % m/m     | -0,8       | 0,4       | --     | 2,0    |
| GER: Import (wrz.)                             | 8:00  | % m/m     | -1,3       | 0,0       | --     | 3,1    |
| USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (paż.)       | 14:30 | --        | --         | --        | --     | --     |
| USA: Stopa bezrobocia (paż.)                   | 14:30 | %         | --         | --        | --     | --     |
| USA: Przeciętna płaca godzinowa (paż.)         | 14:30 | % r/r     | --         | --        | --     | --     |
| USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lis., wst.) | 16:00 | pkt.      | 53,6       | 54,0      | --     | 50,3   |
| POL: Rating wg S&P                             | --    | --        | A-         | --        | A-     | A-     |
| <b>Poniedziałek, 10 listopada</b>              |       |           |            |           |        |        |
| EUR: Indeks Sentix (lis.)                      | 10:30 | pkt.      | -5,4       | -4,5      | --     | -7,4   |
| <b>Wtorek, 11 listopada</b>                    |       |           |            |           |        |        |
| HUN: Inflacja CPI (paż.)                       | 8:30  | % r/r     | 4,3        | 4,5       | --     | 4,3    |
| CZE: Inflacja CPI (paż., rew.)                 | 9:00  | % r/r     | 2,3        | 2,5       | --     | 2,5    |
| GER: Indeks instytutu ZEW (lis.)               | 11:00 | pkt.      | 39,3       | 41,0      | --     | 38,5   |
| <b>Środa, 12 listopada</b>                     |       |           |            |           |        |        |
| ROM: Wynagrodzenia (wrz.)                      | 8:00  | % r/r     | 4,4        | --        | --     | 4,1    |
| ROM: Inflacja CPI (paż.)                       | 8:00  | % r/r     | 9,9        | 9,8       | --     | 9,8    |
| GER: Inflacja CPI (paż., rew.)                 | 8:00  | % r/r     | 2,4        | 2,3       | --     | 2,3    |
| GER: Inflacja HICP (paż., rew.)                | 8:00  | % r/r     | 2,4        | 2,3       | --     | 2,3    |
| ROM: Posiedzenie banku centralnego             | --    | %         | 6,50       | 6,50      | 6,50   | 6,50   |
| <b>Czwartek, 13 listopada</b>                  |       |           |            |           |        |        |
| ROM: Produkcja przemysłowa (wrz.)              | 8:00  | % r/r     | -0,9       | 0,0       | 0,2    | --     |
| POL: Wzrost PKB (3q)                           | 10:00 | % r/r     | 3,3        | 3,7       | 3,9    | --     |
| CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (wrz.)   | 10:00 | mld CZK   | -0,67      | 1,66      | --     | --     |
| EUR: Produkcja przemysłowa (wrz.)              | 11:00 | % r/r     | 1,1        | 2,1       | --     | --     |
| POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (wrz.)   | 14:00 | mld EUR   | -3,987     | -1,422    | -1,343 | --     |
| POL: Eksport (wrz.)                            | 14:00 | % r/r     | -1,4       | 4,6       | 3,7    | --     |
| POL: Import (wrz.)                             | 14:00 | % r/r     | -1,2       | 6,0       | 5,8    | --     |
| USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych        | 14:30 | tys.      | --         | --        | --     | --     |
| USA: Inflacja CPI (paż.)                       | 14:30 | % r/r     | 3,0        | 3,0       | --     | --     |
| USA: Inflacja bazowa (paż.)                    | 14:30 | % r/r     | 3,0        | 3,0       | --     | --     |
| ROM: Rachunek bieżący od początku roku (wrz.)  | --    | mld RON   | -18,789    | --        | --     | --     |
| <b>Piątek, 14 listopada</b>                    |       |           |            |           |        |        |
| ROM: Wzrost PKB (3q)                           | 8:00  | % r/r     | 0,3        | 0,6       | --     | --     |
| POL: Inflacja CPI (paż., rew.)                 | 10:00 | % r/r     | 2,9        | 2,8       | 2,8    | --     |
| EUR: Wzrost PKB (3q)                           | 11:00 | % r/r     | 1,3        | 1,3       | --     | --     |
| EUR: Bilans handlowy (wrz.)                    | 11:00 | mld EUR   | 9,7        | --        | --     | --     |
| USA: Sprzedaż detaliczna (paż.)                | 14:30 | % m/m     | --         | --        | --     | --     |
| USA: Inflacja PPI (paż.)                       | 14:30 | % r/r     | --         | --        | --     | --     |

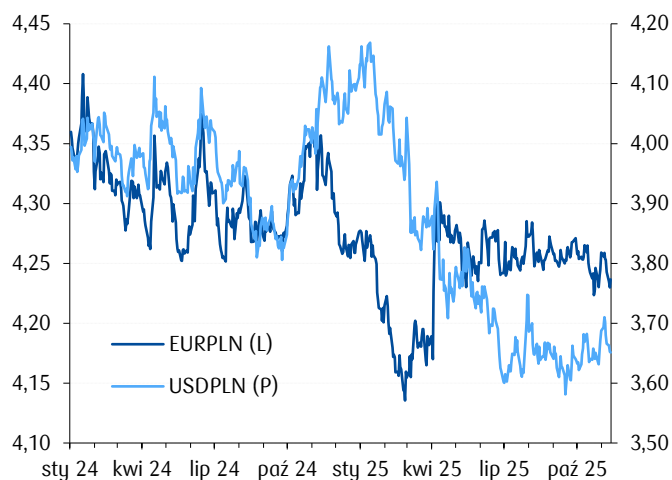
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

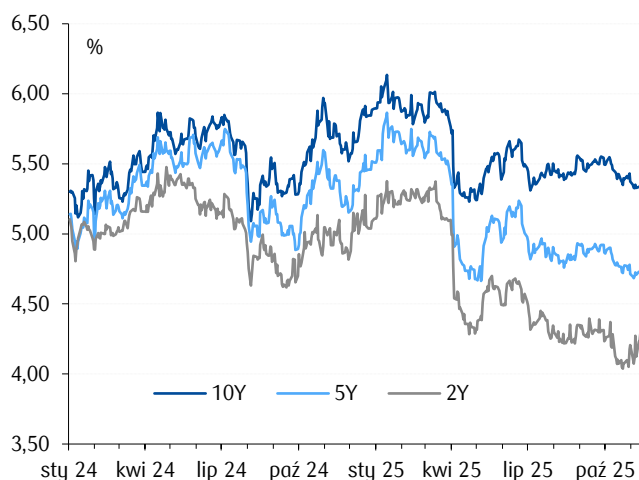
|                  |                      | Wartość<br>2025-11-12 | Δ 1D | Δ 1W | Δ (% , pb)* |       |       |
|------------------|----------------------|-----------------------|------|------|-------------|-------|-------|
|                  |                      |                       |      |      | Δ 4W        | Δ 12M | Δ 36M |
| <b>Waluty</b>    | EURPLN               | 4,2365                | 0,2  | -0,4 | -0,3        | -2,5  | -9,9  |
|                  | USDPLN               | 3,6538                | 0,2  | -1,4 | -0,1        | -11,0 | -22,1 |
|                  | CHFPLN               | 4,5835                | 0,5  | 0,3  | 0,1         | -1,3  | -3,8  |
|                  | GBPPLN               | 4,7951                | -0,2 | -0,8 | -2,0        | -8,2  | -10,4 |
|                  | EURUSD               | 1,1595                | 0,0  | 1,0  | -0,2        | 9,5   | 15,6  |
|                  | EURCHF               | 0,9243                | -0,3 | -0,8 | -0,4        | -1,2  | -6,3  |
|                  | GBPUSD               | 1,3132                | -0,3 | 0,7  | -1,7        | 3,2   | 15,4  |
|                  | USDJPY               | 154,75                | 0,5  | 0,3  | 2,2         | -0,2  | 5,8   |
|                  | EURCZK               | 24,25                 | 0,0  | -0,4 | -0,1        | -4,1  | -0,3  |
|                  | EURHUF               | 385,13                | -0,1 | -0,4 | -1,3        | -5,8  | -4,3  |
| <b>Obligacje</b> | PL2Y                 | 4,30                  | 7    | 18   | 23          | -71   | -353  |
|                  | PL5Y                 | 4,74                  | 1    | 4    | -6          | -68   | -323  |
|                  | PL10Y                | 5,34                  | 1    | 2    | -5          | -44   | -236  |
|                  | DE2Y                 | 2,00                  | 0    | -1   | 8           | -15   | -12   |
|                  | DE5Y                 | 2,25                  | -1   | -2   | 10          | 4     | 15    |
|                  | DE10Y                | 2,65                  | -1   | -3   | 9           | 26    | 47    |
|                  | US2Y                 | 3,56                  | -3   | -7   | 6           | -71   | -107  |
|                  | US5Y                 | 3,67                  | -5   | -10  | 4           | -63   | -62   |
|                  | US10Y                | 4,07                  | -4   | -9   | 3           | -38   | -8    |
| <b>Akcje</b>     | WIG                  | 112 760,2             | 0,1  | 1,1  | 3,7         | 40,3  | 111,6 |
|                  | WIG20                | 3 023,2               | 0,1  | 1,5  | 4,2         | 35,4  | 83,9  |
|                  | S&P500               | 6 850,9               | 0,1  | 0,8  | 2,7         | 14,5  | 82,8  |
|                  | NASDAQ100            | 25 517,3              | -0,1 | -0,4 | 3,1         | 21,3  | 136,3 |
|                  | Shanghai Composite** | 4 027,3               | 0,7  | 1,5  | 2,9         | 17,1  | 32,1  |
|                  | Nikkei**             | 51 281,8              | 0,4  | 2,1  | 7,6         | 32,4  | 85,0  |
|                  | DAX                  | 24 381,5              | 1,2  | 1,4  | 0,8         | 28,3  | 78,4  |
|                  | VIX                  | 19,40                 | 0,8  | -1,8 | -6,2        | 25,5  | -28,2 |
| <b>Surowce</b>   | Ropa Brent           | 62,7                  | -3,8 | -1,3 | 1,3         | -13,2 | -32,3 |
|                  | Ropa WTI             | 59,3                  | -2,7 | -1,8 | 0,4         | -13,8 | -30,9 |
|                  | Złoto                | 4184,6                | 1,7  | 5,2  | -0,3        | 60,8  | 143,8 |

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

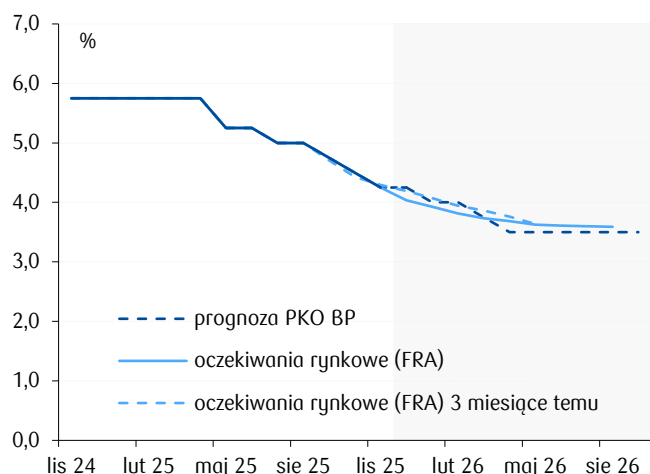
## Notowania złotego wobec głównych walut



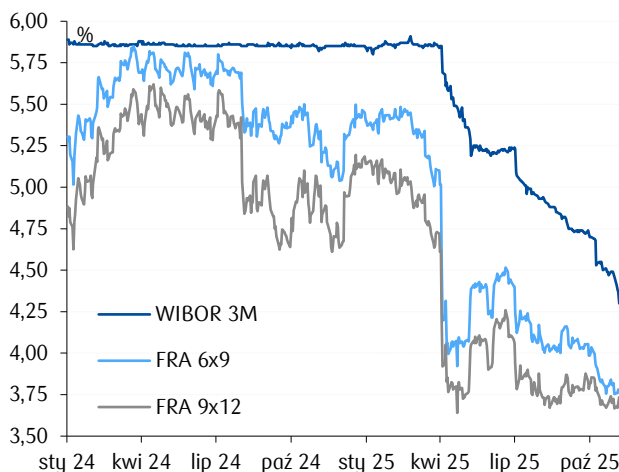
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



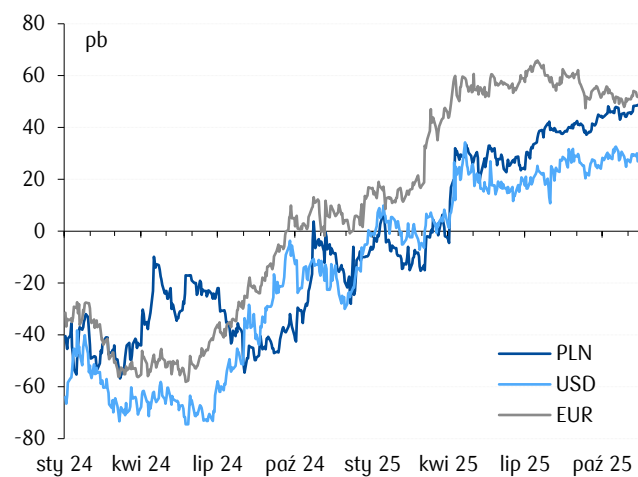
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



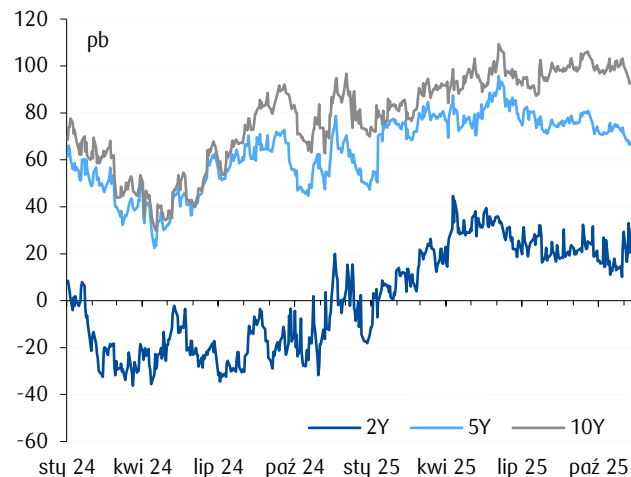
### Krótkoterminowe stopy procentowe



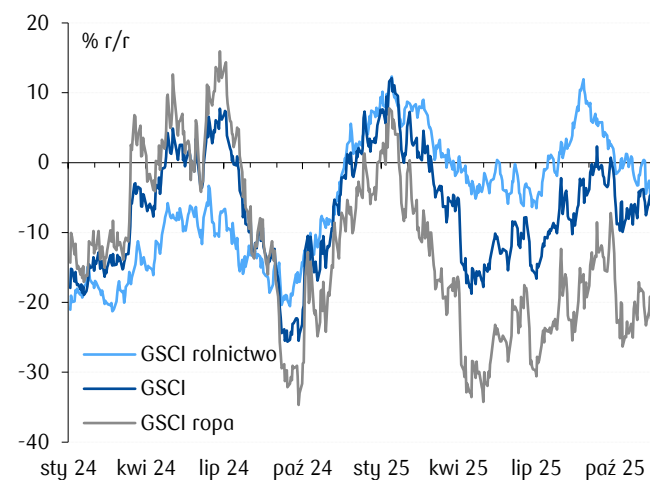
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



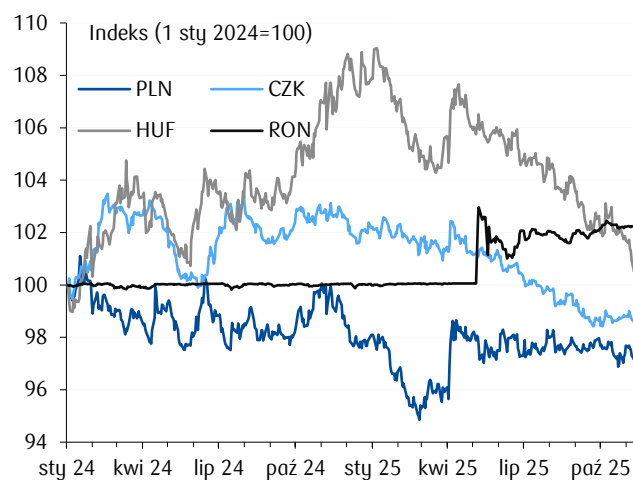
### Spread asset swap dla PLN



### 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.

## Department Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.  
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa  
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):** Urszula Kryńska

### 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 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.