

Trudne chwile dla amerykańskich konsumentów

- Brak negatywnych zaskoczeń ze strony odczytów inflacji PCE w USA sprzyjał w czwartek poprawie nastrojów na rynkach akcji, a wzrost apetytu na ryzyko doprowadził także do zatrzymania aprecjacji dolara. Te czynniki wsparły nieco złotego, choć korekcyjne w naszej opinii przesunięcia kursów EURUSD, EURPLN i USDPLN nie były duże i nie miały wpływu na obraz dominujących trendów. Ceny ropy naftowej nieco wzrosły po doniesieniach o ataku Iranu na jeden ze statków przepływających przez cieśninę Ormuz, co jednak nie miało większego wpływu na notowania obligacji skarbowych, których rentowności spadły. **W piątek o poranku na azjatyckich rynkach akcji ponownie odżyły obawy inwestorów względem sektora AI, w dół idą tamtejsze indeksy, a negatywny sentyment prawdopodobnie będzie ciężył notowaniom w Europie i USA. W naszej opinii jednak nie będzie to miało istotnego przełożenia na rynki FX i FI, gdzie na tych pierwszych oczekujemy stabilizacji notowań po ostatnich dynamicznych przesunięciach kursów, a w przypadku obligacji skarbowych potencjał do spadku ich rentowności jest w naszej opinii w krótkim horyzoncie ograniczony.**
- **Brak istotnych publikacji makroekonomicznych na koniec tygodnia sprawia, że rynki koncentrują się na monitorowaniu aktywności żeglugowej w cieśninie Ormuz.** Wśród drugorzędnych danych znajdzie się bilans handlowy USA za maj, który prawdopodobnie utrzyma deficyt na poziomie z kwietnia. Ponadto, opublikowany zostanie indeks Uniwersytetu Michigan za czerwiec, który wg wstępnego odczytu wskazał na poprawę nastrojów konsumentów w USA, odbijających się od rekordowo niskich poziomów.

**Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych**
pkoresearch@pkobp.pl
@PKO_Research
centrumanaliz.pkobp.pl

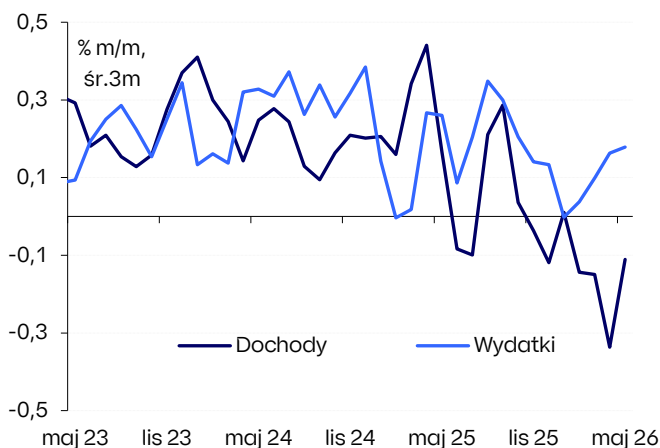
	Wartość 2026-06-25	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	135 973	1,0
STOXX Europe 600	640	0,8
S&P500	7 357	0,0
Waluty:		
EURPLN	4,28	0,1
USDPLN	3,76	-0,1
CHFPLN	4,64	0,1
EURUSD	1,14	0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,17	-4
PL5Y	4,83	-4
PL10Y	5,34	-6
DE10Y	2,86	-1
US10Y	4,39	-1
Surowce:		
Ropa Brent	75	2,1
Złoto	4026	0,6

Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

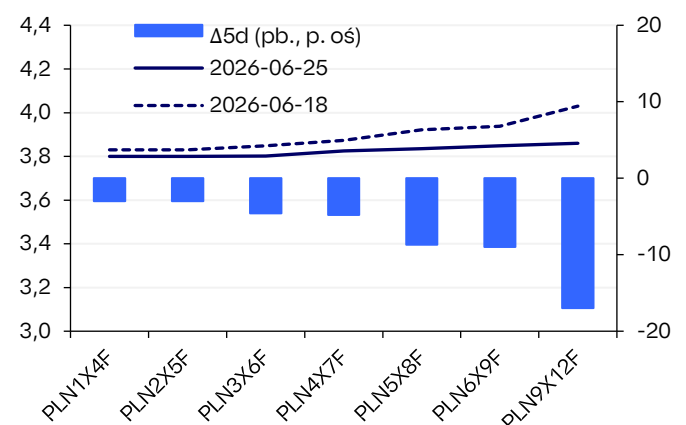
- **ŚWIAT:** Kontenerowiec pod banderą Singapuru został trafiony pociskiem w cieśninie Ormuz. Pocisk uszkodził mostek, a brytyjska UKMTO zakwalifikowała zdarzenie jako atak i zaleciła statkom zachowanie szczególnej ostrożności. Wcześniej co najmniej trzy jednostki, w tym dwa supertankowce, zawróciły po ostrzeżeniach przekazywanych przez irański Korpus Strażników Rewolucji. Po incydencie irański Urząd Cieśniny Zatoki Perskiej (PGSA) oświadczył, że bezpieczeństwo żeglugi będzie gwarantowane wyłącznie jednostkom korzystającym z tras wyznaczonych przez Iran,

Realne dochody gospodarstw domowych w USA nie odrobiły strat z początku roku



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

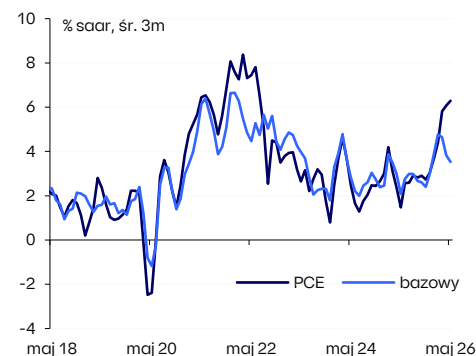
Po mocnych spadkach cen ropy naftowej krajowy rynek nie wycenia już podwyżek stóp procentowych NBP



natomiast statki wybierające alternatywne szlaki będą poruszać się na własne ryzyko. Incydenty podważają wcześniejsze oznaki normalizacji ruchu po zawieszeniu broni między USA i Iranem oraz ponownie zwiększają ryzyko zakłóceń dostaw ropy przez cieśninę Ormuz.

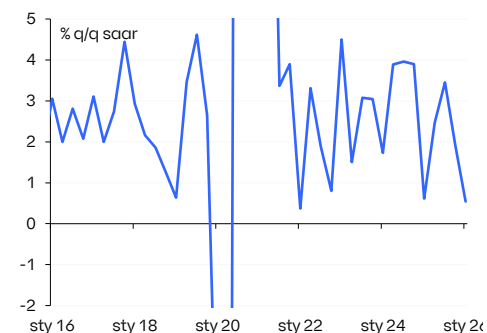
- EUR: I.Schnabel (Zarząd EBC) stwierdziła, że stopy procentowe będą musiały dalej rosnąć**, aby sprowadzić inflację do celu 2% w średnim okresie, choć skala i tempo kolejnych podwyżek będą zależały od rozwoju konfliktu na Bliskim Wschodzie, sytuacji gospodarczej i ścieżki inflacji. Zawieszenie broni USA-Iran i spadek cen ropy poprawiły krótkoterminowe perspektywy, ale nie eliminują ryzyka utrzymywania się podwyższonej inflacji. Dotychczasowa podwyżka stóp była uzasadniona we wszystkich analizowanych scenariuszach, ponieważ miała ograniczyć ryzyko utrwalenia inflacji. I.Schnabel podkreśliła również, że jeśli ekspansja fiskalna będzie zwiększać presję inflacyjną, polityka pieniężna będzie musiała ją kompensować poprzez wyższe stopy procentowe.
- USA: Deflator PCE, tradycyjnie preferowana przez Fed miara inflacji, w maju wzrósł do 4,1% r/r wobec 3,8% r/r w kwietniu, zgodnie z oczekiwaniami.** Jednocześnie bazowy deflator PCE (bez cen energii i żywności) wzrósł do 3,4% r/r z 3,3% r/r miesiąc wcześniej. Osłabił natomiast impet inflacji bazowej - w maju (% m/m saar, śr.3m) wyniósł on 3,5%, spowalniając czwarty miesiąc z rzędu. Wyższe ceny paliw podbijają wzrost głównego indeksu inflacyjnego, a stłumiony wzrost gospodarczy, wraz ze spadkiem efektywnej stawki celnej, prowadzi do spowolnienia impetu inflacji bazowej. Przyjmując, że dla Fed najważniejszą miarą pozostaje bazowy deflator PCE, **dane mają raczej gołębi wydźwięk.** Mogą również zostać wykorzystane przez jastrzębich członków FOMC, którzy zwrócą uwagę na wzrost głównego wskaźnika, najbardziej odczuwalny dla konsumentów. **Zakładamy jednak, że FOMC nie zdecyduje się w tym roku na zmianę stóp.**
- USA: J.Williams (New York Fed, z prawem głosu w FOMC) stwierdził, że obecne nastawienie polityki pieniężnej jest odpowiednio dostosowane do obniżenia inflacji do celu 2%, choć ryzyko dla realizacji mandatu pozostaje podwyższone.** Podkreślił, że przy inflacji utrzymującej się znacząco powyżej celu kluczowe jest jej trwałe zmniejszenie. J.Williams oczekuje, że w nadchodzących kwartałach presja inflacyjna będzie stopniowo słabnąć wraz z wygaśnięciem wpływu ceł, poprawą sytuacji na Bliskim Wschodzie i normalizacją rynku nieruchomości. Prognozuje spadek inflacji do 3,5% na koniec roku, jednak osiągnięcie celu 2% przesunął z 2027 na 2028.
- USA: Dochody gospodarstw domowych w maju wzrosły o 0,7% m/m (sa), wobec stagnacji w kwietniu, przekraczając oczekiwania rynkowe.** W ujęciu realnym (skorygowanym o deflator PCE) dochody zwiększyły się o 0,2% m/m, kończąc trzymiesięczny okres spadków. Od początku roku realne dochody spadły jednak o 0,6%. **Wydatki konsumentów również wzrosły o 0,7% m/m**, przyspieszając w porównaniu z kwietniowym wzrostem o 0,4% m/m i również przekraczając prognozy. W ujęciu realnym wydatki zwiększyły się o 0,3% m/m, a od początku roku wzrosły o 0,6%. Konsumenty zwiększyli wydatki głównie na usługi - finansowe, ochronę zdrowia i zakwaterowanie, podczas gdy wydatki na paliwa wzrosły w mniejszym stopniu. **Silniejszy wzrost wydatków niż dochodów spowodował spadek stopy oszczędności z 4,4% w styczniu do 3% w maju** - poziomu obserwowanego podczas pandemii i GFC. Trudna sytuacja konsumentów, potwierdzona w badaniach ankietowych, osłabia fundamenty konsumpcji, która rośnie częściowo dzięki wykorzystywaniu oszczędności. Skutki pogorszenia koniunktury konsumentów widać w danych o PKB oraz w ograniczonym wzroście inflacji bazowej PCE. Nic nie wskazuje, żeby sytuacja gospodarstw domowych mogła się szybko poprawić.
- USA: PKB w 1q26 wzrósł o 2,1% q/q saar, przekraczając wstępny odczyt na poziomie 1,6% q/q saar oraz wynik z 4q25 (0,5% q/q saar).** Rewizja danych wykazała niższy wzrost konsumpcji prywatnej - 0,5% q/q saar wobec wcześniejszych 1,4% q/q saar, co jest najniższym wynikiem od 1q22, kiedy rozpoczął się kryzys energetyczny (0,4% q/q saar). Jednocześnie skorygowano w górę wkład eksportu netto, głównie z powodu niższego wzrostu importu (11,8% q/q saar wobec wcześniejszych 21% q/q saar), który był jednak

Impet inflacji PCE w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Dynamika konsumpcji prywatnej w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

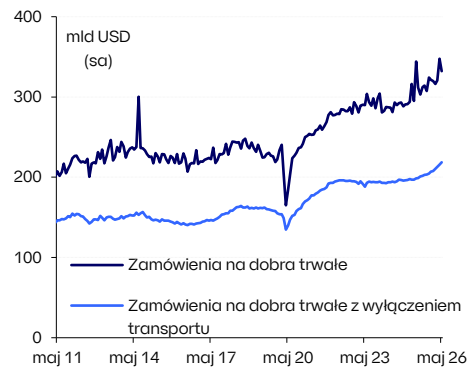
najwyższy od 1q22. Pomimo rewizji, obraz gospodarki pozostaje niezmienny - konsumenci borykają się z trudnościami, a wzrost gospodarczy napędzają inwestycje, szczególnie w sektorze SI. **Aktywność gospodarcza w całym roku pozostanie stłumiona** - nowcast Atlanta Fed na 2q26 wynosi obecnie 2,5% q/q saar.

- **USA:** Zamówienia na dobra trwale w maju spadły o 4,5% m/m, po silnym wzroście w kwietniu o 8,5% m/m. Odczyt był bliski oczekiwaniom. Spadek głównie odzwierciedla dużą zmienność w zamówieniach na samoloty (-51,8% m/m). Zamówienia na dobra trwale bazowe (z wyłączeniem obronności i samolotów) w maju wzrosły o 1,6% m/m po spadku o 0,7% m/m w kwietniu. Odbicie w tych kategoriach miało szeroki charakter, co wskazuje na utrzymanie silnych inwestycji przedsiębiorstw w 2q26, wspieranych m.in. przez wydatki związane z SI.
- **USA:** Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu wyniosła 215 tys. wobec 227 tys. tydzień wcześniej i była niższa od oczekiwań. Liczba bezrobotnych kontynuujących pobieranie zasiłku w tygodniu do 13 czerwca wzrosła z kolei do 1,821 mln względem 1,800 mln odnotowanych we wcześniejszym okresie. Z jednej strony liczba nowych wniosków o zasiłek nieco spadła, z drugiej liczba osób kontynuujących pobieranie świadczenia rośnie piąty miesiąc z rzędu. Mimo to sytuację na rynku pracy nadal można oceniać jako stabilną.
- **EUR:** EBC w [analizie](#) wskazuje, że poprawa aktywności przemysłowej była w ostatnich miesiącach w dużej mierze efektem *frontloadingu*. Po wybuchu wojny na Bliskim Wschodzie, przedsiębiorstwa zwiększyły zamówienia i gromadziły zapasy w obawie przed zakłóceniami dostaw oraz wzrostem kosztów energii. EBC ocenia, że oba zjawiska miały charakter przejściowy i sztucznie podbiły aktywność przemysłową. W kolejnych kwartałach, wraz z wygaśnięciem efektu wcześniejszych zakupów, mogą one ciążyć na produkcji i handlu. Podobny efekt zaobserwowano w 2025 przed wejściem w życie wyższych amerykańskich ceł.
- **HUN:** Stopa bezrobocia w maju spadła do 4,3% z 4,5% w kwietniu, zgodnie ze wzorcem sezonowym.

WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL:** Na koniec stycznia 2026 liczba pracujących w gospodarce narodowej wyniosła 14 988,3 tys., czyli spadła o 0,4% r/r po spadku o 0,3% r/r w grudniu. Potwierdza to lekkie schłodzenie rynku pracy na starcie 2026, choć najpewniej wynikało ono z silnych mrozów, które ograniczyły prace w budownictwie. Spadki r/r koncentrują się w rolnictwie, budownictwie, przetwórstwie i handlu, a wzrosty koncentrowały się zwłaszcza w administracji publicznej i obronie narodowej, edukacji oraz ochronie zdrowia i pomocy społecznej.

Zamówienia na dobra trwale w USA



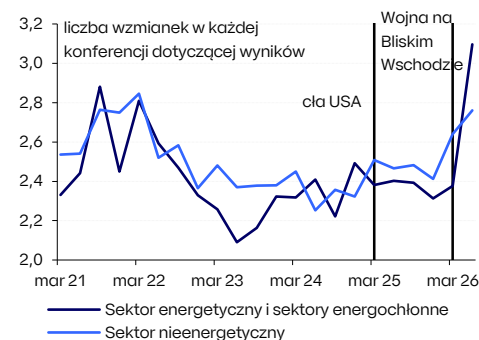
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Zasiłki dla bezrobotnych w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wzmianki frazy „frontloading” wśród spółek strefy euro

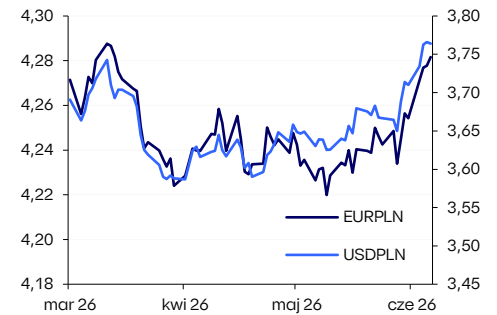


Źródło: S&P Global, NL Analytics, EBC, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W czwartek złoty w niewielkim stopniu umocnił się, EURPLN kończył dzień na 4,2850, a USDPLN na 3,7650. Na bazowych rynkach FX dolar niewiele się zmienił, a kurs EURUSD minimalnie wzrósł do 1,1370.
- Pusty krajowy kalendarz makro oraz brak istotnych zmian w globalnej wycenie dolara sprzyjały w czwartek stabilizacji głównych par ze złotym w pobliżu poziomów osiągniętych dzień wcześniej. Zgodne z oczekiwaniami odczyty PCE z USA, wskazujące na przyspieszenie inflacji w Stanach Zjednoczonych, nie zmieniły percepcji rynku, który wycenia powrót Fed do podwyżek stóp procentowych, a zarazem nie zdołały osłabić mocno już wykupionego na szerokim rynku dolara. Obraz trendów na obserwowanych przez nas parach walutowych nie uległ więc zmianie i faworyzuje mocniejszego dolara, a niewielkie czwartkowe odreagowanie to w naszej opinii korekta, która w perspektywie kolejnych dni może się jeszcze rozbudować. **W tym kontekście warto obserwować zachowanie rynku względem wsparcia na 100,5pkt na indeksie dolara, oporu na 1,1460 EURUSD oraz 3,75 na USDPLN (ważne wsparcie), których utrzymanie jest w naszej opinii warunkiem kontynuacji dotychczasowych trendów.**
- W piątek, przy braku publikacji z rynku krajowego, złoty pozostanie pod wpływem impulsów napływających z otoczenia zewnętrznego. Potwierdzenie spadku krótko- i długoterminowych oczekiwań inflacyjnych w USA, będących częścią raportu Uniwersytetu Michigan, powiązane z ostatnim wyraźnym spadkiem cen ropy naftowej, może w naszej ocenie nie wystarczyć do odwrócenia trendu aprecjacyjnego dolara. **Dynamika tego ruchu może jednak w krótkim terminie wyhamować, stąd spodziewamy się zakończenia tygodnia pomiędzy 1,13–1,14 na EURUSD, a w przypadku USDPLN w zakresie 3,75–3,78. Zakładamy zarazem, że EURPLN ustabilizuje się w pobliżu 4,28.**
- Rynek stopy procentowej pozostaje wrażliwy na informacje o spadku cen ropy naftowej i gazu ziemnego na świecie. W tym kontekście warto wspomnieć, że przejściowo w czwartek cena ropy WTI spadła poniżej 70 USD/b. Głównie z tego powodu od początku tygodnia dochodowości polskich obligacji obniżyły się już o około 10-15pb na całej długości krzywej, a od końca maja o przeszło 30pb. Po ostatnich zmianach notowań krajowy rynek przestał wyceniać ryzyko podwyżek stóp procentowych NBP, a scenariuszem bazowym stało się utrzymanie ich bez zmian w latach 2026-2027. Wspomniana rewizja oczekiwań rynkowych następuje równolegle wraz ze spadkiem oczekiwań inflacyjnych i wypowiedziami członków RPP, które ograniczyły obawy przed ewentualnym zaostrzeniem polityki pieniężnej w Polsce. Krótkoterminowo najciekawszym wydarzeniem dla krajowego rynku długu w tym kontekście będzie lokalnie wtorkowa publikacja wstępnego odczytu inflacji. Można oczekiwać, że GUS w przyszłym tygodniu potwierdzi spadek wskaźnika CPI z 3,1% r/r w maju do poziomu zbliżonego do celu inflacyjnego NBP. Tak znacząca zmiana inflacji sprzyjać będzie łagodniejszemu nastawieniu RPP. W konsekwencji, w nieco dłuższym horyzoncie na rynek mogą stopniowo powracać oczekiwania na obniżki stóp procentowych w 2027 r.
- **W perspektywie najbliższych dni przestrzeń do dalszego spadku rentowności obligacji wydaje się jednak ograniczona. Przy obecnych, relatywnie wysokich wycenach, obniżenie rentowności 2-letnich papierów poniżej 4,15% oraz 10-letnich poniżej 5,30% będzie wymagało pojawienia się dodatkowych impulsów, zarówno z krajowej gospodarki, jak i z otoczenia globalnego.** Podczas piątkowej sesji uwaga inwestorów w USA i w strefie euro będzie zapewne skoncentrowana na publikacjach indeksów oczekiwań inflacyjnych. Prognozowany nieznaczny ich spadek wpisuje się dominujący na świecie trend spadkowy rentowności obligacji.

Waluty



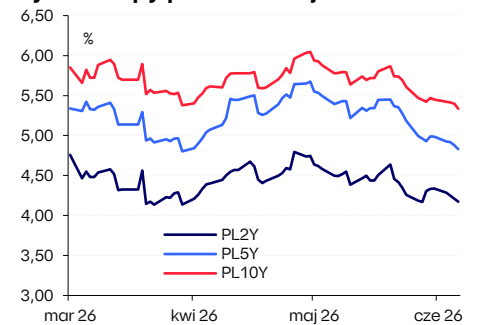
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe*

Para	2q26	3q26
EURPLN	4,27	4,26
USDPLN	3,65	3,61
CHFPLN	4,64	4,58
EURUSD	1,17	1,18
EURCHF	0,92	0,93

* w trakcie rewizji
Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



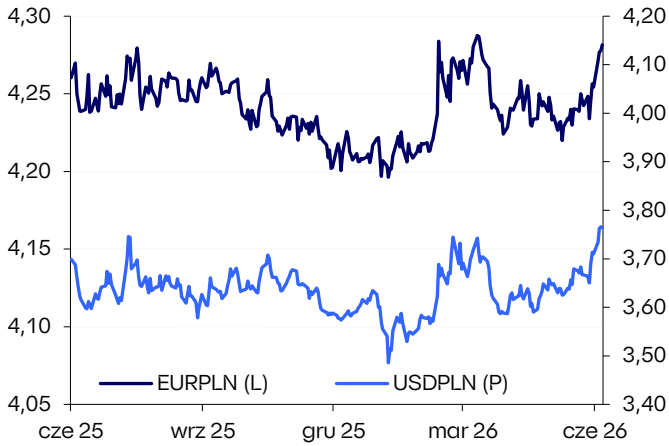
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji*

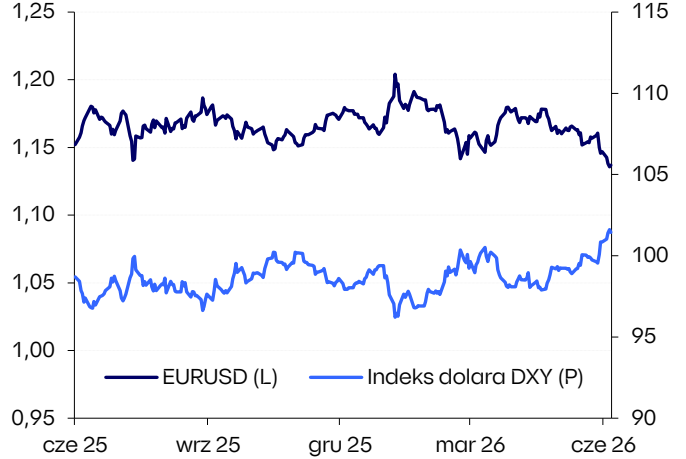
Tenor	2q26	3q26
PL1Y	3,85	3,82
PL2Y	4,35	4,25
PL5Y	5,00	4,90
PL10Y	5,60	5,30

* w trakcie rewizji
Źródło: PKO Bank Polski.

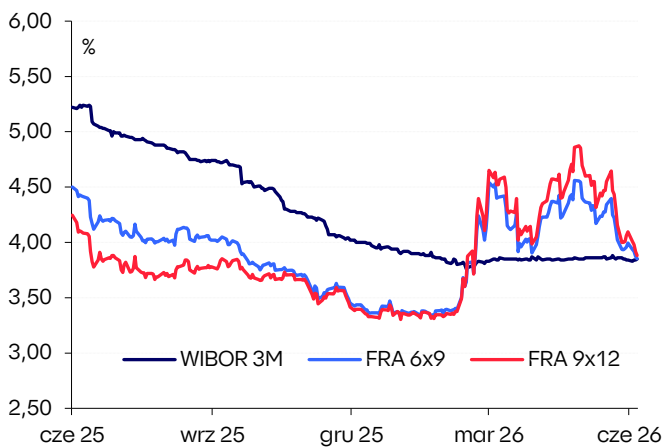
PLN vs główne waluty



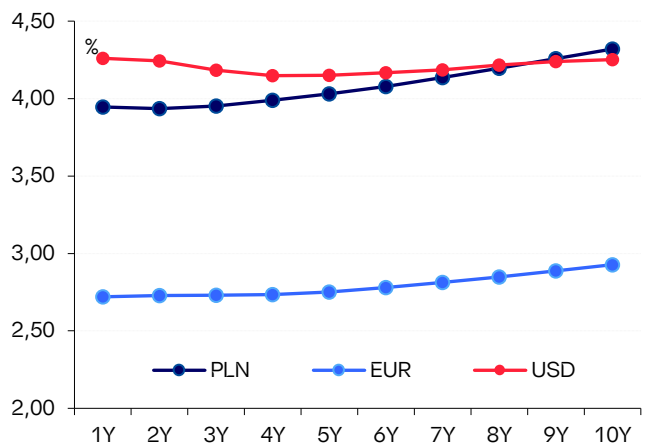
Notowania USD



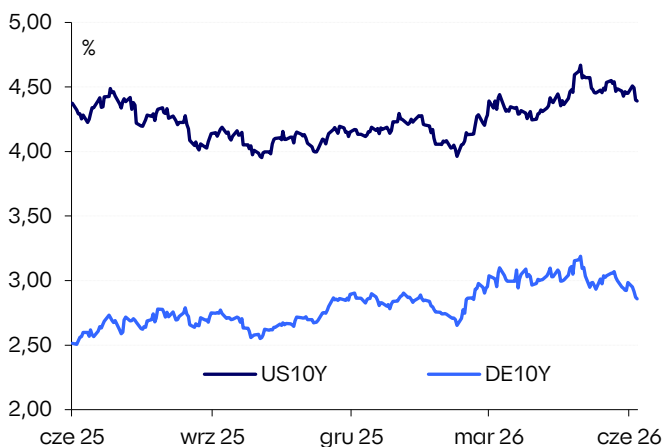
Krótkoterminowe stopy procentowe



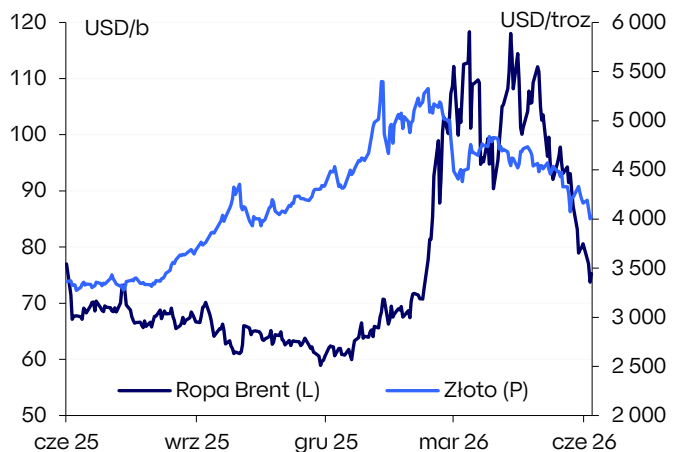
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 19 czerwca						
GER: Inflacja PPI (maj)	8:00	% r/r	1,7	2,5	--	2,2
POL: Produkcja przemysłowa (maj)	9:30	% r/r	2,9	2,5	2,2	4,1
Poniedziałek, 22 czerwca						
POL: Sprzedaż detaliczna (maj)	9:30	% r/r	1,3	3,7	5,3	3,0
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (maj)	9:30	% r/r	5,4	6,0	6,4	5,8
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (maj)	9:30	% r/r	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
POL: Inflacja PPI (maj)	9:30	% r/r	2,1	2,5	2,7	2,4
POL: Produkcja budowlano-montażowa (maj)	9:30	% r/r	4,5	4,2	3,4	3,9
EUR: Koniunktura konsumencka (cze., wst.)	16:00	pkt.	-19,0	-18,0	--	-17,7
Wtorek, 23 czerwca						
GER: PMI w przetwórstwie (cze., wst.)	9:30	pkt.	50,1	50,3	--	50,0
GER: PMI w usługach (cze., wst.)	9:30	pkt.	48,1	49,0	--	46,8
EUR: PMI w przetwórstwie (cze., wst.)	10:00	pkt.	51,6	51,6	--	51,3
EUR: PMI w usługach (cze., wst.)	10:00	pkt.	47,7	48,6	--	48,9
POL: Podaż pieniądza M3 (maj)	14:00	% r/r	11,3	11,3	11,3	11,0
HUN: Posiedzenie MNB (.)	14:00	%	6,25	6,00	6,00	6,00
USA: PMI w przetwórstwie (cze., wst.)	15:45	pkt.	55,1	54,5	--	55,7
Środa, 24 czerwca						
POL: Stopa bezrobocia (maj)	9:30	%	6,0	5,9	5,9	5,9
GER: Indeks Ifo (cze.)	10:00	pkt.	85,0	85,5	--	85,6
USA: Saldo rachunku obrotów bieżących (1q)	14:30	mld USD	-221,1	-208,8	--	-226,8
USA: Sprzedaż nowych domów (maj)	16:00	tys.	626	640	--	580
USA: Pozwolenia na budowę (maj, rew.)	--	mln	1,423	1,418	--	1,41
Czwartek, 25 czerwca						
HUN: Stopa bezrobocia (maj)	8:30	%	4,5	4,5	--	4,3
USA: Dochody Amerykanów (maj)	14:30	% m/m	0,0	0,4	--	0,7
USA: Wydatki Amerykanów (maj)	14:30	% m/m	0,4	0,6	--	0,7
USA: Deflator PCE (maj)	14:30	% r/r	3,8	4,1	--	4,1
USA: Inflacja bazowa PCE (maj)	14:30	% r/r	3,3	3,4	--	3,4
USA: Wzrost PKB (1q)	14:30	%q/q saar	0,5	1,7	--	2,1
USA: Konsumpcja prywatna (1q)	14:30	%q/q saar	1,9	1,4	--	0,5
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys	227	225	--	215
USA: Zamówienia na dobra trwałe (maj, wst.)	14:30	% m/m	8,5	-4,9	--	-4,5
Piątek, 26 czerwca						
HUN: Saldo rachunku obrotów bieżących (1q)	8:30	mld EUR	321	215	--	--
USA: Bilans handlowy (maj)	14:30	mld USD	-82,4	-85,1	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (cze., rew.)	16:00	pkt.	44,8	50,0	--	--

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

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: pkoresearch@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak piotr.bujak@pkobp.pl

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektorka Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierowniczka)	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
dr Anna Sznajderska	anna.sznajderska@pkobp.pl	722 050 645
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Biuro Strategii Rynkowych

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)	mariusz.adamiak@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Sławomir Bembenik, CFA (Rynek Stopy Procentowej)	slawomir.bembenik@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	miroslaw.budzicki@pkobp.pl	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy)	tomasz.marek@pkobp.pl	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	tomasz.niewinski@pkobp.pl	696 406 889

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego?

Zapisz się: centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja

Nasze analizy znajdziesz również na [X/Twitterze](#) oraz na stronie internetowej [Centrum Analiz PKO Banku Polskiego](#)

[X @PKO_Research](#)



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 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.