

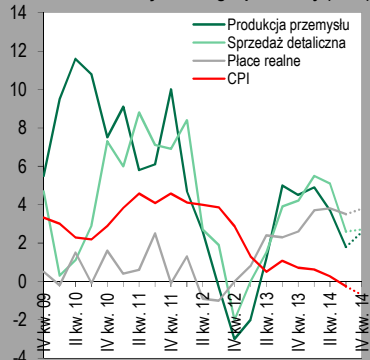
MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

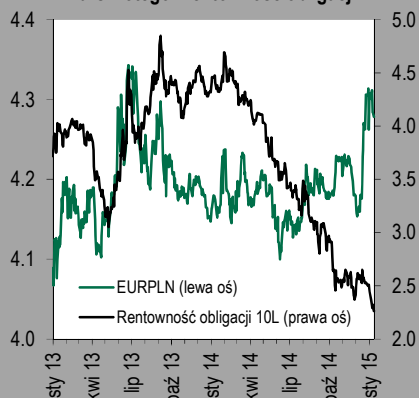
Styczeń 2015

Gospodarka rośnie, ceny spadają

Wskaźniki aktywności gospodarczej (% r/r)



Kurs złotego i rentowność obligacji



W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Pod lupą: polityka pieniężna	4
Pod lupą: polityka fiskalna	4
Rynek stopy procentowej	5
Rynek walutowy	6
Monitor rynku	7
Kalendarz makroekonomiczny	8
Dane i prognozy ekonomiczne	9

■ **Ostatnie publikacje krajowych danych makro wskazują, naszym zdaniem, że spowolnienie wzrostu PKB w ostatnim kwartale 2014 r.** było stosunkowo łagodne. W efekcie, lekko podnieśliśmy prognozy gospodarczego, do 3,1% r/r w IV kwartale i 3,3% w całym 2014 r. (z poziomów 2,9% i 3,2% poprzednio). Spodziewamy się, że spowolnienie wzrostu będzie dość krótkotrwałe. Główne ryzyka nadal dotyczą sytuacji za granicą i obejmują wątpliwości odnośnie tempa wzrostu w strefie euro i dalszego rozwoju wydarzeń na Ukrainie. W 2014 roku popyt krajowy stał się ważnym motorem wzrostu PKB i pozostanie nim również w roku bieżącym, kompensując znaczną część negatywnego impulsu ze strony słabszego popytu zagranicznego. Poprawa sytuacji na rynku pracy powinna być kontynuowana, efektem czego będzie wzrost zatrudnienia i płac realnych (uzasadniony rosnącą produktywnością).

■ **Inflacja spada coraz bardziej poniżej zera.** Według naszych prognoz, w grudniu dynamika CPI spadła do niemal -1% r/r i może obniżyć się jeszcze bardziej w kolejnych miesiącach, za sprawą taniejących paliw i żywności. Naszym zdaniem, ujemna inflacja może utrzymać się do końca III kwartału br. Wprawdzie znacznie niższe ceny dóbr podstawowych będą silnym wsparciem dla konsumpcji prywatnej w tym roku, zostawiając w portfelach gospodarstw domowych więcej środków na dodatkowe wydatki, to jednak sytuacja, w której deflacja utrzymuje się przez ponad rok i CPI może nie wrócić do celu 2,5% wcześniej niż pod koniec 2016 r. będzie wywierać presję na bank centralny, aby złagodzić politykę pieniężną.

■ **Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian w listopadzie i grudniu. Biorąc jednak pod uwagę perspektywy inflacji, uważamy, że dalsze łagodzenie polityki pieniężnej jest jak najbardziej możliwe.** Zapewne nie na samym początku roku, ponieważ ostatnie (wciąż niezłe) dane ekonomiczne i deprecjacja złotego na przełomie roku raczej nie pomogły w przekonaniu większości członków RPP o konieczności ponownej obniżki stóp. Rada jest wyraźnie podzielona w opiniach i naszym zdaniem skala i długość deflacji będą zaskoczeniem dla banku centralnego i mogą przechylić szalę na korzyść obniżki stóp, prawdopodobnie w marcu, kiedy NBP pokaże nowe projekcje. Spodziewamy się obniżki o 25pb, z ryzykiem nieco większego cięcia, choć nie spodziewamy się złagodzenia polityki o więcej niż 50pb.

■ **Krótki koniec krzywej rentowności powinien pozostać stabilny w najbliższym czasie,** ponieważ głębsza deflacja będzie neutralizowana brakiem obniżki stóp w styczniu i nadal dość dobrymi danymi o aktywności ekonomicznej. Tymczasem, środek i długi koniec krzywej mogą się jeszcze obniżyć w oczekiwaniu na rozpoczęcie QE przez EBC. Zakładając, że EBC uruchomi dodatkowe działania stymulacyjne w styczniu, pod koniec miesiąca możliwa jest korekta na rynku długu. Osłabienie złotego pod koniec grudnia było naszym zdaniem przereagowaniem, wzmocnionym przez efekt wyjątkowo niskiej płynności. Dość dobre dane makro i brak obniżki stóp w styczniu, plus nadzieje na europejski program QE, powinny wspierać złotego do euro. Jednocześnie, USDPLN może jeszcze wzrosnąć, ponieważ wygląda na to, że trend spadkowy EURUSD jeszcze nie dobiegł końca.

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

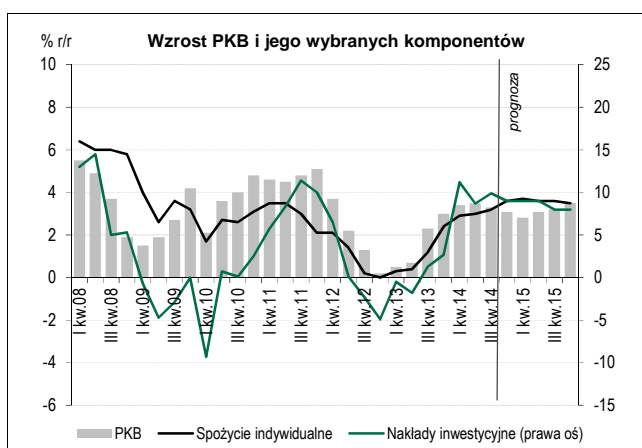
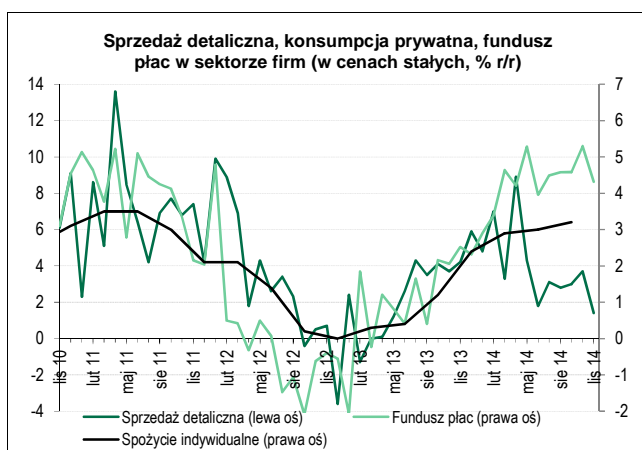
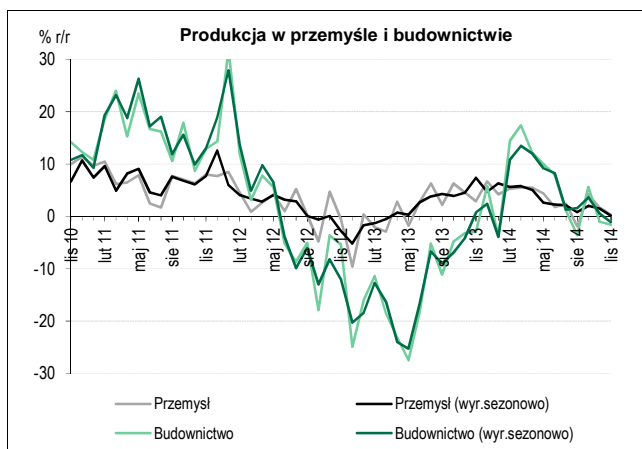
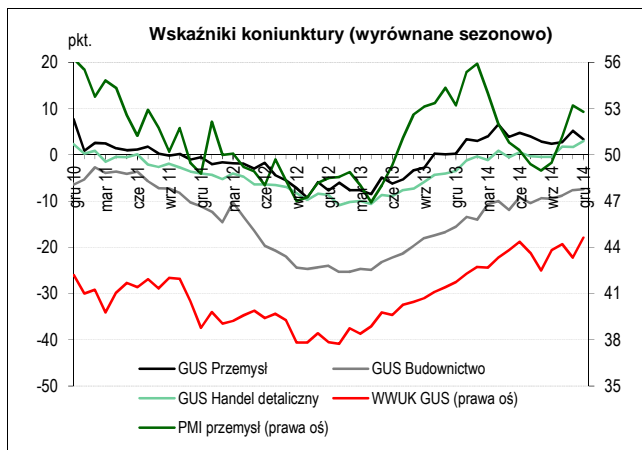
al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40
 email: ekonomia@bzwbk.pl Strona www: skarb.bzwbk.pl
 Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88
 Piotr Bielski 22 534 18 87
 Agnieszka Decewicz 22 534 18 86
 Marcin Luziński 22 534 18 85
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

Na rynku finansowym 13 stycznia 2015 r.:

Stopa depozytowa NBP	1,00	WIBOR 3M	2,04	EURPLN	4,2802
Stopa referencyjna NBP	2,00	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,66	USDPLN	3,6252
Stopa lombardowa NBP	3,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	1,89	CHFPLN	3,5639

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 13.01.2015 r.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, Markit, BZ WBK

Wskaźniki wyprzedzające sugerują ożywienie...

Indeks PMI dla polskiego sektora przemysłowego w grudniu spadł do 52,8 pkt z 53,2 pkt w listopadzie. Pomimo spadku indeks pozostał powyżej neutralnego poziomu trzeci miesiąc z rzędu. Podstawowe sub-indeksy PMI pokazały, że wzrost produkcji, nowych zamówień i zatrudnienia pozostały stabilne w porównaniu do poprzedniego miesiąca. To oznacza, że spadek głównego indeksu wynikał z obniżenia się mniej istotnych wskaźników. Średni indeks PMI w IV kw. 2014 r. wzrósł do 52,4 pkt z 49,3 pkt w III kw. co jest dobrym prognozą dla wzrostu gospodarczego w nadchodzących kwartałach.

Inne wskaźniki wyprzedzające (indeks nastrojów Komisji Europejskiej, wskaźnik BIEC, wskaźniki koniunktury GUS) również pokazały całkiem dobre wartości, sugerując poprawę aktywności gospodarczej.

Co ciekawe, dane o handlu zagranicznym pokazały pewne odbicie w październiku-listopadzie 2014 r. w polskim eksporcie do niektórych państw UE (m.in. Niemcy, Włochy, Holandia, Hiszpania). Tempo wzrostu importu przyspieszyło nawet mocniej, co zapewne odzwierciedla siłę popytu krajowego.

... ale przemysł, budownictwo i sprzedaż detaliczna słabo

Listopad przyniósł spowolnienie dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu do 0,3% r/r (po wzroście o 1,6% r/r w październiku). Po wyeliminowaniu czynników o charakterze sezonowym produkcja wzrosła o 0,2% r/r. Był to najniższy wzrost od maja 2013 r. Największy wzrost odnotowano w działach przemysłowych związanych z eksportem, w tym w produkcji komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych (o 13% r/r), a także produkcji mebli (o 11,1% r/r).

Produkcja budowlano-montażowa spadła w listopadzie o 1,6% r/r (po spadku o 1% r/r miesiąc wcześniej). Po wyeliminowaniu czynników o charakterze sezonowym produkcja spadła o 1,1% r/r.

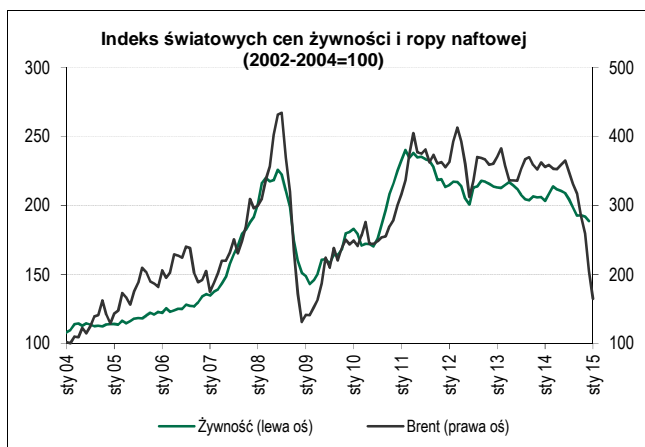
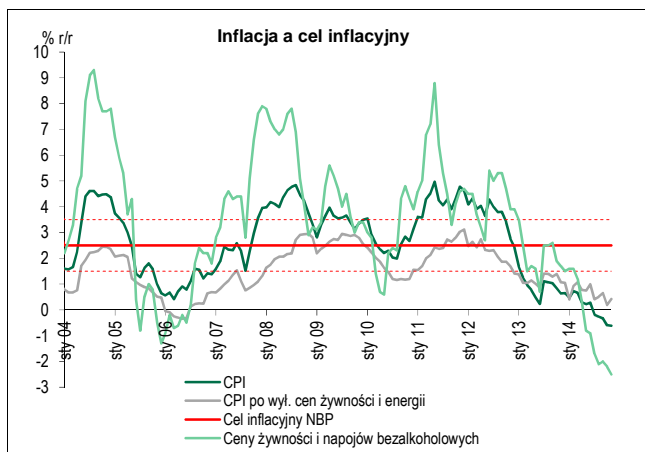
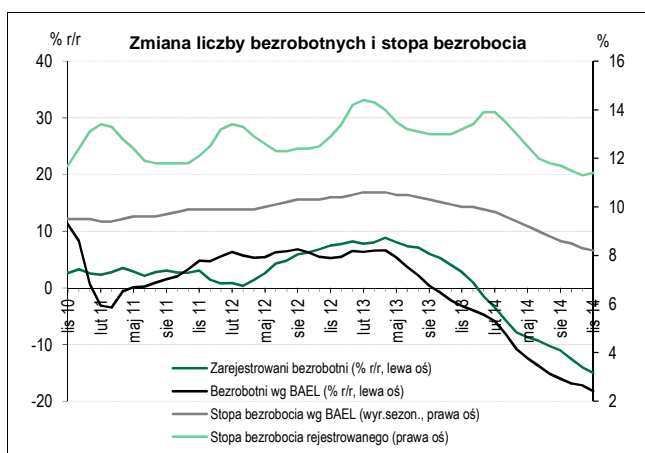
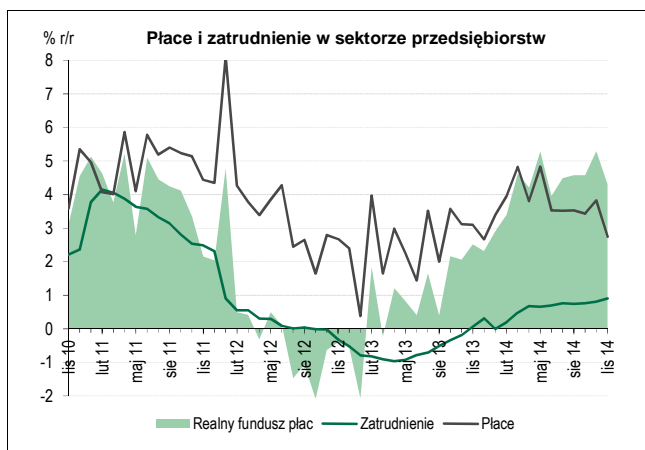
Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących obniżyła się w listopadzie o 0,2% r/r, natomiast w cenach stałych wzrosła o 1,4% r/r. To wynik wyraźnie słabszy niż notowany w poprzednich miesiącach. Największe nominalne spadki sprzedaży odnotowano w przypadku paliw (-8,4% r/r), pojazdów mechanicznych i części (-7,6% r/r) i w kategorii „pozostałe” (-7,5% r/r).

Wzrost PKB prawdopodobnie spowolni (tymczasowo)

Podsumowując, miesięczne dane potwierdzają lekkie spowolnienie w aktywności gospodarczej w IV kw. 2014 w porównaniu z poprzednim kwartałem. Sądzymy, że wzrost PKB może spowalniać także w I kw. 2015, do poniżej 3% r/r, głównie pod wpływem słabszego wkładu eksportu netto, podczas gdy wzrost konsumpcji prywatnej powinien dalej przyspieszać, zgodnie z trendem widocznym od początku 2013 r., a wzrost inwestycji pozostanie silny. Ta prognoza nie jest wprawdzie zgodna z danymi o sprzedaży detalicznej, ale warto przypomnieć, że dane o sprzedaży nie były zbyt dobrym przybliżeniem wzrostu konsumpcji prywatnej także w III kw. 2014 r., m.in. dlatego, że biorą one pod uwagę tylko duże sklepy i nie uwzględniają wydatków na usługi. Inne informacje z sektora konsumenckiego, takie jak fundusz płac (szczególny na następnej stronie) czy wskaźniki optymizmu konsumentów dają pozytywne sygnały.

Wszystkie główne wskaźniki wyprzedzające pokazują dość optymistyczny obraz, zatem spodziewamy się, że niedługo nastąpić może ponowne przyspieszenie wzrostu PKB. Ożywienie w strefie euro byłoby zapewne mocnym dopalaczem dla wzrostu w kraju i w zasadzie dane o handlu zagranicznym już obecnie pokazują pewną poprawę popytu na polskie produkty z krajów strefy euro. Historia pokazuje, że polski eksport do strefy euro rósł nawet wtedy, gdy strefa euro była w recesji i niewykluczone, że sytuacja się powtarza.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Reuters, FAO, BZ WBK

Rynek pracy nadal w dobrej formie

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w listopadzie o 0,9% r/r (0,1% m/m). W porównaniu z październikiem liczba miejsc pracy zwiększyła się o 24 tys., co było całkiem niezłym wynikiem. Jednocześnie, wzrost przeciętnych wynagrodzeń wyhamował do 2,7% r/r, wyraźnie poniżej dynamiki z października (3,8% r/r). Spowolnienie było m.in. efektem sytuacji w górnictwie, które jest niezwykle trudna.

Szacujemy, że fundusz płac w sektorze firm zwiększył się o 3,7% r/r nominalnie i 4,3% r/r realnie. To również oznacza zauważalne spowolnienie wzrostu w porównaniu z październikiem, ale taka dynamika dochodów z pracy jest nadal całkiem przyzwoita i spójna ze wzrostem konsumpcji prywatnej powyżej 3,5% r/r w IV kw. 2014.

Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła do 11,4% w listopadzie z 11,3% w październiku i była o 1,8 punktu procentowego niższa niż rok wcześniej, co jest najmocniejszym spadkiem w ujęciu r/r od 2008 r. W skali miesiąca liczba bezrobotnych zwiększyła się o 14,7 tys., co jest najlepszym odczytem w listopadzie od 2007 r. (wzrost liczby bezrobotnych jest typowy dla tego miesiąca i wynika z czynników sezonowych). Liczba bezrobotnych ogółem wyniosła 1799,5 tys. osób, czyli o 15% mniej niż rok wcześniej. Wstępne szacunki Ministerstwa Pracy wskazują, że w grudniu stopa bezrobocia wzrosła do 11,5% (spadek o 1,9 punkt procentowy r/r). Dane BAEL wyrównane sezonowo wskazują, że stopa bezrobocia obniżyła się do 8,2% w listopadzie, najniższej od 2009 r.

Trendy na rynku pracy pozostają pozytywne. Słabość polskiego górnictwa może przyczynić się do pogorszenia danych z sektora przedsiębiorstw, choć górnictwo stanowi tylko nieznaczną część całej gospodarki. Spodziewamy się, że przeciętna dynamika wynagrodzeń utrzyma się na 3-4% r/r, co w połączeniu z deflacją (która utrzyma się przynajmniej do III kw. 2015 r.) powinna zwiększać realną siłę nabywczą gospodarstw domowych i stanowić wsparcie dla konsumpcji w nadchodzących kwartałach.

Tania ropa powoduje spadek inflacji

Stopa inflacji w listopadzie wyniosła -0,6% r/r, czyli utrzymała się na poziomie sprzed miesiąca i ukształtowała się poniżej oczekiwań. Głównym źródłem niespodzianki był miesięczny spadek cen łączności (-0,7% m/m, m.in. dzięki niższym opłatom za internet i telefon), transportu (-2% m/m, w czym pomógł spadek cen paliw o prawie 3% m/m) i niższe koszty opieki zdrowotnej (-0,1% m/m). Ceny żywności i napojów obniżyły się nieznacznie o 0,1% m/m.

Spadek cen żywności i paliw nadal mocno ciągnie w dół roczną dynamikę CPI i naszym zdaniem trend spadkowy może przybrać na sile w nadchodzących miesiącach w wyniku załamania cen ropy naftowej na rynkach światowych (jak pokazuje wykres po lewej stronie, ceny ropy są mocno skorelowane z cenami żywności). Nasze szacunki wskazują, że w grudniu średnie ceny paliw na stacjach benzynowych spadły o 5% m/m, a w styczniu ten spadek może być jeszcze większy. W całym 2015 r. oczekujemy spadku cen paliw przynajmniej o 10% średnio wobec 2014 r. To powinno obniżyć wskaźnik CPI w 2015 r. o przynajmniej 0,5 punktu procentowego (nawet pomijając efekty pośrednie).

W listopadzie inflacja bazowa po wyłączeniu cen energii i paliw wzrosła do 0,4% r/r z 0,2% r/r miesiąc wcześniej. Pozostałe miary inflacji bazowej pogłębiły spadki, a inflacja bazowa liczona jako 15% średnia odcięta spadła poniżej zera po raz pierwszy w historii.

Listopad przyniósł spadek cen producentów o 1,6% r/r i o 0,5% m/m. W skali roku najbardziej obniżyły się ceny w przetwórstwie przemysłowym (o 2%), a w szczególności ceny produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (o 5,2%), co można wiązać ze znacznymi spadkami cen surowców.

Naszym zdaniem deflacja pogłębi się jeszcze w I kw. 2015 (roczny wskaźnik może spaść poniżej -1%) i może potrwać nawet do końca III kwartału, znacznie dłużej niż zakładaliśmy do niedawna.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP w grudniu 2014

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym sytuacja gospodarcza w poszczególnych krajach jest zróżnicowana. W Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy w III kw. utrzymał się na relatywnie wysokim poziomie. W strefie euro natomiast dynamika PKB – mimo nieznacznego przyspieszenia – pozostała niska, a wskaźniki koniunktury sygnalizują możliwość utrzymywania się niskiego wzrostu aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach. Towarzyszy temu relatywnie niska dynamika PKB w największych gospodarkach wschodzących, która w ostatnim okresie osłabiła się w Rosji i Chinach.

W ostatnim miesiącu nadal obniżały się ceny ropy naftowej. Wraz z umiarkowanym tempem wzrostu gospodarczego na świecie sprzyja to utrzymywaniu się bardzo niskiej inflacji w wielu krajach. W najbliższym otoczeniu Polski – w tym w strefie euro oraz krajach Europy Środkowo-Wschodniej – inflacja pozostaje zbliżona do zera.

Główne banki centralne nadal prowadzą ekspansywną politykę pieniężną, utrzymując stopy procentowe na historycznie niskich poziomach, a Europejski Bank Centralny i Bank Japonii realizują programy skupu aktywów.

W październiku dynamika cen konsumpcyjnych obniżyła się do -0,6% r/r. Towarzyszyło temu obniżenie wskaźników inflacji bazowej, co potwierdza brak presji popytowej w gospodarce. Utrzymał się także spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu, co wskazuje na brak presji kosztowej w gospodarce. Towarzyszą temu bardzo niskie oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

W związku z tym Rada postanowiła pozostawić stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Jednocześnie Rada podkreśla, że w otoczeniu polskiej gospodarki utrzymuje się niepewność co do przyszłej koniunktury. Jeśli napływające dane będą potwierdzały spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej oraz utrzyma się niski wzrost w otoczeniu polskiej gospodarki, to Rada nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej.

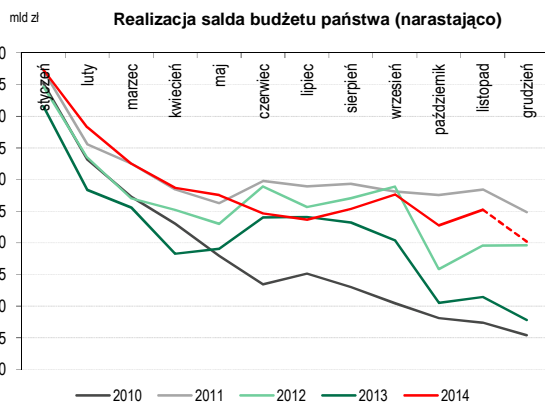
Stopy procentowe pozostają stabilne

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stabilne stopy procentowe w grudniu, zgodnie z oczekiwaniami. Ciekawa zmiana nastąpiła w ostatnim, kluczowym paragrafie komunikatu. Rada w listopadzie zasugerowała, że może obniżyć stopy jeśli nadchodzące dane potwierdzą wzrost ryzyka pogorszenia perspektyw gospodarczych. Tymczasem dane nie tylko nie potwierdziły negatywnych tendencji w gospodarce, a wręcz przeciwnie: wskazały na ich poprawę. Tym razem, ostatnie zdanie komunikatu mówi, że kolejne dostosowanie polityki pieniężnej nie jest wykluczone, jeśli nadchodzące dane potwierdzą osłabienie aktywności gospodarczej w Polsce i kontynuację słabego wzrostu za granicą. To oznacza, że warunkiem dla ewentualnej decyzji o obniżce nie jest już więc pogorszenie oczekiwanego scenariusza, a jedynie potwierdzenie, że wzrost gospodarczy w kraju spowalnia, a za granicą utrzymuje się na niskim poziomie.

Nasz bazowy scenariusz zakłada spowolnienie wzrostu PKB do 2,9% r/r w I kw. 2015 r. Spodziewamy się, że w strefie euro dynamika PKB pozostanie słaba w najbliższych dwóch kwartałach. Dodatkowo, deflacja w Polsce będzie prawdopodobnie głębsza i dłuższa niż oczekuje NBP (w grudniu prezes Belka powiedział, że deflacja może potrwać do lutego-marca, a naszym zdaniem może trwać nawet do września).

W styczniu RPP również nie zmieni stóp, gdyż ostatnie (nie najgorsze) dane oraz osłabienie złotego na przełomie roku nie dadzą argumentów, aby przekonać większość członków Rady za dodatkowym złagodzeniem polityki pieniężnej. Głębokość i długość deflacji w kolejnych miesiącach mogą jednak zaskoczyć głęboko podzieloną RPP i przechylić szalę na rzecz jeszcze jednej obniżki, zapewne w marcu, kiedy pojawi się nowa projekcja NBP. Oczekujemy redukcji stóp o 25 pb. Istnieje ryzyko dla naszej prognozy, choć nie oczekujemy obniżek większych niż 50 pb.

Pod lupą: polityka fiskalna



Deficyt finansów publicznych poniżej 3% PKB w 2014?

Na koniec listopada 2014 r. deficyt budżetowy wyniósł 24,7 mld zł, tj. 52,1% rocznego planu. Dochody stanowiły 93,7% planu, a wydatki 87,6%. Dochody podatkowe pokazały przyzwoity wzrost, w tym VAT rósł o ok. 10% r/r, wskazując, że popyt krajowy jest silny.

Ministerstwo Finansów szacuje, że na koniec 2014 r. deficyt budżetowy nie przekroczył 30 mld zł, tj. był niższy o 17 mld zł od planowanego poziomu w ustawie budżetowej.

Przy znacząco niższym deficycie budżetu centralnego (1,7% PKB), nie możemy wykluczyć, że deficyt całego sektora finansów publicznych ukształtuje się poniżej 3% PKB w 2014 r. Po trzech kwartałach samorządy miały nadwyżkę 10 mld zł, więc nawet przy znaczącym pogorszeniu salda w IV kw., deficyt nie powinien być wysoki. Co więcej, w programie konwergencji założono nadwyżkę funduszu ubezpieczeń społecznych na poziomie 0,5% PKB.

Geopolityka i niskie ceny ropy wspierają rynki bazowe

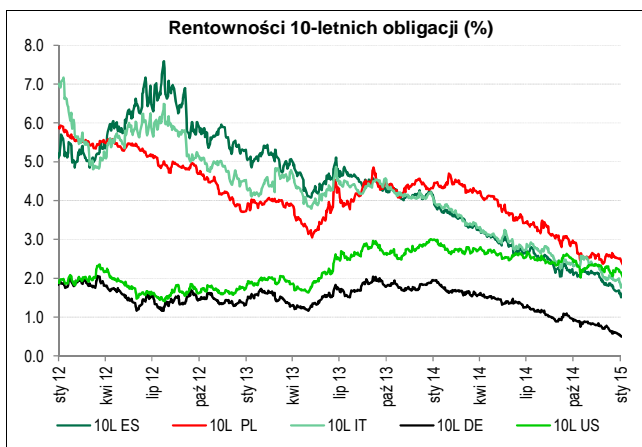
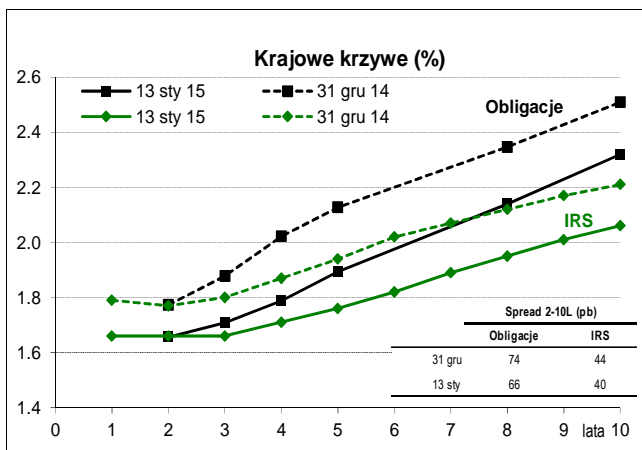
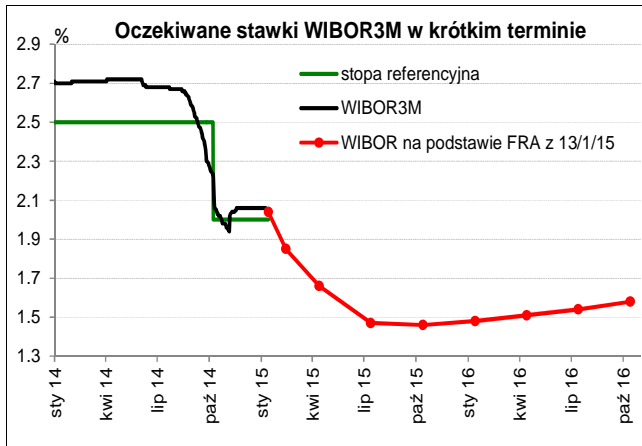
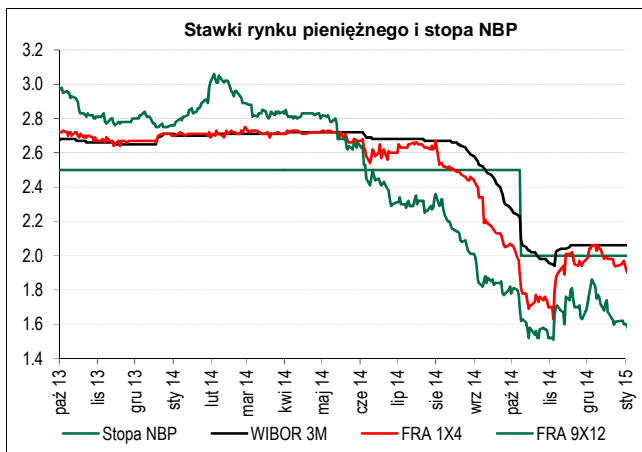
Grudzień przyniósł umocnienie rynków bazowych. Wzrost awersji do ryzyka kierował kapitał w stronę bezpiecznych aktywów. Podczas gdy rentowność amerykańskiej 10-latki obniżyła się dość znacząco, rentowność niemieckiego benchmarku 10L osiągnęła nowe historyczne minimum. W połowie grudnia dług peryferii strefy euro stracił na wartości w wyniku niestabilnej sytuacji politycznej w Grecji i powrotu tematu "Grexit". Jednak wzrost oczekiwań na wprowadzenie QE przez EBC wsparł nie tylko rynki bazowe, ale również i peryferyjne na początku nowego roku.

Oczekujemy, że w krótkim terminie rynki bazowe pozostaną silne, wspierane oczekiwaniami na dalsze złagodzenie polityki monetarnej przez EBC, czynniki geopolityczne i niskie ceny ropy. Jednak w średnim terminie oczekujemy stopniowego wzrostu rentowności wraz z przybliżającym się momentem zacieśnienia polityki monetarnej w USA.

	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	13.01	zmiana od 12.12.14	zmiana od 31.12.14	13.01	zmiana od 12.12.14	zmiana od 31.12.14
Polska	183	-11	-13	69	3	-2
Czechy	7	-12	-14	53	4	-1
Węgry	301	8	-14	179	6	1
Grecja	869	9	-37	181	6	2
Hiszpania	113	-10	5	88	-7	1
Irlandia	87	21	16	46	-6	-5
Portugalia	216	-17	1	183	-32	-17
Włochy	129	-11	-6	125	-26	-13
Francja	26	-1	-3	43	1	-3
Niemcy	-	-	-	16	1	-1

Źródła: NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters, BZ WBK

Rynek stopy procentowej



Źródła: Reuters, Bloomberg, MF, BZ WBK

Znaczące oczekiwania na obniżki stóp w tym roku

W grudniu stawki WIBOR pozostały względnie stabilne (wzrosła tylko stawka 12M o 1 pb), podczas gdy stawki FRA zmieniały się pod wpływem napływających danych makro i sytuacji na rynku IRS. Stawki FRA wzrosły znacząco w pierwszej połowie grudnia po tym jak RPP utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie i wyniku osłabienia na rynku IRS. Jednak publikowane dane makro potwierdziły spowolnienie w gospodarce, co dało impuls do odreagowania. Początek nowego roku przyniósł bardziej znaczące spadki stawek rynku pieniężnego, głównie FRA. Podczas gdy WIBORY spadły o 1-2 pb, to stawki FRA o 12-18 pb w porównaniu do końca 2014 r.

Obecnie rynek wycenia obniżkę stóp procentowych o prawie 50 pb w perspektywie 3 miesięcy i możliwość dalszych dostosowań w kolejnych miesiącach, łącznie o 75 pb w ciągu najbliższych 6-9 miesięcy. W naszej ocenie oczekiwania te są nadmierne.

Oczekujemy, że w I kw. 2015 stawki WIBOR spadną dość znacząco w oczekiwaniu na obniżki stóp. O ile w styczniu decyzja o dalszym poluzowaniu polityki monetarnej przez RPP jest raczej mało prawdopodobna, a dane makro publikowane w kolejnych dniach stycznia, wg naszych prognoz powinny być względnie mocne (w szczególności dane o produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej, sprzedaży detalicznej), to z drugiej strony pogłębienie spadku inflacji (do prawie -1% r/r) powinno wspierać trend spadkowy stawek na rynku pieniężnym.

Rentowności krajowego długu na historycznych minimach

Krajowe obligacje i IRSy znacząco osłabiły się w pierwszej połowie grudnia w wyniku wyprzedzący aktywów krajów rozwijających się. Jednak korekta okazała się krótkotrwała i koniec 2014 r. przyniósł nieznaczne odreagowanie na rynku stopy procentowej. Trend spadkowy rentowności / stawek IRS wzmacnił się na początku nowego roku co było efektem znaczącego umocnienia rynków bazowych w wyniku wzrostu oczekiwań, że EBC w styczniu ogłosi rozszerzenie programu skupu aktywów. W konsekwencji rentowności krajowych benchmarków 2L, 5L i 10L osiągnęły nowe historyczne minima odpowiednio na 1,64%, 1,84% oraz 2,26% (o 13-29 pb poniżej poziomów z końca 2014 r.). Te same tendencje obserwowane były na rynku IRS, w tym stawka 10L osiągnęła historyczne minimum nieco poniżej 2%.

Długi koniec krzywych najbardziej zyskał na umocnieniu rynków bazowych. W efekcie spready 2-10L zawężyły się dość znacząco, zgodnie z tendencjami globalnymi.

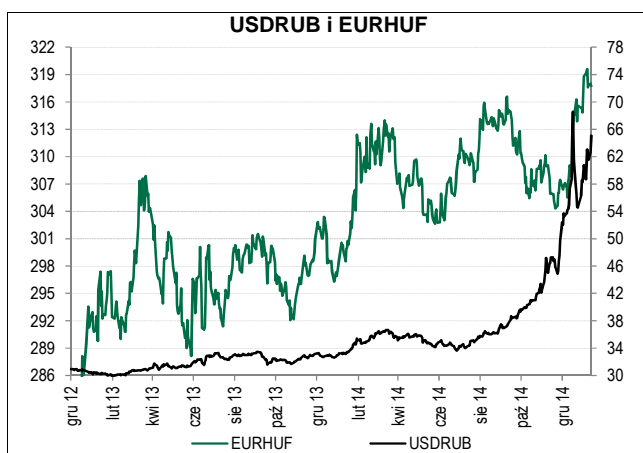
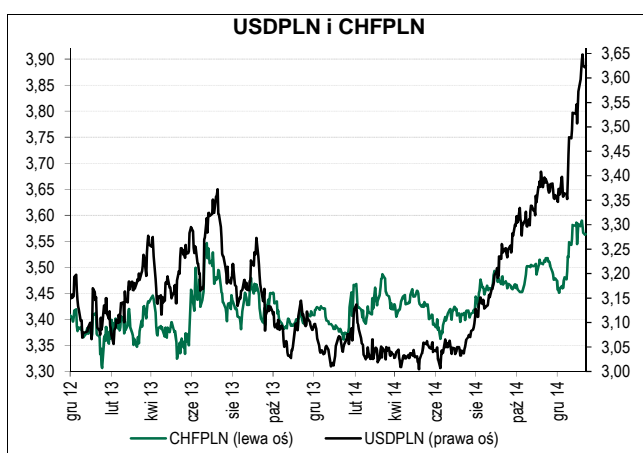
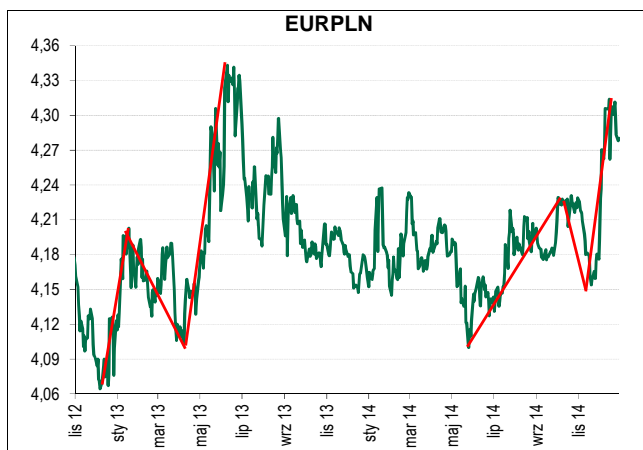
Korekta możliwa po ogłoszeniu QE przez EBC

Silne oczekiwania na QE w strefie euro (po spadku wstępnego HICP za grudzień poniżej zera) powinny wspierać aktywa krajów rozwijających się, w tym polskich w nadchodzących tygodniach. W związku z tym nie można wykluczyć jeszcze nieznacznego spadku rentowności obligacji/stawek IRS, przy czym największe spadki powinny dotyczyć środka i długiego końca krzywych. W efekcie w krótkim terminie możemy mieć do czynienia z wyplaszczaniem krzywych. Jednak korekta na europejskim rynku długu jest możliwa po ogłoszeniu QE przez EBC (co miało również miejsce w USA), z największymi zmianami dla średnio- i długoterminowych obligacji.

Znaczący spadek grudniowej inflacji powinien zakotwiczyć krótki koniec krzywych blisko bieżących poziomów w oczekiwaniu na obniżkę stóp przez RPP w kolejnych miesiącach I kw. 2015.

W połowie stycznia Ministerstwo Finansów zaferuje obligacje długoterminowe WZ0124, DS0725 i WS0428 o wartości 3-5 mld zł, podczas gdy na drugiej aukcji planowana wartość oferty jest prawie 2-krotnie wyższa (5-9 mld zł). Wykup WZ0115 i płatności odsetkowe (łącznie ok. 7,5 mld zł) powinny wspierać plan emisji w styczniu. Bieżące warunki rynkowe są sprzyjające dla aukcji, dlatego też nie widzimy problemów z uplasowaniem emisji pomimo niskich rentowności.

Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Złoty może stopniowo zyskiwać do euro...

▪ Koniec 2014 był bardzo dynamiczny na polskim rynku walutowym. Złoty osłabił się gwałtownie w relacji do polskich walut wskutek słabych danych o polskiej sprzedaży detalicznej i dalszego spadku cen ropy, które wzmocniły oczekiwania na dalsze obniżki stóp NBP. Uważamy jednak, że kluczowym czynnikiem, który pchnął EURPLN powyżej 4,30 była bardzo niska płynność pod koniec roku na rynku. Polskie rezerwy walutowe wzrosły w grudniu o 2 mld €, co sugeruje, że Ministerstwo Finansów mogło zaprzestać wymiany środków z UE na rynku i sprzedać euro bezpośrednio do NBP. Byłby to kolejny czynnik ograniczający potencjał do aprecjacji złotego pod koniec ub.r.

▪ Uważamy, że osłabienie krajowej waluty było przesadzone i widzimy potencjał do stopniowego umacniania się złotego w kolejnych tygodniach wraz z powrotem inwestorów na rynek i dzięki czynnikom fundamentalnym, które działać będą na korzyść krajowej waluty. Po pierwsze, nie spodziewamy się, aby RPP obniżyła stopy na styczniowym posiedzeniu lub zmieniła ton komunikatu w stronę bardziej gołębiego. Po drugie, nasza prognoza grudniowej produkcji przemysłowej (odczyt tydzień po decyzji Rady) jest wyraźnie powyżej konsensusu i to też powinno działać w kierunku mocniejszego złotego. Po trzecie, dzień po krajowych danych z przemysłu EBC ogłosi zapewne rozszerzenie programu skupu aktywów, co powinno mieć korzystny wpływ na ryzykowne aktywa. Na koniec, widzimy podobieństwo ostatnich wydarzeń na rynku EUR/PLN do sytuacji z pierwszej połowy 2013, kiedy to krajowa waluta też odnotowała szybkie osłabienie. Kolejne tygodnie stały jednak pod znakiem stopniowego odrabiania strat i sądzymy, że podobnie mogą wyglądać także najbliższe tygodnie na rynku. Poza tym, po kryzysie finansowym z 2008, wystąpiło osiem (łącznie z ostatnią) dynamicznych fal wzrostowych EURPLN, które przyniosły wzrost kursu o co najmniej 6% w ciągu kilku tygodni (najmniej to 6,1% z końca 2014, najwięcej to ponad 11% z początku II kw. 2010). Ostatnia fala była najszybsza, bowiem EURPLN potrzebował tylko 3 tygodni, aby wzrosnąć o 6% (tylko w IV kw. 2010 złoty stracił równie szybko w podobnej skali). Po poprzednich siedmiu falach wzrostowych, do zniwelowania co najmniej 50% ruchu wzrostowego EURPLN potrzebował średnio 11 tygodni (a wyłączając nietypowe 30 tygodni które poprzedziły wzrost z II kw. 2013 średnia wynosi 8 tygodni).

▪ Są pewne niekorzystne czynniki, które mogą sprawić, że aprecjacja złotego w kolejnych miesiącach będzie powolna. Spadające ceny ropy generują ryzyko wydłużenia deflacji, a to wywiera presję na RPP aby dokonać dalszych cięć stóp. Poza tym, niskie ceny ropy wywierają presję na rosyjską walutę, a to nie działa dobrze na aktywa regionu CEE.

▪ Oczekujemy, że w styczniu EURPLN wyniesie średnio 4,28, a na koniec miesiąca wyniesie ok. 4,24. Ważne poziomy dla kursu to 4,25 i 4,40.

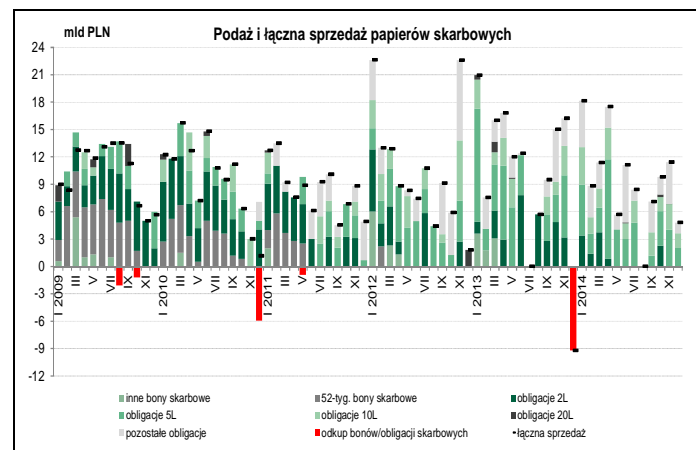
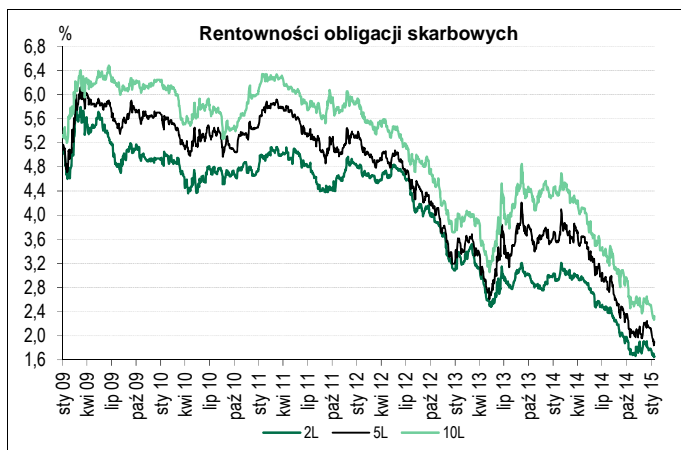
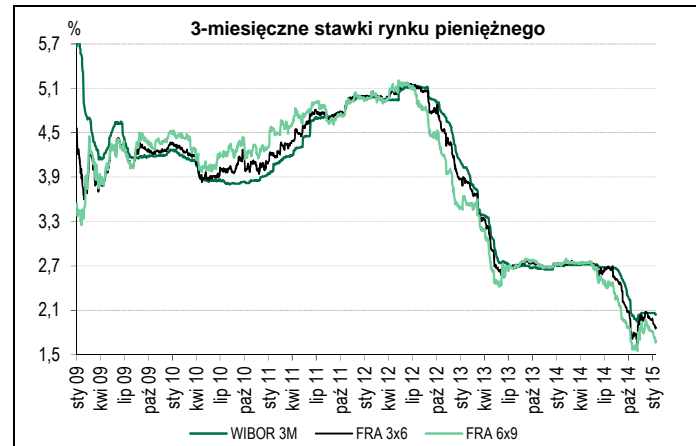
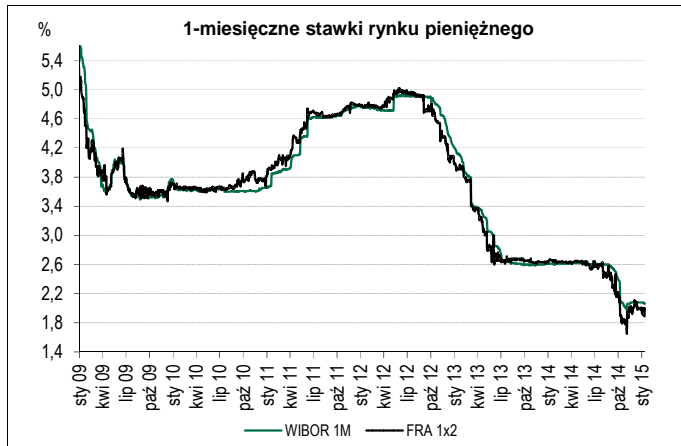
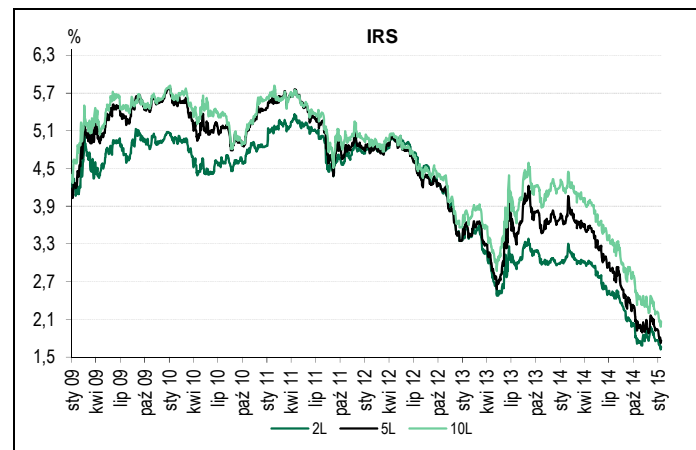
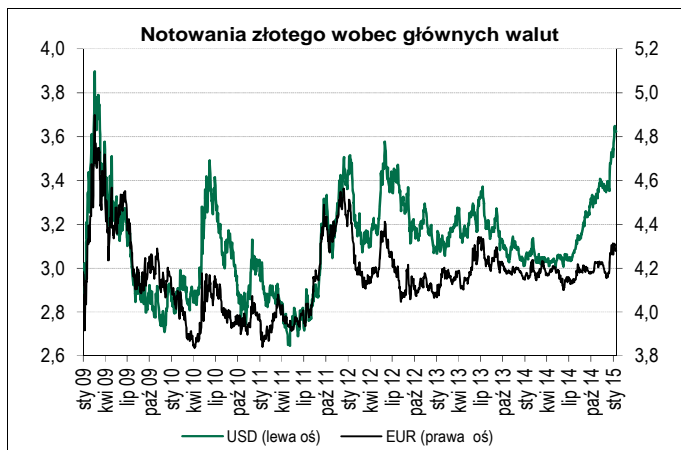
... ale pozostać pod presją do dolara

▪ Euro było pod presją w stosunku do dolara w trakcie trzech ostatnich kwartałów 2014 i EURUSD spada dalej na początku 2015. W rezultacie, kurs osiągnął 1,175 w wyniku nasilenia się oczekiwań, że już w styczniu EBC jeszcze bardziej poluzuje politykę pieniężną.

▪ Decyzja EBC może wyznaczyć kierunek dla EURUSD na kolejne tygodnie, a nawet miesiące. Rynek wycenił już w dużym stopniu zwiększenie skali programu skupu aktywów i wydaje się, że dolar może umocnić się dalej tylko jeśli bank centralny ogłosi działania, które przekroczą oczekiwania inwestorów.

▪ Zrewidowaliśmy w dół nasze prognozy EURUSD i teraz oczekujemy 1,15 w maju (wobec 1,20 prognozowanych poprzednio) i 1,23 na koniec roku (wobec dotychczasowych 1,28). Oznacza to przesunięcie w górę ścieżki USDPLN na cały 2015 (szczegóły w tabeli na stronie 10).

Monitor rynku



Przetargi obligacji skarbowych w 2014/2015 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	Obligacje	sprzedaż
Styczeń '14	9.01	PS0718/WZ0124	3000-5000	6013,0	23.01	OK/PS/WZ/DS	6000-	12129,7			
lut	6.02	OK0716/WZ0119	2000-4000	4810,0	13.02	PS0718/DS1013	3000-5000	4011,0			
marzec	6.03	OK0716/WZ0119	2500-5500	6573,0					20.03	PS0414/OK0714	PS0718/DS1023
kwiecień	3.04	DS1023/WZ0119	3000-5000	5781,0	23.04	OK0716/PS1016/PS0718	5000-	11722,3			
maj	8.05	PS0719/WZ0119	3000-5000	5694,2	22.05	IDS1024	1000-2000				
czerwiec	5.06	DS/WS/WZ	3000-5000	4989,7					18.06	OK0714/WZ0115	
lipiec	3.07	DS0725/WS0428	1000-3000	2419,0	23.07	WZ0119/PS0719	2000-6000	5999,0			
sierpień	-	-	-	-							
wrzesień	4.09	DS0725/WS0124	2000-3000	3595,0	25.09	USD20150716**	do 400	354,4	18.09	WZ0115/PS0415	WZ0119/PS0719
październik	23.10	Do ustalenia	2000-6000	6062,1					2.10	WZ0115/PS0415	WZ0124/DS0725/WS0428
listopad	6.11	WZ/DS/WS	2000-4000	4495,7					20.11	WZ0115/PS0415/OK0715	WZ0119/PS0719
grudzień									18.12	WZ0115/PS0415/OK0715	PS0719/WZ0124/DS0725
Styczeń '15	15.01	WZ/DS/WS	3000-5000		22.01	Do ustalenia	5000-9000				

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
12 stycznia	13 <i>PL: Bilans płatniczy (XI)</i>	14 <i>PL: Decyzja RPP</i> <i>PL: Podaż pieniądza (XII)</i> HU: CPI (XII) EZ: Produkcja przemysłowa (XI) US: Sprzedaż detaliczna (XII) US: Beżowa Księga Fed	15 <i>PL: CPI (XII)</i> US: Indeks Philly Fed (I)	16 <i>PL: Inflacja bazowa (XII)</i> EZ: HICP (XII) US: CPI (XII) US: Produkcja przemysłowa (XII) US: Wstępny Michigan (I)
19	20 <i>PL: Płace i zatrudnienie (XII)</i> <i>PL: Minutes RPP</i> DE: Indeks ZEW (I)	21 <i>PL: Produkcja przemysłowa (XII)</i> <i>PL: PPI (XII)</i> US: Rozpoczęte budowy domów (XII) US: Pozwolenia na budowę (XII)	22 EZ: Decyzja EBC	23 CN: Wstępny PMI – przemysł (I) DE: Wstępny PMI – przemysł (I) EZ: Wstępny PMI – przemysł (I) US: Sprzedaż domów (XII)
26 DE: Indeks Ifo (I)	27 <i>PL: PKB (2014)</i> <i>PL: Sprzedaż detaliczna (XII)</i> <i>PL: Stopa bezrobocia (XII)</i> HU: Decyzja banku centralnego US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (XII) US: Sprzedaż nowych domów (XII) US: Indeks nastrojów konsumentów (I)	28 US: Decyzja FOMC	29 US: Niezakończona sprzedaż domów (XII)	30 <i>PL: Oczekiwania inflacyjne (I)</i> EZ: Wstępny HICP (I) US: Pierwszy szacunek PKB (IV kw.) US: Indeks Michigan (I)
2 lutego <i>PL: PMI – przemysł (I)</i> CN: PMI – przemysł (I) DE: PMI – przemysł (I) EZ: PMI – przemysł (I) US: ISM – przemysł (I) US: Dochody osobiste (XII) US: Wydatki konsumentów (XII)	3 US: Zamówienia przemysłowe (XII)	4 <i>PL: Decyzja RPP</i> DE: PMI – usługi (I) EZ: PMI – usługi (I) US: Raport ADP (I) US: ISM – usługi (I)	5 DE: Zamówienia przemysłowe (XII) CZ: Decyzja banku centralnego	6 DE: Produkcja przemysłowa (XII) CZ: Produkcja przemysłowa (XII) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (I) US: Stopa bezrobocia (I)
9 DE: Eksport (XII) CZ: CPI (I)	10	11 HU: CPI (I)	12 EZ: Produkcja przemysłowa (XII) US: Sprzedaż detaliczna (I)	13 <i>PL: Podaż pieniądza (I)</i> <i>PL: Bilans płatniczy (XII)</i> PL, CZ, HU, DE, EZ: Pierwszy szacunek PKB (IV kw.) US: Wstępny Michigan (II)
16	17 <i>PL: Minutes RPP</i> DE: Indeks ZEW (II)	18 US: Rozpoczęte budowy domów (I) US: Pozwolenia na budowę (I) US: Produkcja przemysłowa (I)	19 CN: Wstępny PMI – przemysł (II) DE: Wstępny PMI – przemysł (II) EZ: Wstępny PMI – przemysł (II) US: Indeks Philly Fed (II)	20

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters, Bloomberg

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		gru 13	sty 14	lut 14	mar 14	kwi 14	maj 14	cze 14	lip 14	sie 14	wrz 14	paź 14	lis 14	gru 14	sty 15
PMI	pkt.	53,2	55,4	55,9	54,0	52,0	50,8	50,3	49,4	49,0	49,5	51,2	53,2	52,8	52,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	6,7	4,2	5,3	5,5	5,5	4,4	1,8	2,4	-1,9	4,2	1,7	0,3	6,1	-3,2
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	5,8	-3,9	14,4	17,4	12,2	10,0	8,0	1,1	-3,6	5,6	-1,0	-1,6	10,1	3,8
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	5,8	4,8	7,0	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,7	1,6	2,3	-0,2	1,2	1,6
Stopa bezrobocia	%	13,4	13,9	13,9	13,5	13,0	12,5	12,0	11,8	11,7	11,5	11,3	11,4	11,5	12,0
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	2,7	3,4	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	3,5	3,4	3,8	2,7	2,6	3,1
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	0,3	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0
Eksport (w euro)	% r/r	11,6	8,4	7,3	9,5	5,1	10,4	5,7	6,7	-0,9	6,1	4,1	2,3	5,1	3,6
Import (w euro)	% r/r	0,7	5,8	6,9	4,1	8,9	11,8	7,5	7,2	0,1	6,1	4,7	4,7	10,7	7,6
Bilans handlowy	mIn EUR	-150	105	-79	132	39	-160	86	-167	-102	648	-8	-96	-800	-392
Rachunek bieżący	mIn EUR	-652	-1 100	-651	345	269	-161	-927	-811	-987	18	-470	-268	-1 474	-1 445
Rachunek bieżący	% PKB	-1,3	-1,3	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,3	-1,4	-1,3	-1,5	-1,6
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-42,2	-2,6	-11,7	-17,5	-21,3	-22,5	-25,4	-26,4	-24,6	-22,4	-27,2	-24,8	-29,8	-
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	81,8	5,6	24,7	36,8	44,8	47,3	53,4	55,5	51,9	47,1	57,4	52,1	62,7	-
Inflacja (CPI)	% r/r	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,9	-1,0
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,0	-1,5	-1,6	-1,3	-1,6	-2,3	-1,4
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	6,2	5,4	5,2	5,2	5,4	5,2	5,2	6,0	7,4	7,9	7,7	8,4	8,2	8,5
Zobowiązania	% r/r	6,0	4,9	4,7	4,7	5,4	5,5	5,5	6,7	7,8	7,5	7,8	8,4	8,1	8,5
Należności	% r/r	4,0	4,2	4,7	5,3	6,1	5,4	4,9	5,4	6,3	6,2	7,2	7,4	5,7	6,1
EUR/PLN	PLN	4,18	4,18	4,18	4,20	4,18	4,18	4,14	4,14	4,19	4,19	4,21	4,21	4,21	4,28
USD/PLN	PLN	3,05	3,07	3,06	3,04	3,03	3,04	3,04	3,06	3,15	3,25	3,32	3,38	3,42	3,63
CHF/PLN	PLN	3,41	3,39	3,42	3,45	3,43	3,42	3,39	3,41	3,46	3,47	3,48	3,50	3,50	3,56
Stopa referencyjna ^b	%	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00
WIBOR 3M	%	2,67	2,70	2,71	2,71	2,72	2,72	2,69	2,68	2,65	2,45	2,07	2,03	2,06	2,04
Rentowność obligacji 2L	%	2,94	2,99	3,06	2,99	2,94	2,79	2,54	2,45	2,30	2,02	1,77	1,78	1,84	1,65
Rentowność obligacji 5L	%	3,65	3,67	3,79	3,68	3,60	3,36	3,10	2,89	2,73	2,40	2,12	2,04	2,16	1,95
Rentowność obligacji 10L	%	4,41	4,42	4,47	4,26	4,10	3,80	3,54	3,34	3,23	2,98	2,63	2,54	2,55	2,35

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK; ^a nominalnie; ^b wartość na koniec okresu;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2012	2013	2014	2015	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
PKB	mld PLN	1 615,9	1 662,1	1 726,2	1 784,5	403,1	418,4	426,8	477,8	413,6	431,5	440,4	499,1
PKB	% r/r	1,8	1,7	3,3	3,2	3,4	3,5	3,3	3,1	2,8	3,1	3,2	3,5
Popyt krajowy	% r/r	-0,4	0,2	4,8	4,6	3,4	5,6	4,9	5,2	4,5	4,7	4,4	4,8
Spożycie indywidualne	% r/r	1,0	1,1	3,2	3,6	2,9	3,0	3,2	3,6	3,7	3,6	3,6	3,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-1,5	0,9	9,5	8,4	11,2	8,7	9,9	9,0	9,0	9,0	8,0	8,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,0	2,3	3,2	2,7	4,9	3,7	1,8	2,6	1,5	2,8	3,2	3,3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-1,0	-10,3	5,0	8,5	9,8	9,9	1,1	2,9	5,4	9,8	10,4	7,6
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	6,0	2,6	3,1	4,8	5,1	4,6	1,9	1,2	1,9	2,8	5,7	8,2
Stopa bezrobocia ^b	%	13,4	13,4	11,5	10,9	13,5	12,0	11,5	11,5	11,7	10,4	10,3	10,9
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,7	3,4	3,5	3,8	4,2	3,5	3,5	2,8	3,3	3,4	4,0	4,7
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,0	-1,1	0,1	0,5	-0,3	0,1	0,3	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3
Eksport (w euro)	% r/r	6,5	5,7	5,8	5,8	8,4	7,0	4,1	3,8	3,0	4,8	6,8	8,5
Import (w euro)	% r/r	2,2	0,2	6,5	7,4	5,6	9,4	4,6	6,5	4,6	6,5	8,5	10,0
Bilans handlowy	mIn EUR	-7 146	635	-399	-3 009	159	-35	381	-904	-452	-703	-257	-1 598
Rachunek bieżący	mIn EUR	-13 697	-5 245	-6 200	-9 508	-1 403	-808	-1 777	-2 212	-2 410	-1 313	-2 810	-2 974
Rachunek bieżący	% PKB	-3,5	-1,3	-1,5	-2,2	-1,1	-1,2	-1,3	-1,5	-1,7	-1,9	-2,1	-2,2
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-3,9	-4,3	-3,4	-2,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3,7	0,9	0,0	-0,4	0,6	0,3	-0,3	-0,7	-1,1	-0,7	-0,4	0,6
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	2,4	0,7	-0,9	0,9	0,7	0,3	-0,3	-0,9	-1,2	-0,5	-0,2	0,9
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	2,2	1,2	0,6	0,9	0,8	0,8	0,5	0,4	0,6	0,8	0,9	1,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,4	-1,3	-1,5	-1,1	-1,2	-1,2	-1,7	-1,7	-1,3	-1,3	-1,4	-0,5
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	4,5	6,2	8,2	5,3	5,2	5,2	7,9	8,2	7,5	6,7	6,0	5,3
Zobowiązania ^b	% r/r	4,7	6,0	8,1	5,8	4,7	5,5	7,5	8,1	7,5	6,9	6,3	5,8
Należności ^b	% r/r	1,2	3,6	5,7	5,7	5,3	4,9	6,2	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
EUR/PLN	PLN	4,19	4,20	4,18	4,15	4,19	4,17	4,18	4,21	4,26	4,17	4,11	4,06
USD/PLN	PLN	3,26	3,16	3,15	3,52	3,06	3,04	3,15	3,37	3,66	3,61	3,48	3,34
CHF/PLN	PLN	3,47	3,41	3,45	3,42	3,42	3,42	3,45	3,50	3,53	3,44	3,38	3,32
Stopa referencyjna ^b	%	4,25	2,50	2,00	1,75	2,50	2,50	2,50	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75
WIBOR 3M	%	4,91	3,02	2,52	1,94	2,71	2,71	2,59	2,06	1,99	1,91	1,92	1,94
Rentowność obligacji 2L	%	4,30	2,98	2,46	1,85	3,01	2,76	2,26	1,80	1,67	1,75	1,93	2,07
Rentowność obligacji 5L	%	4,53	3,46	2,96	2,15	3,71	3,35	2,67	2,11	1,95	2,07	2,23	2,37
Rentowność obligacji 10L	%	5,02	4,04	3,49	2,75	4,38	3,82	3,18	2,58	2,38	2,63	2,92	3,07

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK; ^a nominalnie; ^b wartość na koniec okresu;

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 13.01.2015 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, fax 22 586 83 40

Email: ekonomia@bzwbk.pl Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.skarb.bzwbk.pl>

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. 22 5341888, Email: maciej.reluga@bzwbk.pl

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań

tel. 61 856 58 14/30

fax 61 856 44 56

Warszawa

Al. Jana Pawła II 17
00-854 Warszawa

tel. 22 586 83 20/38

fax 22 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław

tel. 71 369 94 00

fax 71 370 26 22

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, Al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl