



Bank Polski

Centrum
Analiz

Tydzień jastrzębi, czy gołębi?

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Giełdy w USA zakończyły tydzień na minusie. Negatywnie na szeroki indeks wpłynęło pogorszenie notowań spółek technologicznych oraz tzw. trzy wiedzmy, czyli jednocześnie rozliczanie notowań opcji na akcje, kontraktów futures na indeksy akcyjne oraz kontraktów opcyjnych na indeksy, które następuje w trzeci piątek marca. Amerykańskie obligacje 10-letnie odnotowały najgorszy tydzień w tym roku. Rentowność 10-letnich polskich obligacji kolejny dzień z rzędu oscylowała w pobliżu poziomu 5,40%. Złoty kontynuował osłabienie. Wieczorem kurs EURPLN powrócił powyżej poziomu 4,30, a USDPLN powyżej 3,95.
- W tym tygodniu kluczowe znaczenie dla rynków będzie miało **środowe posiedzenie FOMC**, istotne będą też posiedzenia innych **banków centralnych w tym BoJ, SNB i BoE**. Warto będzie też śledzić nowe wyniki badań koniunktury z kluczowych gospodarek. W kraju opublikowany zostanie komplet danych makro za luty.
- Większość głównych banków centralnych zastanawia się obecnie czy **nadszedł już czas na rozpoczęcie luzowania monetarnego**. Jako pierwszy w tym tygodniu swoje posiedzenie będzie miał Bank Japonii (wt.). Jego dylemat jest jednak nieco inny, a kluczowym pytaniem jest moment zakończenia polityki ujemnych stóp procentowych, który - jak się powszechnie oczekuje - zbliża się wielkimi krokami. Konsensus zakłada, że na bieżącym posiedzeniu stopy pozostaną jednak na utrzymywanym od lat poziomie -0,1%. **Kolejny będzie bank centralny Czech (śr.)**, gdzie po bardzo dobrych odczytach inflacyjnych i przy stabilnym kursie walutowym oczekuje się ponownego obniżenia stopy procentowej o 50 pb, do 5,75%.
- W **środe wieczorem decyzję będzie podejmować FOMC**. J.Powell niedawno sugerował że Rezerwa jest już blisko uzyskania pewności co do korzystnych perspektyw inflacji, wystarczających do rozpoczęcia obniżek stóp. Dla rynków kluczowe będzie to, na ile ubiegłotygodniowe, zaskakująco wysokie, odczyty inflacji PPI i CPI mogły zachwiać tą pewnością. My zakładamy, że scenariusz pierwszej obniżki w czerwcu, wspartej m.in. przez schłodzenie rynku pracy, pozostaje bardzo prawdopodobny.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

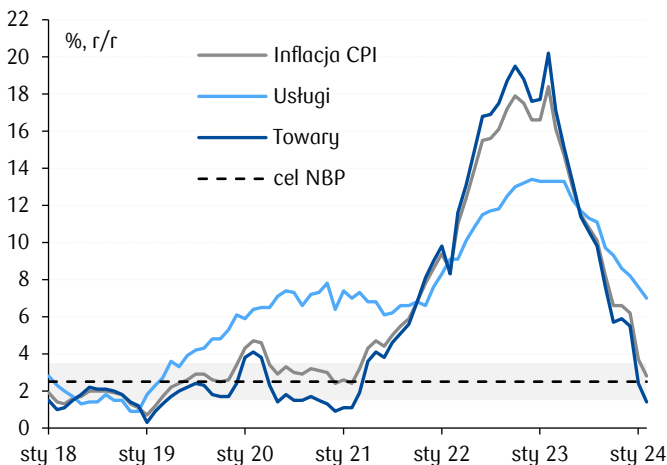
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2024-03-15	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4.2949	0.1
USDPLN	3.9446	0.1
CHFPLN	4.4640	0.1
GBPPLN	5.0347	0.1
EURUSD	1.0888	0.0
Obligacje:		
PL2Y	5.16	1
PL5Y	5.29	-4
PL10Y	5.45	-1
DE10Y	2.44	2
US10Y	4.31	2
Indeksy akcyjne:		
WIG	80 199.4	-1.9
DAX	17 936.7	0.0
S&P500	5 117.1	-0.6
Nikkei**	39 740.4	2.7
Shanghai Comp.**	3 074.7	0.7
Surowce:		
Złoto	2162.05	0.2
Ropa Brent	85.34	-0.1

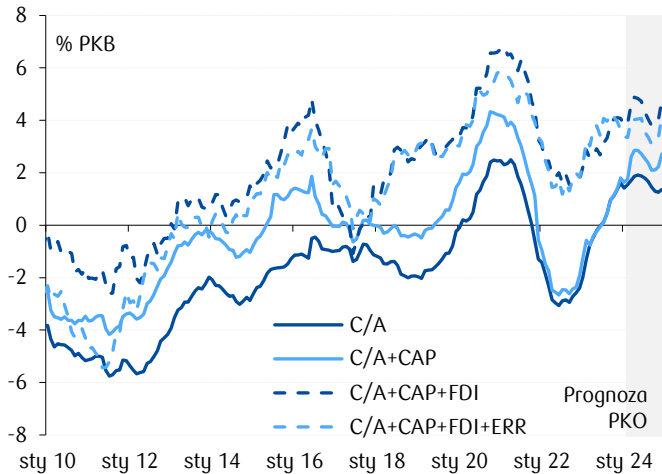
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Inflacja CPI vs ceny towarów i usług w Polsce



Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

Miary krajowej nierównowagi zewnętrznej



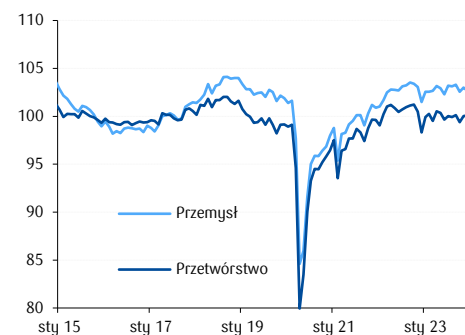
- **W czwartek swoje posiedzenia będą miały banki centralne Szwajcarii, Norwegii i Bank Anglii.** Również w przypadku tych banków stopy najpewniej pozostaną na dotychczasowym poziomie. W Szwajcarii inflacja w ostatnich dwóch miesiącach spadała, lecz decydenci zaznaczali, że ryzyko jej ponownego wzrostu utrzymuje się. W Norwegii, przez silny wzrost płac i deprecjację waluty, inflacja spada zbyt wolno, by można już było mówić o luzowaniu polityki pieniężnej. W Wielkiej Brytanii inflacja od kilku miesięcy znajduje się w okolicy 4% r/r a bankierzy bardziej niż o obniżkach stóp myślą jak długo konieczne będzie utrzymywanie restrykcyjnej polityki pieniężnej.
- **W środę poznamy krajowe dane z rynku pracy za luty, które zapewne potwierdzą jego dobrą kondycję.** Naszym zdaniem dynamika wynagrodzeń spowolni do 11,3% r/r, z 12,8% r/r w styczniu, a nasze oczekiwania są zgodne z konsensem. W przypadku przeciętnego zatrudnienia spodziewamy się spadku o 0,1% r/r, konsensus zakłada utrzymanie styczniowej dynamiki -0,2% r/r. **Spadek inflacji wspiera realną dynamikę wynagrodzeń, co znajdzie swoje odzwierciedlenie w solidnym przyspieszeniu sprzedaży detalicznej.** Prognozujemy, że w lutym wzrosła ona o 5,1% r/r (kons.: 4,6% r/r), do czego przyczynił się też rok przestępny.
- **Dzięki m.in. korzystnemu układowi kalendarza produkcja przemysłowa za luty (śr.) ma naszym zdaniem szansę na wzrost o 1,6% r/r** (konsensus jest jeszcze bardziej optymistyczny, zakłada wzrost o 2,4% r/r). Słabsze wyniki napłynęły wg nas z branży budowlanej, gdzie produkcja w lutym nadal była pod negatywnym wpływem końca perspektywy finansowej UE i wg nas spadła o 2,7% r/r (kons.: -2% r/r). Szacujemy, że w lutym deflacja PPI była nieco płytsza niż przed miesiącem, a ceny produkcji spadły o 8,7% r/r.
- Wzrost **podażu pieniądza M3** (pt.) najpewniej spowolnił do 6,9% r/r (kons.: 7,1% r/r) z 7,7% r/r w styczniu. Wyniki będą pod silnym efektem bazy z ubiegłego roku.
- **W tym tygodniu poznamy też pierwsze marcowe wskaźniki koniunktury z głównych gospodarek.** W strefie euro, jak i w samych Niemczech, oczekiwana jest poprawa indeksów PMI, które jednak nadal mogą wskazywać na dekoniunkturę. Koniunktura konsumencka, zarówno w strefie euro, jak i Polsce, ma szansę się poprawić, choć pesymistyczne nastroje pozostaną w przewadze.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL: Inflacja CPI w lutym spadła mocniej od oczekiwań, do 2,8% r/r** (kons.: 3,2% r/r, PKO: 3,3% r/r) z 3,7% r/r w lutym (rewizja w dół o 0,2pp). Tym samym inflacja w lutym znalazła się w paśmie odchyłeń od celu inflacyjnego NBP (2,5% ± 1pp). W ujęciu miesięcznym poziom cen wzrósł o 0,3%. Inflacja została wyliczona na podstawie nowego koszyka inflacyjnego, w którym wzrosło znaczenie dóbr podstawowych. Szacujemy, że inflacja bazowa znalazła się w lutym w przedziale 5,3-5,5% r/r, co oznacza spadek o ok. 1pp m/m oraz stopniowe zbliżanie się również tej miary do celu inflacyjnego. **Istnieje duże prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji w paśmie dopuszczalnych odchyłeń od celu NBP w 1h24.** Więcej w Makro Flashu: [Pierwsze półrocze w celu](#).
- **POL: W styczniu rachunek bieżący bilansu płatniczego osiągnął nadwyżkę w wysokości 1,17 mld EUR**, co było wynikiem bliskim z oczekiwaniami (kons.: 1,43 mld EUR, PKO: 0,92 mld EUR). W ujęciu rocznym nadwyżka na rachunku obrotów bieżących obniżyła się do 1,4% z 1,6% PKB, co jest skutkiem wygasania efektów statystycznych. Eksport towarów spadł o 4,3% r/r, trochę wolniej niż miesiąc wcześniej. Import zmniejszył się natomiast o 3,5% r/r, co było najmniejszym spadkiem od marca ubiegłego roku. Uważamy, że bieżący rok będzie stał pod znakiem utrzymującej się nadwyżki CAB. Więcej w Makro Flashu: [Koniec gwałtownych zmian w bilansie płatniczym](#).

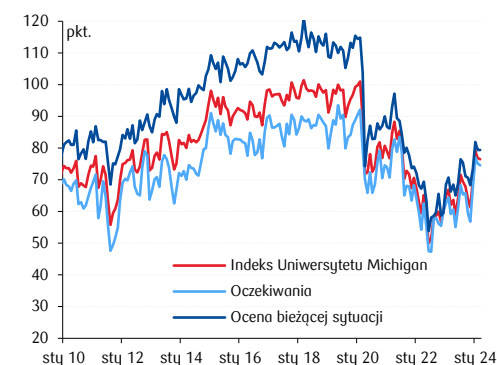
- **USA:** Produkcja przemysłowa w lutym wzrosła o 0,1% m/m (-0,2% r/r), przewyższając rynkowe oczekiwania (kons.: 0,0% m/m) i odbijając się po dwóch miesiącach spadków. Głównym powodem ożywienia była bardziej sprzyjająca niż w poprzednich miesiącach pogoda. Produkcja w sektorze użyteczności publicznej obniżyła się o 7,5% m/m, podczas gdy w przemyśle wydobywczym wzrosła o 2,2% m/m, po wcześniejszym osłabieniu w styczniu. Przetwórstwo, stanowiące główną część przemysłu, zwiększyło produkcję o 0,8% m/m, po zrewidowanym spadku o 1,1% w styczniu. W ujęciu rocznym produkcja w przetwórstwie obniżyła się o 0,7%, co świadczy o wciąż nienajlepszej koniunkturze. **Wykorzystanie mocy produkcyjnych w sektorze przemysłowym pozostało na niezmiennym poziomie 78,3% i jest poniżej długookresowej średniej.**
- **USA:** Nastroje konsumentów według indeksu Michigan w marcu spadły silniej od oczekiwań, do 76,5 pkt. z 76,9 pkt. w lutym, i były najniższe od trzech miesięcy. Marginalna poprawa w sferze finansów osobistych została zniwelowana przez lekkie pogorszenie oczekiwań odnośnie do warunków ekonomicznych. Konsumenci nie zaobserwowali poprawy lub pogorszenia klimatu gospodarczego. Wielu z nich przyjmuje postawę wyczekującą, zwłaszcza w odniesieniu do długoterminowych perspektyw gospodarki. Indeks oczekiwań obniżył się do 74,6 pkt. z 75,2 pkt., podczas gdy wskaźnik bieżących warunków gospodarczych utrzymał się na poziomie 79,4 pkt. Prognozy inflacyjne na nadchodzący rok pozostały bez zmian, na poziomie 3%, a przewidywania dotyczące następnych pięciu lat utrzymują się na poziomie 2,9%.
- **POL:** Deficyt budżetu po lutym wyniósł 7,8 mld PLN, czyli 4,3% planu na 2024. Dochody podatkowe budżetu były wyższe o 11,7% w stosunku do wykonania w okresie styczeń-luty 2023, w tym najsilniej wzrosły dochody z VAT (24,7%). Dochody z PIT były o 0,8% r/r niższe, a według danych ministerstwa niższe wykonanie dochodów z PIT wynika z szybszych niż w 2023 zwrotów nadpłaconego podatku w efekcie rozliczenia rocznego oraz z wyższych niż w 2023 udziałów w PIT, które trafiają do samorządów. Wykonanie wydatków wyniosło 111,9 mld PLN tj. 12,9% planu.
- **POL:** W.Janczyk (RPP) w odpowiedziach na pytania PAP napisał, że niecierpliwie czeka na obniżki stóp, chciałby, aby ich skala w 2025 sięgnęła 100pb, a wystarczające przesłanki do rewizji stóp mogą się już pojawić w 3q24. Członek RPP podkreślił, że do decyzji o obniżkach Rada musi mieć przekonanie, że wysoka inflacja została pokonana w sposób trwały. Zaznaczył, że obecnie decyzję o ewentualnym złagodzeniu polityki pieniężnej blokują brak jasnej deklaracji rządu w kwestii cen energii, a także niepewność co do wpływu Zielonego Ładu na ceny energii i żywności.
- **POL:** Rewizja KPO ma zostać zatwierdzona przez rząd 23 kwietnia, a - zgodnie z harmonogramem - do 30 kwietnia ma nastąpić jej przekazanie do Komisji Europejskiej. Na ocenę rewizji KE ma czas do końca czerwca 2024. Przyjęcie zmienionej decyzji wykonawczej Rady UE jest planowane na 16 lipca 2024. Zgodna z harmonogramem rewizja KPO jest istotna dla napływu środków z zaplanowanych na lato wniosków - składanie wniosków jest bowiem niemożliwe w momencie renegotjowania KPO.
- **CZE:** Styczniowa produkcja przemysłowa pozostała na poziomie z roku poprzedniego, pomimo oczekiwanego wzrostu (kons.: 2% r/r). W sektorze motoryzacyjnym utrzymał się wzrost produkcji, w skali 6,5% r/r, wobec 4,6% r/r miesiąc wcześniej. Problemy ma natomiast sektor produkcji maszyn i urządzeń, gdzie aktywność obniżyła się o 11,2% r/r. Niska jest też aktywność w sektorze niemetalicznych produktów mineralnych, w którym nastąpił spadek produkcji o 10,9% r/r. Produkcja przemysłowa w Czechach utrzymuje się w długoterminowej stagnacji od 2018. **Z istotnymi problemami boryka się też produkcja budowlana, która w styczniu obniżyła się po raz czwarty**

Produkcja w USA



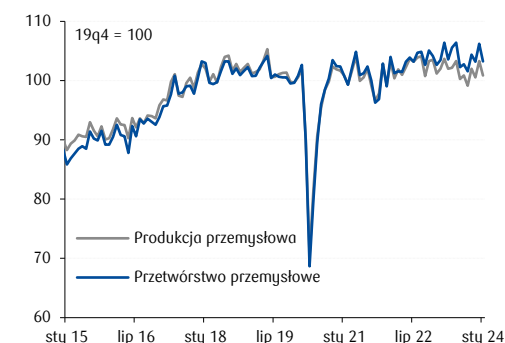
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

Nastroje amerykańskich konsumentów wg Uniwersytetu Michigan



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

Produkcja w Czechach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

z rządu, o 5,9% r/r (po spadku 3,4% r/r w grudniu), oraz najsilniej od kwietnia 2023. Pozytywną wiadomością jest odbicie w inżynierii lądowej i wodnej (1,4% r/r po spadku 9,1% r/r miesiąc wcześniej).

- **CZE:** W styczniu rachunek bieżący odnotował istotny spadek nadwyżki, obniżając się z poziomu 12,82 mld CZK w grudniu do 6,85 mld CZK. Nadwyżka na rachunku towarów spadła do 18,63 mld CZK, a na rachunku usług do 7,02 mld CZK. Deficyt dochodów pierwotnych wzrósł, przeciwnie do deficytu dochodów wtórnych. Przyczyną wyjścia z ubiegłorocznego deficytu jest w dużej mierze zmniejszenie importu towarów (efekt cenowy), podczas gdy w przypadku eksportu obserwujemy stagnację.
- **ROM:** W styczniu odnotowano deficyt na rachunku obrotów bieżących w wysokości 1,36 mld EUR, co oznacza wzrost w porównaniu do stycznia roku ubiegłego. Deficyt w handlu towarami zmniejszył się, a nadwyżka w usługach zmalała. Deficyt dochodów pierwotnych znacznie wzrósł, podczas gdy nadwyżka dochodów wtórnych zmniejszyła się. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Rumunii również zmniejszyły się w porównaniu z rokiem poprzednim. Zadłużenie zagraniczne wzrosło - zarówno długoterminowe, jak i krótkoterminowe.
- **CHN:** Po serii rozczarowań dane o aktywności gospodarczej w Chinach wreszcie zaskoczyły pozytywnie. Po lutym skala wzrostu zarówno produkcji przemysłowej, jak i sprzedaży detalicznej okazała się silniejsza od oczekiwań, wyniosła odpowiednio 7,0% r/r i 5,5% r/r (kons.: 5,0% r/r i 5,2% r/r). Pozytywnie zaskoczyły także inwestycje w aglomeracjach miejskich, które wzrosły o 4,2% r/r wobec 3,0% r/r w styczniu. Lepsze od prognoz dane zapewne podtrzymają zachowawczą postawę władz w zakresie stymulowania gospodarki, zwłaszcza poprzez narzędzia polityki pieniężnej.

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 15 marca						
POL: Inflacja CPI (lut.)	10:00	% r/r	3,9	3,2	3,3	2,8
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (sty.)	14:00	mIn EUR	-24	1432	920	1179
USA: Produkcja przemysłowa (lut.)	14:15	% m/m	-0,5	0,0	--	0,1
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (mar., wst.)	15:00	pkt.	76,9	77	--	76,5
Poniedziałek, 18 marca						
EUR: Inflacja HICP (lut., rew.)	11:00	% r/r	2,8	2,6	--	--
EUR: Inflacja bazowa (lut., rew.)	11:00	% r/r	3,3	3,1	--	--
EUR: Bilans handlowy (sty.)	11:00	mld EUR	13	--	--	--
POL: Inflacja bazowa (lut.)	14:00	% r/r	--	5,4	5,6	--
Wtorek, 19 marca						
GER: Indeks instytutu ZEW (mar.)	11:00	pkt.	19,9	21,0	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (lut.)	13:30	tys.	1,47	1,5	--	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (lut.)	13:30	tys.	1,331	1,43	--	--
JPN: Posiedzenie BoJ	--	%	-0,1%	-0,1	-0,1	--
Środa, 20 marca						
GER: Inflacja PPI (lut.)	8:00	% r/r	-4,4	-3,8	--	--
ROM: Produkcja przemysłowa (sty.)	8:00	% r/r	-4,0	--	--	--
POL: Koniunktura konsumencka (mar.)	10:00	pkt.	-12,6	-12,6	-11,5	--
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (lut.)	10:00	% r/r	12,8	11,3	11,3	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (lut.)	10:00	% r/r	-0,2	-0,2	-0,1	--
POL: Produkcja przemysłowa (lut.)	10:00	% r/r	1,6	2,4	1,6	--
POL: Inflacja PPI (lut.)	10:00	% r/r	-9,0	-8,7	-8,7	--
CZE: Posiedzenie banku centralnego	14:30	%	6,25	5,75	5,75	--
EUR: Koniunktura konsumencka (mar., wst.)	16:00	pkt.	-15,5	-14,6	--	--
USA: Posiedzenie Fed	19:00	%	5,25-5,50	5,25-5,50	5,25-5,50	--
Czwartek, 21 marca						
SWI: Posiedzenie SNB	9:30	%	1,75	1,75	--	--
GER: PMI w przetwórstwie (mar., wst.)	9:30	pkt.	42,5	47,0	--	--
GER: PMI w usługach (mar., wst.)	9:30	pkt.	48,3	49,0	--	--
NO: Posiedzenie Norges Banku	10:00	%	4,50	4,50	4,50	--
EUR: PMI w przetwórstwie (mar., wst.)	10:00	pkt.	46,5	47,0	--	--
EUR: PMI w usługach (mar., wst.)	10:00	pkt.	50,2	50,5	--	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (lut.)	10:00	r/r	-6,1	-2	-2,7	--
POL: Sprzedaż detaliczna (lut.)	10:00	r/r	3,0	4,6	5,1	--
UK: Posiedzenie BoE	13:00	%	5,25	5,25	5,25	--
USA: Saldo rachunku obrotów bieżących (4q)	13:30	mld USD	-200,3	-209	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	13:30	tys.	209	215	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (mar., wst.)	14:45	pkt.	52,2	51,8	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (lut.)	15:00	mIn	4	3,94	--	--
Piątek, 22 marca						
GER: Indeks Ifo (mar.)	10:00	pkt.	85,5	86,0	--	--
POL: Podaż pieniądza M3 (lut.)	14:00	% r/r	7,7	7,1	6,9	--

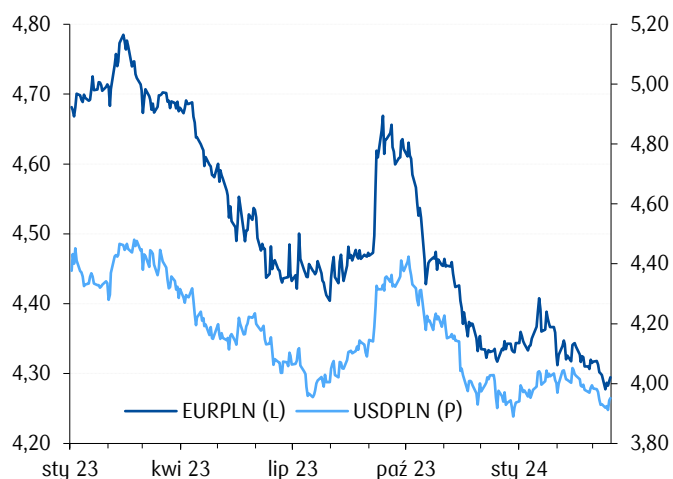
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

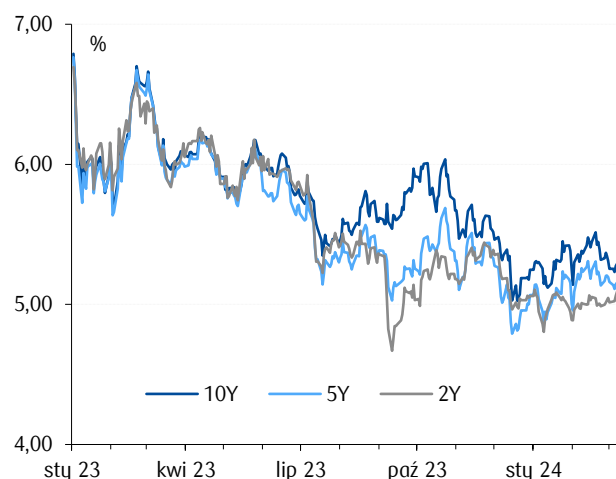
		Wartość 2024-03-15	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4.2949	0.1	-0.1	-1.0	-8.7	-6.3
	USDPLN	3.9446	0.1	0.6	-2.1	-10.7	2.8
	CHFPLN	4.4640	0.1	-0.3	-2.4	-6.1	8.1
	GBPPLN	5.0347	0.1	-0.4	-0.8	-6.2	-5.7
	EURUSD	1.0888	0.0	-0.7	1.1	2.3	-8.8
	EURCHF	0.9622	0.0	0.3	1.4	-2.7	-13.3
	GBPUSD	1.2740	-0.1	-1.1	1.2	4.9	-8.3
	USDJPY	149.14	0.6	1.4	-0.7	13.0	36.8
	EURCZK	25.12	-0.3	-0.8	-1.3	4.7	-4.0
Obligacje	EURHUF	392.70	-0.7	-0.3	0.9	-1.3	7.1
	PL2Y	5.16	1	7	11	-73	507
	PL5Y	5.29	-4	15	4	-60	437
	PL10Y	5.45	-1	17	0	-55	389
	DE2Y	2.91	3	17	8	48	359
	DE5Y	2.47	2	19	8	34	308
	DE10Y	2.44	2	17	4	31	273
	US2Y	4.73	4	25	9	89	458
	US5Y	4.34	4	28	5	87	349
Akcje	US10Y	4.31	2	23	2	92	268
	WIG	80 199.4	-1.9	0.0	0.1	42.5	34.9
	WIG20	2 351.0	-2.5	0.0	-0.8	40.1	17.2
	S&P500	5 117.1	-0.6	-0.1	2.2	30.6	29.8
	NASDAQ100	17 808.3	-1.1	-1.2	0.7	42.2	37.7
	Shanghai Composite**	3 077.8	0.8	1.0	7.4	-5.3	-10.9
	Nikkei**	39 740.4	2.7	0.1	3.3	45.4	33.7
	DAX	17 936.7	0.0	0.7	4.8	21.5	23.7
Surowce	VIX	15.68	1.8	-1.7	4.9	-40.0	-38.3
	Ropa Brent	85.3	-0.1	4.0	2.2	17.0	23.3
	Ropa WTI	81.9	-0.3	3.8	2.9	23.0	24.9
	Złoto	2162.1	0.2	-0.5	7.6	10.2	26.4

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

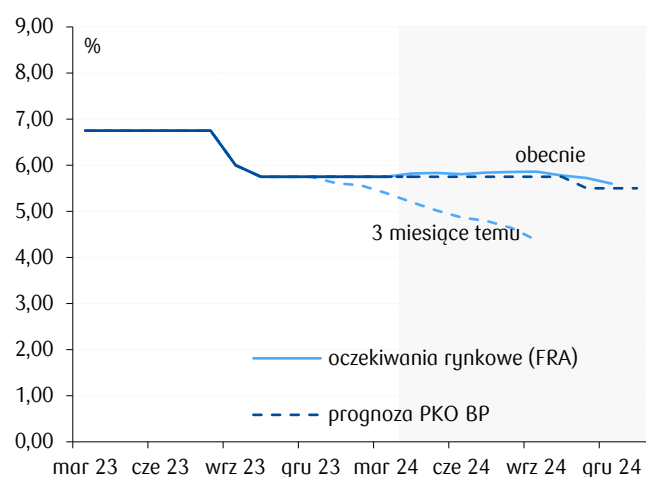
Notowania złotego wobec głównych walut



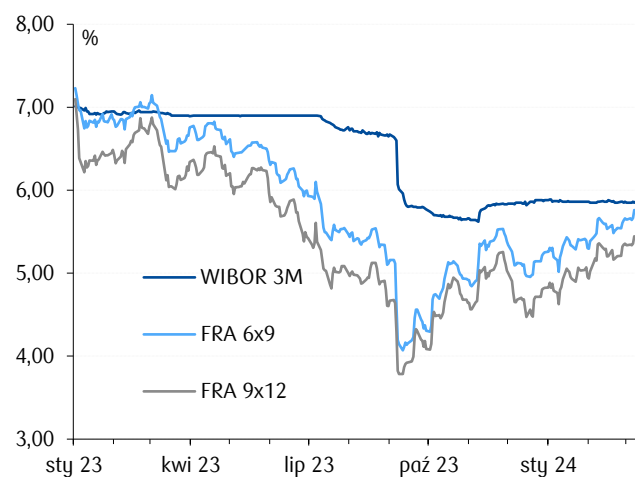
Rentowności polskich obligacji skarbowych



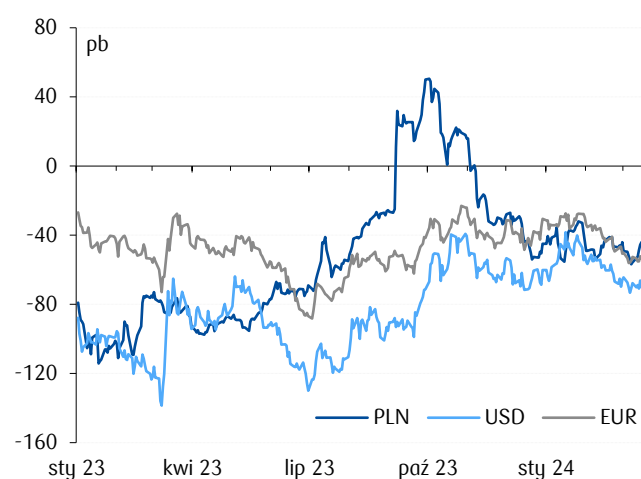
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



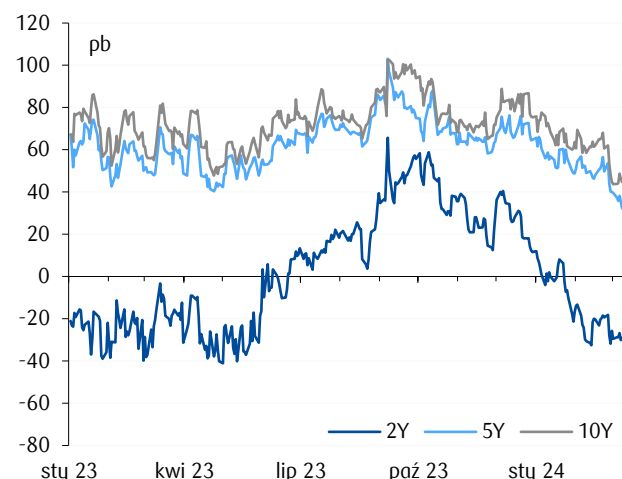
Krótkoterminowe stopy procentowe



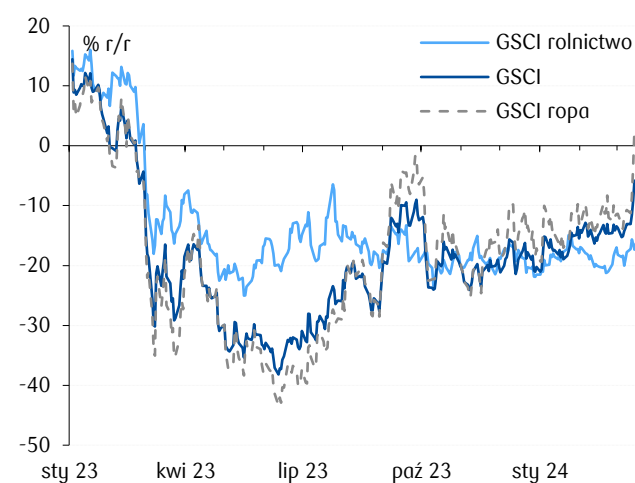
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



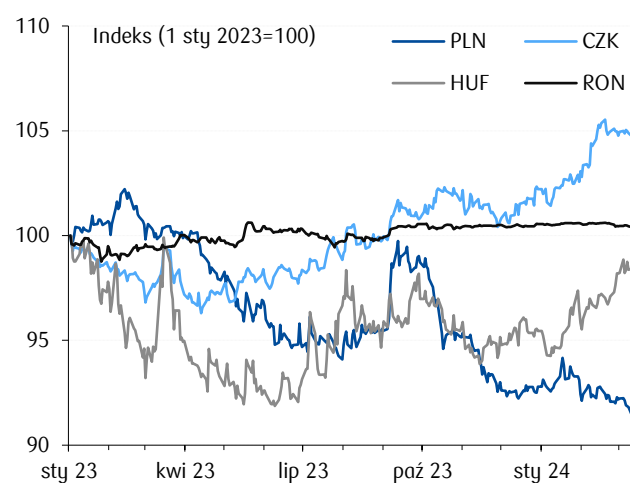
Spread asset swap dla PLN



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
-------------	----------------------	--------------

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
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
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 [X/Twitterze](#) oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:



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.