

Rynek pracownika coraz bliżej

Dziś w centrum uwagi:

- Kolejna porcja krajowych danych powinna pokazać, że polska gospodarka wyraźnie przyspiesza. Oczekujemy, że zarówno produkcja przemysłowa jak i sprzedaż detaliczna zaskoczą *in plus*. Dane potwierdzą naszą ocenę z początku roku (Kwartalnik Ekonomiczny: [„To, co spadło, musi wzrosnąć”](#), 10 lutego 2017 r.), że rozkład ryzyka dla prognoz dynamiki PKB był wówczas wyraźnie asymetryczny w górę.

Przegląd wydarzeń:

- Chociaż wzrost zatrudnienia spowolnił w marcu do 4,5% r/r, to nadal oceniamy, że **popyt na pracę pozostaje silny**. Brak rąk do pracy oraz rosnąca presja płacowa mogły znaleźć odzwierciedlenie we wzroście płac, który wyniósł 5,2% r/r (więcej na str. 2).
- W aktualizacji Programu Konwergencji założono, że deficyt fiskalny będzie się stopniowo zmniejszać z 2,9% PKB w tym roku do 1,2% PKB w 2020 r. (więcej na str. 2)
- Inflacja HICP w strefie euro spadła do 1,5% r/r w marcu** (z 2,0% r/r w lutym) zgodnie ze wstępnym odczytem. Oprócz paliw, głównym motorem spadku były ceny nieprzetworzonej żywności, które obniżyły się o 1,6% m/m. Do spadku przyczyniły się także efekty wysokiej bazy cen usług, co pozwala przypuszczać, że wraz z przesunięciem Świąt Wielkanocnych, ten komponent odbije w kwietniu. Duże zróżnicowanie inflacji HICP w strefie euro (od 0,6% r/r w Irlandii i Holandii do 3,3% r/r na Łotwie) oznacza, że wciąż będą się pojawiały naciski na EBC, aby zaczął zacieśniać politykę pieniężną, ale będą one odrzucane przez M.Draghiego. Nie powinny tego zmienić możliwe pozytywne zaskoczenia dla prognoz EBC na 1q/2q17, o których mówił wczoraj [P.Praet](#).
- Marcowy odczyt inflacji HICP dla Polski (1,8% r/r vs 1,9% r/r w lutym) wspiera nasze oczekiwania na odbicie dynamiki cen w kwietniu.** Szczegółowe dane sugerują, że wcześniejsze wzrosty cen warzyw niemal w całości w marcu się odwróciły. Inflacja usług wzrosła do 2,3% r/r z 1,9% r/r przy silnych efektach niskiej bazy cen abonamentów TV, które przełożą się na dalszy wzrost HICP w kwietniu. Dane wskazują ponadto na istotny spadek (do ok. 20% z ok. 30%) odsetka towarów / usług, których ceny spadają (najniżej od lutego 2013 r.). **Nie uważamy jednak, by odbicie inflacji było na tyle silne, aby zmienić retorykę RPP i skłonić ją do podwyżki stóp jeszcze w 2017 r.**
- Niemiecki PPI ustabilizował się na poziomie 3,1% r/r pokazując, że potencjał do dalszego wzrostu cen z tytułu efektów bazy na cenach paliw kończy się.

Główny Ekonomista

Piotr Bujak
piotr.bujak@pkobp.pl
tel. 22 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych

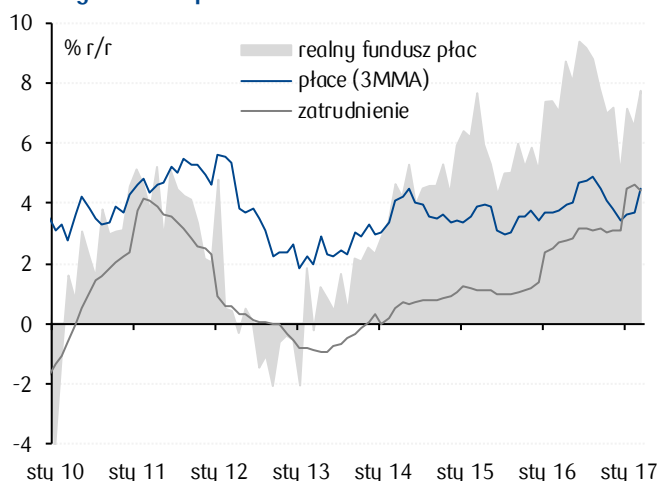
analizy.makro@pkobp.pl

Marta Petka-Zagajewska
Starszy Ekonomista
Kierownik Zespołu
marta.petka-zagajewska@pkobp.pl
tel. 22 521 67 97

Marcin Czaplicki
Ekonomista
marcin.czaplicki@pkobp.pl
tel. 22 521 54 50

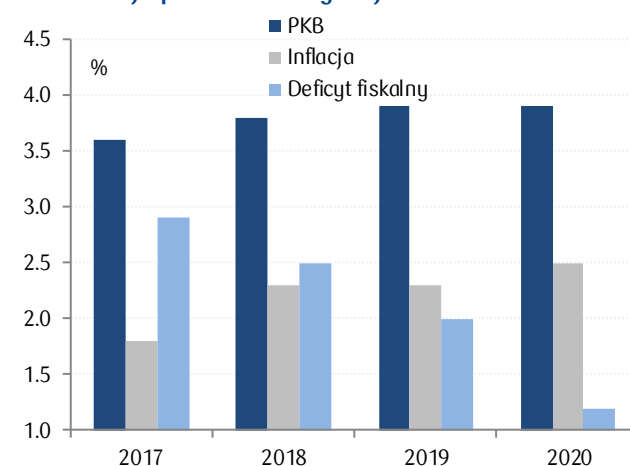
Michał Rot
Ekonomista
michal.rot@pkobp.pl
tel. 22 580 34 22

Realny fundusz płac



Źródło: GUS, MF, PKO Bank Polski.

Aktualizacja planu konwergencji



Rynek pracownika coraz bliżej

Wzrost zatrudnienia spowolnił w marcu do 4,5% r/r (odczyt poniżej oczekiwań na poziomie 4,6% r/r) przy czym w ujęciu miesięcznym dynamika zatrudnienia obniżyła się do 0,1% m/m (odsezon.), a krótkoterminowy trend wzrostowy zatrudnienia nieznacznie wyhamował. Szczegóły odczytu, które będą dostępne w przyszłym tygodniu, pozwolą ocenić, w których branżach trend wzrostowy zatrudnienia spowolnił oraz na ile odzwierciedlać to może ograniczenia po stronie podażowej. **Jednocześnie nadal oceniamy, że popyt na pracę pozostaje silny.**

Brak rąk do pracy oraz rosnąca presja płacowa mogły znaleźć odzwierciedlenie w danych o płacach. Tempo wzrostu płac w marcu przyspieszyło wyraźnie powyżej naszych optymistycznych oczekiwań (4,7% r/r; mieliśmy jedną z najwyższych prognoz) do 5,2% r/r (wobec 4,0% r/r w lutym; konsensus 4,3%). Po odsezonowaniu dynamika płac utrzymała się na poziomie 0,6% m/m trzeci miesiąc z rzędu. Utrzymanie się obecnego trendu wzrostowego implikowałoby, że dynamika płac przyspieszy na koniec tego roku w okolice 7,0% r/r.

Dodatkowym ryzykiem w górę dla dynamiki płac jest zniesienie wiz dla obywateli Ukrainy podróżujących do UE. Na razie nie zakładamy, by odpływ pracowników ukraińskich z Polski miał gwałtowny charakter, choć takiej opcji nie można wykluczyć (por. Poland Macro Weekly [Immigration down, wages up?](#), z 10 lutego 2017). Gdyby odpływ pracowników przybierał na sile, to rosłoby prawdopodobieństwo dalszego wzmocnienia dynamiki wynagrodzeń.

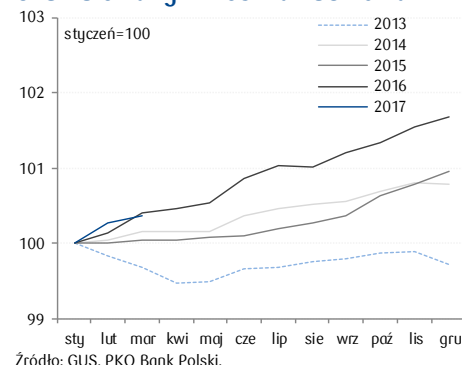
Jednocześnie należy zastrzec, że marzec jest miesiącem, w którym dynamika płac jest tradycyjnie zaburzana przez wypłaty premii w niektórych branżach (np. w górnictwie). Pełna ocena trendu wzrostowego płac i możliwości jego przełożenia się na inflację bazową będzie możliwa po publikacji szczegółowych danych (26-go kwietnia).

Dane są neutralne dla naszych oczekiwań dotyczących polityki pieniężnej. Nadal zakładamy brak zmian stóp procentowych NBP w tym roku.

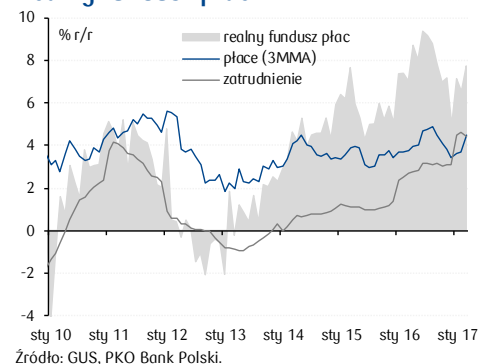
Aktualizacja programu konwergencji

W corocznej aktualizacji Programu Konwergencji (APK) rząd zakłada, że wzrost gospodarczy do 2020 r. będzie zbliżony do 4%, a inflacja stopniowo będzie wracać do celu (por. wykres). Jednocześnie zakłada się, że deficyt fiskalny będzie się zmniejszać z 2,9% PKB w 2017 r. do 1,2% PKB w 2020 r. Naszym zdaniem założenia dotyczące wzrostu gospodarczego i inflacji, szczególnie w latach 2018-2019, są raczej konserwatywne, biorąc pod uwagę, że w tym okresie pozytywne efekty napływu środków z nowego budżetu UE powinny być najbardziej odczuwalne. Jednocześnie oczekujemy, że deficyt fiskalny w 2017 r. może być niższy od założonego, biorąc pod uwagę cykliczną poprawę dochodów połączoną z prawdopodobnym wzrostem ściągłości podatków. Natomiast w 2018 r. deficyt fiskalny może być nieco większy niż zakładany w APK z uwagi na możliwy wzrost deficytu samorządów (w APK założono, że budżety samorządów w 2017 i 2018 r. będą zrównoważone).

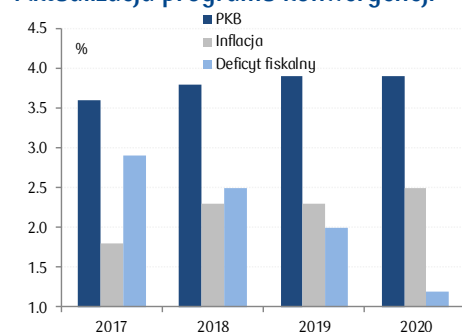
Skumulowany wzrost zatrudnienia



Realny fundusz płac



Aktualizacja programu konwergencji



Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus*	PKO BP	Odczyt	Komentarz
Piątek, 14 kwietnia						
POL: Podaż pieniądza M3 (mar.)	14:00	8,2% r/r	8,5% r/r	8,8% r/r	7,7% r/r	Dynamika kredytów ogółem nieco przyspieszyła dzięki wyższej dynamice kredytów dla firm.
USA: Inflacja CPI (mar.)	14:30	2,7% r/r	2,6% r/r	--	2,4% r/r	Spadek inflacji bazowej oraz słabsze dane o sprzedaży detalicznej będą zapewne wpływać na ograniczenie jastrzębich oczekiwań niektórych członków FOMC.
USA: Sprzedaż detaliczna (mar.)	14:30	-0,2% m/m	0,0% m/m	--	-0,1% m/m	
Poniedziałek, 17 kwietnia						
CHN: Wzrost PKB (1q)	4:00	6,8% r/r	6,8% r/r	--	6,9% r/r	Drugi z rzędu kwartał przyspieszenia wzrostu (cel rządu to 6,5% lub więcej) to dobra wiadomość z punktu widzenia szans na kontynuację globalnego ożywienia, które sprzyja również polskiej gospodarce. Szczególnie, że ostatnie dane z USA były nieco rozczarowujące (m.in. sprzedaż detaliczna za ostatnie 2 miesiące). Mocniejszy wzrost w Chinach sprzyja innym gospodarkom w Azji (łańcuchy produkcyjne) oraz wszystkim eksporterom surowców. Przyspieszenie chińskiego wzrostu nie wiąże się ze wzmocnieniem przyrostu długu. Wręcz przeciwnie, dynamika zadłużenia ustabilizowała się, a nominalny wzrost dochodu przyspieszył, bo odbiła inflacja. Dzięki temu maleje ryzyko wybuchu kryzysu zadłużeniowego w Chinach.
Wtorek, 18 kwietnia						
USA: Pozwolenia na budowę domów (mar)	14:30	1,216 mln	1,245 mln	--	1,260 mln	Trend wzrostowy na rynku mieszkaniowym sugeruje, że branża usług związanych z jego obsługą (największa pod względem udziału w PKB) kontynuuje solidny wzrost.
USA: Rozpoczęte budowy domów (mar)	14:30	1,303 mln	1,264 mln	--	1,215 mln	
USA: Produkcja przemysłowa (mar)	15:15	0,1% m/m	0,5% m/m	--	0,5% m/m	Po wygaśnięciu efektów pogodowych produkcja powraca do trendu wzrostowego.
Środa, 19 kwietnia						
EUR: Inflacja HICP (mar)	11:00	2,0% r/r	1,5% r/r	--	1,5% r/r	EBC będzie czekać z jakimikolwiek ruchem w polityce pieniężnej na trwały wzrost bazowych miar inflacji.
POL: Zatrudnienie (mar)	14:00	4,6% r/r	4,6% r/r	4,6% r/r	4,5% r/r	Niespodzianka po stronie wzrostu płac sugeruje, że presja płacowa mogła zacząć się uwidaczniać, na razie we wzrostach kosztów pracy w firmach.
POL: Płace (mar)	14:00	4,0% r/r	4,3% r/r	4,7% r/r	5,2% r/r	
Czwartek, 20 kwietnia						
GER: Inflacja PPI (mar)	8:00	3,1% r/r	3,1% r/r	--	3,1% r/r	Efekty bazy na cenie ropy wygasają a presja cenowa z tego tytułu będzie spadać.
POL: Produkcja przemysłowa (mar)	14:00	1,2% r/r	7,5% r/r	9,2% r/r	--	Wzrost produkcji wpisuje się w wysoką zmienność w okolicach ruchomych świąt.
POL: Sprzedaż detaliczna (mar)	14:00	5,2% r/r	6,5% r/r	10,1% r/r	--	Wzrost sprzedaży, podobnie jak i produkcji, odzwierciedla silne efekty kalendarzowe.
POL: Inflacja PPI (mar)	14:00	4,4% r/r	4,6% r/r	4,5% r/r	--	Niespodzianka inflacyjna (CPI) sugeruje, że inflacja PPI także zaskoczy w dół.
Piątek, 20 kwietnia						
GER: PMI w przetwórstwie (kwi, wst)	9:30	58,3 pkt.	58,0 pkt.	--	--	Mimo oczekiwanego, nieco niższego odczytu PMI w Niemczech i strefie euro, indeks pozostaje na wysokich poziomach spójnych ze wzrostem gospodarczym przekraczającym 2%.
EUR: PMI w przetwórstwie (kwi, wst)	10:00	56,2 pkt.	56,0 pkt.	--	--	Wzrost inflacji po ubiegłorocznym osłabieniu funta na razie nie wywiera negatywnych skutków ubocznych w sferze realnej.
UK: Sprzedaż detaliczna (mar)	10:30	3,7% r/r	3,6% r/r	--	--	Dane powinny potwierdzić, że trend wzrostowy w amerykańskim przemyśle utrzymuje się.
USA: PMI w przetwórstwie (mar, wst)	15:45	53,5 pkt.	53,5 pkt.	--	--	
Niedziela, 23 kwietnia						
FRA: Wstępne wyniki pierwszej tury wyborów prezydenckich	--	--	--	--	--	Wyniki sondażowe będzie prawdopodobnie można śledzić na bieżąco (np. w belgijskich i szwajcarskich mediach), mimo ciszy wyborczej na terenie Francji.

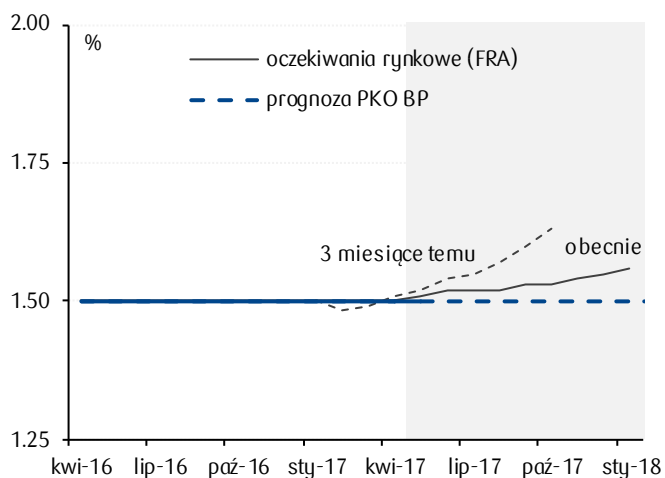
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski. *dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Polityka pieniężna

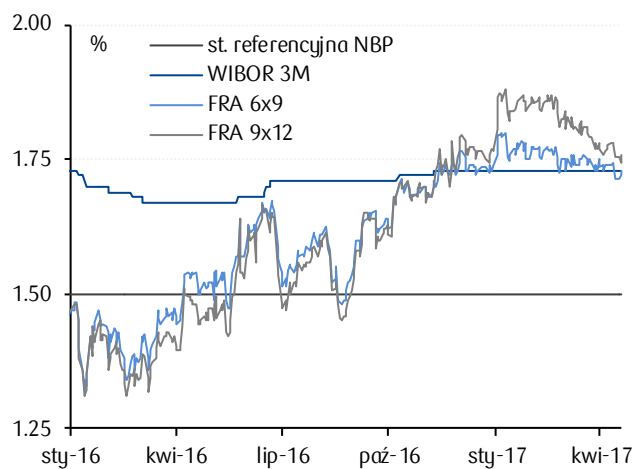
Członkowie RPP	Jastrzębiomierz*	Wybrane wypowiedzi
K. Zubelewicz	4,1	„Nie jestem zaskoczony styczniowym odczytem inflacji, choć jej przyspieszenie należy uznać za znaczące. Trochę niepokoi mnie ten odczyt, ale dostępne prognozy wskazują, że najpierw inflacja ustabilizuje się, potem zaś powinien nastąpić jej spadek, oby jak największy. Ścieżka inflacji bazowej jest natomiast płaska (...) Dla mnie inflacja bazowa nie jest ważniejsza niż inflacja CPI. Uważam, że trzeba patrzeć na inflację jako na całość i nie można w nieskończoność zastaniać się czynnikami zewnętrznymi , szczególnie, że prędzej czy później przekładają się one na czynniki wewnętrzne. Obserwowanie cen ropy będzie ważne, bo ich względnie niski poziom może służyć polskiej gospodarce” (16.02.2017, PAP)
E. Gatnar	3,9	„Jako że lokalne czynniki proinflacyjne będą zyskiwały na sile razem z czynnikami zewnętrznymi, biorąc pod uwagę scenariusz przyspieszenia wzrostu gospodarczego, nie można wykluczyć podwyżki stóp w tym roku. ” (22.03.2017, PAP)
Ł. Hardt	3,0	„ Wydaje się, że ujemne realne stopy procentowe mogą nam towarzyszyć dłużej ; jest również ryzyko, że mogą towarzyszyć nam do końca okresu projekcji (do końca 2019 r. - PAP). Natomiast my operujemy w kategoriach prawdopodobieństw. To znaczy: jeśli prawdopodobieństwo tego, że ujemne realne stopy procentowe będą (występować - PAP) do końca 2019 r. i to prawdopodobieństwo będzie rosło, to ja osobiście ze wzmożoną uwagą będę przyglądał się tej sytuacji.” (8.03.2017, PAP)
J. Kropiwnicki	3,0	„Jeżeli chodzi o inflację, to baza cen prawdopodobnie pozostanie niska, bo nie wygląda na to, żeby główny element kształtowania cen, czyli ceny nośników energii, w szczególności ropy naftowej, miały mieć zaskakująco wysoką dynamikę w tym roku. Spodziewam się również, że w ciągu kolejnego roku dynamika cen nie przekroczy celu inflacyjnego (...) Ze względu na to, że nie spodziewam się przekroczenia celu inflacyjnego w ciągu kolejnych 12 miesięcy, to wydaje mi się, że stopy procentowe w tym okresie pozostaną na obecnym poziomie (...) W ciągu kolejnych dwunastu miesięcy można się spodziewać, że będą się utrzymywać ujemne realne stopy procentowe. Na razie jeszcze nie można zaobserwować ich negatywnego przełożenia na gospodarkę realną, ale obawiam się, że może ono wystąpić pod koniec tego roku” (20.03.2017, Reuters)
G. Ancyparowicz	2,8	„Nie można wykluczyć, że nastawienie <i>"wait-and-see"</i> będzie przedłużone na pierwszą połowę 2018 roku albo dłużej” (13.04.2017, PAP)
R. Sura	2,7	„Wierzę, że inflacja pod koniec roku będzie poniżej poziomu 2 proc. zakładając brak szoków zewnętrznych albo katastrof naturalnych, które powodują wzrost cen. (...) Jeśli inflacja pozostanie w tych granicach, a gospodarka będzie rosła w oczekiwanym tempie, to nie widzę podstaw do podwyższania stóp w tym roku ani w pierwszym kwartale kolejnego roku (...) Analizujemy procesy inflacyjne i dlatego lipcowa projekcja będzie dla nas wyjątkowo ważna - pokaże nam ścieżkę inflacji na 2018 i 2019 r. (...) Jeśli projekcja pokaże negatywne tendencje w inflacji, to będzie to przesłanka do rozważenia decyzji o podwyżkach ” (21.02.2017, PAP)
J. Osiatyński	2,2	„ Nie widzę w krótkim okresie silnej presji inflacyjnej, żeby w ciągu najbliższych trzech kwartałów albo do końca przyszłego roku była możliwość osiągnięcia celu inflacyjnego. Raczej możemy znaleźć się blisko dolnej granicy przedziału” (16.12.2016, PAP)
A. Glapiński	2,0	„Jeśli utrzymają się takie tendencje, jakie są w tej chwili (w kształtowaniu się cen ropy naftowej i żywności w Europie - PAP), to nie widzę podstaw, by do końca roku myśleć o zmianie poziomu stóp procentowych (...) Jeśli zobaczymy, że istnieje tendencja, żeby w ciągu kilku kwartałów zaczął się proces przyspieszania inflacji czy utrzymania na podwyższonym poziomie, to będziemy reagować (...) Na razie nie ma przesłanek i myślę, że do końca roku się one nie wygenerują” (08.03.2017, Reuters)
E. Łon	1,8	„ Uważam, że w perspektywie 12 najbliższych miesięcy nie będzie raczej potrzeby zmieniania poziomu stóp procentowych NBP. Oczywiście mój pogląd może ulec modyfikacji, ale prawdopodobieństwo owej modyfikacji osobiście uważam za niezbyt wysokie.” (16.03.2017, PAP)
J. Żyżyński	1,3	„ Jeśli nie zmienią się znacząco warunki makro, to byłbym za utrzymaniem bez zmian stóp procentowych także w 2018 r. Wzrost inflacji wynika z efektu bazy i wzrostu cen surowców. Inflacja dalej jest poniżej celu inflacyjnego i powinna się ustabilizować na umiarkowanym poziomie.” (10.03.2017, PAP)

*im wyższy wskaźnik tym bardziej „jastrzębie” poglądy. Z uwagi na brak wyników głosowań z udziałem członków „nowej” RPP uszeregowanie dokonane na podstawie wyników ankiety PAP (skala 1-5).

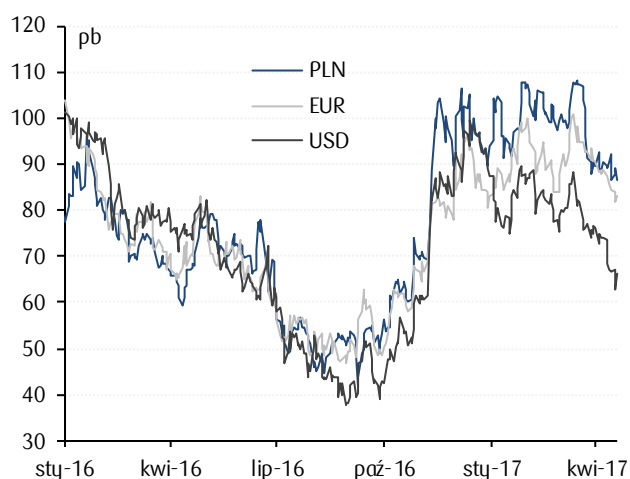
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



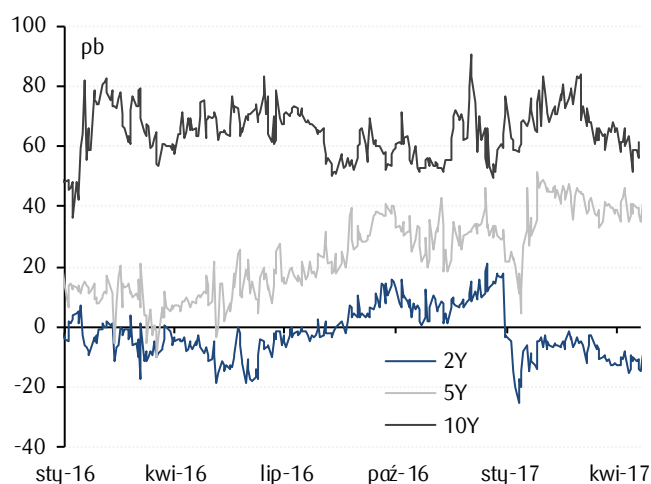
Krótkoterminowe stopy procentowe



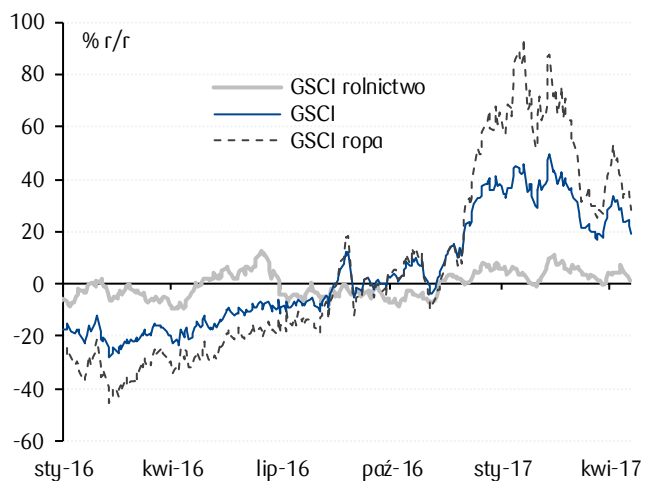
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



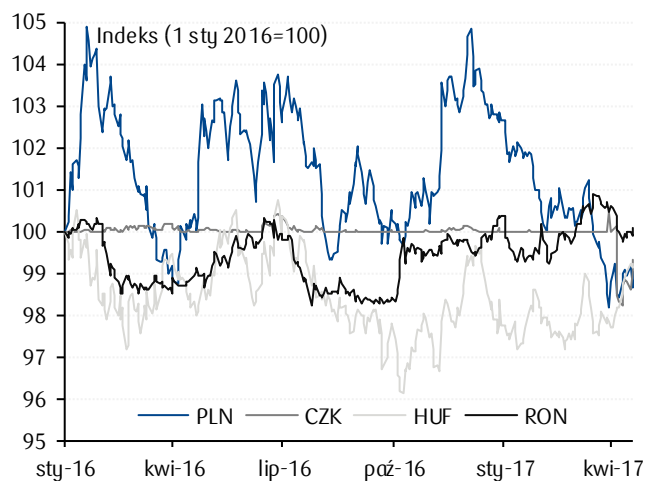
Spread asset swap dla PLN



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.

Polska w makro-pigułce

	2016	2017	Komentarz
Sfera realna			
- realny PKB (%)	2,8	3,2	Po krótkim i płytkim spowolnieniu w trakcie 2016 r., wzrost PKB w 2017 r. będzie przyspieszać przy odbiciu dynamiki inwestycji współfinansowanych przez UE, stabilnym wzroście konsumpcji oraz lekko dodatniej kontrybucji eksportu netto.
Procesy inflacyjne			
- inflacja CPI (%)	-0,6	2,3	Początek 2017 r. stoi pod znakiem szybkiego wzrostu inflacji, która może osiągnąć cel NBP na przełomie 1q/2q. Inflacja CPI będzie utrzymywać się w okolicach celu NBP nawet do listopada, ale presja popytowa, a wraz z nią inflacja bazowa, będzie rosła jedynie stopniowo.
Agregaty monetarne			
- podaż pieniądza M3 (%)	9,6	9,5	Przewidujemy utrzymanie blisko dwucyfrowego wzrostu podaży pieniądza (M3), przy czym głównym czynnikiem kreacji pieniądza będzie nadal przyrost zadłużenia rządowego netto, a dynamika kredytów przyspieszy tylko nieznacznie.
Równowaga zewnętrzna			
- saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,3	-1,0	Mimo przyspieszenia eksportu, rosnący import (wzrost cen surowców oraz silny popyt wewnętrzny) przyczyni się do redukcji nadwyżki na rachunku obrotów towarowych. Oczekujemy kontynuacji wzrostu transferów imigrantów za granicę, co zwiększy deficyt na rachunku dochodów.
Polityka fiskalna			
- deficyt fiskalny (% PKB)	-2,4	-2,8	Zacieśnienie na szczeblu samorządowym było częściowo (nierównomiernie w trakcie roku) neutralizowane przez wzrost wydatków budżetu państwa. W 2017 r. deficyt fiskalny powinien być zbliżony do ubiegłorocznego, przy czym wzrost deficytu strukturalnego zostanie zneutralizowany przez cykliczną poprawę dochodów.
Polityka pieniężna			
- stopa referencyjna NBP (%)	1,50	1,50	Wyraźne odbicie inflacji oraz poprawa perspektyw wzrostu gospodarczego przekreślają możliwość wznowienia obniżek stóp. RPP wstrzyma się z pierwszą podwyżką stóp do 2018 r. ze względu na dużą rolę czynników egzogenicznych we wzroście inflacji oraz nadal istotne znaczenie licznych czynników ryzyka (głównie za granicą) dla wzrostu gospodarczego.

Źródło: GUS, NBP, Eurostat, PKO Bank Polski.

Zagranica w makro-pigułce

	2016	2017	Komentarz
USA			
- realny PKB (%)	1,6	2,2	Dobre dane z przełomu 2016/2017 wspierają oczekiwania na przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego, któremu towarzyszyć będzie wyższa inflacja. Potencjalne poluzowanie polityki fiskalnej przez administrację D.Trumpa z punktu widzenia FOMC przechyla bilans ryzyk w stronę silniejszego wzrostu i wyższej inflacji, co otwiera drzwi do zacieśnienia polityki pieniężnej. Oczekujemy łącznie 3 podwyżek stóp procentowych Fed w tym roku (po marcowej kolejnej w czerwcu i we wrześniu).
- inflacja CPI (%)	1,3	2,3	
Strefa euro			
- realny PKB (%)	1,7	1,4	Wskaźniki nastrojów sugerują przyspieszenie aktywności gospodarczej na początku roku. Niemniej w dalszej jego części może być widoczne spowolnienie wynikające z osłabienia realnej dynamiki konsumpcji (wzrost inflacji) oraz osłabienia ekspansji kredytowej banków. Wyraźny wzrost inflacji może zwiększać presję na ograniczenie ekspansywności polityki pieniężnej EBC, jednak nie sądzimy, by jakiegokolwiek zmiany w tym zakresie mogły nastąpić przed końcem 2017 r.
- inflacja HICP (%)	0,2	1,3	
Chiny			
- realny PKB (%)	6,7	6,5	W tym roku Chiny będą kontynuowały scenariusz „miękkiego lądowania”, a pod koniec roku KPCh najpewniej zaakceptuje wzrost gospodarczy poniżej 6,5%. Kluczowe dla przyszłości chińskiej gospodarki będzie ustabilizowanie długu sektora prywatnego, w tym struktury aktywów banków. Na razie chińskie władze, w tym bank centralny, stosują głównie działania doraźne, a mniejszym stopniu reformy strukturalne, co utrzymuje ryzyko „twardego lądowania” w kolejnych latach.
- inflacja CPI (%)	2,0	2,2	

Źródło: FED, Eurostat, MFW, PKO Bank Polski.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny, jest przeznaczony wyłącznie dla klientów Grupy PKO Banku Polskiego i nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks Cywilny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą być traktowane, jako propozycja nabycia jakiegokolwiek instrumentów finansowych, usługi doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Grupa PKO BP SA dołożyła wszelkich starań, aby zamieszczone w niniejszym materiale informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Klienci Grupy PKO BP SA ponoszą odpowiedzialność za skutki swoich decyzji inwestycyjnych, podjętych z uwzględnieniem informacji zamieszczonych w niniejszym materiale. Niniejszy materiał został przygotowany i/lub przekazany przez Powszechną Kasę Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, zarejestrowaną w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.