

Stopy wyżej na dłużej

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- **Rentowności dwuletnich obligacji Treasuries wzrosły do najwyższych poziomów od 2006, a indeksy akcyjne obniżyły się po sygnalizacji przez Fed preferencji mniejszych obniżek stóp procentowych w kolejnych latach, w reakcji na wzrost prawdopodobieństwa „miękkiego lądowania”.** Dolar umocnił się wobec euro, a cena ropy obniżyła się. W kraju rynki istotnie zareagowały na wypowiedź Prezesa NBP, w której stwierdził, że przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych zawęża się. Złoty zyskał względem EUR blisko 1%, a rentowności 2-letnich obligacji wzrosły. Jeszcze silniejszą reakcję zobaczyliśmy na krzywej FRA, która przesunęła się w górę o ok. 30pb, co wskazuje na wycenę wolniejszego/mniejszego cyklu obniżek stóp NBP.
- **Po wczorajszym posiedzeniu Fed, dziś czeka nas kolejny dzień z bankami centralnymi – decyzje podejmą m.in. SNB, Riksbank, Norges Bank, BoE oraz Bank Centralny Turcji.** SNB, naszym zdaniem, pozostawi stopy procentowe bez zmian (1,75%), ale ubiegłotygodniowa podwyżka stóp EBC znacząco zwiększa prawdopodobieństwo scenariusza alternatywnego i wieńczącego cykl podwyżek jeszcze jednego ruchu w górę o 25pb. W przypadku Riksbanku, Norges Banku i BoE podwyżki po 25pb (odpowiednio do 4,00% w Szwecji, 4,25% w Norwegii, 5,50% w Wielkiej Brytanii) są scenariuszem bazowym. Te banki także jednak będą już finalizowały cykle podwyżek stóp procentowych. Wczorajsza niższa od oczekiwań brytyjska inflacja tworzy ryzyko, że Bank Anglii może pozostawić stopy bez zmian. Kontynuacji cyklu podwyżek stóp oczekujemy w Turcji (do 27,50% z obecnych 25%), przy czym skala oczekiwanej dziś podwyżki będzie mniejsza niż poprzednim razem (750pb).
- **Wśród danych makro na świecie poznamy amerykańskie saldo obrotów bieżących za 2q23, dane o sprzedaży domów na rynku wtórnym za sierpień oraz tygodniowy raport o bezrobociu.** Z kolei w UE opublikowana zostanie koniunktura konsumencka za wrzesień.
- **W krajowej gospodarce poznamy kolejne wskaźniki aktywności gospodarczej za sierpień.** Dynamika sprzedaży detalicznej wg naszego szacunku pozostała bez zmian względem lipca (-4,0% r/r), a produkcja budowlana wg naszych obliczeń nieznacznie wzrosła (1,5% r/r vs 1,1% r/r w lipcu).

Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

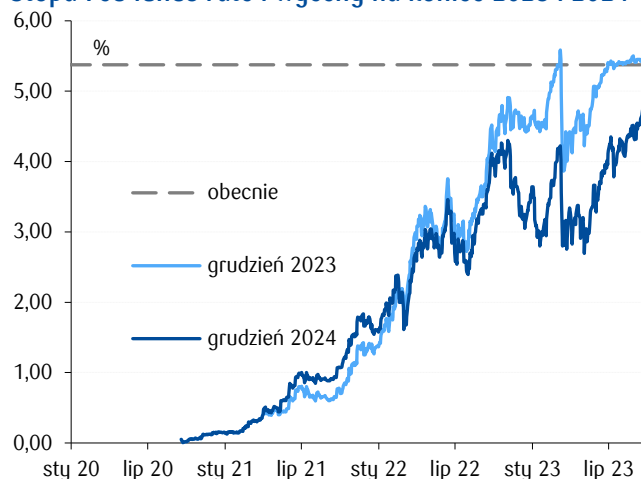
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

	Wartość 2023-09-20	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,6243	-0,7
USDPLN	4,3139	-1,0
CHFPLN	4,8224	-0,6
GBPPLN	5,3387	-1,3
EURUSD	1,0720	0,3
Obligacje:		
PL2Y	5,01	8
PL5Y	5,18	1
PL10Y	5,67	-2
DE10Y	2,70	-4
US10Y	4,37	1
Indeksy akcyjne:		
WIG	67 293,0	1,7
DAX	15 781,6	0,7
S&P500	4 402,2	-0,9
Nikkei**	33 023,8	0,0
Shanghai Comp.**	3 108,6	0,0
Surowce:		
Złoto	1945,35	0,6
Ropa Brent	93,53	-0,9

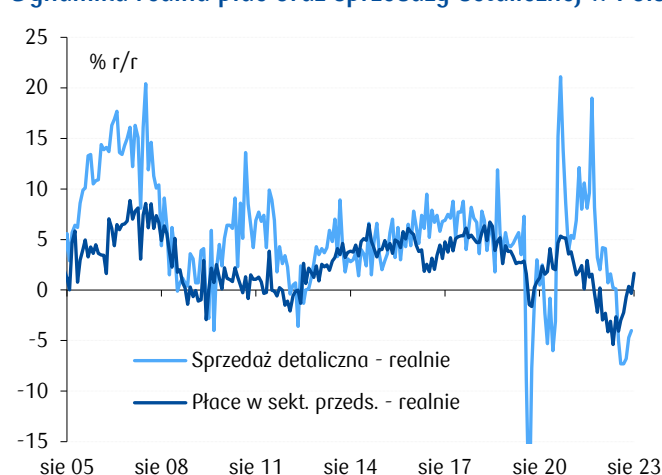
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Stopa Fed funds rate i wyceny na koniec 2023 i 2024



Źródło: Macrobond, Fed, PKO Bank Polski.

Dynamika realna płać oraz sprzedaży detalicznej w Polsce



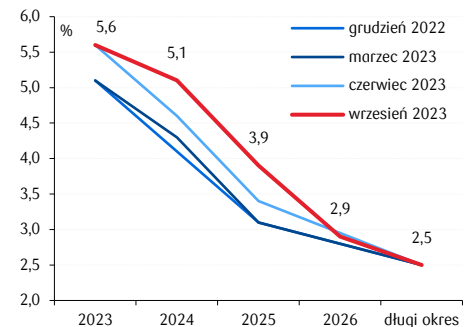
PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- USA:** Rezerwa Federalna zgodnie z oczekiwaniami pozostawiła stopę Fed funds bez zmian (w przedziale 5,25-5,50%), wskazała na rosnące prawdopodobieństwo realizacji „miękkiego lądowania” oraz utrzymania stóp procentowych „wyżej na dłużej” (*higher for longer*). Treść [komunikatu](#) nie uległa zasadniczej zmianie, poza wyraźniejszym podkreśleniem solidnej dynamiki aktywności gospodarczej i spowolnienia wzrostu zatrudnienia. Podczas konferencji prasowej prezes Fed J.Powell wskazał, że FOMC jest gotowy do dalszych podwyżek stóp, a pozostawienie stóp bez zmian nie oznacza, że definitywnie osiągnęły one szczyt. Członkowie Rady dostrzegają pozytywne sygnały hamowania inflacji, ale potrzebują przekonujących dowodów, że inflacja została opanowana – dlatego dalsze decyzje będą, podobnie jak poprzednie, podejmowane na podstawie napływających danych, w ostrożny sposób (co J.Powell kilkakrotnie podkreślał).

Na wczorajszym posiedzeniu poznaliśmy też zestaw prognoz członków FOMC. 12 członków preferowałoby jeszcze jedną podwyżkę w tym roku, podczas gdy 7 pozostawienie stóp bez zmian (mediana 5,6%). W kolejnych latach członkowie Komitetu (poza jednym) preferują obniżki stóp (por. wykres), ale w wolniejszym tempie niż wcześniej, co wynika z przekonania o lepszej kondycji gospodarki i silniejszym rynku pracy. Przewidywania poszczególnych członków na kolejne lata są zróżnicowane – na 2024 między 4,25% a 6%, na 2025 między 2,5% a 5,5%, a na 2026 między 2,25% a 4,75%. Prezes J.Powell odmówił odpowiedzi na pytania o moment rozpoczęcia obniżek stóp w 2024, podkreślając, że obniżki nadejdą w pewnym czasie, ale jest to obarczone niepewnością. Podkreślił też, że projekcja jest oceną dokonaną w obecnym momencie, a nie planem działania dla Fed. W długim terminie medianowa oczekiwana stopa procentowa wynosi 2,5%, ale 5 członków preferowałoby stopę procentową w przedziale 3-4%. Ważną częścią konferencji prasowej była dyskusja o poziomie stopy neutralnej („długoterminowej stopy stabilizującej inflację”). Prezes J.Powell wskazał, że prawdopodobnie stopa ta wzrosła i jest wyższa niż obecne długoterminowe prognozy członków FOMC dla stopy Fed funds. Pozostałe prognozy wskazują na rosnące przekonanie członków Komitetu o realizacji scenariusza „miękkiego lądowania”, który stał się też głównym celem dla Fed – ścieżka PKB została zrewidowana w górę na najbliższe 2 lata. Prognoza inflacji nie doświadczyła istotnych zmian – ścieżka inflacji PCE zakłada nieco wyższy wynik w 2023 i 2025 niż prognoza czerwcową, a w przypadku inflacji bazowej nieco niższy wynik w 2023, ale wyższy w 2025. Przekonanie o „miękkim lądowaniu” znalazło też odzwierciedlenie w prognozach braku wzrostu stopy bezrobocia w reakcji na dotychczasowy agresywny cykl podwyżek stóp procentowych. **Podtrzymujemy prognozę, że Fed w praktyce zakończył cykl podwyżek stóp procentowych, choć na oficjalne potwierdzenie będzie trzeba poczekać. Spodziewamy się rozpoczęcia obniżek stóp w pierwszej połowie 2024 i obniżek stóp w nieco większej skali niż wskazywałyby na to aktualne prognozy członków FOMC.**

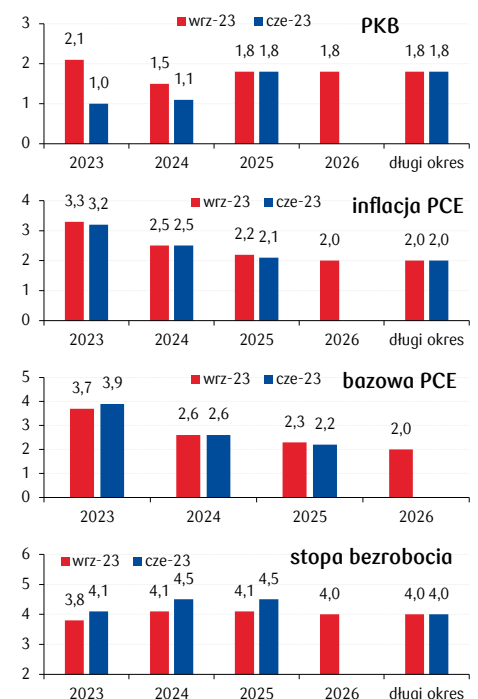
- POL:** Produkcja przemysłowa w sierpniu spadła o 2,0% r/r (konsensus i PKOe: -1,7% r/r) wobec spadku o 2,3% r/r w lipcu (rew. z -2,7% r/r, gł. za sprawą energetyki). Wyrównana sezonowo produkcja wzrosła o 0,6% m/m, a jej poziom pozostaje zasadniczo bez zmian od maja. Więcej w Makro Flashu: [„W przemyśle bez większych zmian”](#).
- POL:** Pogłębia się deflacja PPI – w sierpniu ceny w przemyśle zmniejszyły się o 2,8% r/r (kons. -2,6% r/r, PKOe: -2,4% r/r), po spadku o 2,1% r/r w lipcu (rewizja z -1,7% r/r). W ujęciu miesięcznym poziom cen wzrósł po raz pierwszy od stycznia 2023 (o 0,1% m/m), głównie za sprawą wzrostu cen w segmencie rafinacji ropy naftowej o 6%. W ujęciu rocznym ceny w branży naftowej nadal spadają (o 23,0% r/r), ale wolniej niż w lipcu (-31,8% r/r). W najbliższych

Mediana prognoz stopy Fed funds przez członków FOMC



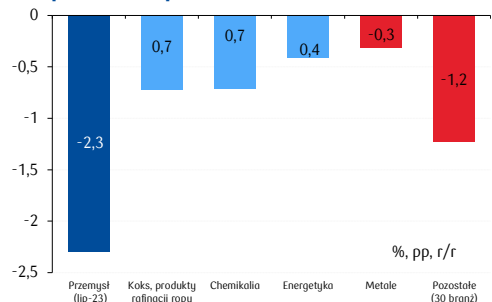
Źródło: Fed, PKO Bank Polski.

Prognozy członków FOMC dla amerykańskiej gospodarki



Źródło: Fed, PKO Bank Polski.

Struktura zmiany dynamiki rocznej produkcji przemysłowej między sierpniem a lipcem 2023

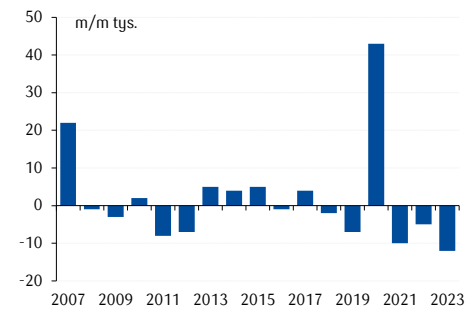


Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

miesiącach oczekujemy kontynuacji procesów deflacyjnych w przemyśle, mimo wzrostu cen ropy i osłabienia złotego.

- **POL:** Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu wzrosło o 11,9% r/r (PKO: 12,1% r/r, kons: 11,9% r/r) po wzroście o 10,4% r/r w lipcu. Po raz drugi w ostatnich miesiącach płace rosły szybciej niż inflacja (w sierpniu wynosiła 10,1% r/r). Realny wzrost płac wyniósł 1,7% r/r i jest najwyższy od lutego 2022. Dane o zatrudnieniu potwierdzają schłodzenie warunków na rynku pracy. Przeciętne zatrudnienie w sierpniu obniżyło się o 12 tys., nieco silniej od wzorca sezonowego, przy czym spadek był dość szeroki i ominął tylko sektory usługowe (gastronomia i administrowanie). W ujęciu rocznym zatrudnienie nie zmieniło się wobec wzrostu o 0,1% r/r w lipcu. Więcej w Makro Flashu: „[Płace rosną szybciej niż inflacja](#)”.
- **EUR:** Przeciętna liczba przepracowanych godzin w głównym miejscu pracy w 2022 w grupie wiekowej 20-64 w UE wyniosła 37,5 godziny. Liderami pod względem czasu pracy są Grecy (41 godzin), a drugie miejsce zajmują Polacy (40,4 godziny). Najkrócej pracują Holendrzy (33,2 godziny), Niemcy (35,3 godziny) oraz Duńczycy (35,4 godziny).
- **POL:** Wskaźniki koniunktury konsumenckiej we wrześniu wzrosły 11. miesiąc z rzędu i sygnalizują systematyczną poprawę nastrojów konsumentów. Najsilniej poprawiły się oceny sytuacji finansowej gospodarstwa domowego oraz sytuacji ekonomicznej kraju – zarówno wskaźniki bieżące, jak i dotyczące przyszłości. Kolejny miesiąc z rzędu obniżył się wskaźnik oczekiwań inflacyjnych „na kolejne 12 miesięcy”. Odsetek gospodarstw domowych, które oczekują, że inflacja wzrośnie lub pozostanie na podobnym poziomie wynosi ok. 40%, a odsetek oczekujących obniżenia inflacji bądź stabilizacji poziomu cen 49% (por. wykres na marginesie). Gospodarstwa domowe pozostają natomiast powściągliwe względem perspektyw dokonywania ważnych zakupów (m.in. meble, RTV, AGD, samochody). Mierzący je wskaźnik wzrósł względem przełomu 2022/23, ale pozostaje na relatywnie niskim poziomie. Zdecydowanie szybciej poprawiają się oceny bieżące dokonywania ważnych zakupów, co może być związane z niepewnością odnośnie do trwałości obserwowanego ożywienia.
- **POL:** Premier M.Morawiecki oświadczył, że wakacje kredytowe będą przedłużone na cały przyszły rok, z uwzględnieniem jeszcze nieznanych kryteriów dochodowych. Premier wskazał, że średnioroczna inflacja w przyszłym roku może wynieść 6,5%, a celem rządu jest sprowadzenie inflacji poniżej 4%, przez co w 2025 nie będzie potrzeby przedłużenia wakacji kredytowych. Premier wyraził wiarę w umocnienie PLN do końca roku.
- **POL:** H.Wnorowski (RPP) powiedział, że lekcja płynąca z reakcji kursu walutowego na obniżkę stóp RPP o 75pb może sugerować, że obecnie w polityce pieniężnej bardziej wskazane są stopniowe działania. Jego zdaniem ostatnie osłabienie złotego było nadmierne, a ewentualna jego kontynuacja nie byłaby ani pożądana, ani uzasadniona fundamentami gospodarki.
- **UK:** Inflacja CPI nieoczekiwanie spadła w sierpniu do 6,7% r/r z 6,8% r/r w lipcu, podczas gdy konsensus kształtował się w okolicy 7,0% r/r. Inflację ogółem obniżały hamujące ceny żywności. Niższa od oczekiwań była też inflacja bazowa, która wyniosła 6,2% r/r wobec 6,9% r/r miesiąc wcześniej. Inflacja CPI jest obecnie najniższa od 18 miesięcy, a jej spadek ze szczytu na poziomie 11,1% r/r w październiku zdejmuje nieco presji z BoE, który najpewniej podniesie dziś stopy procentowe o 25pb, ale może zbliżyć się do końca cyklu podwyżek.
- **GER:** Ceny uzyskiwane przez producentów obniżyły się w sierpniu o 12,6% r/r po spadku o 6,0% r/r w lipcu. Inflacja PPI w Niemczech jest obecnie najniższa w historii porównywalnych danych (od 1949), po tym jak przed rokiem osiągnęła rekordowo wysoki poziom (+45,8% r/r). Szybki

Zmiana zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu

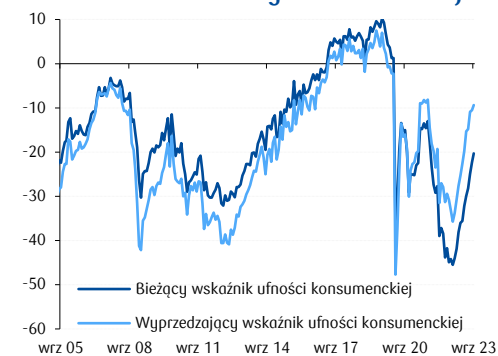


Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

spadek cen produkcji w Niemczech jest konsekwencją odwrócenia szoku energetycznego – ceny energii obniżyły się o 31,9% r/r. Niższe niż przed rokiem (o 4,1%) były też ceny dóbr pośrednich.

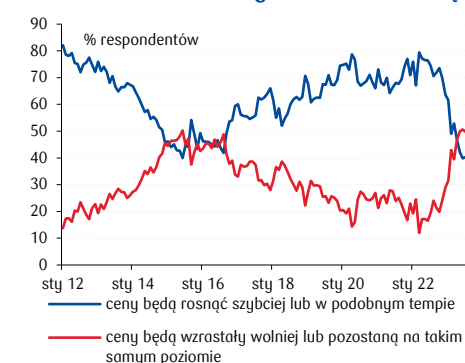
- **EUR:** F.Panetta (EBC) [argumentował](#), że polityka fiskalna powinna współdziałać z monetarną dla zwalczania inflacji i wspierania wzrostu gospodarczego. Stabilność fiskalna nie powinna być osiągana kosztem inwestycji publicznych (jak bywało w poprzednich latach), ponieważ ma to negatywne skutki w długim terminie (m.in. erozja konkurencyjności). Wskazał, że dla zapewnienia długoterminowej stabilności finansów publicznych konieczne jest by polityka fiskalna przestała być procykliczna, na co pozwolić mają nowe reguły fiskalne. Państwom członkowskim powinna zostać pozostawiona dowolność wyboru strategii redukcji długu i deficytu. F.Panetta podkreślił, że bez centralizacji polityki fiskalnej unia monetarna pozostaje niekompletna, co może uniemożliwiać uzyskanie trwałej równowagi fiskalnej w obrębie strefy euro. Z kolei I.Schnabel w [prezentacji](#) wskazała, że zdecydowana część zacieśnienia warunków monetarnych w strefie euro miała miejsce w 2022, przy niewielkich zmianach w 2023, a efekty podwyżek stóp są przede wszystkim widoczne w spadku akcji kredytowej i mniejszym popycie na kredyt. Ograniczony pozostał natomiast wpływ obniżek stóp na stawki depozytowe i ceny nieruchomości. I.Schnabel podkreślała, że część wskaźników inflacyjnych sugeruje hamowanie impetu procesów cenowych, ale inflacja bazowa pozostaje bardziej uporczywa. Presja płacowa zdaniem członkini zarządu EBC pozostaje silna, a niedobory pracowników utrzymują się. Według obliczeń ekonomistów EBC, koszty pracy stanowią większą część deflatora PKB („miernika inflacji w gospodarce”) niż jednostkowe zyski firm.

Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



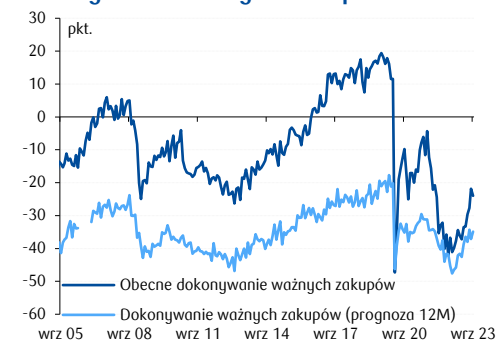
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Struktura oczekiwań inflacyjnych konsumentów w horyzoncie 12 miesięcy



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Ocena konsumentów dotycząca dokonywania ważnych zakupów



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 15 września						
POL: Inflacja CPI (sie, rew.)	10:00	% r/r	10,8	10,1	10,1	10,1
EUR: Bilans handlowy (lip)	11:00	mld EUR	8,6	--	--	2,9
USA: Produkcja przemysłowa (sie)	15:15	% m/m	0,7	0,1	--	0,4
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz, wst.)	16:00	pkt.	69,5	69,2	--	67,7
Poniedziałek, 18 września						
POL: Inflacja bazowa (sie)	14:00	% r/r	10,6	10,1	10,0	10,0
Wtorek, 19 września						
EUR: Inflacja HICP (sie, rew.)	11:00	% r/r	5,3	5,3	--	5,2
EUR: Inflacja bazowa (sie, rew.)	11:00	% r/r	5,5	5,3	--	5,3
USA: Pozwolenia na budowę (sie)	14:30	mln	1,442	1,450	--	1,540
USA: Rozpoczęcie budowy domów (sie)	14:30	mln	1,452	1,440	--	1,283
Środa, 20 września						
GER: Inflacja PPI (sie)	8:00	% r/r	-6,0	-12,6	--	-12,6
POL: Inflacja PPI (sie)	10:00	% r/r	-2,1	-2,6	-2,4	-2,8
POL: Produkcja przemysłowa (sie)	10:00	% r/r	-2,3	-1,7	-1,7	-2,0
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (sie)	10:00	% r/r	10,4	11,9	12,1	11,9
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (sie)	10:00	% r/r	0,1	0,1	0,1	0,0
POL: Koniunktura konsumencka (wrz)	10:00	pkt.	-22,3	-21,3	-21,0	-20,3
USA: Posiedzenie Fed (wrz)	20:00	%	5,25-5,50	5,25-5,50	5,25-5,50	5,25-5,50
Czwartek, 21 września						
SWI: Posiedzenie SNB (wrz)	9:30	%	1,75	2,00	1,75	--
SE: Posiedzenie Riksbanku (wrz)	9:30	%	3,75	4,0	4,0	--
NO: Posiedzenie Norges Banku (wrz)	10:00	%	4,0	4,25	4,25	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (sie)	10:00	% r/r	1,1	1,1	1,5	--
POL: Sprzedaż detaliczna (sie)	10:00	% r/r	-4,0	-3,8	-4,0	--
UK: Posiedzenie BoE (wrz)	13:00	%	5,25	5,50	5,50	--
USA: Saldo rachunku obrotów bieżących (2q)	14:30	mld USD	-219,3	-219,8	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (wrz)	14:30	tys.	220	225	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (sie)	16:00	mln	4,07	4,10	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (wrz, wst.)	16:00	pkt.	-16,0	-15,0	--	--
Piątek, 22 września						
JP: Posiedzenie BoJ (wrz)	--	%	-0,1	-0,1	-0,1	--
GER: PMI w przetwórstwie (wrz, wst.)	9:30	pkt.	39,1	38,5	--	--
GER: PMI w usługach (wrz, wst.)	9:30	pkt.	47,3	47,5	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (wrz, wst.)	10:00	pkt.	43,5	43,5	--	--
EUR: PMI w usługach (wrz, wst.)	10:00	pkt.	47,9	47,8	--	--
POL: Podaż pieniądza M3 (sie)	14:00	% r/r	8,0	7,4	6,9	--
USA: PMI w przetwórstwie (wrz, wst.)	15:45	pkt.	47,9	47,9	--	--
POL: Decyzja Moody's w sprawie ratingu Polski	--	--	A2 (stabilna)	--	A2 (stabilna)	--

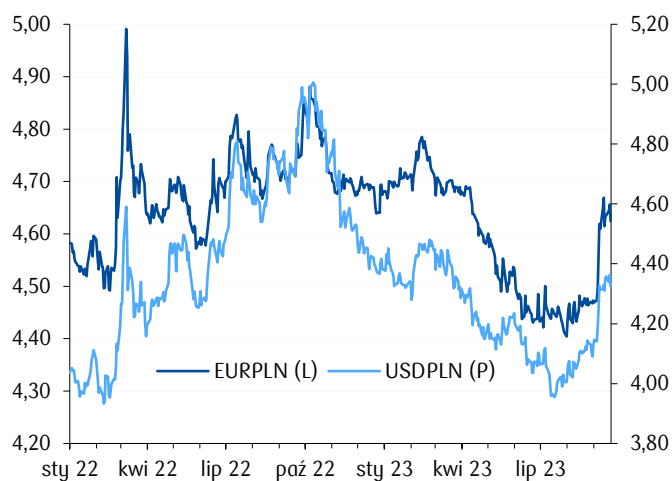
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

		Wartość 2023-09-20	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,6243	-0,7	0,2	3,6	-3,1	4,0
	USDPLN	4,3139	-1,0	0,4	4,8	-10,7	14,7
	CHFPLN	4,8224	-0,6	0,2	3,0	-3,7	16,5
	GBPPLN	5,3387	-1,3	-0,8	2,0	-2,4	9,3
	EURUSD	1,0720	0,3	-0,2	-1,2	8,5	-9,4
	EURCHF	0,9589	-0,1	0,0	0,5	0,6	-10,7
	GBPUSD	1,2399	0,0	-0,7	-2,2	9,4	-4,6
	USDJPY	147,70	0,0	0,1	2,0	2,5	40,9
	EURCZK	24,40	-0,2	-0,1	1,3	-1,0	-8,5
Obligacje	EURHUF	383,68	0,0	-0,1	0,4	-5,8	6,9
	PL2Y	5,01	8	17	-28	-153	493
	PL5Y	5,18	1	2	-25	-128	449
	PL10Y	5,67	-2	5	1	-46	430
	DE2Y	3,26	-3	9	29	151	394
	DE5Y	2,74	-3	6	21	90	341
	DE10Y	2,70	-4	5	18	81	318
	US2Y	5,16	6	19	21	117	502
	US5Y	4,55	3	16	19	83	427
Akcje	US10Y	4,37	1	12	19	86	368
	WIG	67 293,0	1,7	0,9	-1,3	36,0	34,9
	WIG20	1 975,6	2,3	1,3	-1,8	30,9	13,7
	S&P500	4 402,2	-0,9	-1,5	-0,8	16,2	30,0
	NASDAQ100	14 969,9	-1,5	-2,5	-1,2	28,6	33,1
	Shanghai Composite**	3 108,6	0,0	-0,5	1,0	-0,3	-5,3
	Nikkei**	33 023,8	0,0	1,0	3,2	20,9	40,7
	DAX	15 781,6	0,7	0,8	0,3	23,6	19,1
Surowce	VIX	16,17	3,8	3,2	-6,5	-42,7	-47,0
	Ropa Brent	93,5	-0,9	1,8	12,4	4,1	121,5
	Ropa WTI	89,7	-1,7	1,3	12,9	7,5	123,3
	Złoto	1945,4	0,6	1,7	1,5	16,6	-1,1

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

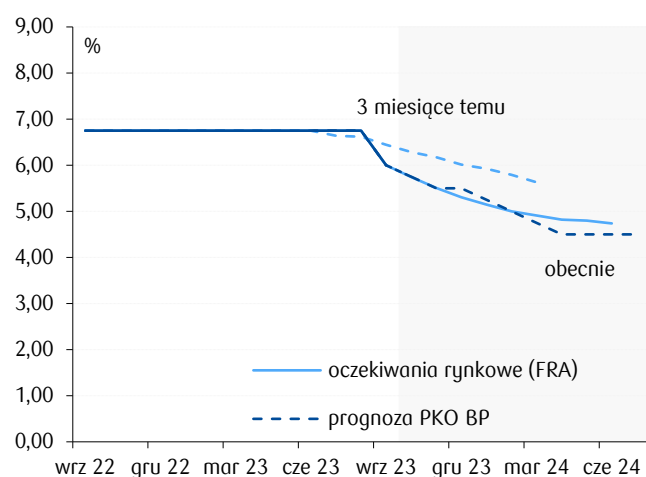
Notowania złotego wobec głównych walut



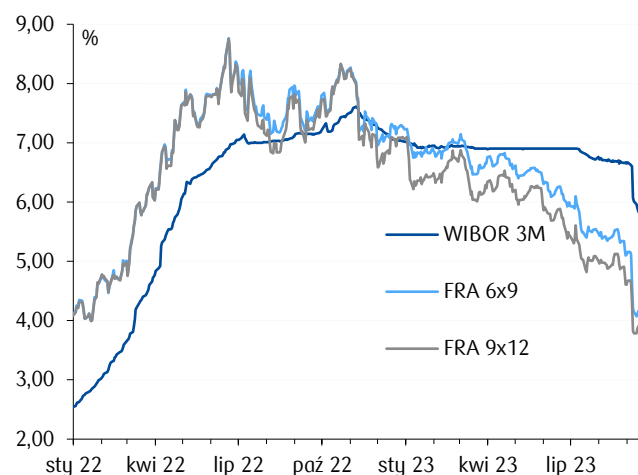
Rentowności polskich obligacji skarbowych



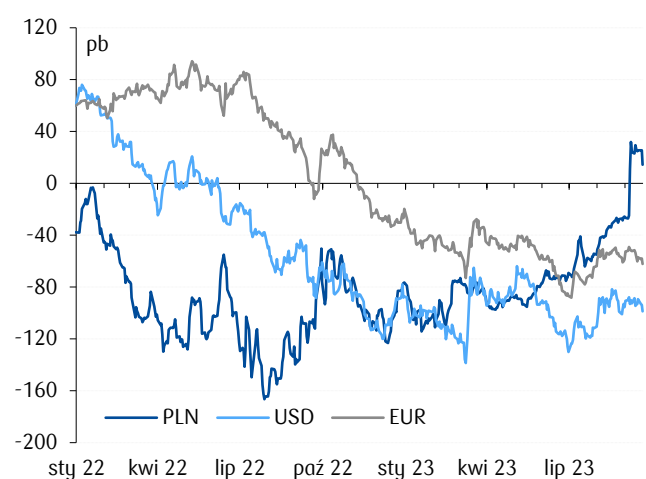
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



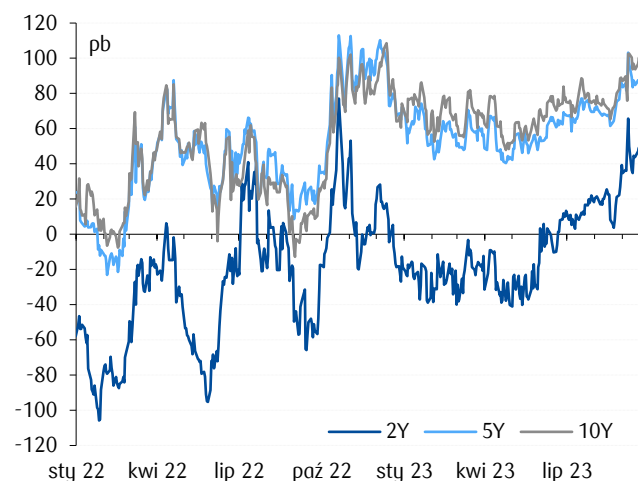
Krótkoterminowe stopy procentowe



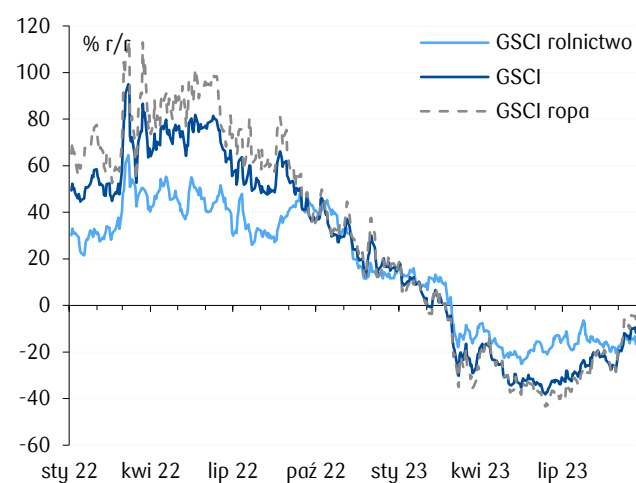
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



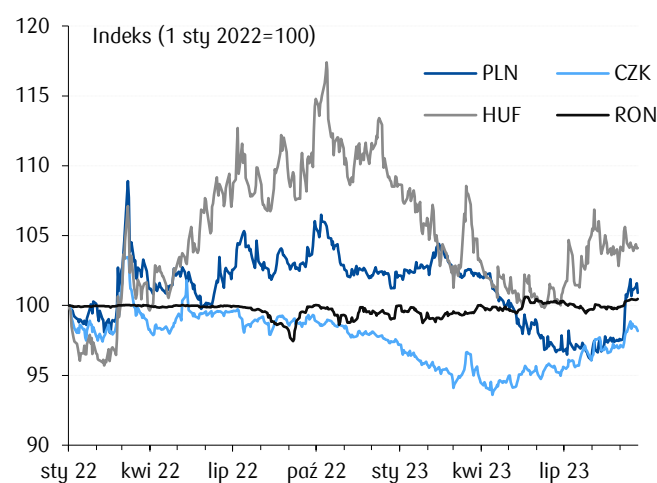
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel: 22 521 80 84
email: DAE@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych	analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
---	------------------------	--------------

Marta Petka-Zagajewska (Kierownik)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Anna Wojtyniak	anna.wojtyniak@pkobp.pl	698 635 126

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

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



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

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, usługi doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.