

USA na cenzurowanym

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- **Rozczarowujące dane o nastrojach konsumenckich w USA ograniczyły oczekiwania na podwyżki stóp Fed, co poprawiło nastroje inwestycyjne na koniec minionego tygodnia.** Główne indeksy akcyjne rosły, a rentowności obligacji na rynkach bazowych przestały rosnąć. Dolar po umocnieniu wywołanym wcześniejszą wypowiedzią prezesa Powella, w trakcie piątkowej sesji lekko się osłabił i kurs EURUSD kończył tydzień blisko 1,07. Rynek nie zareagował istotnie na obniżenie perspektywy ratingu USA przez agencję Moody's. Złoty kontynuował umocnienie widoczne po środowej decyzji RPP. Utrzymaniu tej tendencji sprzyjała publikacja projekcji inflacji, która zwiększa oczekiwania na pozostawienie stóp na niezmiennym poziomie na dłużej. Na koniec tygodnia kurs EURPLN spadł w okolice 4,42, a USDPLN poniżej 4,15.
- **Światowe rynki finansowe będą w tym tygodniu skupione na amerykańskiej inflacji CPI za październik (wt.), która powinna wskazać na kontynuację dezinflacji** (kons.: 3,3% r/r vs 3,7% r/r we wrześniu). Inflacja bazowa najpewniej nie zmieni się względem września (4,1% r/r). Na drugim planie będzie publikowana dzień później inflacja PPI.
- **W tym tygodniu z USA napłyną też jedne z pierwszych wskaźników aktywności gospodarczej w 4q23, czyli październikowe dane nt. sprzedaży detalicznej (śr.), produkcji przemysłowej (czw.) i z rynku nieruchomości (pt.).** Przed ich publikacją *nowcast* Atlanta Fed wskazuje na wyhamowanie tempa wzrostu PKB w 4q23 do 2,1% q/q saar z 4,9% q/q saar w 3q23.
- **Wśród danych ze strefy euro poznamy finalne szacunki inflacji HICP za październik** (wstępne dane wskazały na spadek inflacji do 2,9% r/r z 4,3% r/r oraz spadek inflacji bazowej do 4,2% r/r z 4,5% r/r), kolejny szacunek PKB za 3q23 (wt.) oraz niemiecki indeks ZEW za listopad (wt.).
- **Istotny dla oceny sytuacji w globalnej gospodarce będzie zestaw danych z chińskiej gospodarki za październik**, w którym wypatrywać można sygnałów ożywienia, ale nie oczekujemy fajerwerków (Chiński Nowy Rok wypada dopiero w lutym 2024). Czwartkowe dane o cenach nieruchomości pokażą, czy ostatnie działania władz mające wspierać stronę popytową przyniosą efekt np. w postaci wyhamowania trendu spadkowego cen.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

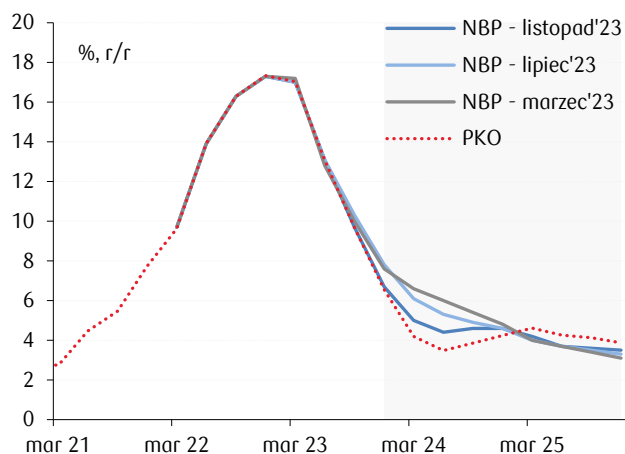
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

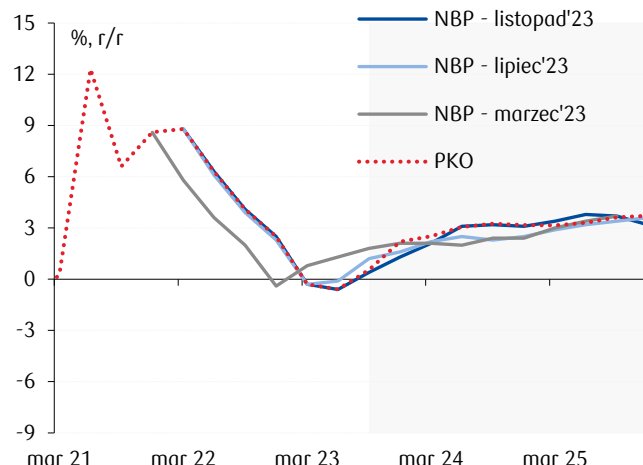
	Wartość 2023-11-10	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,4240	-0,2
USDPLN	4,1460	0,3
CHFPLN	4,5912	-0,2
GBPPLN	5,0656	-0,4
EURUSD	1,0671	-0,4
Obligacje:		
PL2Y	5,35	1
PL5Y	5,47	5
PL10Y	5,67	8
DE10Y	2,71	6
US10Y	4,62	-2
Indeksy akcyjne:		
WIG	71 545,8	-1,2
DAX	15 234,4	-0,8
S&P500	4 415,2	1,6
Nikkei**	32 585,1	0,1
Shanghai Comp.**	3 040,8	0,1
Surowce:		
Złoto	1946,70	-0,7
Ropa Brent	81,43	1,8

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.

Inflacja CPI: projekcje NBP vs aktualna prognoza PKO



Wzrost PKB: projekcje NBP vs aktualna prognoza PKO



- **W Polsce poznamy szereg danych makro, z których najważniejsza będzie publikacja wstępnego szacunku PKB za 3q23 (wt.).** Szacujemy, że dane potwierdzą powrót gospodarki do wzrostów (+0,6% r/r vs -0,6% r/r w 2q23). W naszej ocenie będzie to głównie zasługą odbicia konsumpcji prywatnej (0,1% r/r) po dwóch kwartałach spadków o ponad 2% r/r, chociaż tę tezę zweryfikujemy dopiero przy publikacji szczegółowych danych 30 listopada.
- **Wśród innych krajowych danych na uwagę zasługują bilans płatniczy za wrzesień oraz finalne dane CPI (śr.) i inflacja bazowa za październik (czw.).** Bilans płatniczy potwierdzi wg nas systematyczną poprawę równowagi zewnętrznej polskiej gospodarki. Saldo obrotów bieżących w relacji do PKB (suma 12m) poprawi się wg naszego szacunku do +0,6% PKB z +0,3% PKB po sierpniu, chociaż saldo w samym wrześniu było ujemne (-327 mln EUR). Dynamika eksportu drugi miesiąc z rzędu była wg nas ujemna (-3,3% r/r), ale to nadal znacząco lepszy wynik niż w przypadku importu (-11,7% r/r). W przypadku inflacji CPI nie można naszym zdaniem wykluczyć delikatnej rewizji w górę ze względu na wyraźne wzrostowy trend cen paliw w trakcie miesiąca, a nasz szacunek głównej miary inflacji bazowej (CPI bez żywności, energii i paliw) wskazuje na spadek do 8,0% r/r z 8,4% r/r we wrześniu. Impet inflacji bazowej w październiku (zmiana % m/m sa) zanotował jednak istotny wzrost względem obciążonego zdarzeniami jednorazowymi września.
- **Sporo będzie się działo także poza publikacjami danych.** Na środę zaplanowano spotkanie J.Bidena i Xi Jinpinga. W piątek we Frankfurcie odbędzie się Europejski Kongres Bankowy, na którym zaplanowano wystąpienia kilku przedstawicieli EBC, w tym Ch.Lagarde ([program](#)). Próżnować nie będą też bankierzy z Fed – spośród członków z prawem głosu wypowiadać się będą m.in. A.Goolsbee (wt.) i J.Williams (czw.), a na wt. i czw. zaplanowano wystąpienia L.Mester, która prawo głosu uzyska w 2024.

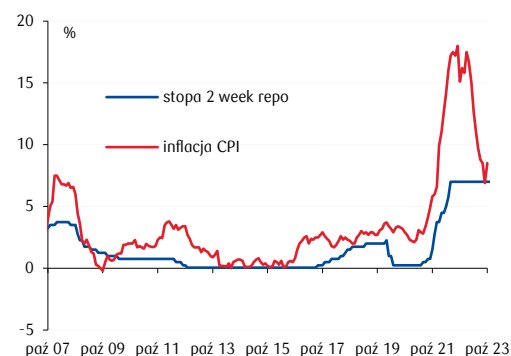
PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL: Nowa projekcja NBP wskazuje, że dezinflacja będzie nieco słabsza niż wynikało z poprzedniej edycji projekcji w lipcu.** Ścieżka inflacji CPI w krótkim terminie została wprawdzie zrewidowana w dół, ale na 2025 nieznacznie podwyższona. Powrót inflacji CPI do górnej granicy odchyień od celu, tj. do 3,5%, ma nastąpić w 4q25. Horyzont projekcji nie został wydłużony na 2026 ze względu na wysoką niepewność dot. czynników regulacyjnych. Oceniono, że **bilans czynników ryzyka dla projekcji inflacji jest skierowany w górę.** Spodziewamy się, że w warunkach wysokiej niepewności w zakresie kształtu polityki fiskalnej, bieżąca projekcja będzie stanowiła argument za stabilizacją stóp co najmniej do publikacji kolejnego *Raportu o inflacji* w marcu 2024. Rośnie prawdopodobieństwo, że w długiej perspektywie (nawet końca 2024) stopy nie zmienią się. Więcej w Makro Flashu: [„Wolniejsza dezinflacja”](#).
- **POL: Agencja Fitch utrzymała rating Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną.** Do mocnych stron polskiej gospodarki wg instytucji należą m.in. jej wysoka dywersyfikacja i niższy niż w zblizonych gospodarkach poziom długu publicznego. Jako słabości wskazano m.in. niższe poziomy wskaźników *governance*, niższy poziom dochodów budżetowych oraz większą zmienność inflacji. Agencja zakłada, że nowy rząd, który najpewniej zostanie stworzony przez dotychczasową opozycję, nada priorytet kwestiom praworządności, co poprawi relacje Polski z UE i przyspieszy wypłatę środków z KPO (pierwsza płatność miałaby być możliwa po 1q24). Jednocześnie wskazano na ryzyko napięć pomiędzy instytucjami państwowymi, co może obniżyć skuteczność rządu, oraz na wciąż intensywny okres wyborczy, który może zniechęcać nowy rząd m.in. do działań zmniejszających nierównowagę fiskalną. Fitch podtrzymał prognozę, że w 2023 deficyt sektora wyniesie 5,6%, a w przyszłym roku obniży się do 4,6%, z ryzykiem gorszego rezultatu w przypadku realizacji części obietnic wyborczych. Agencja ostrzegła, że jednym z wyzwania będzie

zwiększenie dochodów podatkowych, wyraziła także oczekiwanie, że ograniczone zostanie wykorzystanie w finansach publicznych pozapaństwowych środków budżetowych. Fitch prognozuje, że w tym roku dług publiczny do PKB wyniesie 49,5%, a w kolejnych latach będzie rósł (do 55,3% w 2025), jednak nadal będzie niższy niż przeciętnie w porównywalnych gospodarkach. Odbudowa konsumpcji prywatnej ma być głównym motorem prowadzącym do ożywienia gospodarczego – w 2024 wg Fitch PKB wzrośnie o 2,4% wobec prognozowanych 0,4% w 2023. Jednocześnie, wbrew naszym prognozom, agencja oczekuje utrzymania silnego wzrostu inwestycji, podczas gdy wyraża obawy o kondycję eksportu (głównie ze względu na słaby popyt zewnętrzny). Oceny agencji różnią się od naszych także w zakresie perspektyw równowagi zewnętrznej – wg Fitch w latach 2024-2025 rachunek obrotów bieżących z nadwyżki przesunie się do niewielkich deficytów, głównie za sprawą odbicia importu i pogorszenia salda dochodów pierwotnych. Jednocześnie Fitch zakłada utrzymanie wysokich napływów BIZ i wskazuje, że ryzyko spadku konkurencyjności na skutek wysokich jednostkowych kosztów pracy jak na razie nie zrealizowało się.

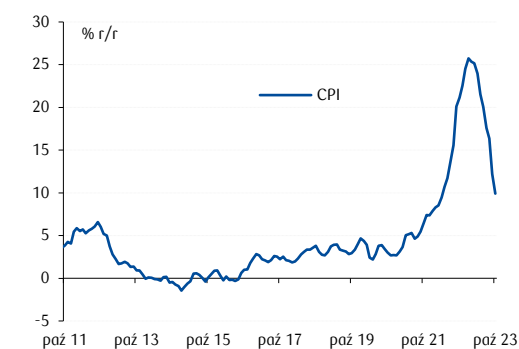
- **USA:** Agencja ratingowa Moody's obniżyła perspektywę oceny wiarygodności kredytowej USA ze stabilnej do negatywnej, a sam rating utrzymano na poziomie AAA (Moody's jest ostatnią z 3 głównych agencji, która utrzymuje rating USA na najwyższym poziomie). Zmianę perspektywy uzasadniono silnym wzrostem kosztów obsługi zadłużenia, pogarszającym perspektywę fiskalne USA, i utrzymującą się polaryzacją sceny politycznej, która utrudnia prowadzenie efektywnej polityki fiskalnej. Komentując decyzję Dep. Skarbu podkreślił, że gospodarka jest w dobrej kondycji, amerykańskie obligacje skarbowe są najbardziej bezpiecznymi i najłynniejszymi instrumentami na świecie, a administracja przedstawiła plan, który w perspektywie 10 lat będzie prowadził do obniżenia deficytu budżetowego.
- **USA:** Stanom Zjednoczonym grozi *shutdown*, jeśli Kongresowi nie uda się do 17 listopada przyjąć kolejnego tymczasowego planu zwiększenia limitu zadłużenia. Nowy spiker Izby Reprezentantów M. Johnson w sobotę przedstawił plan, w którym punktami spornymi jest brak środków finansowych dla Ukrainy oraz rozbieżność terminów wydłużających finansowanie różnych agencji rządowych (do 19 stycznia lub 2 lutego). Ewentualny *shutdown* (m.in. opóźnione wypłaty dla setek tysięcy pracowników federalnych i wojska) rozpoczęłyby się na tydzień przed istotnym społecznie Świętem Dziękczynienia, co mogłoby mieć reperkusje polityczne.
- **USA:** Indeks nastrojów konsumentów, opracowywany przez Uniwersytet Michigan, spadł w listopadzie mocniej niż oczekiwano i wyniósł 60,4 pkt. wobec 63,8 pkt. w październiku. Głębsze pogorszenie może mieć związek z ponownym wzrostem oczekiwań inflacyjnych, do poziomu najwyższego od 2011. Oczekiwana przez badanych inflacja w horyzoncie roku wzrosła do 4,4% (z 4,2% w październiku), a w długim terminie do 3,2% (wobec 3% poprzednio). Na początku listopada nasiliły się też obawy o wysokie koszty finansowania zewnętrznego i perspektywę gospodarki oraz sytuację na rynku pracy.
- **CZE:** Inflacja CPI w październiku wzrosła do 8,5% r/r (wobec 6,9% r/r miesiąc wcześniej), minimalnie mocniej niż oczekiwano (kons.: 8,4% r/r). Względem września ceny konsumpcyjne wzrosły o 0,1%, szersza tendencja pozostaje jednak deflacyjna. W listopadzie wzrost cen konsumpcyjnych powinien spowolnić r/r, a w styczniu inflacja CPI zbliży się do celu. Dane nie zmieniają nastawienia CNB, który jest coraz bliżej rozpoczęcia obniżek stóp.
- **HUN:** Inflacja CPI w październiku obniżyła się do 9,9% r/r z 12,2% r/r we wrześniu. W ujęciu m/m ceny konsumpcyjne obniżyły się o 0,1% m/m. Węgierska inflacja, która jest najwyższa w UE, spadła poniżej 10% po raz pierwszy od 18 miesięcy i była niższa od oczekiwań (kons.: 10,4% r/r). Wynik

Inflacja CPI i stopa procentowa w Czechach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja CPI na Węgrzech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

zwiększa przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych MNB, które są obecnie najwyższe w UE (st. bazowa: 12,25%).

- **POL: G.Masłowska (RPP)** wyraziła nadzieję, że w 2024 dojdzie do dalszych obniżek stóp procentowych, ale dodała, iż w obecnej sytuacji mówienie o tym, co będzie dalej ze stopami procentowymi, byłoby bardzo nieodpowiedzialne i przedwczesne. Wypowiedź sugeruje, że najlepszym momentem do rozważenia kolejnych kroków przez RPP będzie marzec, kiedy poznamy nową projekcję i znany będzie program nowego rządu. G.Masłowska nie wykluczyła jednak, że „może już nawet w styczniu, lutym będziemy mieć jakieś dane, które pozwolą nam na obiektywną ocenę sytuacji”. Członkini RPP poinformowała, że wycofanie zerowej stawki VAT na żywność oznaczałoby podwyższenie inflacji o 0,9pp, a uwolnienie cen energii podniosłoby ją o 1,6pp.
- **POL: P.Litwiniuk (RPP)** powiedział, że usunięcie tarcz antyinflacyjnych może podbić inflację o 1pp w najbliższych miesiącach. Jego zdaniem inflacja CPI nie powróci do celu przed 2026.
- **POL: L.Kotecki (RPP)** podtrzymał stanowisko, że stopy procentowe powinny być utrzymane na obecnym poziomie dłużej. W jego opinii „obecne prognozy jednoznacznie wskazują, że były szanse – przed obniżkami stóp we wrześniu i październiku – aby osiągnąć cel inflacyjny w 2025”. Członek RPP powiedział, że obniżki stóp o 100pb pomiędzy lipcową a listopadową projekcją są przyczyną tego, iż w nowej projekcji cel nie jest osiąganym w 2025. Według Koteckiego dalsze obniżanie stóp groziłoby ponownym wzrostem inflacji.
- **EUR: Prezes EBC, Ch.Lagarde**, powtórzyła, że utrzymanie stopy depozytowej na poziomie 4% powinno wystarczyć do okiełznania inflacji, ale EBC pozostaje w gotowości do podniesienia stóp, jeśli zajdzie taka potrzeba. Ch.Lagarde zwróciła uwagę na potrzebę monitorowania szczególnie cen energii.
- **USA: R.Bostic (Atlanta Fed, bez prawa głosu)** powiedział, że inflacja w USA powinna powrócić do celu bez konieczności dalszego podnoszenia stóp procentowych.
- **POL: Liderzy KO, Trzeciej Drogi i Nowej Lewicy podpisali umowę koalicyjną.** W umowie zawarto m.in. deklaracje dot. reformy sądownictwa, poprawy jakości i dostępności służby zdrowia, reformy edukacji, dążenia do poprawy stanu finansów publicznych i zwiększenia ich przejrzystości, przyspieszenia transformacji energetycznej (na inwestycje energetyczne mają trafiać wszystkie wpływy z handlu ETS) oraz zwiększenia dostępności mieszkań. Strony koalicji chcą wprowadzić zasadę min. 6-miesięcznego *vacatio legis* dla zmian w prawie podatkowym i deklarują gotowość do zmniejszenia obciążeń podatkowych nakładanych na pracujących. Umowa przewiduje wzmocnienie dochodów własnych samorządów m.in. poprzez zwiększony udział w podatku PIT. Strony Koalicji potwierdziły pilną potrzebę podwyżek dla nauczycieli, pracowników służby publicznej, w tym administracji, sądów i prokuratury oraz zapowiedziały zmiany w opodatkowaniu i oskładkowaniu przedsiębiorców. Umowa pozbawiona jest jednak szczegółów propozycji i potencjalnego czasu ich realizacji, co jak na razie uniemożliwia oszacowanie jej potencjalnego wpływu na sektor finansów publicznych.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 10 listopada						
HUN: Inflacja CPI (paź)	8:30	% r/r	12,2	10,4	--	9,9
CZ: Inflacja CPI (paź)	9:00	% r/r	6,9	8,4	--	8,5
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lis, wst.)	16:00	pkt.	63,8	63,5	--	60,4
POL: Decyzja Fitch w sprawie ratingu	22:00	--	A- (stabilna)	--	A- (stabilna)	A-
Poniedziałek, 13 listopada						
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (wrz)	14:00	młn EUR	-202	125	-327	--
POL: Eksport (wrz)	14:00	% r/r	-2,2	-3,7	-3,3	--
POL: Import (wrz)	14:00	% r/r	-12,3	-13,9	-11,6	--
Wtorek, 14 listopada						
POL: Wzrost PKB (3q)	10:00	% r/r	-0,6	0,4	0,6	--
GER: Indeks instytutu ZEW (lis)	11:00	pkt.	-1,1	2,5	--	--
EUR: Wzrost PKB (3q)	11:00	% r/r	0,5	0,1	--	--
EUR: Zatrudnienie (3q)	11:00	% r/r	1,3	--	--	--
USA: Inflacja CPI (paź)	14:30	% r/r	3,7	3,3	--	--
USA: Inflacja bazowa (paź)	14:30	% r/r	4,1	4,1	--	--
Środa, 15 listopada						
POL: Inflacja CPI (paź, rew.)	10:00	% r/r	8,2	6,5	6,5	--
EUR: Produkcja przemysłowa (wrz)	11:00	% r/r	-5,1	-6,4	--	--
EUR: Bilans handlowy (wrz)	11:00	mld	11,9	12,3	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna (paź)	14:30	% m/m	0,7	-0,4	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (paź)	14:30	%, m/m	0,6	-0,2	--	--
USA: Inflacja PPI (paź)	14:30	% r/r	2,2	--	--	--
Czwartek, 16 listopada						
POL: Inflacja bazowa (paź)	14:00	% r/r	8,4	7,9	8,0	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (lis)	14:30	tys.	217	222	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (paź)	15:15	% m/m	0,3	-0,3	--	--
Piątek, 17 listopada						
EUR: Inflacja HICP (paź, rew.)	11:00	% r/r	4,3	2,9	--	--
EUR: Inflacja bazowa (paź, rew.)	11:00	% r/r	4,5	4,2	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (paź)	14:30	młn	1,473	1,450	--	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (paź)	14:30	młn	1,358	1,350	--	--

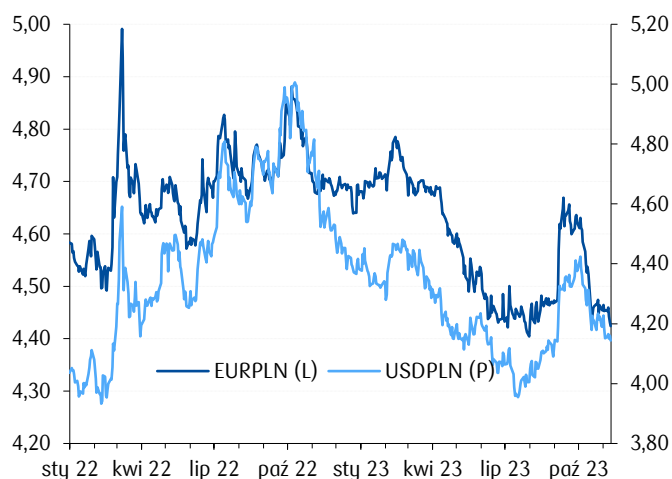
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

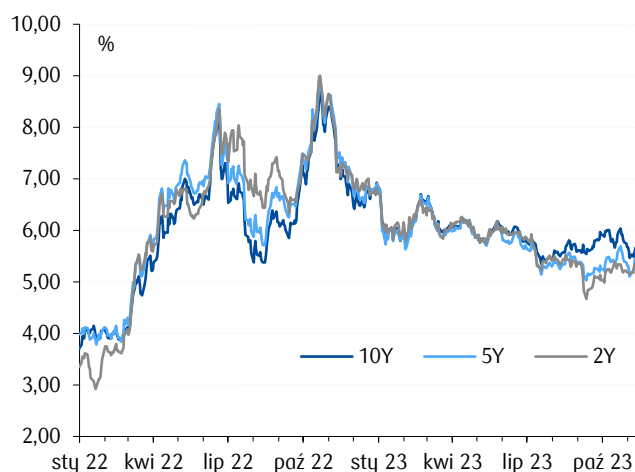
		Wartość 2023-11-10	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,4240	-0,2	-0,7	-2,2	-5,5	-1,9
	USDPLN	4,1460	0,3	-0,1	-3,7	-8,6	9,1
	CHFPLN	4,5912	-0,2	-0,6	-3,5	-4,2	8,7
	GBPPLN	5,0656	-0,4	-1,4	-3,3	-5,4	1,5
	EURUSD	1,0671	-0,4	-0,6	1,6	3,3	-10,1
	EURCHF	0,9636	0,0	-0,1	1,4	-1,3	-9,8
	GBPUSD	1,2197	-0,7	-1,4	0,5	3,6	-7,2
	USDJPY	151,48	0,3	1,4	1,2	8,9	46,6
	EURCZK	24,53	0,1	0,5	-0,7	1,0	-7,8
	EURHUF	377,13	-0,2	-0,4	-2,9	-6,8	5,3
Obligacje	PL2Y	5,35	1	20	9	-178	534
	PL5Y	5,47	5	36	4	-193	515
	PL10Y	5,67	8	20	-17	-156	450
	DE2Y	3,14	6	11	1	101	392
	DE5Y	2,65	6	11	-2	56	345
	DE10Y	2,71	6	7	-2	55	333
	US2Y	5,06	2	22	1	73	490
	US5Y	4,66	0	15	1	71	429
	US10Y	4,62	-2	5	0	79	380
Akcje	WIG	71 545,8	-1,2	-1,3	6,7	31,5	46,1
	WIG20	2 141,1	-1,4	-1,7	8,4	26,7	26,1
	S&P500	4 415,2	1,6	1,3	2,0	10,6	25,8
	NASDAQ100	15 529,1	2,2	2,8	3,6	31,4	28,4
	Shanghai Composite**	3 040,4	0,0	0,3	-1,5	-1,5	-8,2
	Nikkei**	32 585,1	0,1	2,0	0,8	15,3	34,0
	DAX	15 234,4	-0,8	0,3	0,3	7,1	22,1
	VIX	16,00	-3,9	-5,8	-19,7	-37,1	-41,1
Surowce	Ropa Brent	81,4	1,8	-4,1	-10,4	-15,2	106,4
	Ropa WTI	76,3	0,0	-6,2	-12,9	-14,2	106,5
	Złoto	1946,7	-0,7	-2,4	1,4	10,4	-0,3

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

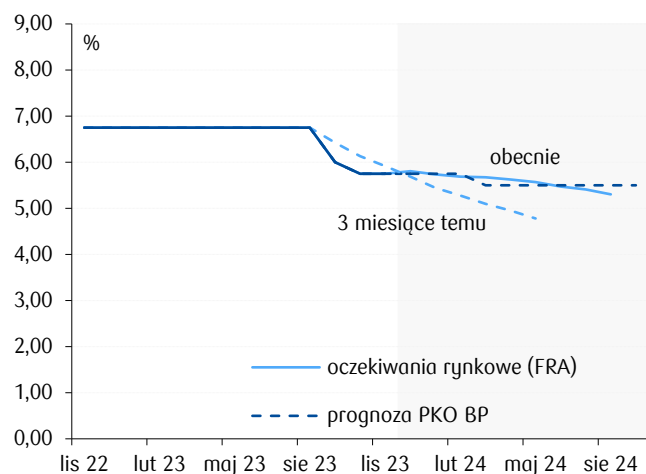
Notowania złotego wobec głównych walut



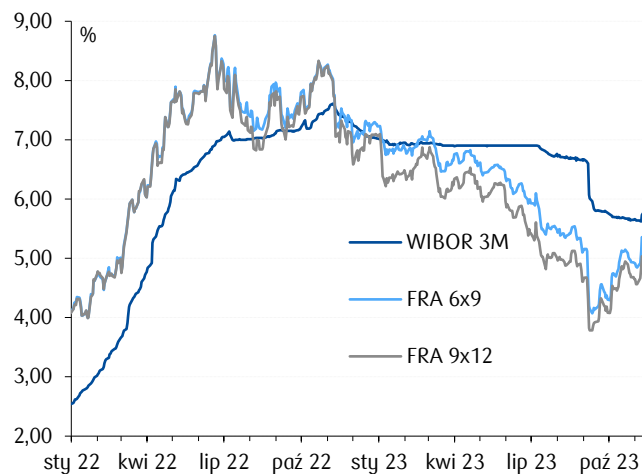
Rentowności polskich obligacji skarbowych



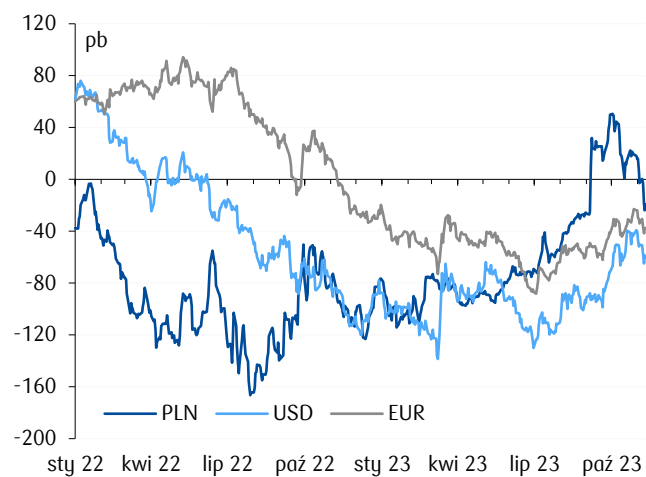
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



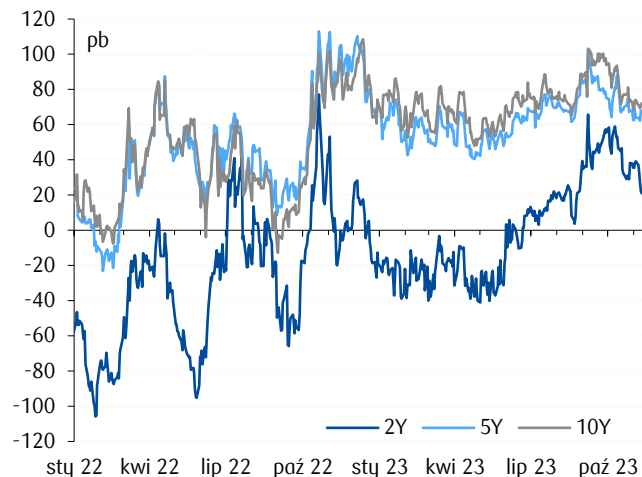
Krótkoterminowe stopy procentowe



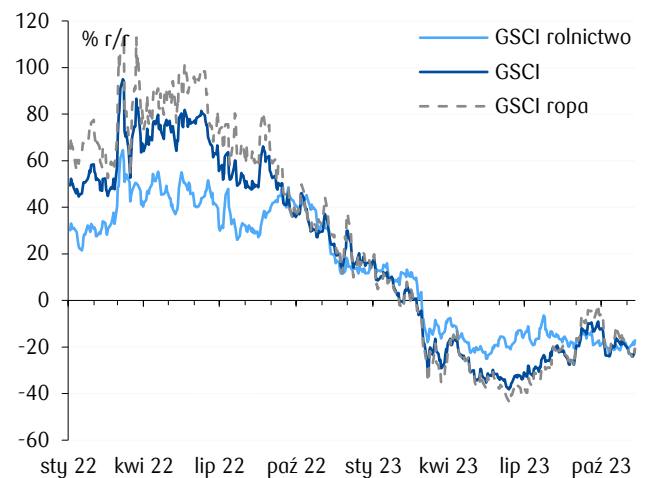
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



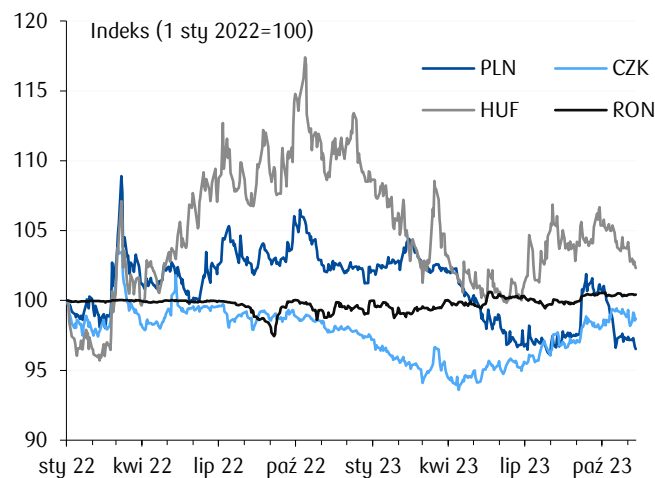
Spread asset swap dla PLN



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.

Department 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
-------------	----------------------	--------------

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97	
Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	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, 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.