

Omikron i Fed straszą, czekamy na RPP

W tym tygodniu w centrum uwagi:

- **Oczekiwania na normalizację polityki Fed i niepewność związana z Omikronem podsycają awersję od ryzyka na rynkach.** Rozczarowujący raport z rynku pracy za listopad (niskie NFP) został uznany za szansę na opóźnienie normalizacji polityki Fed, ale wzrosty indeksów akcyjnych nie trwały długo. W trakcie sesji motywem przewodnim stały się obawy o wpływ Omikrona na gospodarki (z tego powodu Goldman Sachs zrewidował w dół prognozę wzrostu PKB w USA w 2022) i w efekcie amerykańskie indeksy zakończyły sesję spadkami. W trakcie weekendu awersja do ryzyka przybrała na sile, co przejawiało się mocnym spadkiem notowań kryptowalut (Bitcoin ponad 20% w dół od piątku). EURPLN rozpoczął ostatnią w minionym tygodniu sesję od wzrostu, ale ostatecznie - mimo globalnego wzrostu awersji do ryzyka - zakończył dzień poniżej poziomu otwarcia. Rentowności krajowych obligacji początkowo rosły, a później obniżyły się.
- **Ten tydzień może przynieść więcej informacji na temat zaraźliwości i zjadliwości wariantu Omikron,** co może generować zmienność na rynkach.
- **Na krajowym rynku wydarzeniem tygodnia będzie posiedzenie decyzyjne RPP (śr),** na którym powszechnie oczekiwana jest trzecia z rządu podwyżka stóp procentowych NBP. Zakładamy, że stopa referencyjna wzrośnie o 50pb, ale nie można wykluczyć ani ostrożniejszej decyzji (25pb), ani bardziej zdecydowanego ruchu (75-100pb). Za ostrożnością przemawia: 1) obniżenie prognozowanej ścieżki inflacji przez tarczę antyinflacyjną i spadek cen ropy, 2) pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce oraz 3) udrożnienie kanału kursowego. Z kolei do bardziej zdecydowanego działania może zachęcać: kolejny wyższy od oczekiwań odczyt inflacji CPI (7,7% r/r w listopadzie) oraz możliwa presja na złotego związana z kombinacją bardziej zdecydowanego normalizowania polityki Fed i awersji do ryzyka.
- **Dane makro ze świata w tym tygodniu będą stały pod znakiem publikacji danych inflacyjnych.** Najważniejsze będą inflacja CPI i bazowa z USA za listopad (pt.), które wg konsensusu mają ponownie wzrosnąć (CPI do 6,8% r/r). Wiele wskazuje na to, że inflacja w USA w najbliższych miesiącach nadal będzie podbijana przez podwyżki cen samochodów oraz kosztów ponoszonych przez właścicieli mieszkań (OER). Silniejszy od oczekiwań wzrost inflacji może skłonić FOMC do przyspieszenia normalizacji polityki pieniężnej. Z polskiego punktu widzenia ciekawe będą dane inflacyjne za listopad z Węgier (śr, kons. 7,3% r/r vs 6,5% r/r w paź), Czech (pt, kons. 6,0% r/r, vs

Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

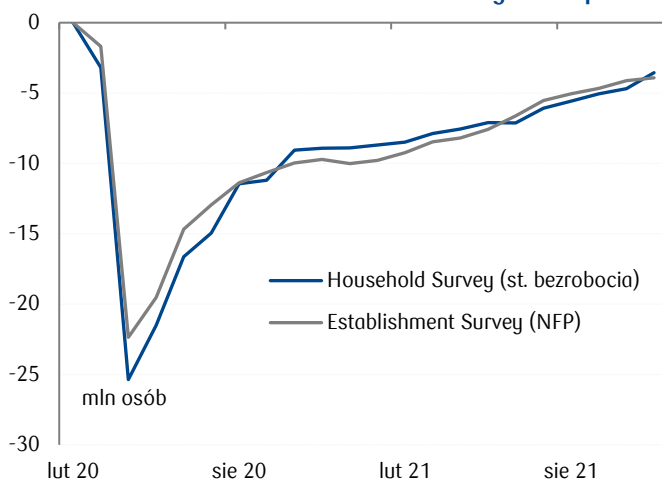
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

| | Wartość 2021-12-03 | (%, pb)* Δ 1D |
|-------------------------|-----------------------|------------------|
| Waluty: | | |
| EURPLN | 4,5946 | -0,1 |
| USDPLN | 4,0733 | 0,2 |
| CHFPLN | 4,4267 | 0,1 |
| GBPPLN | 5,3788 | -0,7 |
| EURUSD | 1,1280 | -0,3 |
| Obligacje: | | |
| PL2Y | 3,01 | 10 |
| PL5Y | 3,44 | 11 |
| PL10Y | 3,29 | 7 |
| DE10Y | -0,38 | -5 |
| US10Y | 1,34 | -11 |
| Indeksy akcyjne: | | |
| WIG | 67 730,0 | -0,7 |
| DAX | 15 170,0 | -0,6 |
| S&P500 | 4 538,4 | -0,8 |
| Nikkei** | 27 927,4 | 0,6 |
| Shanghai Comp. | 3 607,4 | 0,9 |
| Surowce: | | |
| Złoto | 1774,90 | 0,5 |
| Ropa Brent | 70,08 | 0,2 |

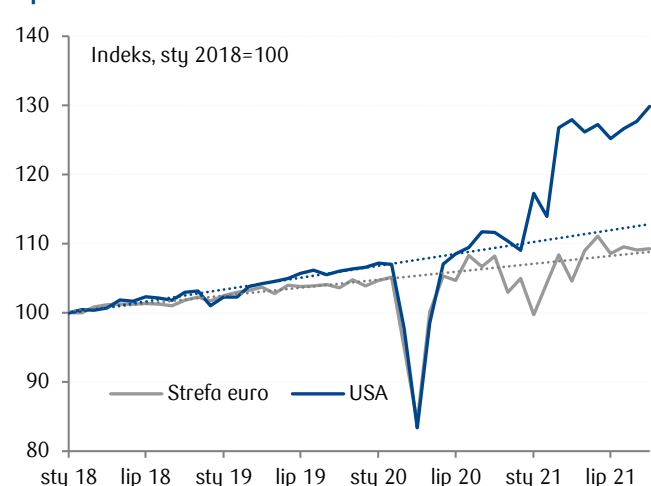
Zródło: Refinitiv, Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji.
**zamknięcie dnia bieżącego.

Skumul. zmiana zatrudnienia w USA od wybuchu pandemii



Źródło: Macrobond, Datastream, PKO Bank Polski.

Sprzedaż detaliczna: USA vs strefa euro



5,8% r/r w paź) oraz finalne dane CPI i HICP z Niemiec (pt). Poznamy też mające mniejsze znaczenie dla rynku dane inflacyjne z Chin (czw).

- **Dane o nowych miejscach pracy i rekrutacjach z raportu JOLTS za październik (śr)** mają przyciągnąć jeszcze więcej niż zwykle uwagi Fed wobec słabszego od prognoz NFP. Coraz bardziej uprawdopodobnia się hipoteza, że za słabe wzrosty zatrudnienia odpowiadają przede wszystkim nierozwiązywalne w krótkim okresie problemy po stronie podażowej – przejście części pracowników w wieku 55+ na wcześniejszą emeryturę, czy przesunięcie w górę płacy progowej, poniżej której pracownicy nie chcą podejmować zatrudnienia. Przy takim założeniu, słabsze NFP wcale nie muszą opóźnić normalizacji polityki Fed.
- **W najbliższych dniach poznamy spory zestaw wskaźników dotyczących kondycji gospodarki Niemiec i całej strefy euro.** Dzisiejsze dane o zamówieniach dla niemieckiego przemysłu, wtorkowe o produkcji przemysłowej oraz środowe o handlu zagranicznym (wszystkie trzy za październik) powinny pokazać, że w Niemczech daleko jest jeszcze do odwrócenia trendu spadkowego w przemyśle. Indeks nastrojów inwestorów finansowych Sentix dla strefy euro za grudzień (dziś) oraz indeks koniunktury ZEW dla Niemiec za grudzień (jutro) powinny wskazać na pogorszenie nastrojów ze względu na zaostrzenie sytuacji epidemicznej oraz spowolnienie w Chinach.

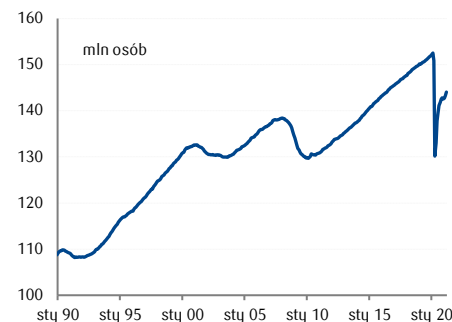
Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- **USA: Dane z rynku pracy w USA za listopad rozczarowały.** Co prawda stopa bezrobocia spadła do 4,2% z 4,6%, ale przyrost zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (NFP) wyniósł tylko 210 tys. i był najniższy od grudnia 2020. NFP jest wciąż o ponad 3,9 mln etatów niższe niż przed pandemią. W listopadzie pojawiła się duża rozbieżność pomiędzy danymi z dwóch ankiet z amerykańskiego rynku pracy. *Household survey* pokazał wzrost zatrudnienia o 1136 tys. i spadek bezrobocia o 542 tys. Stopa aktywności zawodowej w USA wzrosła do 61,8% z 61,6% miesiąc wcześniej. *Establishment Survey* pokazał z kolei dużo niższy przyrost zatrudnienia (210 tys. plus rewizja wcześniejszych dwóch odczytów o 82 tys. w górę). Wzrost zatrudnienia spowolnił we wszystkich sektorach. W handlu detalicznym odnotowano nawet pierwszy od kwietnia spadek liczby pracujących.

Odsetek pracujących na niepełny etat (a chcących pracować dłużej) w ogóle zatrudnionych wynosi 2,9% i jest bardzo blisko poziomu notowanego przed wybuchem pandemii. To pokazuje, że amerykański rynek pracy znajduje się blisko „pełnego zatrudnienia”. Co prawda zatrudnienie jest o prawie 4 mln niższe niż w lutym 2020 (3,9 mln wg *Establishment Survey* i 3,6 mln wg *Household Survey*), ale ta duża luka może być pozorna z uwagi na spadek aktywności zawodowej wśród najliczniejszej w USA grupy *baby boomers* (ok. 2,5 mln z nich opuściło rynek pracy w czasie pandemii). To oznacza, że słabszy wzrost wynagrodzeń odnotowany w listopadzie (0,3% m/m wobec min. 0,4% w poprzednich 7 miesiącach) może być przejściowy, co będzie rodziło dodatkową presję na wzrost płac. Z punktu widzenia FOMC może to oznaczać, że mimo potencjalnie nadal pozornie słabych odczytów NFP w przyszłości, należy normalizować politykę pieniężną.

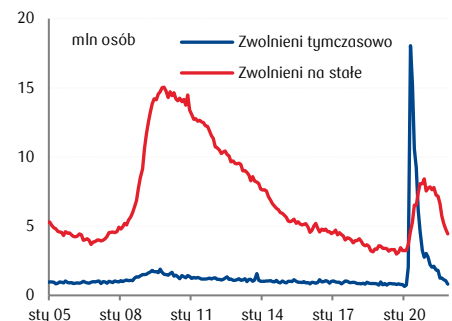
- **EUR: Sprzedaż detaliczna w październiku wzrosła o 0,2% m/m** (wobec -0,4% we wrześniu). W ujęciu r/r wzrost spowolnił do 1,4% z 2,6% miesiąc wcześniej. Silnie rosła sprzedaż paliw (kolejny miesiąc), ale to nie to stało za dodatnim odczytem. Wpłynęły na niego głównie rosnące zakupy produktów nieżywnościowych (poza paliwami). Sprzedaż detaliczna w strefie euro podąża przedkryzysowym trendem i prezentuje się dużo słabiej niż za oceanem (gdzie jest wyraźnie powyżej trendu).
- **EUR: Prezes EBC, Ch.Lagarde, powiedziała, że inflacja wyraźnie wzrosła przez ostatnie 3 kwartały,** ale bank oczekuje jej wyhamowania w 2022 (wraz z przemianami szoku energetycznego oraz efektu zmian w niemieckim podatku VAT), co oznacza, że podwyżki stóp w przyszłym roku są „bardzo mało prawdopodobne”. Prezes EBC dodała jednak, że jeżeli zajdzie taka potrzeba, EBC przystąpi do działania. Podkreśliła, że trwająca fala pandemii wpisuje się w negatywny scenariusz przewidywany przez EBC.

Zatrudnienie w USA



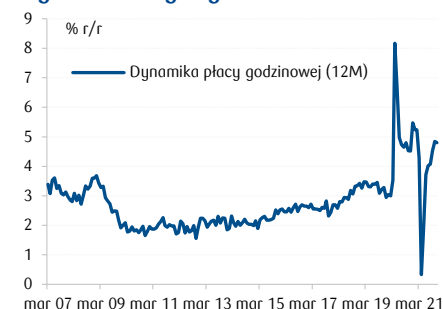
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

Bezrobotni w USA



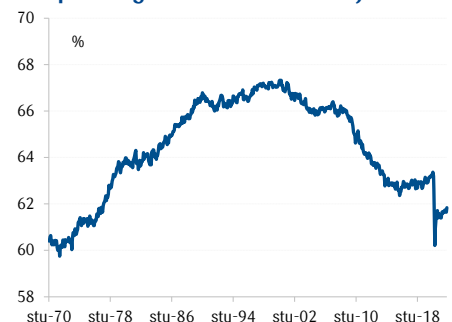
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Dynamika wynagrodzeń w USA



Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

Stopa aktywności zawodowej w USA



Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

- **USA:** Finalne dane o zamówieniach na dobra trwałego użytku za październik były bardzo zbliżone do wstępnych danych. Zamówienia spadły o 0,4% m/m, tak jak we wrześniu. Po wyłączeniu środków transportu (spadają zamówienia na samochody) zamówienia wzrosły o 0,5% m/m (po wzroście o 0,7% m/m miesiąc wcześniej). Zamówienia w przemyśle wzrosły o 1,0% m/m (vs 0,2% m/m we wrześniu). Dane wskazują na kontynuację solidnego popytu na amerykańskie produkty, co powinno wspierać ekspansję gospodarczą, a także (przy trwających ograniczeniach podażowych) utrzymywać presję cenową (równoległe opublikowane dane o dostawach pokazały kontynuację ich spadku w przypadku pojazdów, a także elektroniki).
- **POL:** W.Buda (wiceminister funduszy i polityki regionalnej) powiedział, że od początku stworzenia KPO pierwsze płatności zaplanowano po 2q22. Naszym zdaniem same płatności (z UE) nie mają większego przełożenia na faktyczny wpływ Funduszu Odbudowy na PKB (realizowane w jego ramach działania będą prefinansowane ze środków krajowych), jednak bilans ryzyka dla wzrostu PKB z tytułu wejścia w życie KPO jest ciągle lekko przechylony w dół.
- **EUR:** Finalne PMI dla sektora usług w strefie euro za listopad okazały się słabsze od wstępnych danych, co nie było niespodzianką ze względu na rozwój kolejnej fali pandemii. Dane wskazały jednak na poprawę nastrojów (pierwszy wzrost usługowego PMI od 4 miesięcy, do 55,9 pkt. z 54,6 pkt. w październiku). Wciąż widoczna jest presja kosztowa. Zarówno komponent kosztowy, jak i cenowy osiągnęły nowe rekordy.

Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

| Wskaźnik | Godz. | Jednostka | Poprzednio | Konsensus | PKO BP | Odczyt |
|---|-------|-----------|------------|-----------|--------|--------|
| Piątek, 3 grudnia | | | | | | |
| GER: PMI w usługach (lis, rew.) | 9:55 | pkt. | 52,4 | 53,4 | -- | 52,7 |
| EUR: PMI w usługach (lis, rew.) | 10:00 | pkt. | 54,6 | 56,6 | -- | 55,9 |
| USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (lis) | 14:30 | tys. | 531 | 550 | -- | 210 |
| USA: Stopa bezrobocia (lis) | 14:30 | % | 4,6 | 4,5 | -- | 4,2 |
| USA: Przeciętna płaca godzinowa (lis) | 14:30 | % r/r | 4,9 | 5,0 | -- | 4,8 |
| USA: Zamówienia fabryczne (paź) | 16:00 | % m/m | 0,2 | 0,5 | -- | 0,5 |
| USA: Zamówienia na dobra trwałe (paź, rew.) | 16:00 | % m/m | -0,4 | -0,5 | -- | -0,4 |
| Poniedziałek, 6 grudnia | | | | | | |
| GER: Zamówienia fabryczne (paź) | 8:00 | % m/m | 1,3 | -0,5 | -- | -- |
| GER: Zamówienia w przemyśle (paź) | 8:00 | % r/r | 9,7 | 5,5 | -- | -- |
| EUR: Indeks Sentix (gru) | 10:30 | pkt. | 18,3 | 16,0 | -- | -- |
| Wtorek, 7 grudnia | | | | | | |
| GER: Produkcja przemysłowa (paź) | 8:00 | % m/m | -1,1 | 0,6 | -- | -- |
| GER: Produkcja przemysłowa (paź) | 8:00 | % r/r | -1,0 | -2,9 | -- | -- |
| GER: Indeks instytutu ZEW (gru) | 11:00 | pkt. | 31,7 | 26,2 | -- | -- |
| EUR: Zatrudnienie (3q) | 11:00 | % r/r | 1,9 | 2,0 | -- | -- |
| EUR: Wzrost PKB (3q) | 11:00 | % r/r | 14,3 | 3,7 | -- | -- |
| USA: Bilans handlowy | 14:30 | mld USD | -80,9 | -66,7 | -- | -- |
| USA: Kredyt dla konsumentów (paź) | 21:00 | mld USD | 29,9 | 25,0 | -- | -- |
| Środa, 8 grudnia | | | | | | |
| HUN: Inflacja CPI (lis) | 9:00 | % r/r | 6,5 | 7,3 | -- | -- |
| USA: Raport JOLTS (paź) | 16:00 | mln | 10,438 | 10,500 | -- | -- |
| POL: Stopa referencyjna NBP (gru) | -- | % | 1,25 | 1,75 | 1,75 | 1,75 |
| Czwartek, 9 grudnia | | | | | | |
| CHN: Inflacja CPI (lis) | 2:30 | % r/r | 1,5 | 2,5 | -- | -- |
| CHN: Inflacja PPI (lis) | 2:30 | % r/r | 13,5 | 11,7 | -- | -- |
| GER: Bilans handlowy (paź) | 8:00 | mld EUR | 13,2 | 13,3 | -- | -- |
| GER: Eksport (paź) | 8:00 | % m/m | -0,7 | 0,8 | -- | -- |
| GER: Import (paź) | 8:00 | % m/m | 0,1 | 0,4 | -- | -- |
| USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (gru) | 14:30 | tys. | 222 | 225 | -- | -- |
| Piątek, 10 grudnia | | | | | | |
| GER: Inflacja CPI (lis, rew.) | 8:00 | % r/r | 4,5 | 5,2 | -- | -- |
| GER: Inflacja HICP (lis, rew.) | 8:00 | % r/r | 4,6 | 6,0 | -- | -- |
| CZE: Inflacja CPI (lis) | 9:00 | % r/r | 5,8 | 6,0 | -- | -- |
| USA: Inflacja CPI (lis) | 14:30 | % r/r | 6,2 | 6,8 | -- | -- |
| USA: Inflacja bazowa (lis) | 14:30 | % r/r | 4,6 | 4,9 | -- | -- |
| USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (gru, wst.) | 16:00 | pkt. | 67,4 | 68,5 | -- | -- |

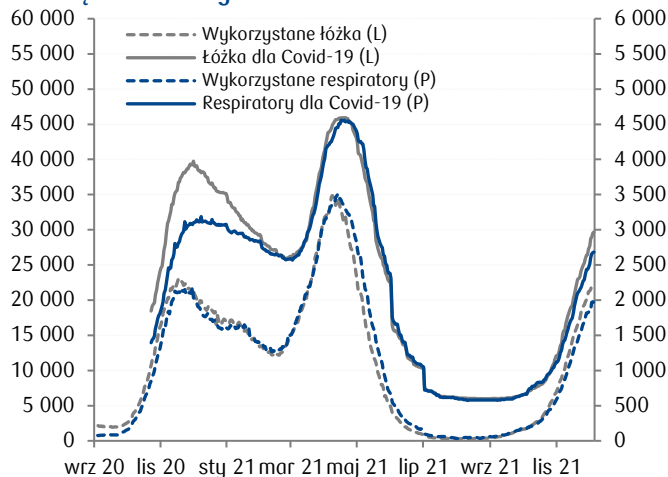
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji epidemicznej

| Wskaźniki sytuacji epidemicznej w Polsce | Jednostka | 2021-12-05 | -1D | -7D | -28D |
|--|-----------|------------|---------|---------|---------|
| Chorzy | | | | | |
| Nowe przypadki w ciągu doby | os. | 22 389 | 25 576 | 20 576 | 12 493 |
| Nowe przypadki dziennie, średnia z 7 dni | os. | 23 370 | 23 110 | 23 206 | 11 282 |
| Szacowana liczba chorych (stan)^ | os. | 340 063 | 340 750 | 313 545 | 134 697 |
| Zajęte łóżka | szt. | 22 264 | 22 350 | 20 067 | 9 788 |
| Zajęte/dostępne łóżka covidowe | % | 75,0 | 75,6 | 76,0 | 76,0 |
| Zajęte respiratory | szt. | 1 969 | 1 978 | 1 816 | 857 |
| Hospitalizowani wymagający respiratora | % | 8,8 | 8,9 | 9,0 | 8,8 |
| Zajęte/dostępne respiratory | % | 73,4 | 73,9 | 74,5 | 60,7 |
| Testy | | | | | |
| Liczba testów w ciągu doby | szt. | 78 533 | 105 963 | 71 569 | 54 721 |
| Liczba testów dziennie, średnia z 7 dni | szt. | 94 212 | 93 217 | 91 442 | 59 367 |
| Zakażenia/testy w ciągu tygodnia | % | 24,8 | 24,8 | 25,4 | 19,0 |
| Działania antyepidemiczne | | | | | |
| Osoby na kwarantannie | os. | 684 521 | 761 786 | 684 516 | 376 479 |
| Osoby na kwarantannie/szac. liczba chorych | szt. | 2,0 | 2,2 | 2,2 | 2,8 |
| Zgony | | | | | |
| Liczba zgonów w ciągu doby | os. | 45 | 504 | 51 | 24 |
| Średnia dzienna z 7 dni | os. | 377 | 378 | 316 | 108 |
| Śmiertelność łączna | % | 2,3 | 2,3 | 2,4 | 2,5 |
| Śmiertelność bieżąca* | % | 2,2 | 2,2 | 2,3 | 2,7 |

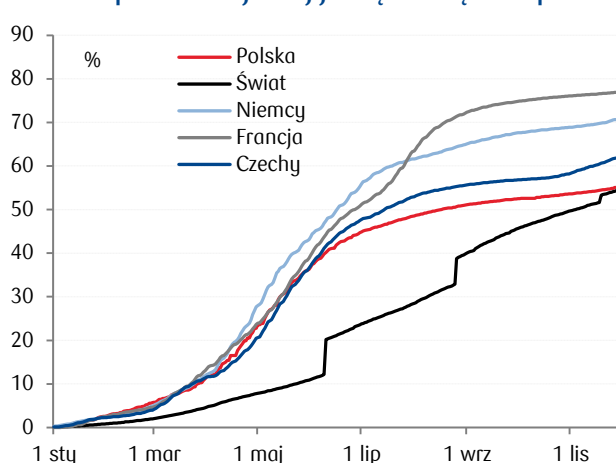
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski. ^ Szacunek PKO Banku Polskiego, *Liczba zgonów z ostatnich 3 tygodni jako odsetek zakażeń z 3-tygodniowego okresu opóźnionego o 2 tygodnie wobec ostatnich danych.

Obciążenie służby zdrowia



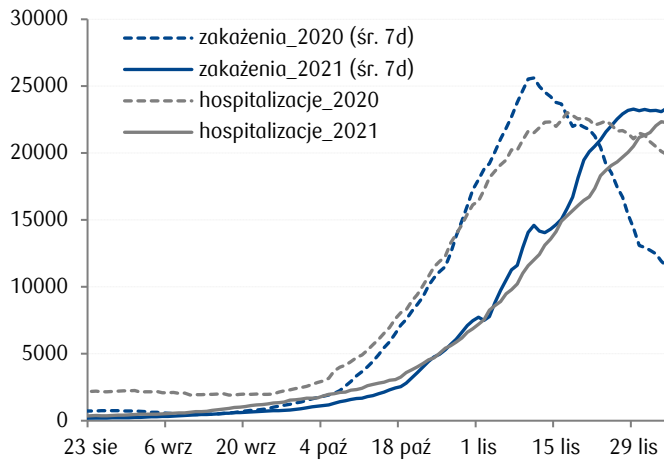
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, Macrobond, PKO Bank Polski.

Zaszczepieni co najmniej jedną dawką szczepionki

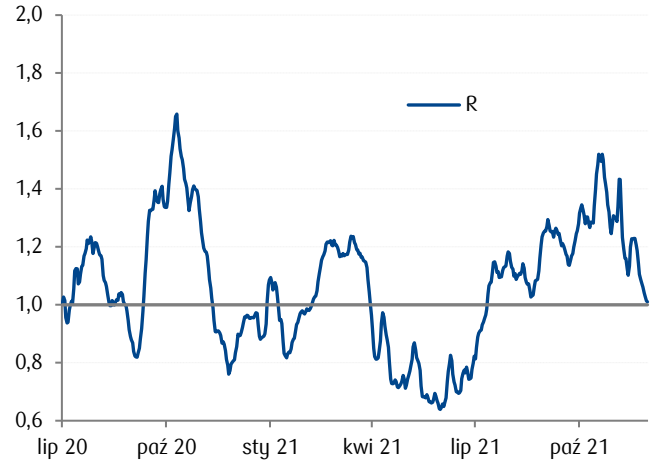


Przegląd sytuacji epidemicznej

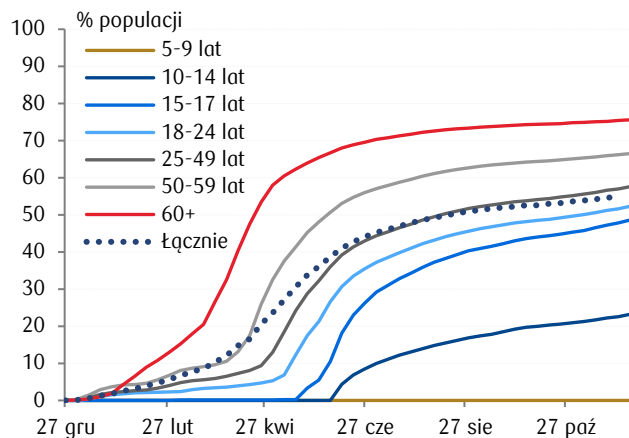
Rozwój pandemii 2021 vs 2020*



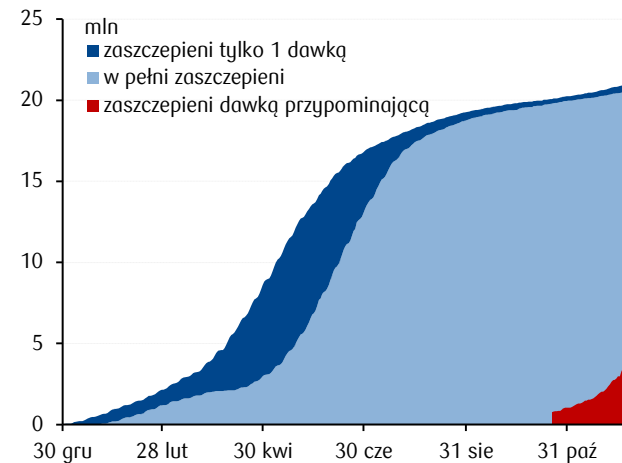
Współczynnik reprodukcji wirusa w Polsce



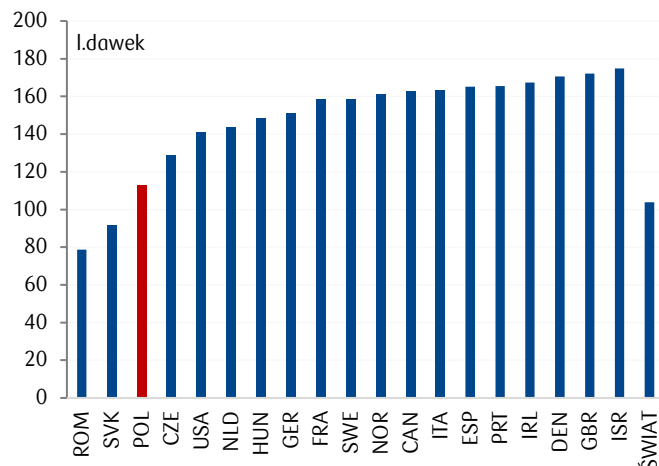
Odsetek zaszczepionych przynajmniej jedną dawką



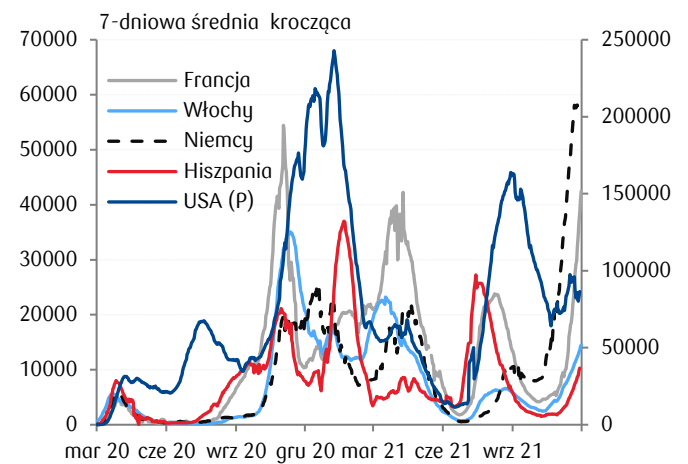
Liczba osób zaszczepionych



Liczba wykorzystanych dawek szczepionki na 100 mieszkańców



Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



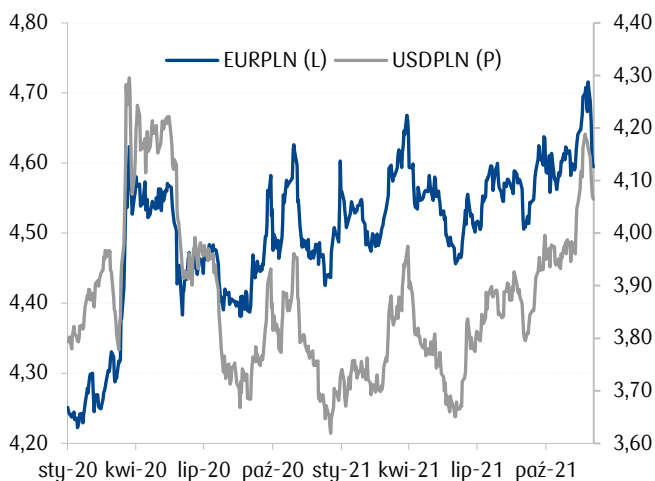
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, ECDC, PKO Bank Polski, *2020 przesunięty o 1 dzień dla utrzymania porównywalnych dni tygodnia.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

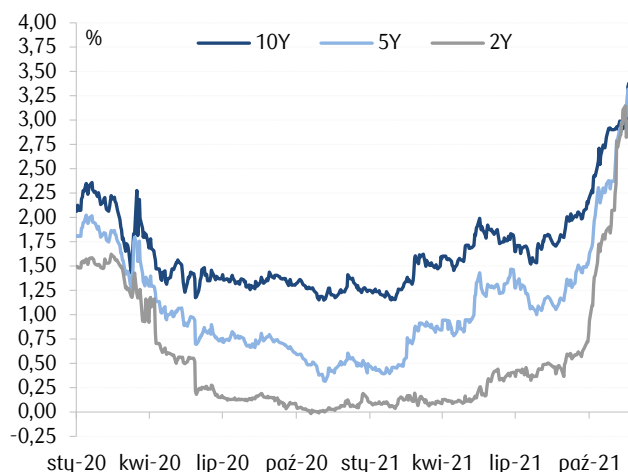
| | | Wartość | Δ (% , pb)* | | | | |
|------------------|--------------------|------------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2021-12-03 | Δ 1D | Δ 1W | Δ 4W | Δ 12M | Δ 36M |
| Waluty | EURPLN | 4,5946 | -0,1 | -2,6 | -0,1 | 2,8 | 7,4 |
| | USDPLN | 4,0733 | 0,2 | -2,3 | 2,4 | 10,8 | 8,0 |
| | CHFPLN | 4,4267 | 0,1 | -2,0 | 1,6 | 7,2 | 17,1 |
| | GBPPLN | 5,3788 | -0,7 | -3,1 | 0,3 | 8,7 | 12,0 |
| | EURUSD | 1,1280 | -0,3 | -0,3 | -2,4 | -7,2 | -0,6 |
| | EURCHF | 1,0380 | -0,2 | -0,6 | -1,6 | -4,1 | -8,3 |
| | GBPUSD | 1,3220 | -0,7 | -0,9 | -2,0 | -2,1 | 3,9 |
| | USDJPY | 113,23 | 0,2 | 0,1 | -0,2 | 9,1 | 0,2 |
| | EURCZK | 25,41 | -0,1 | -1,1 | 0,8 | -3,8 | -1,9 |
| | EURHUF | 364,87 | 0,4 | -1,1 | 1,7 | 2,2 | 12,8 |
| Obligacje | PL2Y | 3,01 | 10 | 20 | 29 | 292 | 146 |
| | PL5Y | 3,44 | 11 | 14 | 63 | 290 | 95 |
| | PL10Y | 3,29 | 7 | 14 | 38 | 200 | 25 |
| | DE2Y | -0,74 | -4 | 3 | 0 | -1 | -13 |
| | DE5Y | -0,63 | -4 | 2 | -5 | 12 | -35 |
| | DE10Y | -0,38 | -5 | -4 | -10 | 17 | -64 |
| | US2Y | 0,59 | -3 | 7 | 19 | 44 | -222 |
| | US5Y | 1,12 | -9 | -6 | 7 | 72 | -168 |
| | US10Y | 1,34 | -11 | -14 | -11 | 42 | -158 |
| Akcje | WIG | 67 730,0 | -0,7 | 1,9 | -9,5 | 25,5 | 13,7 |
| | WIG20 | 2 179,7 | -1,0 | 1,7 | -10,6 | 15,3 | -7,0 |
| | S&P500 | 4 538,4 | -0,8 | -1,2 | -3,4 | 23,8 | 68,1 |
| | NASDAQ100 | 15 712,0 | -1,7 | -2,0 | -4,0 | 26,0 | 131,2 |
| | Shanghai Composite | 3 607,4 | 0,9 | 1,2 | 3,3 | 4,8 | 35,3 |
| | Nikkei** | 27 927,4 | 0,6 | -2,9 | -5,7 | 4,2 | 26,7 |
| | DAX | 15 170,0 | -0,6 | -0,6 | -5,5 | 14,5 | 33,8 |
| | VIX | 30,67 | 9,7 | 7,2 | 86,1 | 44,1 | 47,9 |
| Surowce | Ropa Brent | 70,1 | 0,2 | -3,9 | -15,5 | 43,5 | 12,9 |
| | Ropa WTI | 66,3 | -0,4 | -15,5 | -18,5 | 45,2 | 24,4 |
| | Złoto | 1774,9 | 0,5 | -1,4 | -2,0 | -2,9 | 43,3 |

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

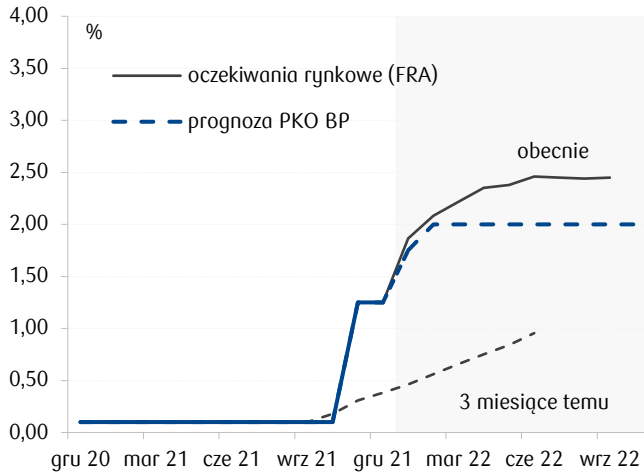
Notowania złotego wobec głównych walut



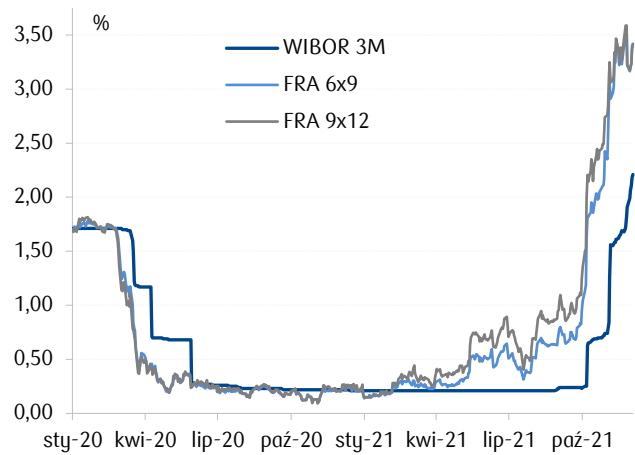
Rentowności polskich obligacji skarbowych



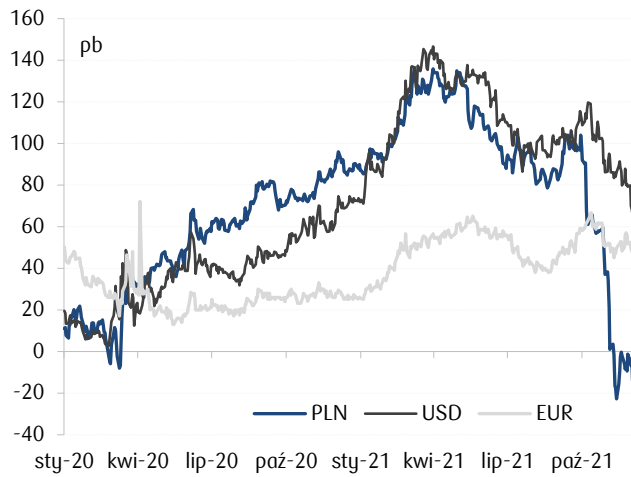
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



Krótkoterminowe stopy procentowe



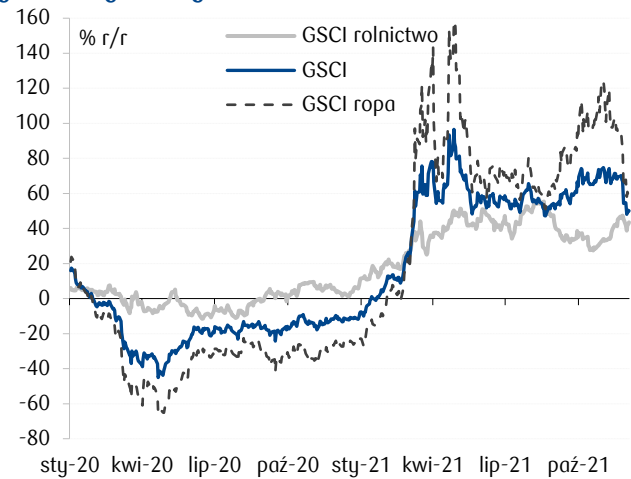
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



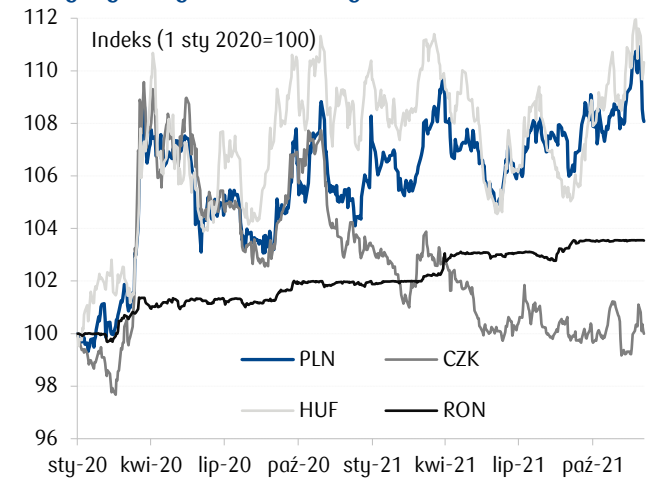
Spread asset swap dla PLN



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): 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, 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.