

Rekordowa nadwyżka budżetowa

Dziś w centrum uwagi:

- **Słabsze od oczekiwań dane z USA (PKB za 2q21 i tygodniowe statystyki z rynku pracy) wzmocniły nadzieje na opóźnienie normalizacji polityki pieniężnej Fed.** Indeksy akcyjne na Wall Street wzrosły do najwyższych poziomów w historii. W górę przesunął się kurs EURUSD. Wzrost apetytu na ryzyko przełożył się na wzrost rentowności Treasuries, wbrew osłabieniu oczekiwań na szybką normalizację polityki Fed.
- **Dziś motywem przewodnim dla rynków będą dane inflacyjne za lipiec.** Na początku dnia (godz. 10.00), na rozgrzewkę, **odczyt flash krajowej inflacji CPI.** Nasza prognoza to „wysokie” 4,9% r/r (precyzyjny szacunek był dokładnie pomiędzy 4,9% r/r a 5,0% r/r i wybraliśmy niższą wartość, bo odezwała się w nas konsumencka wrażliwość na wzrost cen). Mediana prognoz rynkowych to 4,7% r/r przy przedziale prognoz od 4,2% r/r do 5,0% r/r. Odczyt powyżej przedziału prognoz wzbudziłaby zapewne spore emocje i dużo medialnego szumu, bo byłoby to najwyższe tempo wzrostu cen konsumpcyjnych od ostatniej fazy transformacyjnej dezinflacji z 2001, czyli najwyższy poziom inflacji od 20 lat. Tym samym, okazałoby się, że głębszy od prognozowanego spadek głównej miary inflacji w czerwcu (do 4,4% r/r) był tylko chwilą wytchnienia i z hukiem przebiliśmy lokalny szczyt z maja (4,7% r/r). Na krajowym rynku mogłoby to ożywić spacyfikowane ostatnio zakłady, że inflacja wymknie się spod kontroli i spowoduje RPP do reakcji. Po wczorajszej inflacyjnej niespodziance w Niemczech, **inflacja HICP dla całej strefy euro za lipiec prawdopodobnie będzie wyższa od konsensusu**, co może zaktywizować jastrzębie skrzydło w EBC. Obraz procesów inflacyjnych na świecie dopełni **inflacja bazowa PCE w USA** (wg nas możliwy jest odczyt poniżej konsensusu).
- **Interesująco zapowiadają się także wstępne odczyty PKB za 2q21 dla strefy euro** (m.in. Francja, Niemcy, Hiszpania, Włochy i cała strefa), które zweryfikują, czy faktycznie nastąpiła bardzo mocno odbudowa aktywności gospodarczej sygnalizowana w danych o wysokiej częstotliwości.
- Na drugim planie będą dane o **dochodach i wydatkach Amerykanów** w czerwcu oraz **nastrojach konsumentów** w lipcu (finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan).

Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- **USA: Wzrost PKB w 2q21 (wstępny odczyt) wyniósł 6,5% k/k saar, wyraźnie mniej niż oczekiwano (kons. 8,3%).** W „europejskim” ujęciu PKB w USA wzrósł o 12,2% r/r i 1,6% k/k. Chociaż odczyt był znacząco słabszy od oczekiwań, to PKB w 2q21 zdołał

Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

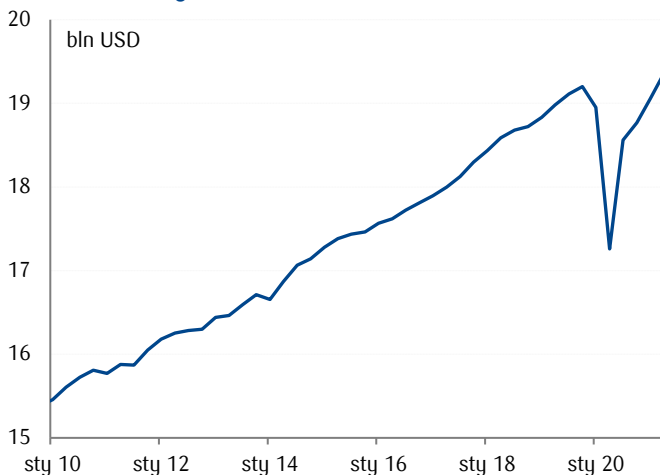
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

	Wartość 2021-07-29	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,5751	-0,5
USDPLN	3,8496	-1,3
CHFPLN	4,2491	-0,4
GBPPLN	5,3687	-0,5
EURUSD	1,1885	0,7
Obligacje:		
PL2Y	0,44	4
PL5Y	1,09	5
PL10Y	1,73	5
DE10Y	-0,45	-1
US10Y	1,27	1
Indeksy akcyjne:		
WIG	67 833,1	0,7
DAX	15 640,5	0,5
S&P500	4 419,2	0,4
Nikkei**	27 340,3	-0,9
Shanghai Comp.	3 411,7	1,5
Surowce:		
Złoto	1829,20	1,5
Ropa Brent	76,15	1,8

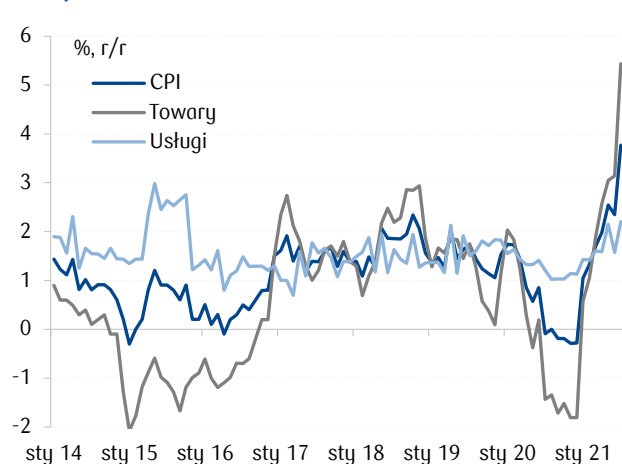
Źródło: Refinitiv, Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji.
**zamknięcie dnia bieżącego.

Poziom realnego PKB w USA



Źródło: Macrobond, Destatis, Bloomberg, Refinitiv, PKO Bank Polski.

Inflacja CPI w Niemczech

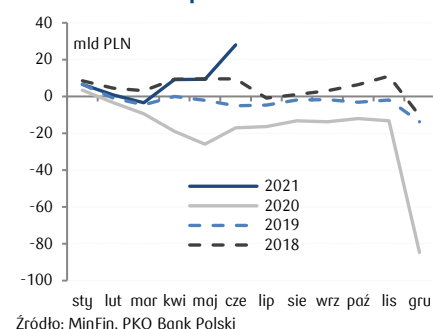


przebić przedpandemiczny poziom (o 0,8%). W ujęciu nominalnym amerykańska gospodarka była aż o 4,7% większa niż w 4q19 (przy deflatorze w 2q21 na wysokim poziomie 6,0% k/k saar, za sprawą wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych). Negatywnie zaskoczyły zapasy, które obniżyły wzrost o 1,1 pp oraz eksport netto, który obniżył go o 0,4 pp (liczone dla ujęcia saar). Mocno wzrosła konsumpcja (11,8% k/k saar), a źródłem tego wzrostu były hojne transfery fiskalne i luzowanie restrykcji. Znaczny wkład do wzrostu miały usługi (5,1pp), ale wciąż miały one niższy udział w łącznej konsumpcji niż przed wybuchem pandemii. Słabo wypadły inwestycje prywatne (spadek o 3,5% k/k saar). Przyczynił się do tego spadek inwestycji w nieruchomości mieszkaniowe (o 10% k/k saar), zapewne jako skutek ograniczonej dostępności pracowników i materiałów budowlanych). Pozostałe inwestycje wzrosły o 8% k/k saar, co wskazuje, że firmy starają się zaspokoić wysoki popyt za pomocą rozbudowy zdolności wytwórczych. W kolejnych kwartałach inwestycje napędzić powinien warty 1 bln USD pakiet infrastrukturalny, na który wstępną zgodę wyraziła ponadpartyjna grupa senatorów i Biały Dom.

- POL: Na koniec czerwca nadwyżka budżetu państwa wyniosła 28 mld PLN, co jest najlepszym wynikiem w historii.** W porównaniu do maja nadwyżka wzrosła o 18,6 mld PLN, odzwierciedlając wpłatę zysku NBP (8,9 mld PLN), dynamiczny wzrost dochodów podatkowych (30,4% r/r w samym czerwcu) wspieranych przez korzystną strukturę wzrostu PKB i spadek wydatków budżetowych (-4,0% r/r w okresie styczeń-czerwiec) dzięki przesunięciu części wydatków poza budżet oraz „zaksięgowaniu” części tegorocznych wydatków w zeszłorocznym budżecie (duże transfery do kilku funduszy pod koniec 2020). Wchodząc bardziej w szczegóły, cieszy, że po stronie dochodowej dynamicznie rosną wpływy z VAT (narastająco 29,6% r/r; a w samym czerwcu o 47% r/r), co odzwierciedla silny wzrost konsumpcji i podwyższoną inflację. Wpływy z tytułu CIT (narastająco) są o 15,4% wyższe niż rok wcześniej, a z tytułu PIT o 17,7% wyższe niż po czerwcu 2020. Po stronie wydatkowej o 17,6% r/r niższe są koszty obsługi długu Skarbu Państwa. Istotnie niższe niż rok wcześniej są także dotacje przekazane do FUS (blisko -50% r/r; to tu najmocniej pomogły przesunięcia pod koniec 2020). Budżet państwa korzysta na silniejszym niż zakładano przy jego konstrukcji ożywieniu gospodarczym i wyższej inflacji. Realizacja budżetu po połowie roku pokazuje dużą przestrzeń do znacząco lepszego wykonania na koniec roku niż założono w ustawie (deficyt 82,3 mld PLN). Ostateczny poziom deficytu w dużym stopniu będzie zależał od skali przesunięcia w ciężar tegorocznego budżetu wydatków planowanych na 2022 (analogicznie jak pod koniec 2020 zrobiono z wydatkami na 2021). Nawet z ich uwzględnieniem, faktyczny deficyt w tym roku może być o 20-30 mld PLN mniejszy od zapisanego w ustawie budżetowej. Dobre wyniki budżetu centralnego w połowie roku są spójne z prognozowanym przez nas wyraźnym spadkiem deficytu całego sektora finansów publicznych (na cały 2021 przewidujemy 3,0% PKB wobec 6,5% PKB po 1q21 w ujęciu 4-kwartalnym i wobec 7,0% PKB w 2020).

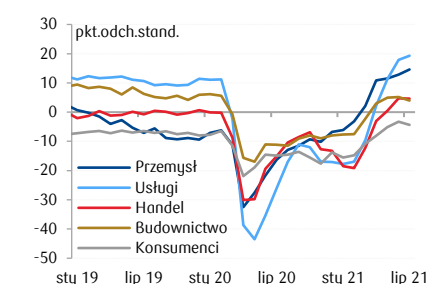
- EUR: Indeks koniunktury ESI dla strefy euro w lipcu wzrósł po raz 6. z rzędu, osiągając najwyższy w historii badania poziom 119 pkt. (kons. 118,7 pkt.).** Do wzrostu przyczyniła się dalsza poprawa koniunktury w przemyśle oraz usługach, przy nieznacznym pogorszeniu koniunktury w budownictwie i nastrojów konsumentów. W ujęciu geograficznym najmocniejsze wzrosty zaobserwowano we Francji (+4 pkt.) oraz we Włoszech i Hiszpanii (+1,7 pkt.). W przemyśle widać natomiast pierwsze oznaki normalizacji – oczekiwania produkcji ustabilizowały się pomimo dalszego wzrostu nowych zamówień. W 2q21 poziom wykorzystania mocy wytwórczych wzrósł do 82,8%, czyli powyżej poziomu sprzed epidemii, co może motywować firmy do inwestowania. Wśród konsumentów zauważalne są obawy o przyszłą sytuację gospodarczą kraju (w wyniku 4. fali epidemii), ale jak na razie nie przekładają się one istotnie na zmniejszenie chęci dokonywania ważnych zakupów. Konsumenty oczekują podwyżek cen (najsilniej od 2012). Również wskaźniki mierzące oczekiwania cen sprzedaży przez firmy znajdują się na historycznie wysokich poziomach. Trudno obawiać się o sytuację na rynku pracy – wskaźniki dotyczące przyszłego zatrudnienia pozostają wysokie. **Wskaźnik ESI dla Polsce pozostaje od maja bez większych zmian, choć w lipcu spadł o 0,7 pkt. do 106,2 pkt.** Słabiej oceniana jest koniunktura w handlu. Po raz drugi z rzędu

Saldo budżetu państwa



Źródło: MinFin, PKO Bank Polski

Koniunktura gospodarcza (ESI) dla strefy euro

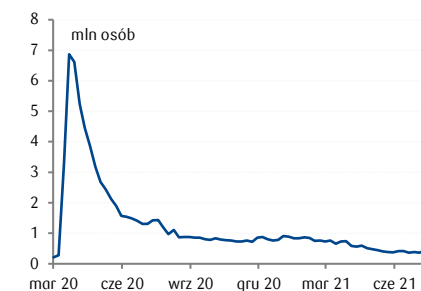


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

wzrosły obawy o przyszłą sytuację gospodarczą, co zaważyło na spadku nastrojów konsumentów.

- **USA:** Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w tygodniu kończącym się 24 lipca wyniosła 400 tys. (kons. 380 tys.). Zrewidowano w górę odczyt za poprzedni tydzień (o 5 tys.). Średnia za ostatnie 4 tygodnie wzrosła do 394,5 tys.
- **GER:** Inflacja CPI w lipcu wg wstępnego odczytu wzrosła zaskakująco silnie, do 3,8% r/r (kons. 3,2% r/r) z 2,3% r/r w czerwcu. Inflacja HICP wzrosła do 3,1% r/r z 2,1% r/r w czerwcu. Za skok inflacji w dużej mierze odpowiada efekt niskiej zeszłorocznej bazy po tymczasowej obniżce VAT - to podbiło wskaźnik o ok. 1pp. W ujęciu miesięcznym ceny wzrosły o 0,9%, a same ceny żywności o 0,4% m/m (silniej od sezonowego wzorca). Proinflacyjnie oddziałują ograniczenia podaży oraz luzowanie obostrzeń (widoczne przede wszystkim w usługach). Za tak wysokie odchylenie odczytu od rynkowych oczekiwań mogą częściowo odpowiadać powódzie, które mogły przerwać łańcuchy dostaw i doprowadzić do podwyżek cen.
- **GER:** Stopa bezrobocia w lipcu spadła do 5,7% (kons. 5,8%) z 5,9% w czerwcu (dane odsezonowane). Wyrównana sezonowo liczba bezrobotnych spadła aż o 91 tys. Sytuacja na niemieckim rynku pracy systematycznie się poprawia, a zatrudnienie rośnie (wg Destatis w czerwcu o 0,2% względem maja). Zmniejsza się liczba pracowników korzystających ze skróconego czasu pracy (*Kurzarbeit*).
- **EUR:** EBC opublikował [protokół](#) po posiedzeniu 7 lipca, na którym przyjęto nową strategię polityki pieniężnej i zakończono przegląd strategiczny. W dokumencie powtórzono zaprezentowane 8 lipca zmiany. F.Panetta (członek zarządu EBC) stwierdził w wywiadzie, że strefa euro nadal pozostaje na niższej niż przed kryzysem ścieżce wzrostu, co wyklucza jak na razie możliwość zakończenia prowadzenia ekspansywnej polityki fiskalnej i monetarnej.
- **POL:** E.Gatnar (RPP) w artykule dla Rzeczypospolitej ponowił apel o sygnałną podwyżkę stóp w wysokości 15 pb. Łagodne podwyżki stóp teraz byłyby jego zdaniem lepsze dla gospodarki niż konieczność gwałtownego zacieśniania w późniejszym terminie. E.Gatnar uważa, że Rada powinna starać się swoimi działaniami sprowadzić inflację do 2,5%.
- **POL:** W Sejmie złożony został projekt ustawy dotyczący uszczelnienia handlu w niedzielę, którego celem jest wyeliminowanie możliwości handlu w niedzielę przez placówki pocztowe.
- **POL:** Według Związku Polskiego Leasingu rynek leasingu w 2021 ma wzrosnąć o 20,2% r/r i osiągnie wartość 84,3 mld PLN. W 1h21 rynek wzrósł o 36,2% r/r.

Nowe wnioski o zasiłek dla bezrobotnych w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 23 lipca						
GER: PMI w przemyśle (lip, wst.)	9:30	pkt.	65,1	65,0	--	65,6
GER: PMI w usługach (lip, wst.)	9:30	pkt.	57,5	60,0	--	62,2
POL: Stopa bezrobocia (cze)	10:00	%	6,1	6,0	5,9	5,9
EUR: PMI w przemyśle (lip, wst.)	10:00	pkt.	63,4	62,1	--	62,6
EUR: PMI w usługach (lip, wst.)	10:00	pkt.	58,3	60,0	--	60,4
USA: PMI w przemyśle (lip, wst.)	15:45	pkt.	62,1	62,0	--	63,1
Poniedziałek, 26 lipca						
GER: Indeks Ifo (lip)	10:00	pkt.	101,8	102	--	100,7
USA: Sprzedaż nowych domów (cze)	16:00	tys	769	800	--	676
Wtorek, 27 lipca						
EUR: Podaż pieniądza M3 (cze)	10:00	% r/r	8,4	8,2	--	8,3
HUN: Posiedzenie MNB (lip)	14:00	%	0,9	1,05	--	1,2
USA: Zamówienia na dobra trwałe (cze, wst.)	14:30	% m/m	3,2	2,1	--	0,8
USA: Ceny nieruchomości (maj)	15:00	% r/r	15,0	16,2	--	17,0
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (lip)	16:00	pkt.	127,3	124	--	129,1
Środa, 28 lipca						
USA: Bilans handlowy (cze)	14:30	mld USD	-88,1	-88	--	-91,2
USA: Posiedzenie Fed (lip)	20:00	%	0,25	0,25	0,25	0,25
Czwartek, 29 lipca						
GER: Stopa bezrobocia (lip)	9:55	%	5,9	5,8	--	5,7
EUR: Koniunktura konsumencka (lip, rew.)	11:00	pkt.	-3,3	-4,4	--	-4,4
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (lip)	11:00	pkt.	117,9	118,7	--	119
EUR: Protokół z posiedzenia EBC	13:30	--	--	--	--	--
GER: Inflacja CPI (lip, wst.)	14:00	% r/r	2,3	3,2	--	3,8
GER: Inflacja HICP (lip, wst.)	14:00	% r/r	2,1	2,9	--	3,1
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (lip)	14:30	tys.	424	380	--	400
USA: Wzrost PKB (2q)	14:30	% k/k saar	6,4	8,3	--	6,5
USA: Konsumpcja prywatna (2q)	14:30	% k/k saar	11,4	10,7	--	11,8
Piątek, 30 lipca						
POL: Inflacja CPI (lip, wst.)	10:00	% r/r	4,4	4,7	4,9	--
GER: Wzrost PKB (2q)	10:00	% r/r	-3,4	9,8	--	--
EUR: Inflacja bazowa (lip, wst.)	11:00	% r/r	0,9	0,7	--	--
EUR: Inflacja HICP (lip)	11:00	% r/r	1,9	2,0	--	--
EUR: Wzrost PKB (2q)	11:00	% r/r	-1,3	13,2	--	--
USA: Dochody Amerykanów (cze)	14:30	% m/m	-2	-0,6	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (cze)	14:30	% m/m	0	0,6	--	--
USA: Deflator PCE (cze)	14:30	% r/r	3,9	4,1	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (cze)	14:30	% r/r	3,4	3,7	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lip, rew.)	16:00	pkt.	85,5	80,8	--	--

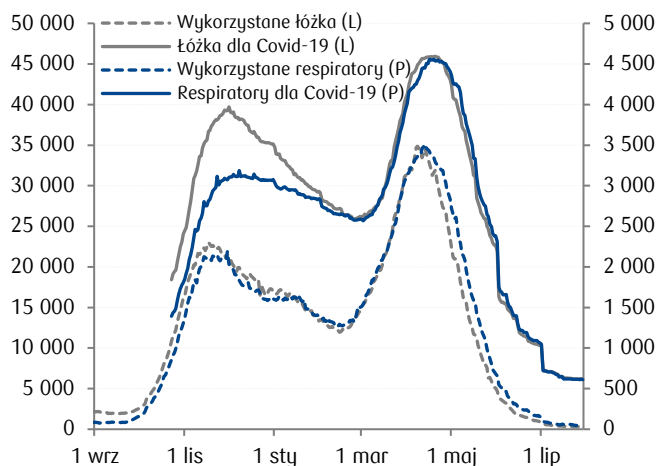
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji epidemicznej

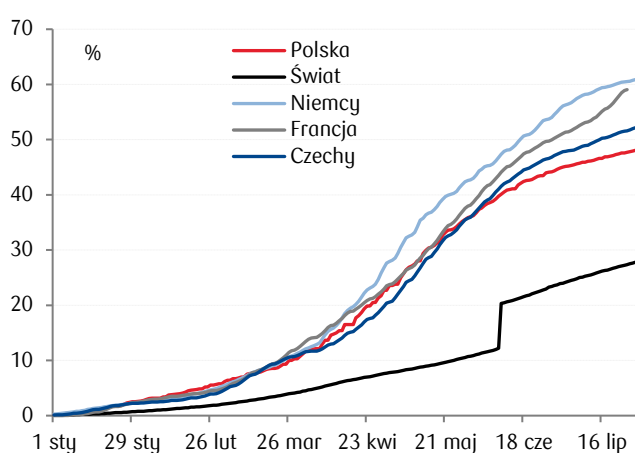
Wskaźniki sytuacji epidemicznej w Polsce	Jednostka	2021-07-29	-1D	-7D	-28D
Chorzy					
Nowe przypadki w ciągu doby	os.	167	138	126	98
Nowe przypadki dziennie, średnia z 7 dni	os.	113	107	98	96
Szacowana liczba chorych (stan)^	os.	1 506	1 427	1 220	1 593
Zajęte łóżka	szt.	302	308	329	855
Zajęte/dostępne łóżka covidowe	%	4,9	5,0	5,3	5,3
Zajęte respiratory	szt.	43	44	54	130
Hospitalizowani wymagający respiratora	%	14,2	14,3	16,4	15,2
Zajęte/dostępne respiratory	%	7,0	7,1	8,8	12,4
Testy					
Liczba testów w ciągu doby	szt.	37 501	39 143	37 494	39 535
Liczba testów dziennie, średnia z 7 dni	szt.	36 283	36 282	37 938	40 196
Zakażenia/testy w ciągu tygodnia	%	0,3	0,3	0,3	0,2
Działania antyepidemiczne					
Osoby na kwarantannie	os.	80 131	81 796	84 380	78 577
Osoby na kwarantannie/szac. liczba chorych	szt.	53,2	57,3	69,2	49,3
Zgony					
Liczba zgonów w ciągu doby	os.	5	3	9	23
Średnia dzienna z 7 dni	os.	4	4	6	18
Śmiertelność łączna	%	2,6	2,6	2,6	2,6
Śmiertelność bieżąca*	%	6,2	6,8	7,8	6,9

Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski. ^ Szacunek PKO Banku Polskiego, *Liczba zgonów z ostatnich 3 tygodni jako odsetek zakażeń z 3-tygodniowego okresu opóźnionego o 2 tygodnie wobec ostatnich danych.

Obciążenie służby zdrowia



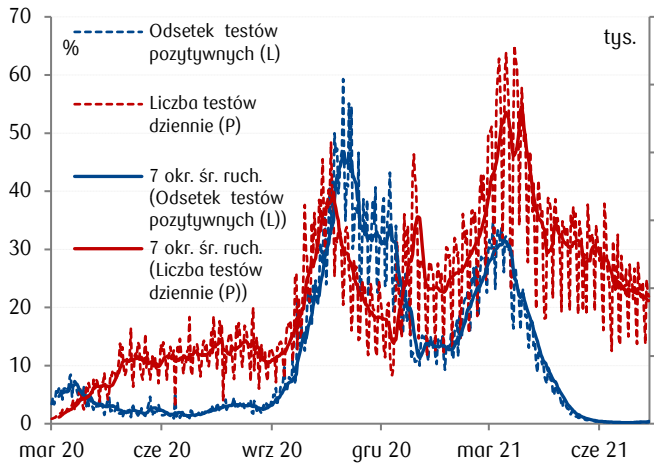
Zaszczepieni co najmniej jedną dawką szczepionki



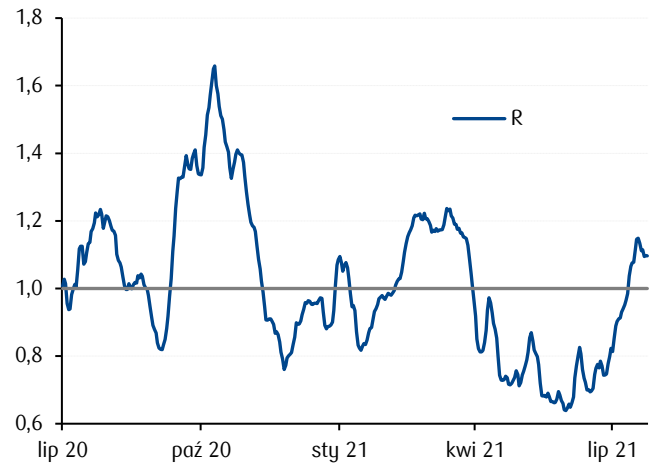
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, Macrobond, PKO Bank Polski.

Przegląd sytuacji epidemicznej

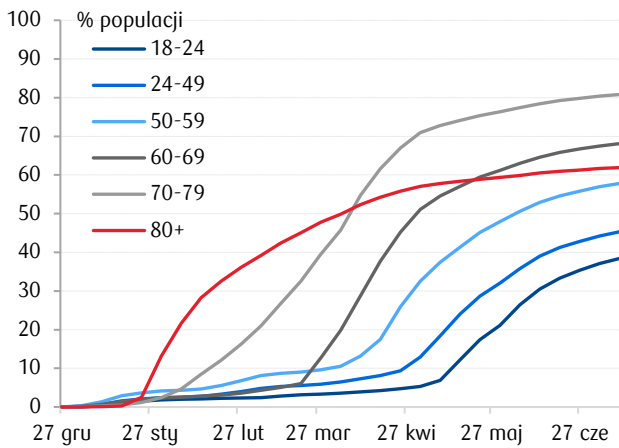
Proces testowania w Polsce



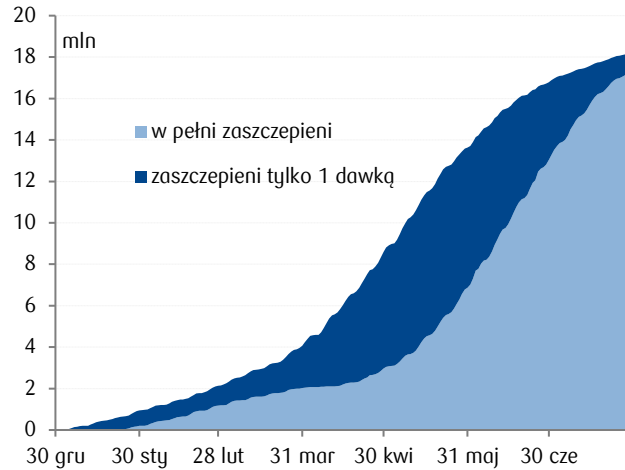
Współczynnik reprodukcji wirusa w Polsce



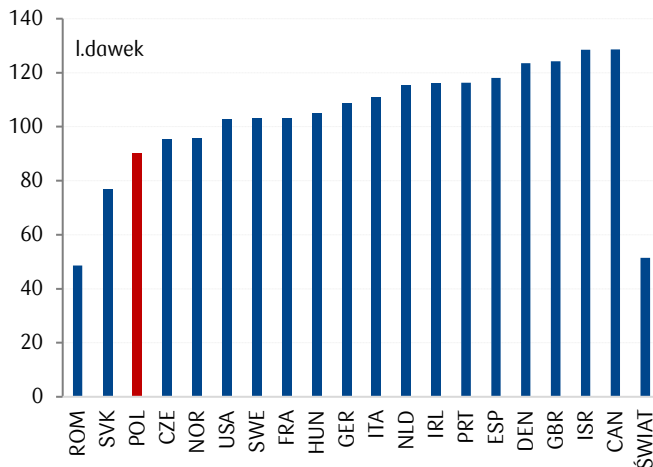
Odsetek zaszczepionej populacji pierwszą dawką wg grup wiekowych w Polsce



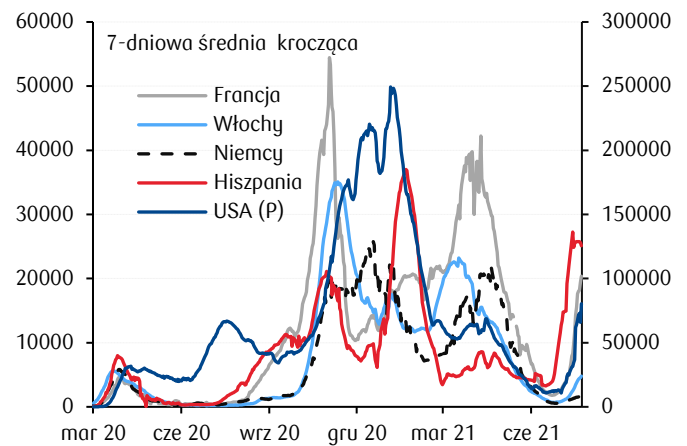
Liczba osób zaszczepionych



Liczba wykorzystanych dawek szczepionki na 100 mieszkańców



Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



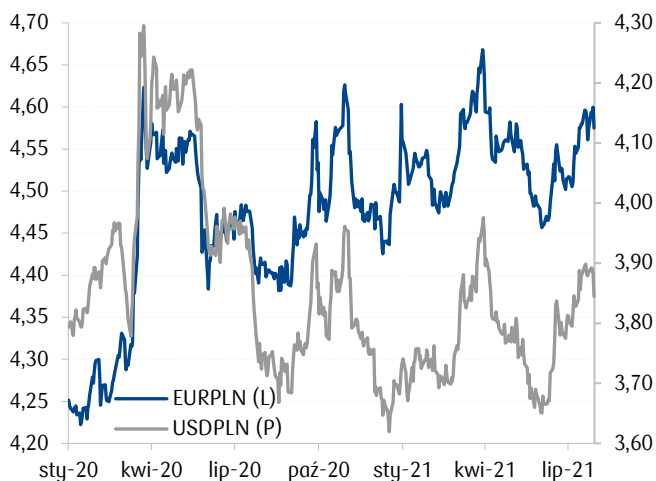
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, ECDC, PKO Bank Polski

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

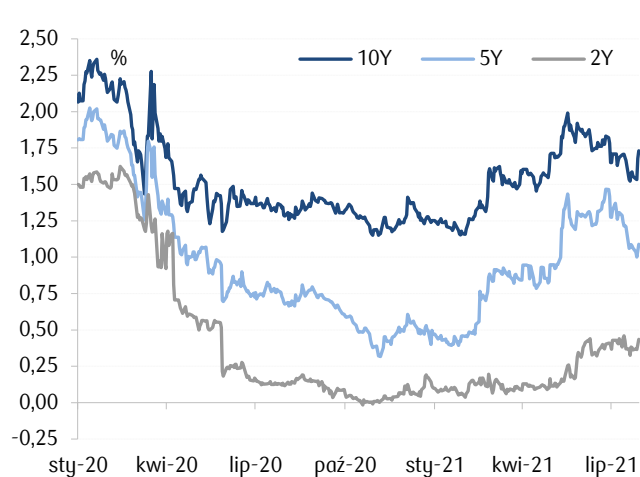
		Wartość	Δ (% , pb)*				
		2021-07-29	Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,5751	-0,5	0,3	1,3	3,5	7,0
	USDPLN	3,8496	-1,3	-0,5	1,1	2,5	4,9
	CHFPLN	4,2491	-0,4	0,9	3,2	3,5	15,1
	GBPPLN	5,3687	-0,5	0,5	2,3	10,6	11,4
	EURUSD	1,1885	0,7	0,8	0,1	0,9	2,0
	EURCHF	1,0768	-0,2	-0,6	-1,9	0,0	-7,1
	GBPUSD	1,3976	0,8	1,6	1,4	7,8	6,5
	USDJPY	109,62	-0,4	-0,5	-1,7	4,3	-1,2
	EURCZK	25,51	-0,3	-0,5	-0,1	-2,8	-0,4
	EURHUF	357,93	-0,8	0,1	1,8	3,6	11,1
Obligacje	PL2Y	0,44	4	6	7	30	-118
	PL5Y	1,09	5	1	-19	38	-141
	PL10Y	1,73	5	15	8	39	-143
	DE2Y	-0,75	0	-4	-9	-7	-14
	DE5Y	-0,73	0	-3	-15	-4	-51
	DE10Y	-0,45	-1	-3	-25	5	-86
	US2Y	0,20	-1	0	-6	7	-248
	US5Y	0,73	-1	2	-17	48	-212
	US10Y	1,27	1	0	-21	69	-169
Akcje	WIG	67 833,1	0,7	1,4	1,5	30,3	13,7
	WIG20	2 265,7	0,9	1,6	0,7	24,2	-1,1
	S&P500	4 419,2	0,4	1,2	2,3	35,6	56,8
	NASDAQ100	15 048,4	0,2	0,7	3,4	41,1	106,2
	Shanghai Composite	3 411,7	1,5	-4,6	-4,9	3,6	18,7
	Nikkei**	27 340,3	-0,9	-0,8	-4,8	22,1	20,4
	DAX	15 640,5	0,5	0,8	0,2	22,0	21,6
	VIX	17,70	-3,3	0,1	14,3	-26,6	35,8
Surowce	Ropa Brent	76,2	1,8	3,1	0,3	73,8	1,8
	Ropa WTI	73,6	1,7	2,2	-2,3	79,0	5,4
	Złoto	1829,2	1,5	1,4	3,3	-6,5	49,4

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

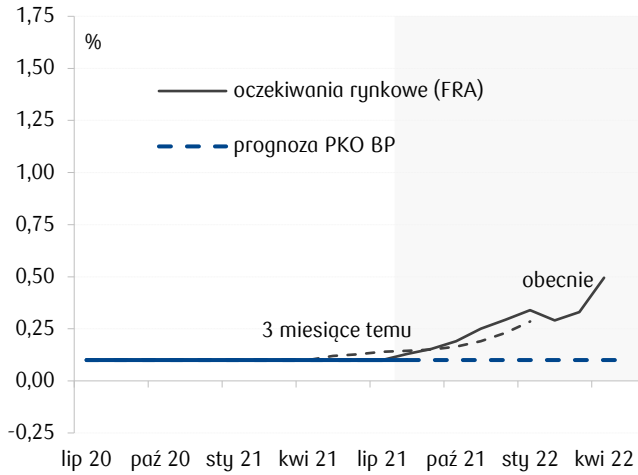
Notowania złotego wobec głównych walut



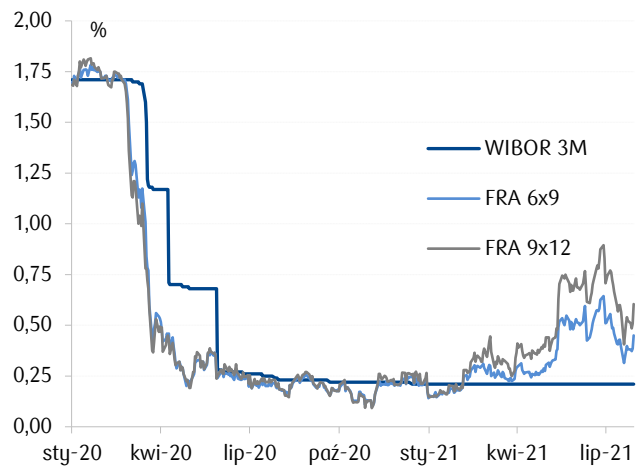
Rentowności polskich obligacji skarbowych



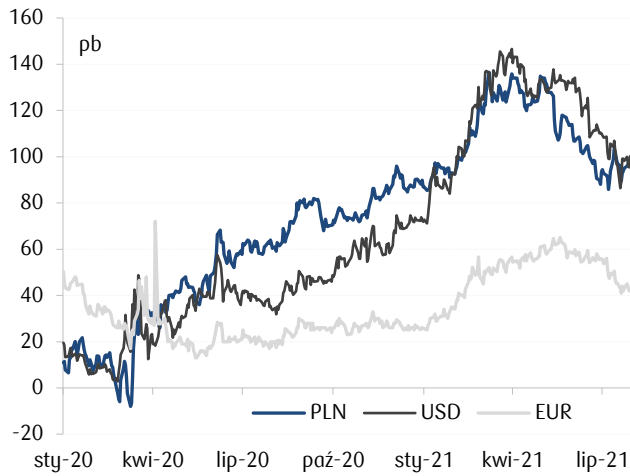
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



Krótkoterminowe stopy procentowe



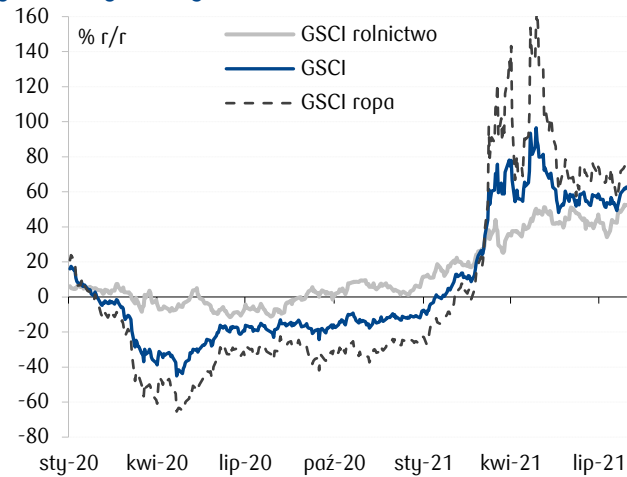
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



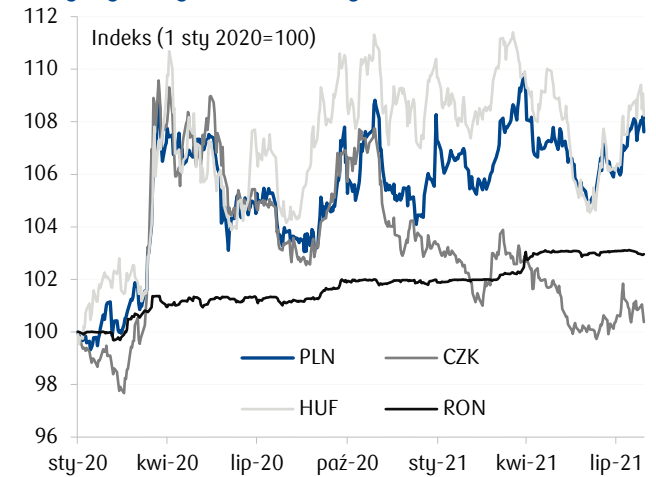
Spread asset swap dla PLN



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 22 521 67 97
dr Marcin Czaplicki, CFA marcin.czaplicki@pkobp.pl 22 521 54 50
Urszula Kryńska urszula.krynska@pkobp.pl 22 521 51 32
Kamil Pastor kamil.pastor@pkobp.pl 22 521 81 08
dr Michał Rot michal.rot@pkobp.pl 22 580 34 22

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

Nasze analizy znajdziesz również na platformie Twitter oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:

 [@PKO_Research](https://twitter.com/PKO_Research)



Bank Polski

Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia 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, 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.