

## Fed bez pośpiechu, krótkoterminowy rating Polski w górę

### W tym tygodniu w centrum uwagi:

- Gołębi wydzwięk wypowiedzi J.Powella podczas sympozjum w Jackson Hole skutkował dalszymi wzrostami na amerykańskich giełdach.** Zdeprecjonował się dolar oraz spadły rentowności amerykańskich obligacji. Brak pośpiechu Fed w normalizacji polityki pieniężnej został z ulgą odebrany przez inwestorów. Po wystąpieniu Powella zyskały też europejskie indeksy akcyjne – m.in. Stoxx Europe 600 oraz WIG20. Złoty pozostawał zmienny. Przed wystąpieniem Powella osłabił się do euro o 1 grosz, by później w pełni odrobić straty.
- W tym tygodniu lokalnie ważne będą – w kontekście nasilających się oczekiwań na podwyżki stóp NBP - wstępne dane o inflacji CPI za sierpień, pełne dane o PKB za 2q21 oraz PMI za sierpień.** Wstępne dane o krajowej inflacji CPI za sierpień (wt.) prawdopodobnie pokażą wzrost z poziomu 5% r/r, co oznaczałoby przebicie szczytu sprzed 10 lat. Obok czynników o charakterze globalnym (wysoki wzrost cen surowców), inflację w sierpniu podbiły lokalne podwyżki cen gazu i taryf wodnych. Dane o PKB za 2q21 (wt.) pozwolą ocenić, jaka była struktura bezprecedensowo silnego wzrostu PKB o 10,9% r/r. Prawdopodobnie obok rosnącej w dwucyfrowym tempie konsumpcji mieliśmy do czynienia z wyraźnym ożywieniem inwestycji, na co wskazuje nominalny wzrost nakładów dużych przedsiębiorstw o 14,3% r/r. Wskaźnik PMI dla przemysłu zapewne ponownie obniżył się w sierpniu (śr.), podążając za analogicznymi indeksami dla strefy euro. Wydłużający się czas dostaw podbija (zgodnie z konstrukcją indeksu) odczyty PMI ogółem, ale ograniczenia podażowe mają coraz bardziej wyraźny negatywny wpływ na produkcję, która nie nadąża za napływającymi zamówieniami.
- Wśród europejskich danych makro na pierwszy plan w tym tygodniu wysuwają się dane inflacyjne, w szczególności wtorkowy odczyt ze strefy euro za sierpień.** Konsensus zakłada wzrost inflacji HICP do 2,7% r/r z 2,2% r/r w lipcu, ruch na inflacji bazowej ma szansę być jeszcze większy – wszystko przez efekty statystyczne. W ubiegłym roku w sierpniu miał miejsce nietypowo głęboki spadek inflacji bazowej (-0,6% m/m, wobec przeciętnie +0,24% m/m w poprzednich 5 latach), związany z popandemicznym przesunięciem terminu wyprzedaży sezonowych we Francji. Zbliżona do wzorca sezonowego miesięczna zmiana cen w kategoriach bazowych przejściowo podbija wskaźnik inflacji bazowej powyżej 1,5% r/r. Efekt ten nie będzie widoczny w dzisiejszych danych z Niemiec, ale i tak oczekiwany jest w ich przypadku dalszy wzrost inflacji CPI do 3,9% r/r.

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO\_Research

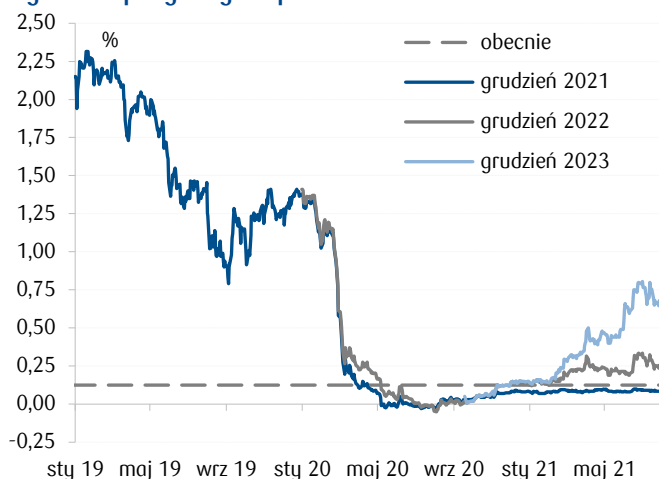
[www.pkobp.pl/centrum-analiz](http://www.pkobp.pl/centrum-analiz)

### Notowania rynkowe:

	Wartość 2021-08-27	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,5754	0,0
USDPLN	3,8821	-0,3
CHFPLN	4,2499	0,2
GBPPLN	5,3367	0,1
EURUSD	1,1786	0,3
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	0,45	-1
PL5Y	1,16	-1
PL10Y	1,81	-1
DE10Y	-0,42	0
US10Y	1,31	-3
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	69 774,9	0,5
DAX	15 851,8	0,4
S&P500	4 509,4	0,9
Nikkei**	27 772,7	0,1
Shanghai	3 522,2	0,6
Comp.		
<b>Surowce:</b>		
Złoto	1807,61	0,7
Ropa Brent	72,73	2,2

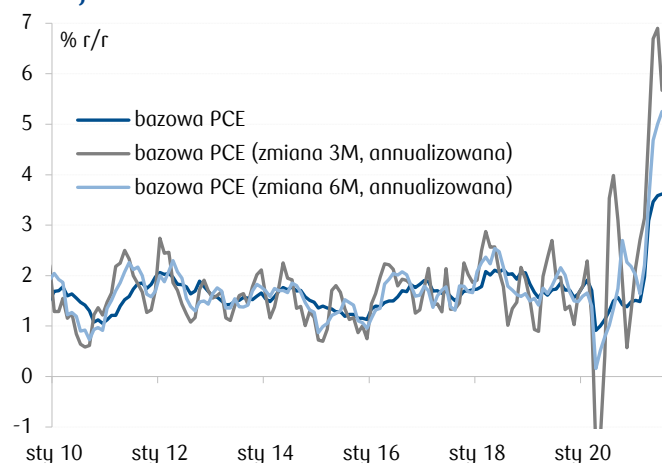
Źródło: Refinitiv, Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.  
\*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji.  
\*\*zamknięcie dnia bieżącego.

### Rynkowe prognozy stóp Fed



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

### Inflacja bazowa PCE



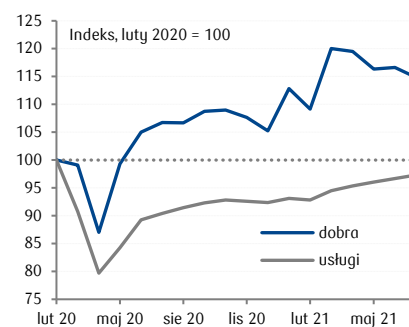
- **W USA uwaga skupiona będzie na danych z rynku pracy.** Piątkowa publikacja NFP powinna pokazać kontynuację odbudowy zatrudnienia o ok. 750 tys. Utrzymanie takiego tempa odbudowy zatrudnienia pozwoliłoby osiągnąć poziom sprzed pandemii na przełomie 1q22/2q22. Pozytywna niespodzianka może też zwiększyć nadzieję na szybsze rozpoczęcie *taperingu* przez Fed. Pomimo systematycznej poprawy warunków na rynku pracy, nastroje konsumentów prawdopodobnie pogorszyły się w sierpniu za sprawą dotkliwego wzrostu cen oraz wygasania wsparcia dla bezrobotnych – publikowany we wtorek indeks Conference Board prawdopodobnie pójdzie w ślady wskaźnika opracowanego przez Uniwersytet Michigan.

#### Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- **USA: Symposium w Jackson Hole nie przyniosło przełomu w amerykańskiej polityce pieniężnej.** J.Powell powtórzył argumenty z lipcowych *minutes* – inflacyjne kryterium wymagane do rozpoczęcia *taperingu* zostało już wypełnione, natomiast w przypadku powrotu do pełnego zatrudnienia występuje „tylko” znaczny postęp. **Jeżeli poprawa na rynku pracy będzie kontynuowana, to zdaniem Powella właściwym będzie rozpoczęcie *taperingu* jeszcze w tym roku.** Prezes Fed zwrócił ponadto uwagę na ryzyko wynikające z rozprzestrzeniania się wariantu Delta. Proces normalizacji polityki pieniężnej będzie ostrożny i uwzględniający napływające dane (najprawdopodobniej głównie z rynku pracy). Powell podkreślił, że zbliżające się rozpoczęcie *taperingu* nie powinno być odbierane jako zapowiedź podwyżek stóp procentowych. Stopy procentowe pozostaną na obecnym poziomie dopóki nie zostaną osiągnięte łącznie dwa cele (1) pełne zatrudnienie oraz (2) inflacja trwale przekraczająca 2%. W przypadku pierwszego z nich dużo jest jeszcze do nadrobienia, a w przypadku inflacji trudno jest zdaniem J.Powella stwierdzić, czy obecna wysoka inflacja jest przejściowa czy trwała. Przekaz wypowiedzi Powella został przez rynek odebrany jako gołębi. Uwaga inwestorów przeczuci się teraz na dane o zatrudnieniu (NFP). Odczyt zbliżony do 1 mln (kons.: 750 tys.) może wesprzeć jastrzębie skrzydło Fed i doprowadzić do ogłoszenia decyzji o *taperingu* już na posiedzeniu 22 września. Naszym zdaniem jest to jednak mało prawdopodobny scenariusz. Brak decyzji o rozpoczęciu procesu normalizacji polityki pieniężnej Fed może wzmocnić gołębie skrzydło polskiej RPP. Prezes NBP w ostatnich miesiącach wielokrotnie powtarzał, że NBP prowadzi bardzo podobną politykę pieniężną jak EBC i Fed. Ostrożność Fed zmniejsza w takim kontekście prawdopodobieństwo (alternatywnego wg nas scenariusza) podwyżek stóp w Polsce już w listopadzie tego roku.
- **USA: R.Kaplan (FOMC) uważa, że *tapering* powinien rozpocząć się najszybciej jak to możliwe.** Stwierdził, że preferowałby stopniowe ograniczanie skali skupu aktywów rozłożone w czasie na 8 miesięcy. Również R.Bostic (Atlanta Fed) i P.Harker (Philadelphia Fed) wskazali, że zbliża się odpowiedni czas na redukcję tempa skupu aktywów.
- **USA: Inflacja PCE w lipcu zgodnie z oczekiwaniami wzrosła do 4,2% r/r z 4,0% r/r w czerwcu oraz wyniosła 0,4% m/m. Bazowa inflacja PCE, czyli preferowana przez Fed miara zmian cen, wzrosła do 3,6% r/r (kons. 3,6% r/r) z 3,5% r/r, a ceny zwiększyły się o 0,3% m/m.** Dynamiki roczne pozostają na najwyższych poziomach od 1991, dynamiki miesięczne sygnalizują jednak stopniowe wyhamowywanie wzrostów cen. Możliwe, że wiąże się to z przemijaniem bezpośrednich skutków luzowania restrykcji (szczególnie w usługach).
- **USA: Rosną szanse na kolejną kadencję J.Powella jako prezesa Fedu.** Obecna kadencja kończy się w lutym, a decyzja o jego następcy ma zapaść jeszcze w tym roku. Według doniesień agencji Bloomberg Powell cieszy się poparciem wielu doradców prezydenta J.Bidena, w tym obecnej Sekretarz Skarbu, byłej prezes Fed, J.Yellen. Kontrkandydatką obecnego prezesa Fedu jest L.Brainard, obecna członkini Rady Gubernatorów, popierana przez bardziej „progresywne” frakcje Partii Demokratycznej. Zdaniem informatorów agencji, Brainard ma zastąpić R.Quarlesa jako wiceprzewodnicząca Fed ds. nadzoru (nad regulacjami finansowymi). Ponowny wybór Powella oznaczałby kontynuację obecnej polityki. Ewentualny wybór Brainard mógłby oznaczać bardziej gołębią politykę pieniężną oraz silniejszy nacisk na działania przeciwdziałające zmianom klimatu.

- **USA:** Finalny odczyt **indeksu nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan** za sierpień był nieznacznie wyższy niż odczyt flash (70,3 pkt. vs 70,2 pkt.). W sierpniu odnotowano jednak jeden z największych miesięcznych spadków w długiej historii (od 1952) tego wskaźnika. Spadek wynikał ze wzrostu obaw przed gospodarczymi skutkami pandemii, spowolnienia wzrostu dochodów i wysokiej inflacji, które przełożyły się na gwałtowne i powszechne pogorszenie oczekiwań. Zdecydowana większość innych wskaźników (choćby twarde dane o wydatkach i dochodach) nie dają podstaw do takiego wzrostu pesymizmu.
- **USA:** **Dochody Amerykanów wzrosły w lipcu o 1,1% m/m (kons. 0,1% m/m)**. Do silniejszego od oczekiwań wzrostu przyczyniło się przyspieszenie wypłat ulg podatkowych na dzieci, co przeważało nad zmniejszającą się wartością wypłat zasiłków dla bezrobotnych. Wydatki konsumentów wzrosły w lipcu o 0,3% m/m (kons. 0,4% m/m). Stopa oszczędności w lipcu wzrosła do 9,6% dochodu rozporządzalnego z 8,8% w czerwcu. Dochody konsumentów od dawna znajdują się powyżej przedpandemicznego trendu, odbudowa wydatków nastąpiła wiosną 2021. Od marca 2021 obserwujemy systematyczne przerzucanie się konsumentów z zakupów towarów na zakup usług. Wydatki na usługi w ujęciu realnym nadal pozostają jednak niższe niż przed pandemią.
- **POL:** Agencja Fitch zgodnie z przewidywaniami potwierdziła **długoterminowy rating Polski na poziomie A-** z perspektywą stabilną. **Podwyższyła natomiast rating krótkoterminowy w walucie zagranicznej z F1 do F2.** Przyczyną podwyższenia ratingu była poprawa międzynarodowej pozycji płynnościowej. Agencja podwyższyła prognozę wzrostu PKB z wcześniejszych 4,4% do 5,2% w 2021 oraz oczekuje 4,5% wzrostu w 2022 (uwzględnia NGEU, ale nie „Polski Ład”). Fitch oczekuje też utrzymania się inflacji na wysokim poziomie w przyszłych latach – 3,9% w 2022 i 3,6% w 2023. Silniejsza niż wcześniej oczekiwano ma być poprawa sytuacji finansów publicznych – deficyt (ESA) ma spaść z 7% PKB w 2020 do 5% PKB w 2021, 3,8% PKB w 2022 i 3% PKB w 2023. Dostrzeżono znaczącą poprawę po stronie spadku zadłużenia zagranicznego netto (z 38% PKB w 2013 do 13,5% PKB w 2020). Czynniki, które mogą poprawić rating w przyszłości są (1) dalszy spadek udziału zadłużenia zagranicznego, (2) dalsza konsolidacja fiskalna prowadząca do spadku długu w relacji do PKB, (3) utrzymanie wysokiego, stabilnego i nie generującego ryzyk systemowych wzrostu PKB. Z kolei czynnikami mogącymi obniżyć rating są: (1) pogorszenie sytuacji finansów publicznych oraz (2) pogorszenie standardów instytucjonalnych i klimatu do prowadzenia biznesu.
- **POL:** Ministerstwo Finansów chce, aby **projekt zmian podatkowych wchodzących w skład „Polskiego Ładu”** trafił pod obrady Rady Ministrów w drugim tygodniu września, żeby jeszcze we wrześniu Sejm mógł rozpocząć nad nim prace. Zmiany miałyby wg ministerstwa wejść w życie od 2022.
- **POL:** Rada Medyczna dopuściła **przyjęcie trzeciej dawki szczepionki** przeciwko Covid-19 dla osób z zaburzeniem odporności.

### Wydatki Amerykanów na dobra i usługi



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 27 sierpnia</b>						
USA: Dochody Amerykanów (lip)	14:30	% m/m	0,1	0,1	--	1,1
USA: Wydatki Amerykanów (lip)	14:30	% m/m	1	0,4	--	0,3
USA: Inflacja bazowa PCE (lip)	14:30	% r/r	3,5	3,6	--	3,6
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sie, rew.)	16:00	pkt.	81,2	70,2	--	70,3
POL: Decyzja Fitch w sprawie ratingu	--	--	A-	--	A-	A-
<b>Poniedziałek, 30 sierpnia</b>						
EUR: Koniunktura konsumencka (sie, rew.)	11:00	pkt.	-4,4	-5,3	--	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (sie)	11:00	pkt.	119	118,5	--	--
GER: Inflacja CPI (sie, wst.)	14:00	% r/r	3,8	3,9	--	--
<b>Wtorek, 31 sierpnia</b>						
POL: Inflacja CPI (sie, wst.)	10:00	% r/r	5,0	5,1	5,2-5,3	--
POL: Wzrost PKB (2q)	10:00	% r/r	-0,9	10,9	10,9	--
POL: Konsumpcja (2q)	10:00	% r/r	0,2	12,7	14,8	--
POL: Inwestycje (2q)	10:00	% r/r	1,3	10,7	10+	--
EUR: Inflacja bazowa (sie, wst.)	11:00	% r/r	0,7	1,5	--	--
EUR: Inflacja HICP (sie)	11:00	% r/r	2,2	2,7	--	--
USA: Ceny nieruchomości (cze)	15:00	% r/r	17,0	18,0	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (sie)	16:00	pkt.	129,1	124,0	--	--
<b>Środa, 1 września</b>						
CHN: PMI w przetwórstwie (sie)	3:45	pkt.	50,3	50,2	--	--
POL: PMI w przetwórstwie (sie)	9:00	pkt.	57,6	56,7	57,0	--
GER: PMI w przetwórstwie (sie, rew.)	9:55	pkt.	65,9	62,7	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (sie, rew.)	10:00	pkt.	62,8	61,5	--	--
USA: Raport ADP (sie)	14:15	tys.	330	600	--	--
USA: ISM w przetwórstwie (sie)	16:00	pkt.	59,5	59,0	--	--
<b>Czwartek, 2 września</b>						
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (sie)	14:30	tys.	353	345	--	--
USA: Zamówienia fabryczne (lip)	16:00	% m/m	1,5	0,6	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (lip, rew.)	16:00	% m/m	-0,1	0,8	--	--
<b>Piątek, 3 września</b>						
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (sie)	14:30	tys.	943	750	--	--
USA: Stopa bezrobocia (sie)	14:30	%	5,4	5,2	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (sie)	14:30	% r/r	4,0	4,0	--	--

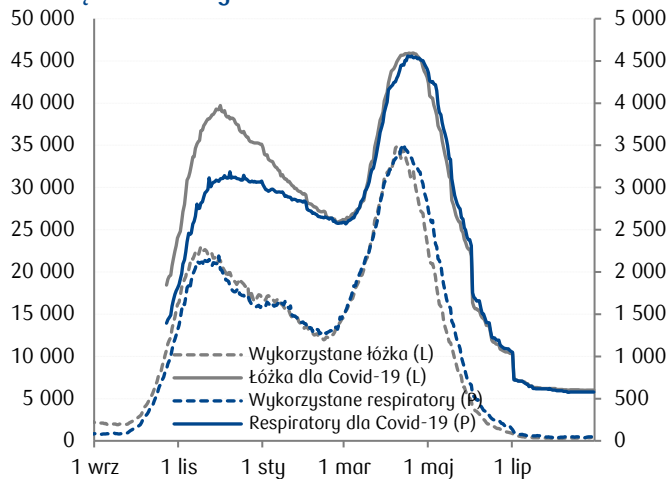
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji epidemicznej

Wskaźniki sytuacji epidemicznej w Polsce	Jednostka	2021-08-29	-1D	-7D	-28D
<b>Chorzy</b>					
Nowe przypadki w ciągu doby	os.	204	290	185	91
Nowe przypadki dziennie, średnia z 7 dni	os.	219	216	195	126
Szacowana liczba chorych (stan) <sup>^</sup>	os.	3 005	3 011	2 691	1 625
Zajęte łóżka	szt.	403	406	340	277
Zajęte/dostępne łóżka covidowe	%	6,7	6,8	5,7	5,7
Zajęte respiratory	szt.	57	50	36	35
Hospitalizowani wymagający respiratora	%	14,1	12,3	10,6	12,6
Zajęte/dostępne respiratory	%	9,9	8,7	6,2	5,8
<b>Testy</b>					
Liczba testów w ciągu doby	szt.	31 891	42 825	33 497	33 372
Liczba testów dziennie, średnia z 7 dni	szt.	36 941	37 171	38 795	36 555
Zakażenia/testy w ciągu tygodnia	%	0,6	0,6	0,5	0,3
<b>Działania antyepidemiczne</b>					
Osoby na kwarantannie	os.	53 308	55 511	58 540	77 828
Osoby na kwarantannie/szac. liczba chorych	szt.	17,7	18,4	21,8	47,9
<b>Zgony</b>					
Liczba zgonów w ciągu doby	os.	-	5	-	-
Średnia dzienna z 7 dni	os.	3	3	2	3
Śmiertelność łączna	%	2,6	2,6	2,6	2,6
Śmiertelność bieżąca*	%	1,8	1,8	2,1	5,8

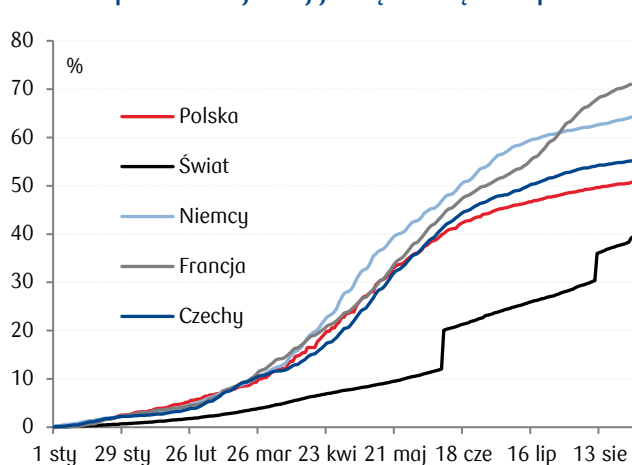
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski. <sup>^</sup> Szacunek PKO Banku Polskiego, \*Liczba zgonów z ostatnich 3 tygodni jako odsetek zakażeń z 3-tygodniowego okresu opóźnionego o 2 tygodnie wobec ostatnich danych.

### Obciążenie służby zdrowia



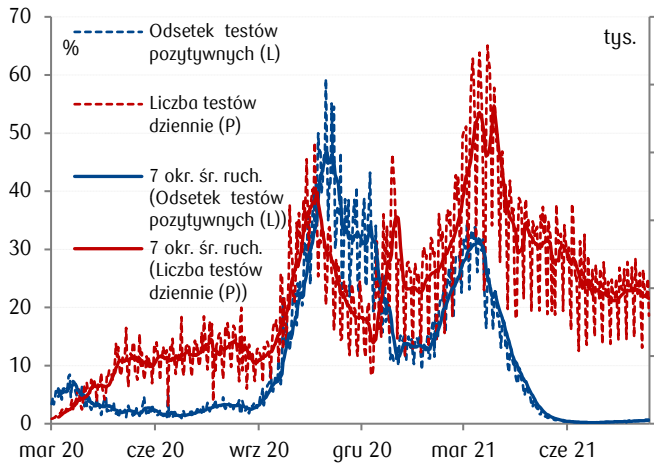
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, Macrobond, PKO Bank Polski.

### Zaszczepieni co najmniej jedną dawką szczepionki

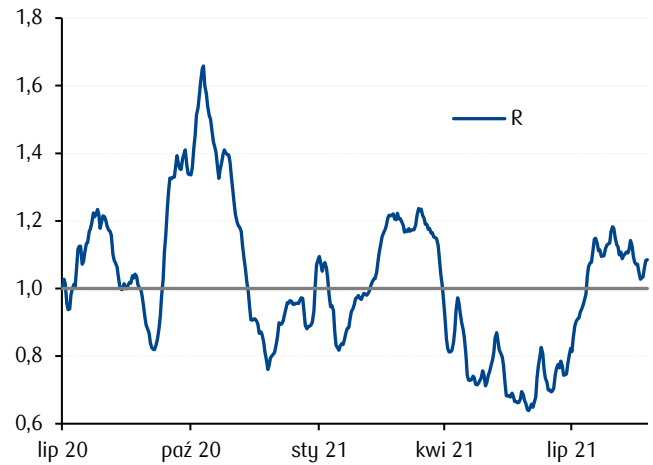


## Przegląd sytuacji epidemicznej

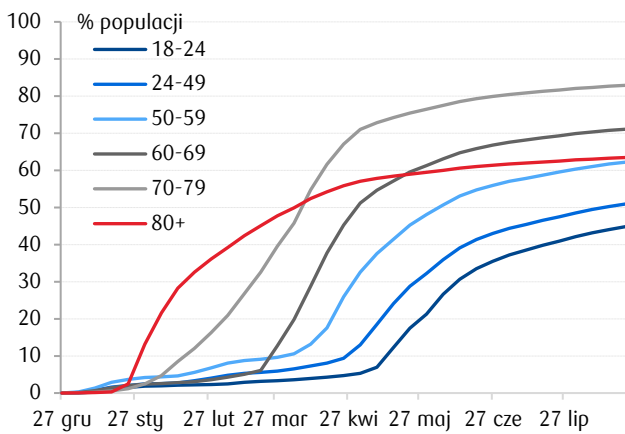
Proces testowania w Polsce



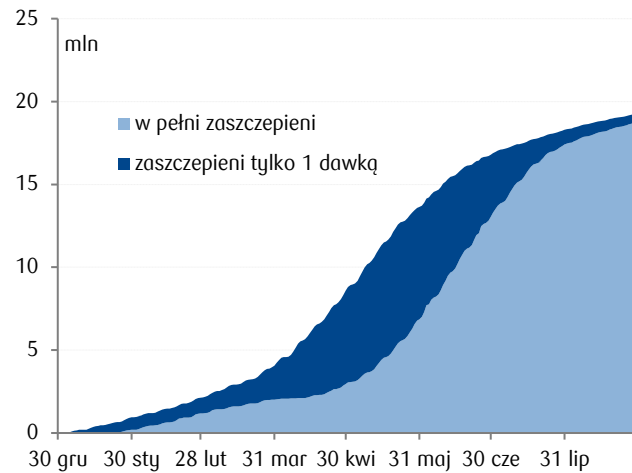
Współczynnik reprodukcji wirusa w Polsce



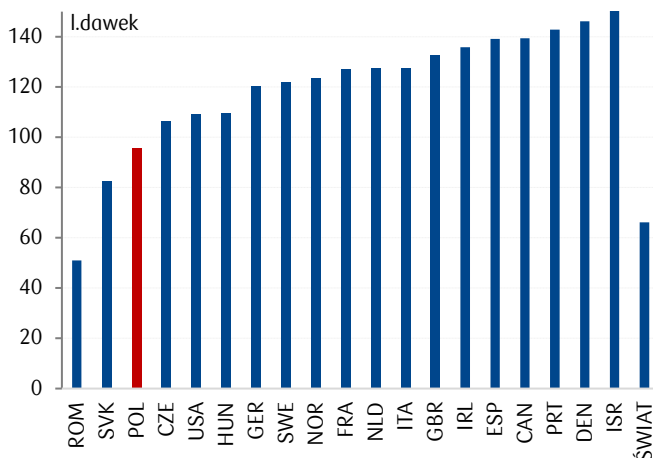
Odsetek populacji zaszczepionej pierwszą dawką wg grup wiekowych w Polsce



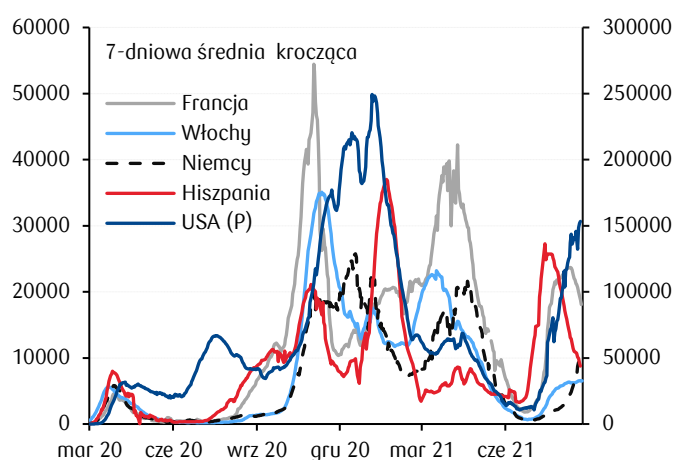
Liczba osób zaszczepionych



Liczba wykorzystanych dawek szczepionki na 100 mieszkańców



Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



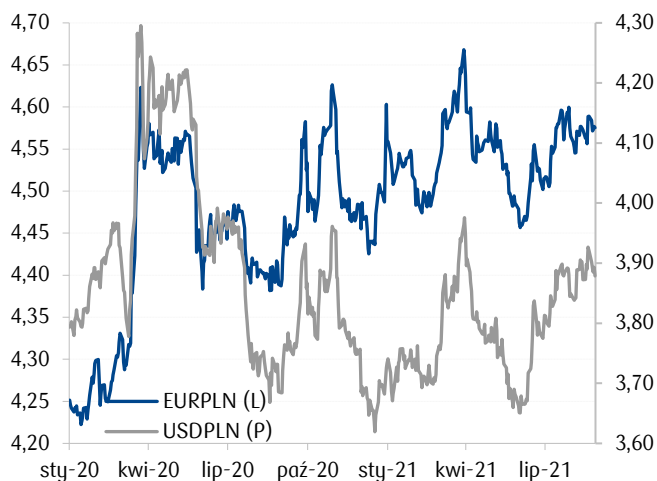
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, ECDC, PKO Bank Polski

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

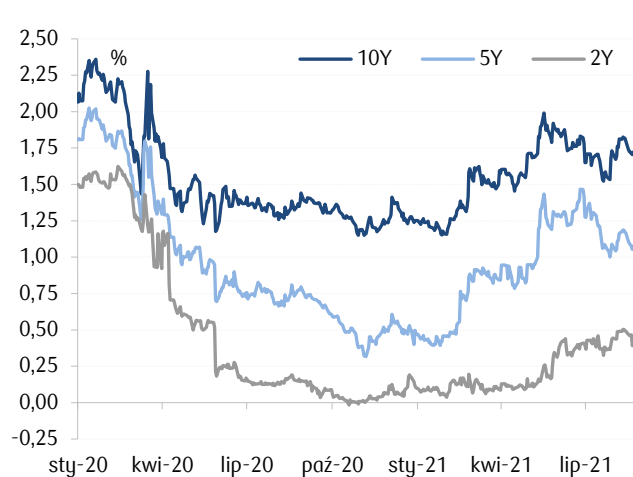
		Wartość	Δ (% , pb)*				
		2021-08-27	Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,5754	0,0	-0,3	0,2	4,2	6,8
	USDPLN	3,8821	-0,3	-1,2	0,8	5,2	6,0
	CHFPLN	4,2499	0,2	-0,7	0,0	4,1	13,0
	GBPPLN	5,3367	0,1	-0,1	-0,3	8,4	11,9
	EURUSD	1,1786	0,3	0,9	-0,6	-0,9	0,8
	EURCHF	1,0766	-0,3	0,4	0,2	0,1	-5,4
	GBPUSD	1,3744	0,2	0,9	-1,2	3,1	5,8
	USDJPY	109,98	-0,1	0,2	0,2	4,4	-1,5
	EURCZK	25,50	-0,1	-0,1	0,1	-2,4	-0,9
	EURHUF	349,21	0,1	-0,3	-2,4	-1,3	7,2
<b>Obligacje</b>	PL2Y	0,45	-1	5	0	29	-114
	PL5Y	1,16	-1	11	9	37	-135
	PL10Y	1,81	-1	11	10	37	-135
	DE2Y	-0,74	0	2	3	-8	-15
	DE5Y	-0,70	0	4	4	-5	-48
	DE10Y	-0,42	0	8	4	-1	-83
	US2Y	0,22	-2	-1	3	8	-246
	US5Y	0,80	-4	2	10	53	-198
	US10Y	1,31	-3	5	7	58	-157
<b>Akcje</b>	WIG	69 774,9	0,5	2,7	3,2	33,6	14,0
	WIG20	2 323,8	0,6	3,0	3,1	27,0	-2,4
	S&P500	4 509,4	0,9	1,5	2,6	28,5	54,7
	NASDAQ100	15 433,0	1,0	2,3	3,2	28,7	101,5
	Shanghai Composite	3 522,2	0,6	2,8	3,7	3,5	27,2
	Nikkei**	27 772,7	0,1	2,8	1,8	21,4	21,6
	DAX	15 851,8	0,4	0,3	2,0	21,6	26,2
	VIX	16,39	-13,0	-11,7	-10,1	-28,6	33,8
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	72,7	2,2	11,4	-4,9	61,2	-5,1
	Ropa WTI	68,8	2,0	8,4	-6,9	60,2	-1,0
	Złoto	1807,6	0,7	1,4	-0,9	-8,1	50,2

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

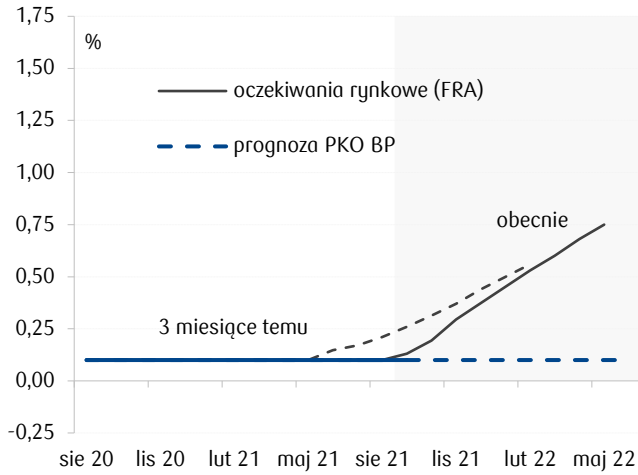
### Notowania złotego wobec głównych walut



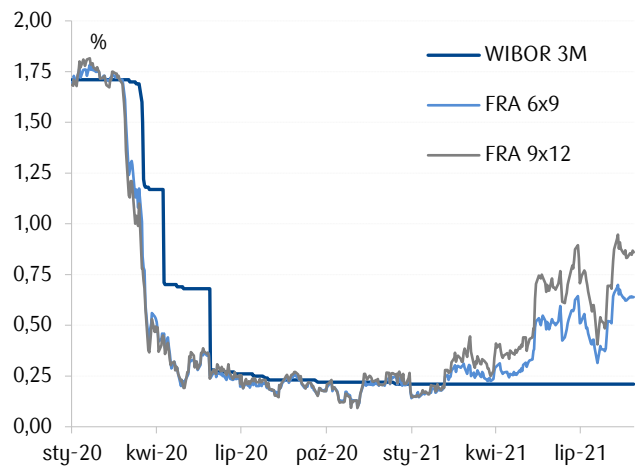
### Rentowności polskich obligacji skarbowych



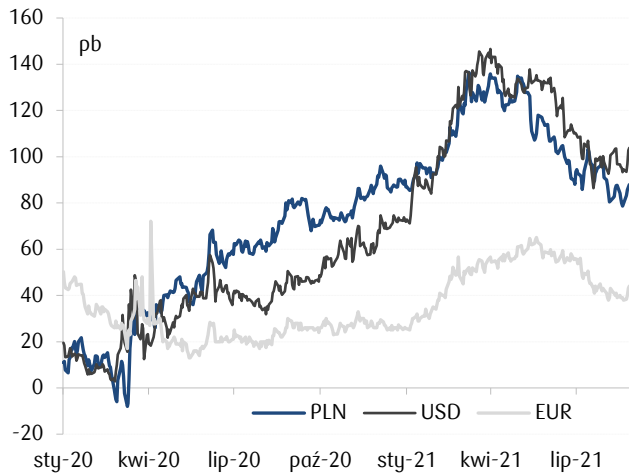
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



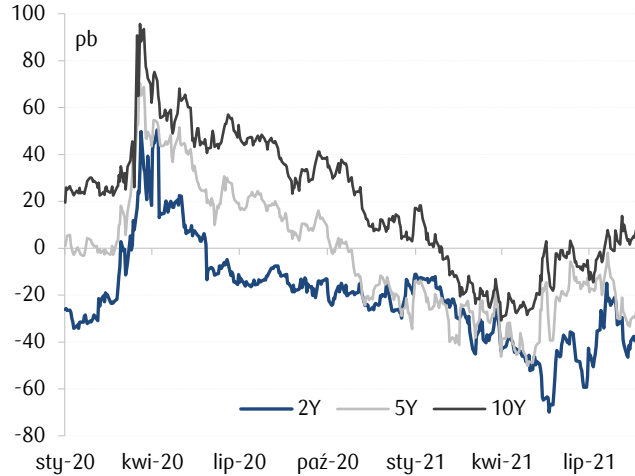
Krótkoterminowe stopy procentowe



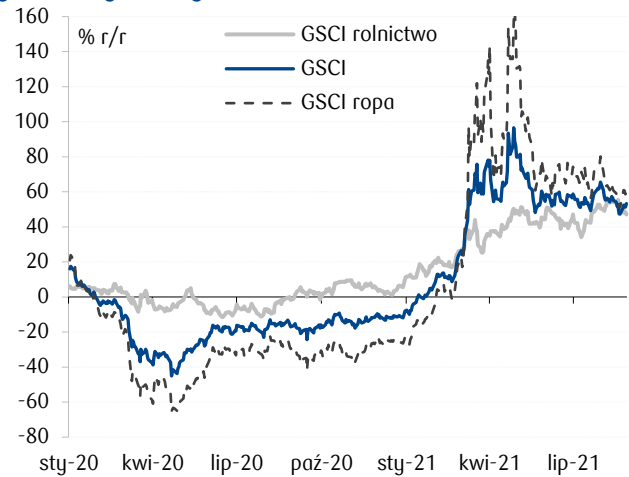
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



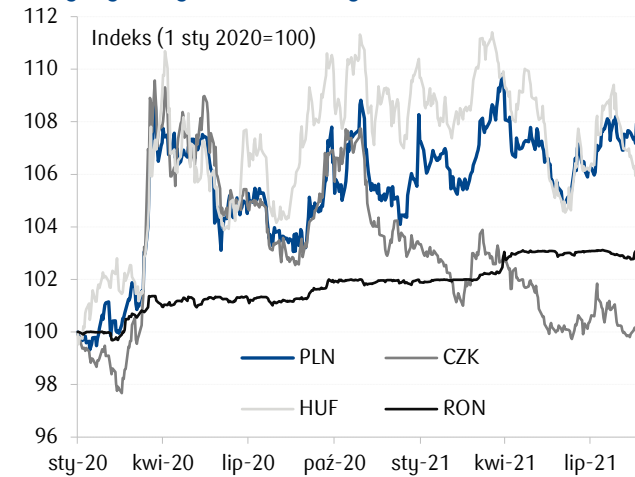
Spread asset swap dla PLN



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](mailto:DAE@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl) 22 521 80 84

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl) 22 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska (kierownik)	<a href="mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl">marta.petka-zagajewska@pkobp.pl</a>	22 521 67 97
dr Marcin Czaplicki, CFA	<a href="mailto:marcin.czaplicki@pkobp.pl">marcin.czaplicki@pkobp.pl</a>	22 521 54 50
Urszula Kryńska	<a href="mailto:urszula.krynska@pkobp.pl">urszula.krynska@pkobp.pl</a>	22 521 51 32
Kamil Pastor	<a href="mailto:kamil.pastor@pkobp.pl">kamil.pastor@pkobp.pl</a>	22 521 81 08
dr Michał Rot	<a href="mailto:michal.rot@pkobp.pl">michal.rot@pkobp.pl</a>	22 580 34 22

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