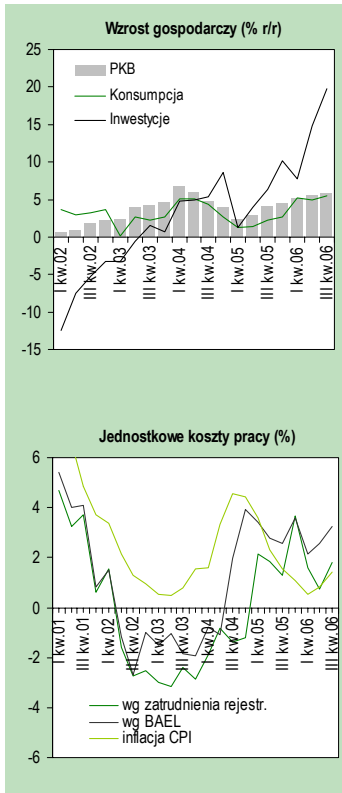


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Grudzień 2006



Dobra końcówka

▪ **W listopadowym raporcie pisaliśmy o dobrych nastrojach na polskim rynku i okazuje się, że końcówka roku przynosi kontynuację pozytywnych informacji.**

Wzrost gospodarczy wyniósł w trzecim kwartale niemalże 6%, a co równie ważne (a nawet ważniejsze) jest to wzrost bardzo zrównoważony z szybkim wzrostem popytu krajowego opartym zarówno na inwestycjach jak i konsumpcji, nie powodującym jednak narastania nierównowagi zewnętrznej. Jednocześnie po spadku inflacji w październiku do 1,2% wygląda na to, że punkt startowy dla wzrostu inflacji w najbliższych miesiącach (a co za tym idzie górny jej pułap w pierwszym kwartale) będzie niższy niż jeszcze niedawno oczekiwano. Daje to pewien komfort Radzie Polityki Pieniężnej, która będzie kontynuowała, naszym zdaniem, politykę wyczekiwania na kolejne dane ekonomiczne, aby ocenić ryzyko przekroczenia na trwałe celu inflacyjnego w średnim terminie. Z pewnością dla Rady ważnym czynnikiem jest brak znaczącego wzrostu płac w gospodarce, oraz fakt, że pomimo znaczącego wzrostu zatrudnienia mamy do czynienia z przyspieszeniem wzrostu wydajności pracy. O ile rosnące jednostkowe koszty pracy stanowią istotny czynnik ryzyka dla perspektyw inflacji, warto zauważyć że w tym roku rosną one wolniej niż średnio w 2005 roku.

▪ **Perspektyw polityki pieniężnej nie zmienia również kandydatura Jana Sulmickiego na nowego prezesa NBP.** Pierwsza reakcja rynku finansowego na nominację była neutralna, choć teraz inwestorzy będą oczekiwali na pierwsze publiczne wypowiedzi kandydata na tematy związane z polityką stóp procentowych, polityką kursową oraz polską drogą do strefy euro. W związku z tym zdolności nowego prezesa w komunikowaniu się z rynkami będą kluczową sprawą w najbliższych tygodniach. Naszym zdaniem, paradoksalnie, im bardziej „gołębie” byłyby wypowiedzi nowego prezesa, tym bardziej prawdopodobna byłaby decyzja Rady o delikatnej podwyżce stóp procentowych, celem podtrzymania antyinflacyjnej wiarygodności. Kandydatura Sulmickiego wydaje się jednak ograniczać ryzyko konieczności takiego ruchu ze strony członków RPP.

▪ **Polski rynek pozostaje głównie pod wpływem wydarzeń za granicą.** Znaczący wzrost kursu EURUSD na rynkach światowych spowodował dalsze umocnienie złotego, głównie w stosunku do dolara, a oczekiwanie przez rynek obniżek stóp procentowych w USA wsparło pozytywne tendencje na rynkach obligacji. Jednocześnie giełda warszawska odnotowuje kolejne rekordy. Nie sądzimy, aby do końca roku miało się wiele wydarzyć, choć grudniowy komunikat Fed (wskazanie na ryzyko spowolnienia na rynku nieruchomości) oraz dobre nastroje w regionie powodują utrzymanie pozytywnych tendencji na polskim rynku.

W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Pod lupą: Bank centralny	5
Pod lupą: Rząd i polityka	7
Monitor rynku	9
Przegląd międzynarodowy	11
Kalendarz makroekonomiczny	12
Dane i prognozy ekonomiczne	13

Maciej Reluga
Główny Ekonomista
022 586 8363

Piotr Bielski
022 586 8333

Piotr Bujak
022 586 8341

Cezary Chrapek
022 586 8342

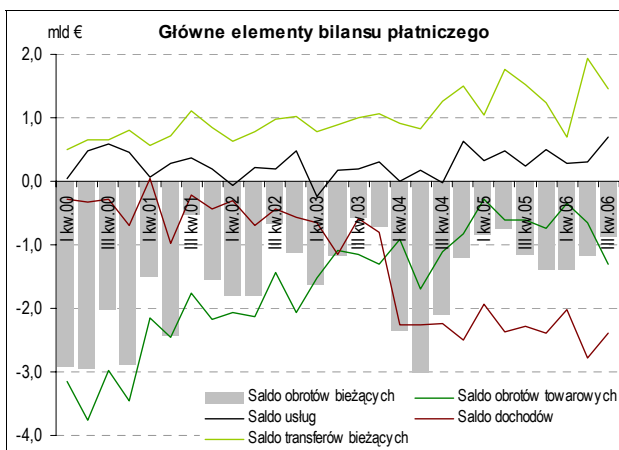
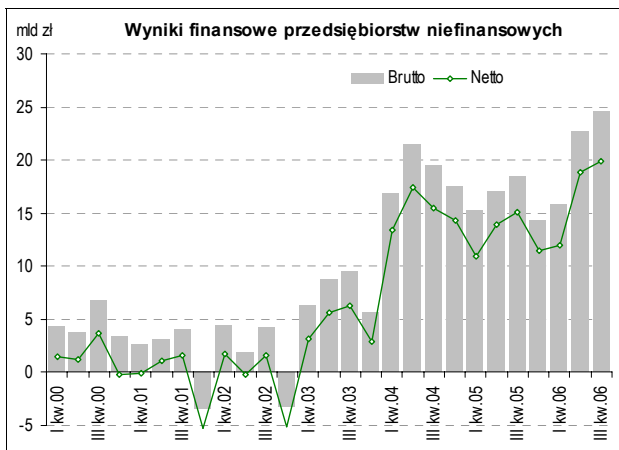
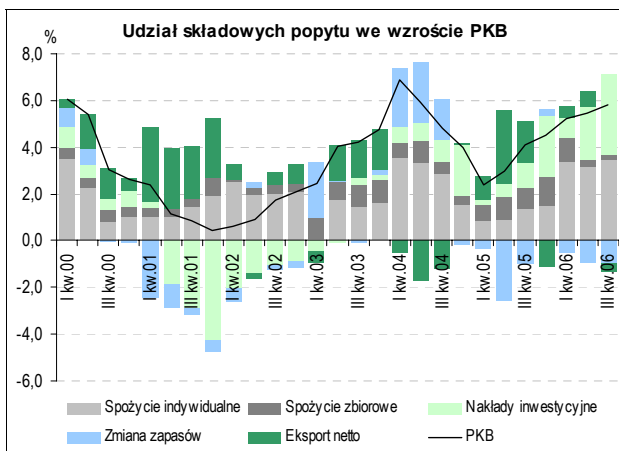
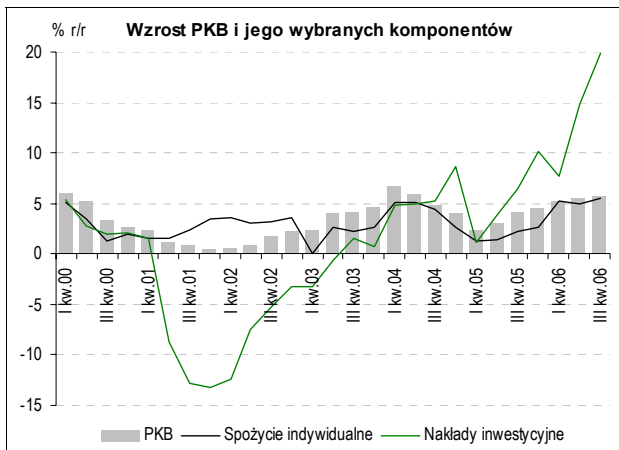
Email: ekonomia@bzwbk.pl

Na rynku finansowym 30 listopada 2006 r.:

Stopa depozytowa NBP	2,50	WIBOR 3M	4,13	USDPLN	2,8911
Stopa referencyjna NBP	4,00	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	4,20	EURPLN	3,8166
Stopa lombardowa NBP	5,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	4,94	EURUSD	1,3201

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 12.12.2006 r.

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Popyt krajowy motorem wzrostu PKB

Wzrost PKB w III kwartale br. przyspieszył do 5,8% r/r, wyraźnie przewyższając prognozy rynkowe na poziomie 5,5%. Było to możliwe dzięki silnemu wzrostowi konsumpcji prywatnej o 5,5% (najwyższy od 1999 r.) oraz bardzo mocnemu odbiciu inwestycji, które poszybowały w górę aż o 19,8% r/r (najwyższe tempo wzrostu od dziewięciu lat).

Szybki wzrost PKB został zatem wygenerowany głównie przez popyt krajowy, który w sumie zwiększył się w III kwartale o 6,1% wobec 4,8% r/r w dwóch pierwszych kwartałach roku. Wpływ wymiany handlowej z zagranicą na PKB był lekko ujemny – eksport netto zabrał ok. 0,3 pkt. proc. wzrostu gospodarczego.

Bardzo szybki wzrost inwestycji dobrze wróży prognozom PKB na kolejne kwartały, a równocześnie przyczyni się do wzrostu produktu potencjalnego w średnim okresie, co może ograniczyć efekty możliwej presji popytowej na ceny.

Tempo wzrostu inwestycji pozostanie zapewne wysokie w kolejnych kwartałach, czemu będzie sprzyjała kontynuacja napływu do Polski bezpośrednich inwestycji zagranicznych, realizacja programów współfinansowanych przez UE oraz fakt, że relacja inwestycji do PKB jest w Polsce nadal stosunkowo niska (poniżej 20% wobec ok. 24% w okresie 1999-2000). Wzrost konsumpcji prywatnej również powinien pozostać wysoki, głównie dzięki nie słabnącemu strumieniowi dochodów gospodarstw domowych (rosnące zatrudnienie i płace) i dużej dostępności kredytu. Równocześnie, negatywny wpływ eksportu netto powinien pozostać umiarkowany, ponieważ przyspieszający wzrost importu powinien być, przynajmniej częściowo, neutralizowany przez szybko rosnący eksport.

W efekcie, przewidujemy, że wzrost PKB w IV kwartale pozostanie wysoki, prawdopodobnie nieco powyżej 5,5%, co będzie oznaczało wzrost PKB w całym roku również o ok. 5,5%.

Rekordowo wysokie zyski przedsiębiorstw

Szybki rozwój gospodarki znajduje odzwierciedlenie w finansach przedsiębiorstw. W III kwartale br. wyniki finansowe polskich firm poprawiły się po raz kolejny.

Wynik finansowy brutto wyniósł w okresie styczeń-wrzesień 63,1 mld zł, notując wzrost o 24% r/r (w samym III kw. było to 24,5 mld zł, wzrost o 33% r/r). Zarówno przychody firm, jak i koszty były w trendzie rosnącym i zwiększyły się odpowiednio o 16,3% r/r oraz 15,4% r/r. Główne wskaźniki ekonomiczno-finansowe również uległy poprawie (wzrost wskaźników rentowności oraz płynności, spadek wskaźnika kosztów).

Dane pokazały, że udział firm eksportujących wśród polskich przedsiębiorstw rósł w dalszym ciągu (49% w III kw. 2006 wobec 47% rok wcześniej), a ich wyniki finansowe były nadal lepsze od średniej dla wszystkich firm.

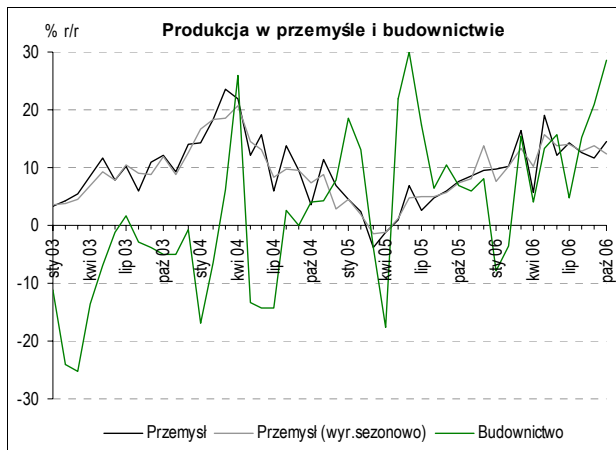
Eksport trzyma się mocno, ale import przyspiesza

Negatywny wpływ handlu zagranicznego na wzrost PKB w III kwartale był wynikiem pogorszenia deficytu obrotów towarowych. Wprawdzie dynamika eksportu pozostała wysoka (wzrost wartości w euro o 19,5% r/r w III kw.), ale dzięki ożywieniu popytu krajowego import przyspieszył jeszcze bardziej (22,3% r/r w III kw.).

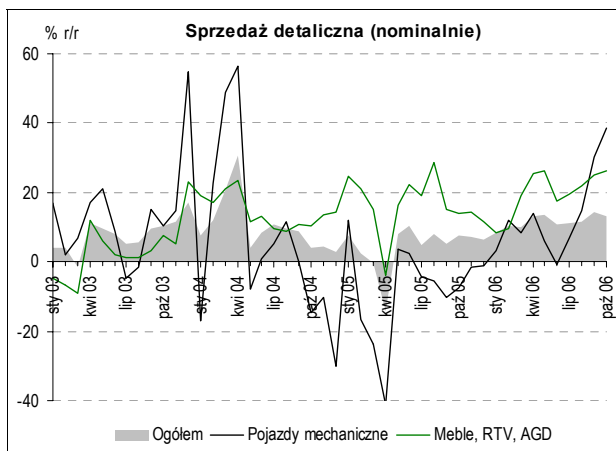
Deficyt obrotów bieżących pozostaje jednak niski (we wrześniu 1,9% PKB) dzięki dużej nadwyżce w transferach bieżących – efekt napływu funduszy z UE i środków przekazywanych do kraju przez Polaków pracujących za granicą.

W kolejnych kwartałach saldo wymiany handlowej może się pogorszyć ze względu na aprecjację złotego i dalsze umocnienie popytu krajowego. Deficyt obrotów bieżących powinien jednak pozostać umiarkowany.

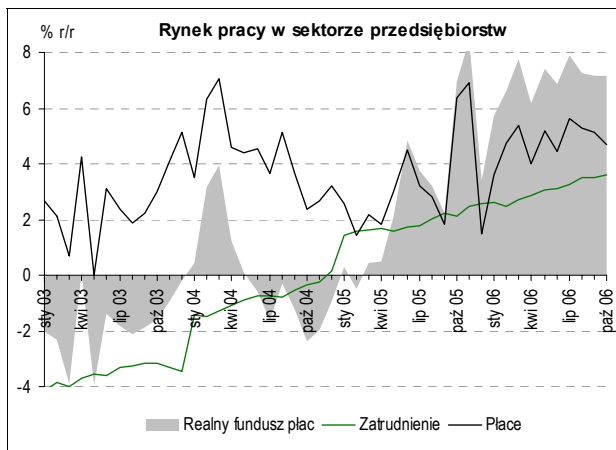
Gospodarka Polski

**Mocny początek czwartego kwartału w przemyśle**

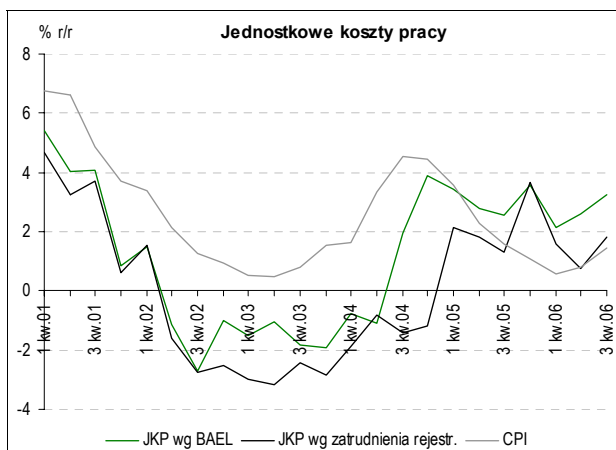
- Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w październiku o 14,5% r/r, silniej niż oczekiwano. Do pewnego stopnia wysoki wzrost był efektem większej o liczby dni roboczych, jednak nawet po wyłączeniu tego czynnika wynik był dobry (12,5%).
- Z wyjątkiem branż o ograniczonej konkurencyjności (górnictwo i kopalnictwo, produkcja energii), dane pokazały kontynuację silnego ożywienia w przemyśle, z produkcją w przetwórstwie przemysłowym rosnącą o prawie 17% r/r.
- Jeszcze lepsze były wyniki budownictwa, gdzie produkcja wzrosła w październiku o 28,8% r/r, co było jednym z najwyższych zanotowanych do tej pory wzrostów. Sugeruje to, że silne ożywienie inwestycji zaobserwowane w trzech pierwszych kwartałach roku przeniosło się również na czwarty kwartał.

**... i w handlu detalicznym**

- Wzrost sprzedaży detalicznej wyniósł w październiku 13,3% r/r i chociaż oznacza to nieznaczne spowolnienie w porównaniu z poprzednim miesiącem (14,5% r/r), to jest wynikiem całkiem przyzwoitym, jednym z najlepszych od początku roku.
- Realny wzrost sprzedaży był jeszcze wyższy i wyniósł 13,9% r/r, wskazując na brak sygnałów o wzrastającej presji inflacyjnej w handlu detalicznym.
- Wzrost sprzedaży był bardzo szeroko zakrojony, tj. dotyczył większości działów handlu. Najwyższą dynamikę zanotowano w sprzedaży pojazdów mechanicznych (częściowo efekt niskiej bazy) oraz dóbr trwałego użytku. Takie wyniki dobrze wróżą szacunkom wzrostu konsumpcji prywatnej w czwartym kwartale (powinna zwiększyć się o co najmniej 5% r/r).

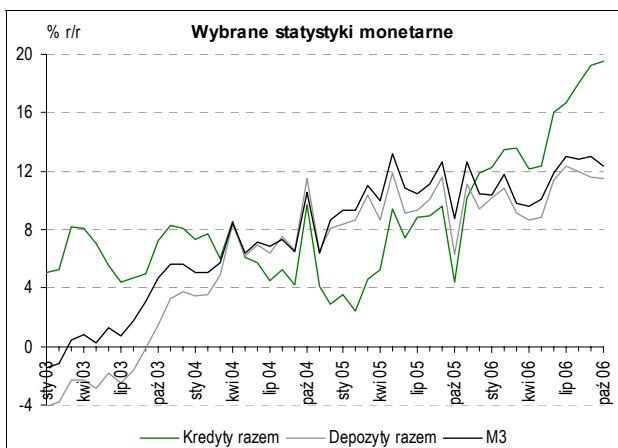
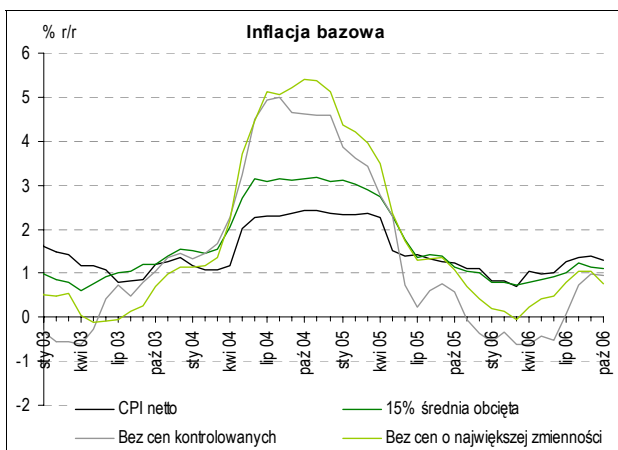
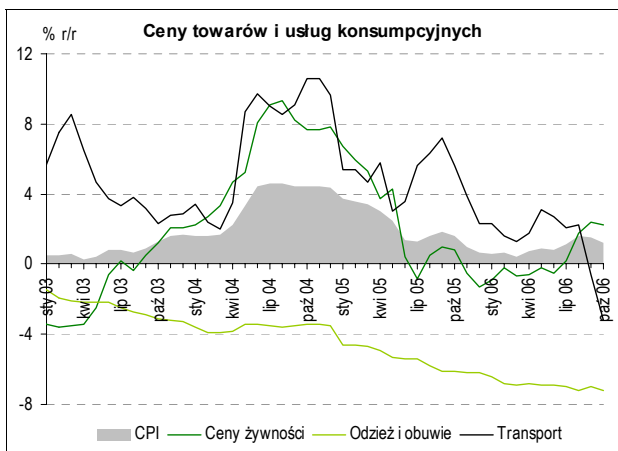
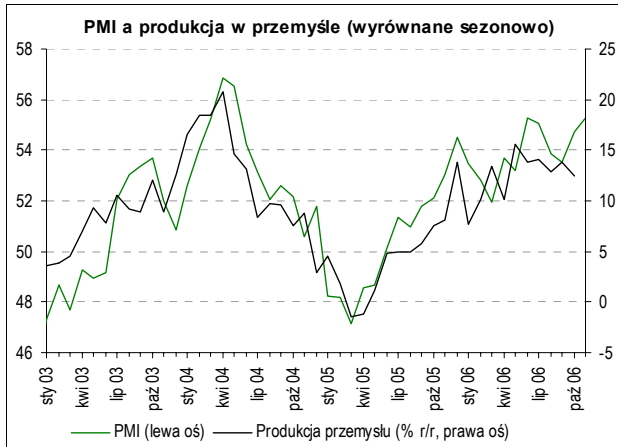
**Rekordowe tempo poprawy na rynku pracy**

- Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw lekko spowolnił w październiku do 4,7% r/r z 5,1% we wrześniu, sygnalizując, że nadal nie ma nadmiernej presji na wzrost wynagrodzeń. Jednocześnie podwyżki są wystarczająco duże, aby podtrzymać popyt konsumpcyjny, ponieważ towarzyszy im rekordowo mocny wzrost zatrudnienia – w październiku o 3,6% r/r. W rezultacie fundusz płac w firmach wzrósł nominalnie o 8,5% r/r, a realnie o 7,2% r/r wobec wzrostów o odpowiednio 8% r/r i 7% r/r w okresie styczeń-wrzesień.
- Bezrobocie rejestrowane spadło w październiku do 14,9%, osiągając najniższy poziom od sześciu lat. Liczba bezrobotnych osiągnęła 2,3 mln osób, spadając o 410 tys. w ciągu roku (15,1% r/r), a liczba ofert pracy wzrosła o 30% r/r. Zgodnie z prognozami Ministerstwa Pracy w listopadzie i grudniu spadek bezrobocia będzie kontynuowany, do 14,8% i 14,7%, co oznaczałoby najszybsze tempo poprawy od 1997 roku.
- Jeszcze lepsze są wstępne dane BAEL, wg których stopa bezrobocia w III kwartale br. spadła do 13%, liczba bezrobotnych spadła w ciągu roku o 780 tys. osób (aż 26% r/r!), a liczba zatrudnionych osób wzrosła o 567 tys. (3,9% r/r).
- Z jednej strony, jest to pozytywne dla perspektyw wzrostu PKB i konsumpcji, ale z drugiej strony, trzeba zadać sobie pytanie do jakiego stopnia szybsze i silniejsze zaciśnięcie warunków na rynku pracy będzie wpływało na ścieżkę inflacyjną. Wg naszych szacunków, wzrost jednostkowych kosztów pracy przyspieszył w III kwartale do 2% r/r z 1,2% r/r średnio w I półroczu (na podstawie danych o zatrudnieniu w całej gospodarce) i do 3,5% z 2,4% r/r (na podstawie danych BAEL). Jednak średni wzrost JKP w tym roku jest i tak niższy niż w 2005 r. głównie za sprawą tego, że oprócz wzrostu płac i zatrudnienia trwa szybka poprawa wydajności pracy w przedsiębiorstwach.



Źródło: GUS, obliczenia własne

Gospodarka Polski

**Wskaźniki koniunktury zapowiadają dalszą ekspansję**

- Większość indeksów wyprzedzających pokazała, że w listopadzie sytuacja w gospodarce pozostała bardzo dobra.
- Wskaźnik aktywności PMI w przetwórstwie przemysłowym wzrósł w listopadzie do najwyższego poziomu od trzydziestu miesięcy, za sprawą silnego wzrostu nowych zamówień oraz przyspieszającej produkcji. Indeks poziomu zatrudnienia sugerował dalszą poprawę na rynku pracy.
- Wskaźniki koniunktury GUS również wskazywały na kontynuację szybkiej poprawy nastrojów przedsiębiorców w porównaniu z analogicznym miesiącem poprzedniego roku. W przetwórstwie przemysłowym i budownictwie indeksy koniunktury były na najwyższym listopadowym poziomie od roku 1992 i 1993 (odpowiednio). Badane firmy spodziewały się dalszego wzrostu produkcji i zamówień, poprawy sytuacji finansowej i wzrostu cen.

Inflacja w dół w październiku

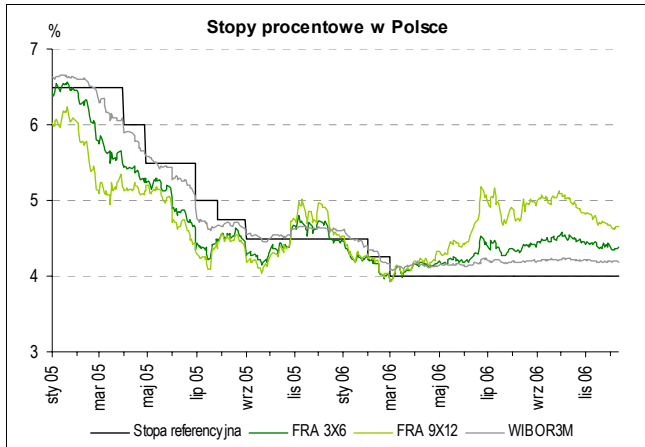
- Po dwóch miesiącach stabilizacji CPI na poziomie 1,6% r/r, w październiku inflacja znalazła się ponownie poniżej dolnej granicy dopuszczalnego przedziału odchyłek od celu banku centralnego, spadając do 1,2% r/r. Co ważne, były za to odpowiedzialne nie tylko ceny żywności i paliw (te pierwsze wzrosły o umiarkowane 0,8% r/r i 2,2% r/r, a paliwa staniały aż o 5% m/m i 6,2% r/r), ale też brak wzrostów w innych kategoriach.
- Potwierdziły to wskaźniki inflacji bazowej – trzy z miar obniżyły się o 0,1-0,2 pkt. proc. a dwie inne pozostały bez zmian. Jedną z najbardziej obserwowanych miar, inflacja netto (CPI po wyłączeniu cen paliw i żywności) spadła do 1,3% z 1,4% r/r we wrześniu i była najwyższą spośród miar inflacji bazowej; dwie inne wyniosły 1,1%, a dwie były poniżej 1%.
- W kolejnych miesiącach stopa inflacji będzie zapewne rosnąć. W grudniu osiągnie niespełna 2% r/r, w I kwartale 2007 może zwiększyć się do ok. 2,5%, a następnie powinna utrzymać się nieco powyżej poziomu 2% do końca 2007 r. W sumie jednak, ostatnie dane potwierdziły naszą opinię, że nie ma przekonujących dowodów na to, aby cel inflacyjny 2,5% był zagrożony w średnim okresie, ponieważ bardzo szybki wzrost gospodarczy i zacieśniający się rynek pracy nie przekładają się na ogólną presję na ceny.
- Obaw inflacyjnych nie potwierdziły również dane o PPI. Wzrost cen producentów spowolnił w październiku do 3,4% z 3,6% w poprzednim miesiącu, co było spowodowane obniżającymi się cenami paliw i innych surowców. Ceny w sektorze przetwórczym wzrosły o zaledwie 1,7% r/r (podobnie jak we wrześniu), wskazując że trwały wzrost popytu nie ma przełożenia na wzrost cen hurtowych, nawet jeśli niektóre koszty działalności (np. koszty pracy) mogły ostatnio wzrosnąć.

Podaż pieniądza i kredyty szybko rosną

- Roczna dynamika podaży pieniądza nieznacznie spowolniła w październiku, do poziomu 12,3% r/r wobec 13% we wrześniu.
- Wzrost depozytów ogółem był podobny jak miesiąc wcześniej i wyniósł 11,5% r/r przy czym depozyty firm zwiększyły się o 19,4%, a depozyty gospodarstw domowych o 7% r/r.
- Dynamika kredytów ponownie przyspieszyła i osiągnęła 19,5% r/r, czyli najwyższy poziom od końca 2000 r. Wynikało to głównie z przyrostu kredytów dla gospodarstw domowych (wzrost o ponad 30% r/r), choć warto odnotować, że po raz pierwszy od początku 2001 r. dwucyfrową dynamikę (10,3% r/r) zanotowały również kredyty dla firm.
- Szybki wzrost kredytów wspiera prognozy kontynuacji szybkiego tempa wzrostu PKB w najbliższej przyszłości, lecz jednocześnie nie jest nadmiernie dużym zagrożeniem dla inflacji.

Źródło: GUS, NBP, Reuters, szacunki własne

Pod lupą: Bank centralny



Fragmety komunikatu RPP z 29 listopada 2006

Takie tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw (10,1% r/r), przy ich dużych środkach własnych związanych z bardzo dobrymi wynikami finansowymi, może zapowiadać dalszy wzrost dynamiki inwestycji.

Według wstępnych szacunków tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy (JKP) w gospodarce (z wyłączeniem rolnictwa indywidualnego) przyspieszyło do 6,2% r/r w III kw. 2006 r. (wobec 4,5% r/r w II kw. oraz 2,7% w I kw. 2006 r.). W przemyśle natomiast w okresie styczeń-październik br. wzrost wydajności pracy (10,2% r/r) był nadal wyższy od wzrostu płac, czego efektem jest spadek JKP w tym sektorze o 4,7% r/r.

Najnowsze dane sygnalizują, że inflacja (CPI r/r) w IV kw. może być niższa niż wskazywała projekcja październikowa, natomiast inflacja bazowa netto będzie zgodna z tą projekcją. Mimo najprawdopodobniej niższej niż oczekiwano inflacji CPI w IV kw. br. Rada ocenia, że perspektywy inflacji w średnim okresie nie uległy zasadniczej zmianie w stosunku do oceny sformułowanej w październiku.

Notka biograficzna Jana Sulmickiego

Absolwent wydziału handlu zagranicznego SGPiS. Doktorat z roli handlu zagranicznego w integracji europejskiej. Rozprawa habilitacyjna poświęcona zmianom zachodzącym w gospodarce światowej.

Od 1968 roku pracownik naukowy Szkoły Głównej Handlowej. Obecnie wykładowca w Instytucie Handlu Zagranicznego i Studiów Europejskich.

Autor ponad 100 prac naukowych, był stypendystą Fundacji Fulbrighta.

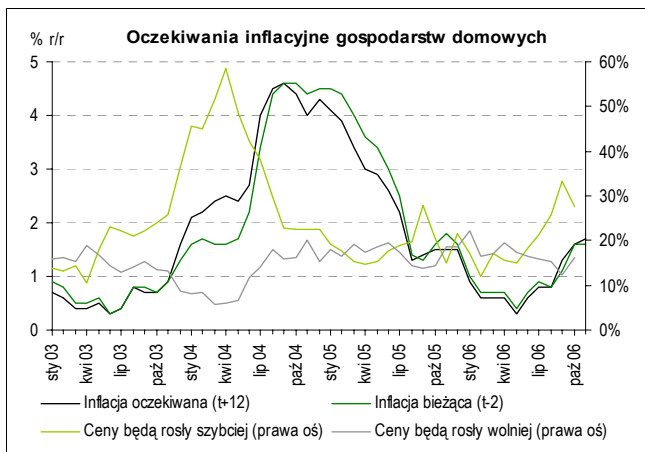
W latach 1988-2002 na stanowisku doradcy prezesa NBP.

W latach 90. przedstawiciel Polski w Radzie Banku Światowego.

Pod koniec lat 90. jako wiceminister w Rządowym Centrum Studiów Strategicznych – nadzorował pracę siedmiu departamentów.

Od października br. w Radzie Nadzorczej KGHM.

Swoje badania koncentruje na przyczynach powstawania współczesnych kryzysów walutowych, w tym na ryzyku ich wystąpienia w Polsce. Ponadto bada zagadnienia integracji walutowej Polski w UE.



Źródło: NBP, Reuters, Ministerstwo Skarbu

Rada nadal obserwuje rozwój sytuacji

▪ Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami, RPP nie dokonała na listopadowym posiedzeniu RPP zmiany parametrów polityki pieniężnej. Stopa referencyjna nadal wynosi więc 4%.

▪ Z tonu komunikatu RPP można wnioskować, że ocena Rady odnośnie średnioterminowych perspektyw inflacji nie zmieniła się znacząco od poprzedniego posiedzenia.

▪ Niestety, komunikat po raz kolejny nie przedstawił zbyt wiele szczegółów odnośnie tego, jakie są przewidywania inflacyjne Rady po roku 2007 (czyli horyzontu istotnego dla podejmowanych obecnie decyzji).

▪ Na podstawie komunikatu można wywnioskować, że prognoza Rady jest nadal niższa od ostatniej projekcji inflacji NBP, która zakładała wzrost inflacji do 3,5% pod koniec 2008. Trudno jednak określić o ile jest niższa. Jeśli chodzi o krótkoterminowe perspektywy inflacji, Rada jest bardziej optymistyczna niż wcześniej, ponieważ napisała, że inflacja w IV kwartale 2006 powinna być niższa niż przypuszczano.

▪ Podczas gdy pojawiają się różne argumenty (coraz silniejszy wzrost popytu w gospodarce i wzrost JKP), które wydają się stopniowo zmieniać bilans czynników w kierunku sytuacji coraz mniej przyjaznej dla inflacji, większość członków RPP najwyraźniej nie zgodziła się na listopadowym posiedzeniu, że taka sytuacja wymaga podwyżki stóp.

▪ Podtrzymujemy opinię, że stopy procentowe pozostaną bez zmian co najmniej przez najbliższe miesiące, a RPP oczekiwać będzie na bardziej przekonujące sygnały ze strony danych. Jeżeli nowe dane nie pokażą, że szybszy wzrost popytu i zmiany na rynku pracy zwiększają presję na wzrost cen, to może się okazać, że stopy procentowe są odpowiednie, aby ustabilizować inflację na poziomie 2,5% w średnim terminie.

Jest już kandydat na nowego prezesa NBP

▪ Prezydent RP Lech Kaczyński podał w końcu nazwisko kandydata na nowego szefa NBP. Został nim Jan Sulmicki, profesor SGH. Jego nominacja zaskoczyła rynki, gdyż nie był on w ogóle wymieniany jako możliwy kandydat.

▪ Jego kandydatura jest pozytywnie oceniana przez różnych ekonomistów. Na przykład, Jan Winiecki, który jest uznawany za liberalnego ekonomistę, powiedział, że wybór Sulmickiego byłby gwarancją braku radykalnych zmian w polityce pieniężnej i dobrego funkcjonowania banku centralnego.

▪ Pierwsza reakcja rynków była neutralna, a teraz inwestorzy będą oczekiwali na wypowiedzi Sulmickiego na temat polityki stóp procentowych, polityki kursowej oraz drogi Polski do strefy euro. Zatem, umiejętność komunikacji nowego prezesa z rynkami będzie kluczowa w nadchodzących tygodniach.

Oczekiwania inflacyjne pozostają pod kontrolą

▪ Miara oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych za listopad pokazała w delikatny wzrost inflacji oczekiwanej za 12 miesięcy do 1,7% z 1,6% w październiku, ale należy pamiętać, że miara wykorzystywana przez Narodowy Bank Polski ma charakter adaptacyjny, zależąc w dużym stopniu od zmian inflacji bieżącej (opóźnionej o dwa miesiące), która ostatnio rosła. Trudno więc mówić o istotnym nasileniu się oczekiwanych inflacyjnych ludności.

▪ Tym bardziej że w październiku zatrzymane zostało pogarszanie się struktury odpowiedzi respondentów co do tempa przyszłych zmian cen (struktura odpowiedzi za listopad nie jest jeszcze opublikowana). Zmniejszył się bowiem dość wyraźnie udział osób spodziewających się, że za rok ceny będą rosły w większym tempie niż obecnie.

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Jan Czekaj, członek RPP

Reuters, 12 grudnia

Sytuacja gospodarcza się tak rozwija, że faktycznie bardziej prawdopodobne są podwyżki stóp niż utrzymanie obecnego poziomu, ale kwestia podwyżek do końca nie jest jeszcze przesądzona. (...) Jednak musimy być czujni. Ale nie musimy też działać w wielkim pośpiechu i dlatego Rada dotąd nie zdecydowała się na podwyższenie stóp. Jeżeli inflacja przejściowo wzrośnie, nawet powyżej 2,5%, to reagowanie podwyżką na taki szok byłoby nieracjonalne.

PAP, 8 grudnia

Każdy wzrost PKB działa w kierunku zwiększenia presji inflacyjnej, ale nie oznacza to, że ta presja jest już wysoka. Trzeba pamiętać także, że przecież wzrost gospodarczy działa wcześniej niż jest publikowany, a inflacja nadal jest niska, co widzieliśmy po danych październikowych.

Dariusz Filar, członek RPP

PAP, 30 listopada

Moim zdaniem te dane o PKB wskazują na potrzebę wykonania pierwszego ruchu już teraz, na najbliższym posiedzeniu.

Osiągnęliśmy taki poziom stabilizowania inflacji w Polsce, że możemy poruszać się krokami, tymi podstawowymi, czyli 25 pb.

Stanisław Nieckarz, członek RPP

PAP, 20 listopada

Po pierwszym kwartale 2007 r. konieczne będzie dokonanie oceny sytuacji gospodarczej i siły działania poszczególnych tendencji rzutujących na przewidywany przebiegu inflacji w 2008 r., a zwłaszcza w drugiej jego połowie. Na tej podstawie powinna być podjęta decyzja o ewentualnej korekcie stóp procentowych. Obecne oczekiwania niektórych analityków rynkowych na zbliżające się już w pierwszych miesiącach 2007 r. podwyżki stóp procentowych są przesadzone.

Marian Noga, członek RPP

PAP, 11 grudnia

Jeżeli RPP ma działać na zasadzie 'forward looking' to potrzebne są działania. Nie jestem zwolennikiem czekania do czasu, aż inflacja dotrze do celu - to za późno. Dobrym momentem na podwyżkę byłby czas, kiedy wskaźnik CPI dojdzie do 2 proc. Odpowiednie kroki w zacieśnianiu polityki pieniężnej to 25 pb.

Stanisław Owskiak, członek RPP

PAP, 16 listopad

Obecny stan gospodarki polskiej sprzyja stabilizacji cen oraz obecnym stopom procentowym. (...) Jest zrozumiałe, że w polityce monetarnej trzeba działać z wyprzedzeniem. Nie sądzę, aby ktokolwiek z członków RPP lekcewał cel inflacyjny. Jednak nazbyt restrykcyjna polityka monetarna nie może uderzać we wzrost PKB. Przy takich zapóźnieniach, jakie ma Polska, zduszenie wzrostu PKB w sytuacji kiedy inflacja jest daleko od celu, jest niewskazane. (...) Jeżeli wydajność pracy zostanie utrzymana na wysokim poziomie, rynek pracy się otworzy na pracowników ze Wschodu, to nie jestem pewien czy będzie potrzebna podwyżka stóp w 2007 roku. Trzeba pamiętać, że taka podwyżka mogłaby zadziałać negatywnie na klimat gospodarczy z punktu widzenia psychologicznego, zwłaszcza, gdyby pierwsza ewentualna zmiana (podwyższenie) stóp powiązana była z zapowiedzią kolejnych podwyżek (serii).

Andrzej Sławiński, członek RPP

Reuters, 20 listopad

Sytuacja tego rodzaju (trwałe ożywienie koniunktury) każe liczyć się z tym, że inflacja będzie stopniowo rosła, mimo że jej aktualny poziom jest niski. Z drugiej jednak strony, doład inflacja netto pozostaje na niskim poziomie ograniczone jest ryzyko, że inflacja utrzymywałaby się w przyszłości długo i znacznie powyżej celu. Nie należy jednak oczekiwać, że nie będą następowały dostosowania polityki pieniężnej do stanu koniunktury w gospodarce. Inflacja bazowa to tylko jeden w wielu z wskaźników, jakie banki centralne biorą pod uwagę. Wszystkie banki centralne bacznie obserwują także dynamikę płac, wydajności i jednostkowych kosztów pracy.

Komentarz

Wypowiedzi Jana Czekaja pokazują, że członkowie RPP zaliczani do gołębiego obozu nie są głusi na pojawiającą się argumenty, wskazujące na możliwość nasilenia presji inflacyjnej w przyszłości. Ze względu na bardzo łagodny, dotychczasowy przebieg procesów inflacyjnych, pomimo kilku kwartałów coraz silniejszej ekspansji gospodarczej (w tym potencjalnie proinflacyjnych zjawisk na rynku pracy), nie mają oni jednak pewności, czy oczekiwany wzrost inflacji będzie zagrażał celowi banku centralnego w średnim terminie.

Naszym zdaniem wypowiedzi Czekaja dość dobrze odzwierciedlają poglądy większości członków Rady. Podwyżki stóp są więc obecnie mocną prawdopodobną opcją, ale wcale nie jest przesądzone, że do nich rzeczywiście dojdzie. Wszystko zależy od rozwoju sytuacji gospodarczej w najbliższych miesiącach i informacji o sile przełożenia zmian w popycie oraz na rynku pracy na procesy cenowe w gospodarce.

Przedstawiciel „jastrzębiej” frakcji w RPP podtrzymuje opinię, że z podwyżkami stóp nie można zwlekać i są one potrzebne już teraz. Jednocześnie jednak uważa on, że ewentualne podwyżki stóp powinny mieć jednorazowo skalę nie większą niż 25 pb, co do czego zgadzają się również inni członkowie Rady. W przeciwieństwie do innych krajów w regionie, trudno więc spodziewać się, aby ewentualne podwyżki miały większą skalę niż ćwierć punktu procentowego.

Podczas gdy frakcja „jastrzębiej” bardzo spieszą do podwyżek stóp, przedstawiciele „gołębiego” stronnictwa w Radzie dają sobie więcej czasu na analizę sytuacji. Z wypowiedzi Stanisława Nieckarza wynika, że ocena powinna trwać co najmniej do II kwartału 2007 roku. Według nas większość członków RPP nie wyznacza sobie konkretnego okresu czasu na analizowanie sytuacji, lecz po prostu na bieżąco analizuje sytuację wraz z napływem kolejnych danych. Do zmiany poglądów większości w RPP może więc dojść w każdej chwili, w zależności od „siły argumentów”, czyli wartości konkretnych informacji o gospodarce.

Profesor Marian Noga, który zazwyczaj głosował zgodnie z „jastrzębią” frakcją Rady uzasadnia potrzebę podwyżki stóp koniecznością zorientowania w polityce pieniężnej na przyszłość („forward looking”). Z jego wypowiedzi wynika jednak, że ma to oznaczać, iż do podwyżki stóp powinno dojść po osiągnięciu przez bieżącą inflację pewnego poziomu (konkretnie 2%). Naszym zdaniem Rada powinna się koncentrować na tym, czy i do jakiego poziomu oraz na jak długo inflacja wzrośnie w przyszłości, a nie na wzroście bieżącej inflacji.

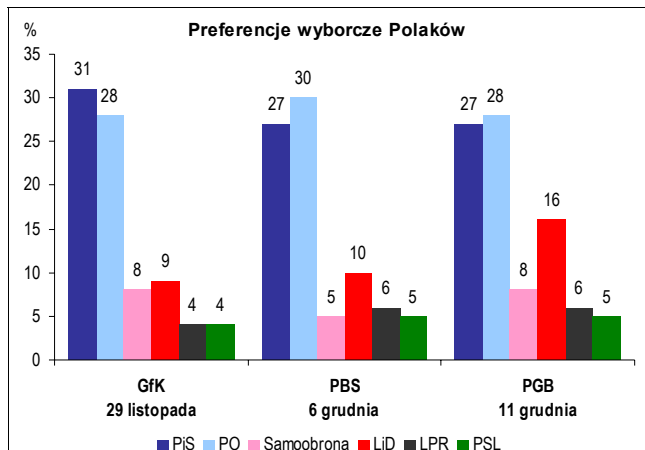
Profesor Stanisław Owskiak w dość zdecydowany sposób opowiedział się przeciwko podwyżkom stóp. Ponieważ można go zaliczyć do grupy umiarkowanych bankierów centralnych, to jego wypowiedzi wydają się być istotne dla oceny bilansu sił w Radzie.

Owskiak podkreślił, że żaden z członków RPP nie lekcewał celu inflacyjnego i że wszyscy są zorientowani na przyszły przebieg procesów inflacyjnych. W ten sposób odpowiedział na argumenty „jastrzębi”, że zorientowana na przyszłość polityka pieniężna zdecydowanie wymaga podwyżki stóp. Brak postrzegania potrzeby podwyżek stóp przez Owskiaka nie wynika z tego, że nie jest on w myśleniu o polityce pieniężnej zorientowany na przyszłość, lecz z tego, że w przeciwieństwie do niektórych innych członków Rady nie dostrzega on zagrożeń dla celu inflacyjnego w średnim terminie.

Ponadto, z wypowiedzi Owskiaka wynika, że dla niego bardziej niż dla innych członków Rady liczy się troska o wzrost gospodarczy, a zatem jest on mniej skłonny zaakceptować koszt walki z inflacją.

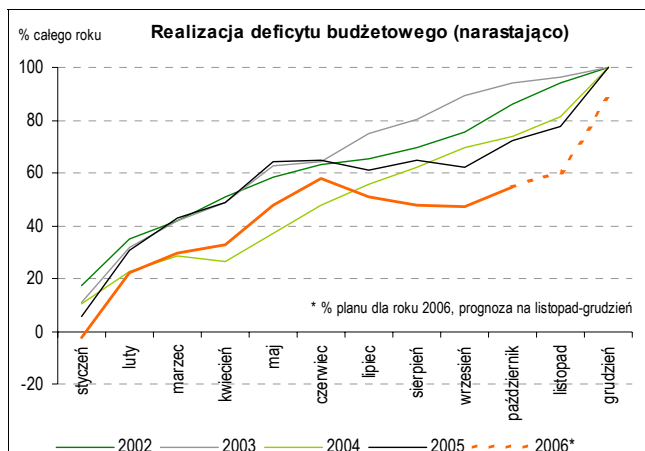
Wywiad Andrzeja Sławińskiego dla agencji Reuters pokazał, że nie wszyscy umiarkowani członkowie Rady opowiadają się tak zdecydowanie przeciwko zaostrzeniu polityki pieniężnej jak Stanisław Owskiak. Profesor Sławiński zwraca uwagę, że wzrost inflacji jest nieunikniony. Chociaż jednocześnie wskazuje, że ryzyko nadmiernego wzrostu inflacji wydaje się być ograniczone, to stwierdza wprost, że trudno oczekiwać, aby nie nastąpiły jakieś dostosowania w polityce pieniężnej. Jednocześnie jednak warto zwrócić uwagę, że w wielu wypowiedziach Sławiński wskazywał, że efektywne zaostrzenie polityki pieniężnej może nastąpić poprzez aprecjację kursu złotego. Zwracał również uwagę na antyinflacyjną rolę podwyżek stóp za granicą. Wydaje się więc nam, że dla profesora Sławińskiego konieczność podwyżek stóp w Polsce nadal nie jest oczywista.

Pod lupą: Rząd i polityka



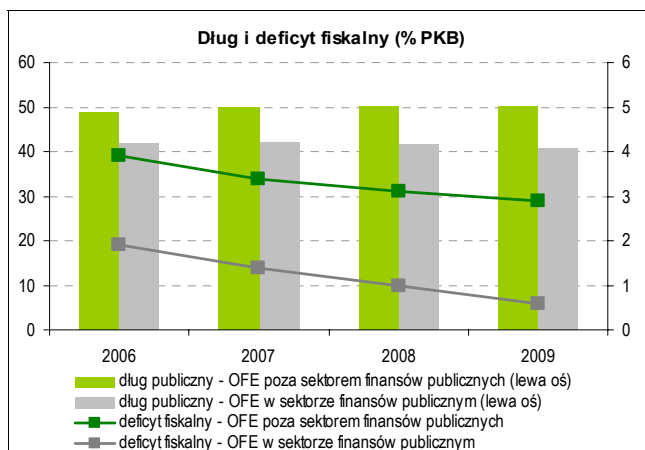
W polityce bez zmian – ciągle jakies zamieszanie

- Kolejne zamieszanie wśród partii rządzących ponowiło pytanie o przyszłość koalicji rządzącej. Pozostaje to jednak bez znacznego wpływu na rynek finansowy, co nie powinno dziwić bowiem, jak wielokrotnie pisaliśmy, ewentualne wcześniejsze wybory niekoniecznie byłyby postrzegane przez inwestorów jako zła informacja. Choć mogłoby dojść do krótkiej korekty.
- Bez trudności nie jest także opozycja. Po skromnej wygranej w wyborach samorządowych Platforma Obywatelska stanęła w obliczu pewnych wewnętrznych konfliktów.
- Tak więc, przyszłość kształtu polskiej sceny politycznej stoi (już od jakiegoś czasu zresztą) pod znakiem zapytania, a w międzyczasie nie ma specjalnie istotnych zmian w sondażach opinii publicznej, choć warto odnotować spadek poparcia dla populistów.



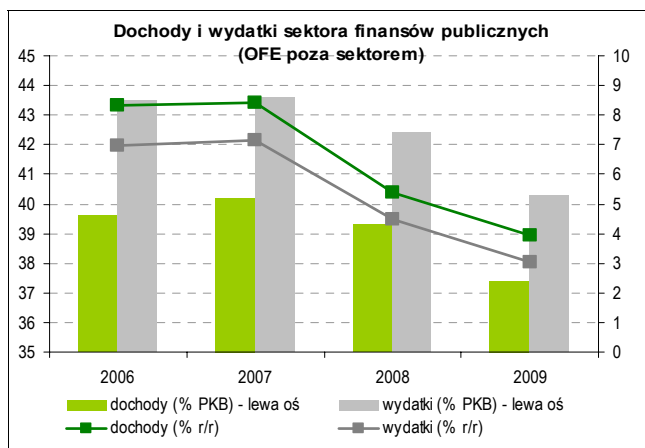
Deficyt poniżej planu w tym (i przyszłym?) roku

- Dane budżetowe za październik były pozytywne pomimo faktu, że po kilku miesiącach nadwyżek tym razem wystąpił deficyt w wysokości ponad 2 mld zł.
- Realizacja części wydatków została odłożona na IV kwartał, co było widać w danych za październik. Równocześnie jednak następuje znaczny wzrost PKB i wzrost dochodów - w pierwszych dziesięciu miesiącach w sumie o 9,2% r/r, wobec planu 8,6%, a w samym październiku o 16% r/r.
- Do końca roku wydatki będą zapewne rosnać szybciej, ale deficyt w 2006 powinien być znacznie niższy od planowanego, ostatnie komentarze mówią że nawet o 3,5 mld zł.
- Co więcej, istnieje szansa, że jeszcze lepsza będzie realizacja dochodów, które mogłyby zostać przerzucone na rok 2007 ułatwiając realizację przyszłorocznego budżetu.



Plan konwergencji – bez poprawy w redukcji deficytu

- Aktualizacja polskiego programu konwergencji przyjmuje spadek deficytu fiskalnego do poziomu 2,9% PKB w 2009 z 3,4% PKB w 2007. W tym okresie przewidywana jest również stabilizacja długu publicznego na poziomie 50% PKB.
- Oznacza to, że Polska spełni warunki konwergencji w 2009. Warto jednak przypomnieć, że Komisja Europejska rekomendowała przyspieszenie procesu dostosowania fiskalnego i obniżenie deficytu poniżej 3% do roku 2007.
- Rząd uważa, że pokazana ścieżka obniżenia deficytu powinna być wystarczająca by przekonać Unię Europejską by zamknęła procedurę nadmiernego deficytu. Zobaczymy jednak czy argumenty Polski będą wystarczająco silne by przekonać Komisję.
- Ścieżka fiskalna zaprezentowana w programie nie zawiera nowych informacji dla rynku gdyż jest zgodna z wcześniejszymi deklaracjami i przewidywaniami. Dopóki polska gospodarka doświadcza szybkiego tempa wzrostu gospodarczego rynki nie zajmują się za bardzo problemami polityki fiskalnej.
- Według programu strona dochodowa uwzględnia obniżenie pozapłacowych kosztów pracy (stawki rentowej o 3 pkt proc. w 2008 i 2009 roku) oraz wprowadzenie dwóch stawek PIT (18% i 32%) w 2009 r. Stąd znaczące obniżenie dynamiki wzrostu dochodów w tych latach pomimo utrzymania wysokiego tempa wzrostu gospodarczego (powyżej 5%).
- Aby jednak wykazać spełnienie kryterium deficytu nawet po wyłączeniu OFE z sektora publicznego należało również obniżyć dynamikę wydatków. Pytanie tylko czy wiarygodne jest założenie przyjęte przez Ministerstwo Finansów, że wydatki w roku wyborczym (2009) wzrosną o 3%, czyli tylko nieco wyżej niż założona inflacja.



Źródło: Ministerstwo Finansów, ośrodki badawcze, szacunki własne

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Komentarz

Jarosław Kaczyński, premier RP

PAP, 5 grudnia

Spodziewam się, że w trakcie reorganizacji rządu dojdzie do zmian personalnych. I w tym kontekście widzę także przyszłość rządową Kazimierza Marcinkiewicza. Mamy w tej chwili wicepremiera gospodarczego. Wicepremierem jest pani prof. Zyta Gilowska. I nie widzę w tej chwili żadnych przesłanek, żeby to zmieniać

Jarosław Kaczyński potwierdził, że zaproponował pracę w rządzie Kazimierzowi Marcinkiewiczowi, choć wciąż nie zostało sprecyzowane w jakim resorcie. Zasugerował jednak, że nie chce wymieniać ministra finansów. Jak na razie, informacje płynące ze sceny politycznej są dość niejednoznaczne, a spekulacje medialne nt. możliwych scenariuszy często są rozbieżne. Pozostaje więc zaczekać na ogłoszenie oficjalnych decyzji w tych kwestiach. Wydaje nam się, że rynki finansowe powinny przyjąć ewentualną rekonstrukcję rządu neutralnie.

Jarosław Kaczyński, premier RP

PAP, 29 listopada

Uważam, że pośpiech w tej sprawie [przyjęcia euro] może nam bardzo zaszkodzić. Wprowadzenie w tej chwili euro to jest zdjęcie ochrony z polskiego eksportu. (...) Złoty jest w tej chwili niedoszacowany. Euro nie jest warte 4 zł, ono jest warte mniej.

Argumenty, którymi premier uzasadnił swoje stanowisko powinny przemawiać raczej na rzecz szybkiego wprowadzenia euro. O ile trudno się nie zgodzić, że wiele fundamentalnych czynników przemawia za aprecjacją złotego w dłuższym okresie, to warto zauważyć, że w tej sytuacji utrzymanie płynnego kursu walutowego nie jest – delikatnie mówiąc – najlepszym sposobem na ochronę eksporterów przed utratą konkurencyjności. Zresztą tego typu wypowiedzi, jak ta premiera oraz wiceministra finansów dwa dni później) mogą wręcz przyspieszać trend na umocnienie złotego. Nie jesteśmy przekonani czy odbito by się to korzystnie na stanie polskiej gospodarki, gdyż obniżone wyniki finansowe eksporterów mogłyby oznaczać pewne spowolnienie, również popytu krajowego.

Piotr Soroczyński, wiceminister finansów

Rzeczpospolita, 1 grudnia

Do końca lutego złoty będzie się umacniał. Za euro możemy wtedy płacić nawet poniżej 3,7 zł. Potem złoty może zacząć słabnąć.

Na pytanie Zyty Gilowskiej „czemu by nie zapytać Polaków o wejście do strefy euro?” mamy jedną prostą odpowiedź – bo już zapytaliśmy. W referendum unijnym w 2003 roku. Choć być może wtedy nie dopełniony został warunek wspomniany przez ministra finansów, a mianowicie nie poinformowano starannie, że wejście do UE oznacza konieczność wejścia do strefy euro. Obawiamy się, że temat wejścia do strefy euro stanie się w miarę zbliżania się tego terminu (choć póki co on się oddala) gorącym tematem politycznym, a nie ekonomicznym.

Zyta Gilowska, wicepremier, minister finansów

Reuters, 4 grudnia

My wejdzimy do strefy euro praktycznie na zawsze. Dlaczego by nie zapytać obywateli - starannie ich przy tym informując, o co chodzi - czy uważają, że jesteśmy gotowi wejść w roku 2000 plus x, gdy przedstawiciele władz mówią, że z technicznego punktu widzenia wszystko jest OK?

Piotr Soroczyński, wiceminister finansów

PAP, 1 grudnia

Typowy dla listopada byłby wzrost cen o 0,2-0,3 proc. w ujęciu miesięcznym. W związku z tym mogło się okazać, że roczny wskaźnik inflacji powinien być wyższy niż 1,5 proc. Tym bardziej, że mamy dość dziwną bazę z ubiegłego roku. W listopadzie ub.r. ze względu na wstrzymanie eksportu mięsa do Rosji ceny nie rosły tak, jak powinny, przejściowo nawet spadały. Można się było obawiać, że wskaźnik roczny wyniesie 1,6-1,7 proc. Druga tura odrabiania bazy będzie widoczna w grudniu. Dojdziemy prawdopodobnie do poziomu 1,9 proc. rdr. Tak się powinien zamknąć rok. Wydaje się, że to będzie wynik przyzwoity. Efekt bazowy będzie trwał do marca. „Dziwna” sytuacja - jeśli chodzi o inflację - utrzymywała się bowiem od listopada ubiegłego roku do marca tego roku. Teraz, mając „zwyczajne” układy będziemy mieli wzrost rocznego wskaźnika cen. W okolicach marca może on być najwyższy, jeśli chodzi o przyszły rok. Może on sięgnąć celu inflacyjnego, czyli 2,5 proc. w marcu. Potem inflacja się ustabilizuje, a w lecie - gdy wejdzimy w echo wyższej tegorocznej bazy spowodowanej suszą - powinniśmy mieć spadek, nawet poniżej 2 proc. Mamy czas na rozważne analizowanie tego, co się dzieje z inflacją. Sytuacja nie wygląda na niepokojącą. Podwyżki stóp procentowych w tej chwili nie są konieczne. Można się nad nimi zacząć zastanawiać w marcu przyszłego roku, kiedy będą już znane dane o inflacji za luty i przekalibrowane dane za styczeń. Będziemy wtedy wiedzieli dokładnie, jak zakończył się rok 2006 i rozpoczął 2007.

Ministerstwo Finansów poinformowało, że przewiduje wzrost inflacji w listopadzie do 1,5% z poziomu 1,2% w październiku. Jest to zgodne z naszą prognozą. Przewidywania ministerstwa przedstawione przez szefa działu analiz zakładają, że inflacja będzie kontynuowała wzrost w kolejnych miesiącach, do 1,8% r/r w grudniu i 2,2-2,3% w marcu 2007. Wiceminister finansów Piotr Soroczyński był nieco mniej optymistyczny. Powiedział on tego samego dnia, że inflacja może osiągnąć 1,9% w grudniu i 2,5% w marcu. Według naszych prognoz inflacja może nawet przekroczyć tymczasowo cel banku centralnego 2,5% w pierwszym kwartale, choć warto zauważyć, że jeszcze niedawno istniało ryzyko, że inflacja może osiągnąć nawet 3%.

Podobnie jak Ministerstwo Finansów uważamy, że inflacja w kolejnych miesiącach 2007 roku powinna się ustabilizować. Prognozy ministerstwa w ostatnim miesiącu okazały się trafne, więc powyższe wypowiedzi umocniły rynek długu, wspierając pogląd, że podwyżki stóp procentowych w Polsce mogą nie nadejść tak szybko. Jeśli ta prognoza inflacji by się zmaterializowała, to pozytywne nastroje na rynku obligacji, powodowane również przez dobre nastroje na rynkach bazowych, mogą się utrzymać. Pomaga to ministerstwu sprzedawać na rynku papiery skarbowe na kolejnych aukcjach pomimo coraz niższych rentowności (wyższych cen). Warto jednak przypomnieć, że Ministerstwo Finansów w założeniach budżetowych na przyszły rok przyjęło dwie podwyżki stóp procentowych NBP o 25 pkt bazowych. Jest to mniej więcej tyle ile wycenia obecnie rynek finansowy.

Marek Kuchciński, szef klubu parlamentarnego PiS

PAP, 12 grudnia

Nie powinno być problemu do znalezienia poparcia dla tej kandydatury, ale jak będzie to zobaczymy, to jest propozycja prezydenta. Z zadań jakie spoczywają na prezesie trudno spodziewać się zasadniczych zmian. Myślę natomiast, że funkcja prezesa NBP nie będzie odbierana tak politycznie.

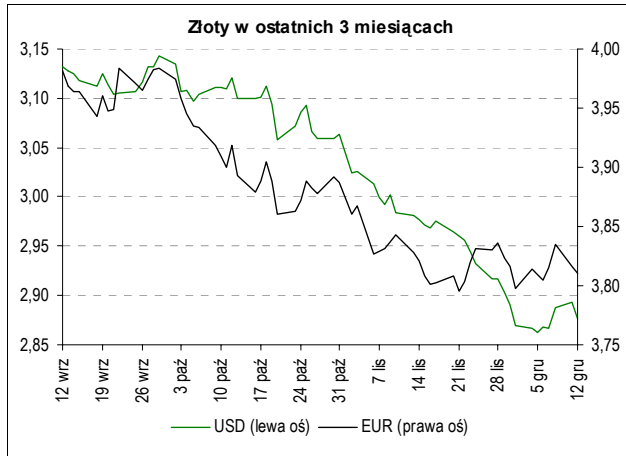
Nie było końca spekulacjom kto zostanie nowym prezesem NBP. Okazało się jednak, że nominacji nie otrzymała żadna z osób przedstawianych w mediach jako potencjalni kandydaci. Wydaje się, że politykom zależy na jak najszybszym nominowaniu Jana Sulmickiego na szefa banku centralnego. Marszałek Sejmu zasugerował nawet, że może to odbyć się jeszcze przed świętami (kadencja obecnego prezesa wygasa 10 stycznia). W pierwszych godzinach po wysłaniu nominacji prezydenta Lecha Kaczyńskiego do Sejmu partnerzy koalicyjni PiS byli ostrożni w wyrażaniu poparcia dla tej kandydatury, uzależniając wynik głosowania od bardziej szczegółowej analizy poglądów Sulmickiego. Z drugiej strony, dość pozytywnie o kandydaturze wypowiedział się przedstawiciel PO. Wydaje się więc, że bez problemów powinna się znaleźć większość w parlamencie aby poprzeć Jana Sulmickiego na stanowisko prezesa NBP.

Zbigniew Chlebowski, jeden z liderów PO

PAP, 12 grudnia

Na chwilę obecną można powiedzieć, że jest to kandydat niewątpliwie kompetentny, był doradcą prezesa w NBP. Ale potrzeba czasu, by go poznać i ewentualnie zdecydować o poparciu tej kandydatury

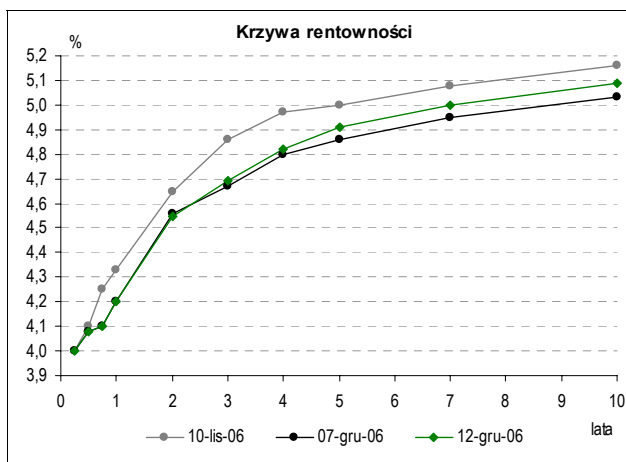
Monitor rynku



Stabilizacja EURPLN, spore umocnienie wobec dolara

▪ Po publikacji ostatniego raportu złoty początkowo się umocnił do poniżej 3,8 do euro. Potem nastąpiła lekka korekta, przed długim weekendem w USA. Kurs EURPLN ustabilizował się nieco powyżej 3,8. Kurs USDPLN spadł o 3% do 2,88, z powodu odwrotu inwestorów od waluty amerykańskiej. Zamieszanie w polityce spowodowało lekkie osłabienie złotego, jednak dane z regionu i komunikat Fed podtrzymują dobre nastroje.

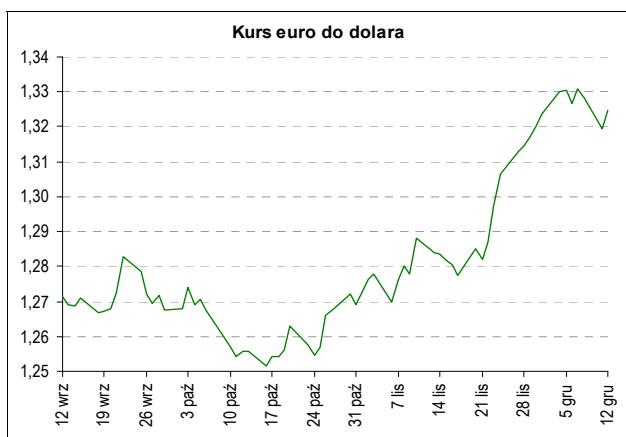
▪ Na złotego pozytywnie mogą nadal wpływać utrzymujące się dobre nastroje w regionie, wspierane przez szybszy wzrost gospodarczy, i brak narastania presji inflacyjnej. Jeśli potwierdzi się scenariusz miękkiego lądowania złoty może jeszcze się umocnić. 3,78, 3,75 to kolejne poziomy oporu dla EURPLN. USDPLN może również jeszcze spaść. Korekta jest prawdopodobna raczej dopiero w roku 2007. Koniec tego roku powinien być spokojny przy niższej aktywności inwestorów.



Obligacje na nieco mocniejszych poziomach

▪ Polskie papiery skarbowe umacniały się od początku października (ok. 40 pb), co było przede wszystkim związane ze spowolnieniem gospodarczym w USA oraz kształtowaniem się CPI poniżej projekcji i prognoz rynkowych. Wsparciem dla krajowego długu były też gołębie wypowiedzi członków RPP. Do pewnej korekty doszło w związku z wydarzeniami w polityce.

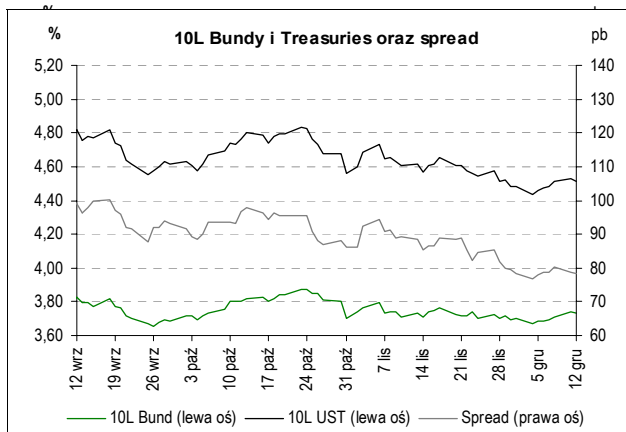
▪ Niższa presja inflacyjna w USA, w strefie euro oraz w regionie, jak również dobre dane makro wspierają dobre nastroje inwestorów zagranicznych wobec Polski. Sądzymy, że stopy mogą pozostać bez zmian przez kilka kolejnych kwartałów przy braku widocznego ryzyka trwałego przekroczenia BCI w średnim terminie. Polski dług może się jeszcze umocnić przy realizacji założonej przez nas ścieżki inflacji, spowolnieniu w USA i mocniejszym złotym. Ryzyko w górę dla scenariusza stóp wciąż stanowią dane z rynku pracy.



Odwrot od dolara na rynkach światowych

▪ Przecena dolara była kontynuowana w listopadzie oraz na początku grudnia, co było związane z publikacją kolejnych danych sugerujących spowolnienie gospodarcze w USA (indeksy aktywności, rynek nieruchomości), przy niższej inflacji. Kurs EURUSD przekroczył już wyraźnie 1,33, choć po danych z sektora usług i rynku pracy doszło do korekty. Komunikat Fed ponownie przyczynił się do osłabienia dolara.

▪ Spodziewaliśmy się spadku dolara jednak nastąpił on wcześniej niż oczekiwaliśmy. Naszym zdaniem może nastąpić teraz faza konsolidacji kursu EURUSD na obecnych poziomach 1,32-1,33 przez kilka najbliższych miesięcy z ryzykiem wybiecia w górę do 1,35-1,36. Kluczowe będą dane z USA głównie z sektora przetwórczego i rynku nieruchomości oraz sygnały z EBC na temat dalszych ruchów stóp.



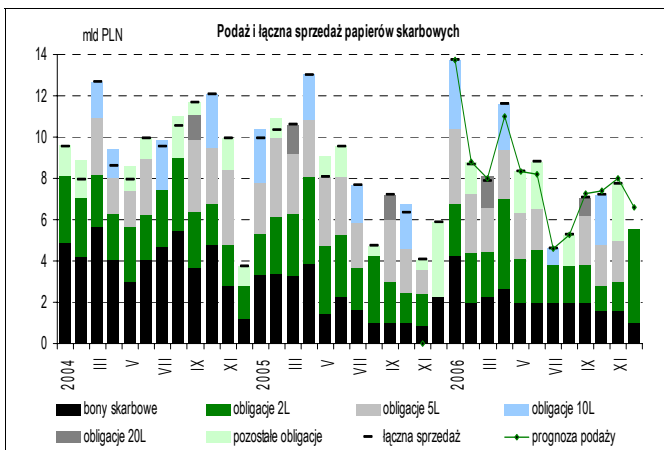
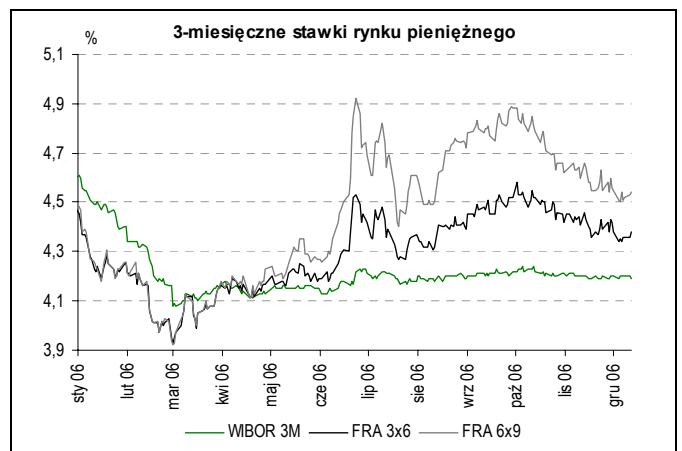
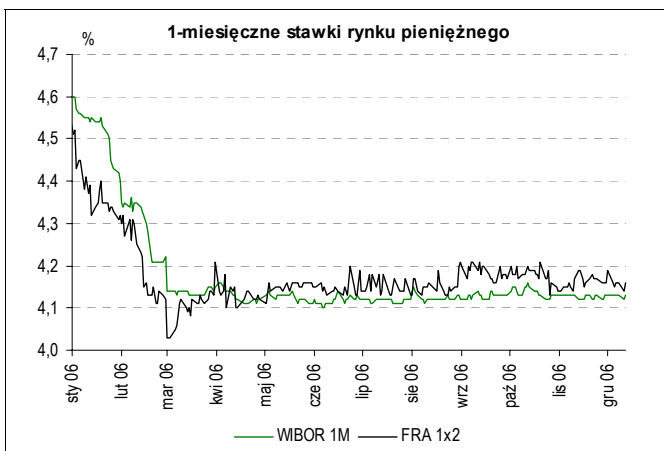
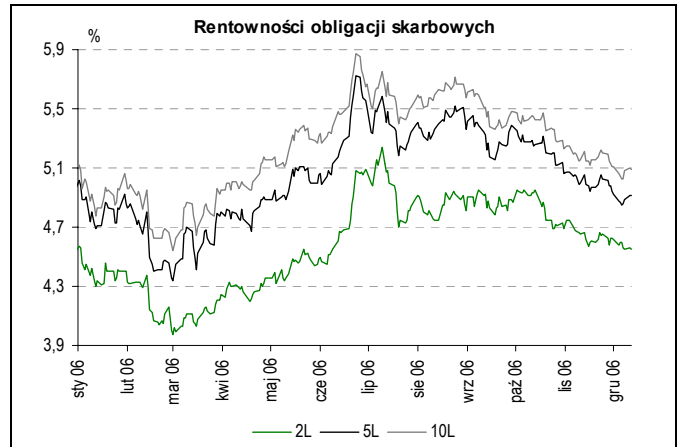
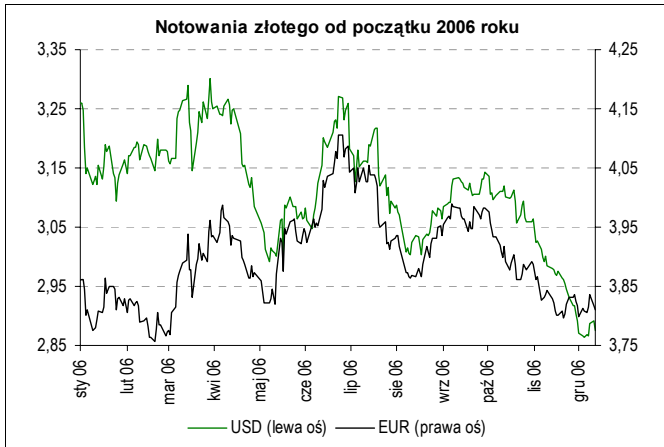
Rentowności w USA niższe z powodu słabszych danych

▪ Od poprzedniej publikacji raportu rentowności 10-letnich Treasuries spadły o 8 pb do 4,49%. W międzyczasie osiągnęły nawet poziom 4,42% tuż po publikacji niskich wskaźników Chicago PMI i ISM (sekt. przetwórczy). Dane dla sektora usług i z rynku pracy przyczyniły się do korekty. Ceny 10-letnich Bundów podążały za trendami w USA, ale ostatecznie nie zmieniły się (3,71%). Grudniowy komunikat Fed ponownie umocnił rynki bazowe.

▪ Mimo niejednoznacznych wypowiedzi Tricheta z EBC w dalszym ciągu spodziewamy się kolejnej podwyżki stóp w EMU o 25 pb do 3,75% w I kw. 2007. Oczekujemy wzrostu PKB w USA poniżej trendu z ostatnich lat, co wpłynie na wzrost stopy bezrobocia oraz spadek inflacji bazowej i przyczyni się do obniżek już w II kw. 2007. Istotny będzie moment, kiedy spowolnienie w gospodarce przełoży się na decyzję o sektorze usług i rynku pracy.

Źródło: Reuters, BZ WBK

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

OFERTA / SPRZEDAŻ		
Data przetargu	52-tyg.	Suma
09.10.2006	800 / 800	800 / 800
23.10.2006	800 / 800	800 / 800
razem październik	1 600 / 1 600	1 600 / 1 600
06.11.2006	800 / 800	800 / 800
20.11.2006	800 / 800	800 / 800
razem listopad	1 600 / 1 600	1 600 / 1 600
04.12.2006	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
18.12.2006	900 - 1 100	900 - 1 100
razem grudzień*	1 900 - 2 100	1 900 - 2 100

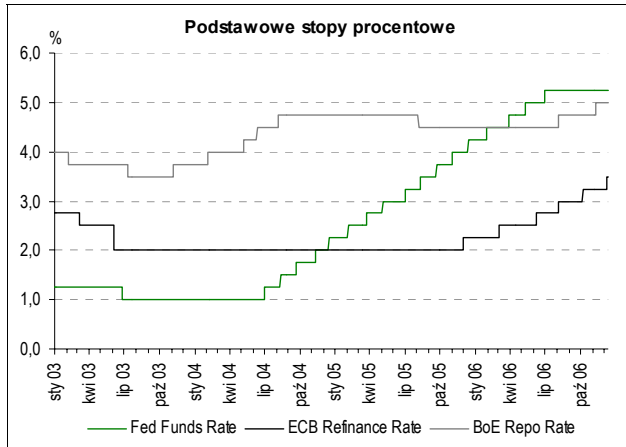
* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

Przetargi obligacji skarbowych w 2006 r. (mln zł)

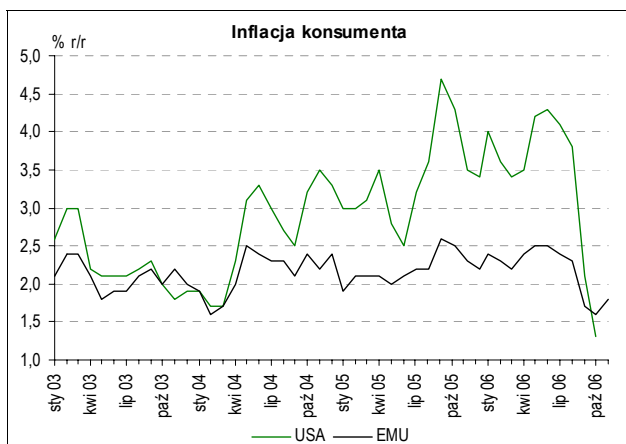
miesiąc	I przetarg				II przetarg				III przetarg			
	data	obligacje	Oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż
styczeń	04.01	OK0408	2 500	2 500	11.01*	DS1015	3 360	3 360	18.01*	DS1110	3 600	3 600
luty	01.02*	OK0408	2 400	2 300	08.02	WZ0911 IZ0816	1 000 500	1 000 493	15.02*	DS1110	2 880	2 880
marzec	01.03*	OK0408	2 160	2 160	08.03	WS0922	1 500	1 500	15.03*	PS0511	2 160	1 880
kwiecień	05.04*	OK0408	4 320	4 320	12.04*	DS1015	2 160	2 160	19.04*	PS0511	2 400	2 400
maj	04.05*	OK0808	2 160	2 160	10.05	WZ0911 IZ0816	500 1 500	500 1 500	17.05	PS0511	2 000	2 000
czerwiec	07.06*	OK0808	2 520	2 520	14.06*	WZ0911 IZ0816	1 800 500	1 800 500	21.06	PS0511	2 000	2 000
lipiec	05.07	OK0808	1 800	1 800	12.07	DS1015	800	800	-	-	-	-
sierpień	02.08	OK0808	1 800	1 800	09.08	WZ0911	1 500	1 500	-	-	-	-
wrzesień	06.09	OK1208	1 800	1 800	13.09*	WS0922	840	840	20.09	PS0511	2 400	2 400
październik	04.10	OK1208	1 200	1 200	11.10*	DS1017	2 400	2 400	18.10	PS0511	2 000	2 000
listopad	02.11	OK1208	1 400	1 400	08.11*	WZ0911 IZ0816	2 760 500	2 760 0	15.11	PS0511	2 000	2 000
grudzień	06.12	OK1208	4560	4560	-	-	-	-	-	-	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym

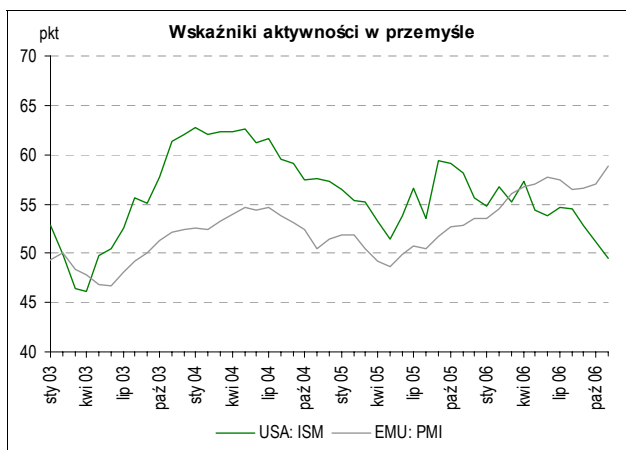
Przegląd międzynarodowy

**W EMU spodziewane dalsze podwyżki**

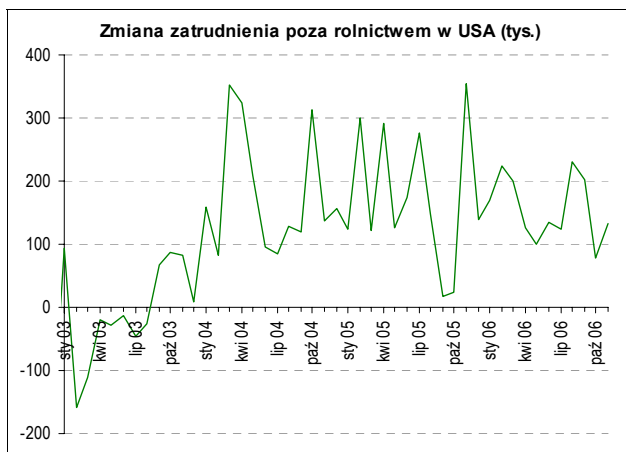
- We wrześniowym protokole FOMC bankierzy centralni Fed wyrazili swój niepokój w kwestii redukcji inflacji oraz oczekiwań wzrostu cen. W grudniu amerykański bank centralny pozostawił stopy bez zmian na poziomie 5,25%. W komunikacie amerykański bank centralny zwrócił uwagę na utrzymującą na wysokim poziomie inflację bazową, dodając jednak, że presja inflacyjna może z czasem spadać. Fed wprowadził też do komunikatu wyrażenia podkreślające gospodarcze spowolnienie.
- W grudniu zgodnie z oczekiwaniami EBC podwyższył główną stopę procentową w strefie euro o 25 pb do 3,5%. Wypowiedzi Jean Claude Tricheta były jednak niejednoznaczne. Prezes EBC powiedział, że stopy procentowe w strefie euro są nadal niskie, polityka akomodacyjna, choć zaznaczył, że do kolejnej podwyżki stóp może nie dojść tak szybko jak oczekiwał tego rynek (lutym).

**CPI dalej spada, ale bazowa inflacja wciąż wysoko**

- Amerykański CPI za październik spadł o 0,5% m/m (+1,3% r/r), wobec oczekiwań analityków na poziomie +0,2% m/m. Bazowy CPI wzrósł o 0,1% m/m (+0,2% m/m w poprzednim miesiącu), choć w ujęciu rocznym pozostał na wysokim poziomie 2,7% r/r, przy oczekiwaniami ekonomistów 2,9% r/r. PPI spadł o 1,6% m/m (-1,3% m/m poprzednio vs. -0,5% m/m oczekiwania) z powodu obniżenia cen energii (-5,0%) i benzyny (-7,9%). Bazowy PPI spadł o 0,9% (vs. oczekiwany wzrost o 0,1%).
- Zgodnie z danymi Eurostatu wskaźnik inflacji HICP w strefie euro w październiku wzrósł o 0,1% m/m oraz 1,6% r/r. PPI w strefie euro w październiku pozostał bez zmian w ujęciu m/m i wzrósł o 4,0% r/r (konsensusu 0,2% m/m oraz 4,1% r/r). Zgodnie ze wstępnymi danymi i oczekiwaniami rynku inflacja HICP w listopadzie była na poziomie 1,8% r/r.

**Nieoczekiwany spadek dynamiki PKB w USA**

- Amerykański indeks aktywności ISM dla sektora przetwórczego spadł do poziomu 49,5 (poniżej 50 po raz pierwszy od 3,5 lat) w listopadzie z 51,2 i był poniżej przewidywań 51,5. Indeks ISM dla sektora usług wzrósł do 58,9 z 57,1 (oczekiwane 56,0).
- Indeks PMI dla sektora przetwórczego w strefie euro spadł w listopadzie do poziomu 56,6 z 57,0 w październiku (poniżej prognoz: 57,1). PMI w sektorze usług wyniósł 57,6, wobec prognozowego braku zmian z 56,5 w październiku.
- PKB USA wzrósł w III kw. o 2,2% (poprzednie szacunki: 1,6%; oczekiwania: 1,8%; 2,6% II kw.) Bazowy wskaźnik cen PCE został zrewidowany w dół do 2,2% z 2,3%.
- PKB za III kw. w strefie euro wzrósł o 2,7% r/r, podczas gdy rynek spodziewał się spadku dynamiki do 2,6% r/r. Komisja Europejska podwyższyła prognozy PKB na kolejne dwa kwartały.

**Bardzo dobre dane z rynku pracy**

- Według amerykańskiego Departamentu Pracy zmiana produktywności poza sektorem rolniczym w III kw. została zrewidowana do +0,2% z 0% wg poprzednich szacunków w porównaniu do prognoz ekonomistów na poziomie 0,4%. Jednostkowe koszty pracy zostały zrewidowane w dół do 2,3% z 3,8% i były znacznie poniżej rynkowego konsensusu w wysokości 3,3%.
- Zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło w listopadzie o 132 tys. w porównaniu do zrewidowanych w dół 79 tys. w październiku. Ekonomiści prognozowali wzrost do 110 tys. z 92 tys. przed rewizją. Wartość za wrzesień także została zrewidowana z 148 tys. do 203 tys. Stopa bezrobocia w Stanach Zjednoczonych wzrosła zgodnie z oczekiwaniami do 4,5% z 4,4%.

Źródło: Reuters, EBC, Federal Reserve

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
11 listopada USA: Zapasy hurtowe (X)	12 GER: Indeks ZEW (XII) USA: Bilans handlowy (X) USA: Budżet federalny (XI) USA: Spotkanie Fed – decyzja	13 POL: Aukcja zamiany POL: Bilans płatniczy (X) USA: Sprzedaż detaliczna (XI)	14 POL: CPI (XI) POL: Podaż pieniądza (XI) USA: Ceny w handlu zagranicznym (XI)	15 POL: Płace brutto i zatrudnienie (XI) EMU: Finalny HICP (XI) USA: CPI (XI) USA: Napływ kapitału netto (X) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (XI) USA: Produkcja przemysłu (XI)
18 POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: handel zagraniczny (X) JP: Posiedzenie BOJ	19 POL: Ceny produkcji (XI) POL: Produkcja przemysłowa (XI) POL: Spotkanie RPP JP: Spotkanie BOJ – raport decyzja GER: Ifo indeks (XII) USA: Liczba rozpoczętych inwestycji budowlanych (XI) USA: PPI (XI)	20 POL: Spotkanie RPP – decyzja	21 POL: Sprzedaż detaliczna (XI) POL: Bezrobocie (XI) USA: Bazowy PCE (III kw.) USA: Finalny PKB (III kw.) USA: Philadelphia Fed index (XII)	22 POL: Wskaźniki koniunktury (XII) POL: Inflacja bazowa (XI) JP: Protokół BOJ USA: Bazowy PCE (XI) USA: Zamówienia na dobra trwałe (XI) USA: Finalny Michigan (XII)
25 Boże Narodzenie	26 Boże Narodzenie USA: Indeks Richmond Fed dla sekt. Usług	27 USA: Sprzedaż nowych domów (XI)	28 USA: Zaufanie konsumentów (XI) USA: Sprzedaż domów (XI)	29 EMU: Podaż pieniądza M3 (XI) USA: Chicago PMI (XII)
1 Nowy Rok	2 POL: Bilans płatniczy (III kw.) USA: Protokół FOMC USA: ISM sektor przetwórczy (XII)	3 POL: Aukcja obligacji 2-letnich	4 EMU: Wstępny HICP (XII) USA: Zamówienia w przemyśle (XI)	5 EMU: Wskaźnik nastrojów (XII) EMU: PPI (XI) EMU: Sprzedaż detaliczna (XI) USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (XI) USA: Bezrobocie (XI)
8 POL: Przetarg bonów skarbowych	9	10 POL: Aukcja obligacji 10-letnich USA: Zapasy hurtowe (XI)	11 EMU: Spotkanie ECB – decyzja USA: Budżet federalny (XII)	12 POL: Podaż pieniądza (XII) USA: Ceny w handlu zagranicznym (XII) USA: Sprzedaż detaliczna (XII)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2006 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie RPP	30-31	27-28	28-29	25-26	30-31	27-28	25-26	29-30	26-27	24-25	28-29	19-20
PKB*	-	-	2	-	31	-	-	30	-	-	30	-
Inflacja	16	15 ^a	15 ^b	14	15	14	14	16	14	13	15	14
Inflacja bazowa	24		23 ^b	24	23	23	24	23	22	24	23	22
Ceny producenta	19	17	17	20	19	20	19	18	19	18	20	19
Produkcja przemysłowa	19	17	17	20	19	20	19	18	19	18	20	19
Sprzedaż detaliczna	24	23	23	26	24	23	25	24	25	24	24	21
Płace brutto, zatrudnienie	16	15	15	18	17	19	17	16	15	16	16	15
Bezrobocie	24	23	23	26	24	23	25	24	25	24	24	21
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	30	-	-	-	2	-	-
Bilans płatniczy	13 ^c	13	14	12	17	14	13	11	12	13	14	13
Podaż pieniądza	13	14	14	14	12	14	14	14	14	13	14	14
Bilans NBP	6	7	7	7	5	7	7	7	7	6	7	7
Wskaźniki koniunktury	23	23	23	24	23	23	24	23	25	23	23	22

* dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty, ^c za listopad 2005 itd., ^d za styczeń, ^e za luty

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		lis 05	gru 05	sty 06	lut 06	mar 06	kwi 06	maj 06	cze 06	lip 06	sie 06	wrz 06	paź 06	lis 06	gru 06
Produkcja przemysłowa	% r/r	8,5	9,6	9,8	10,2	16,4	5,7	19,1	12,2	14,3	12,6	11,6	14,6	13,9	10,8
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	7,3	6,3	8,6	10,2	10,1	13,2	13,7	10,7	11,0	11,5	14,5	13,3	12,7	13,3
Stopa bezrobocia	%	17,3	17,6	18,0	18,0	17,8	17,2	16,5	16,0	15,7	15,5	15,2	14,9	14,8	15,0
Place brutto ^{b c}	% r/r	6,9	1,5	3,6	4,8	5,4	4,0	5,2	4,5	5,6	5,3	5,1	4,7	4,2	6,1
Zatrudnienie ^b	% r/r	2,5	2,6	2,6	2,4	2,7	2,8	3,0	3,1	3,3	3,5	3,5	3,6	3,5	3,4
Eksport (w euro) ^d	% r/r	16,8	22,5	21,7	19,2	28,2	10,6	32,2	16,4	18,0	23,1	17,3	12,5	14,6	16,0
Import (w euro) ^d	% r/r	20,1	18,6	23,7	22,0	23,9	10,7	30,4	16,2	24,0	23,7	19,1	15,3	13,7	16,8
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-322	-425	6	-229	-130	-92	-483	-75	-568	-438	-299	-200	-300	-550
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-502	-530	-211	-839	-356	-570	-404	-215	-474	-584	195	-300	-100	-150
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-1,8	-1,7	-1,6	-1,8	-1,9	-2,1	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-1,9	-1,8	-1,6	-1,5
Deficyt budżetowy (narastająco)	mln PLN	-22,2	-28,6	0,7	-6,7	-9,0	-10,0	-14,6	-17,7	-15,6	-14,5	-14,5	-16,6	-22,0	-27,0
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu ^e	77,7	100,0	-2,3	21,9	29,4	32,8	47,8	57,8	51,1	47,5	47,4	54,4	72,0	88,4
Inflacja (CPI)	% r/r	1,0	0,7	0,6	0,7	0,4	0,7	0,9	0,8	1,1	1,6	1,6	1,2	1,5	1,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-0,4	0,2	0,3	0,7	0,9	1,7	2,3	3,0	3,5	3,3	3,6	3,4	3,4	4,1
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	12,6	10,5	10,4	11,7	9,8	9,6	10,1	11,9	13,0	12,9	13,0	12,3	12,1	12,2
Depozyty	% r/r	11,1	9,4	10,2	10,8	9,1	8,6	8,9	11,4	12,3	12,0	11,6	11,5	10,5	10,6
Kredyty	% r/r	10,2	11,8	12,3	13,5	13,6	12,2	12,4	16,0	16,7	18,0	19,2	19,5	19,2	18,9
USD/PLN	PLN	3,37	3,25	3,16	3,18	3,23	3,20	3,05	3,17	3,15	3,05	3,12	3,09	2,97	2,85
EUR/PLN	PLN	3,97	3,85	3,82	3,79	3,88	3,92	3,90	4,02	4,00	3,90	3,97	3,90	3,82	3,79
Stopa interwencyjna ^a	%	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Stopa lombardowa ^a	%	6,00	6,00	6,00	5,75	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
WIBOR 3M	%	4,64	4,62	4,49	4,26	4,12	4,14	4,15	4,17	4,19	4,19	4,21	4,22	4,20	4,20
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,35	4,38	4,22	3,97	3,87	3,95	4,02	4,20	4,30	4,35	4,44	4,35	4,29	4,25
Rentowność obligacji 2L	%	4,75	4,64	4,40	4,20	4,10	4,28	4,44	4,75	4,95	4,85	4,87	4,84	4,65	4,60
Rentowność obligacji 5L	%	5,23	5,04	4,82	4,60	4,59	4,80	5,00	5,33	5,37	5,41	5,31	5,24	5,01	5,92
Rentowność obligacji 10L	%	5,36	5,14	4,94	4,78	4,78	5,02	5,26	5,54	5,55	5,61	5,48	5,39	5,18	5,10

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^a wartość na koniec okresu; ^b w sektorze przedsiębiorstw; ^c nominalnie; ^d dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji; ^e 2005 r. - % całego roku

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2004	2005	2006	2007	I kw. 05	II kw. 05	III kw. 05	IV kw. 05	I kw. 06	II kw. 06	III kw. 06	IV kw. 06
PKB	mld PLN	923,2	980,7	1 044,9	1 122,2	228,8	237,3	241,0	273,6	240,9	251,7	258,6	293,6
PKB	% r/r	5,3	3,5	5,6	5,1	2,4	3,0	4,1	4,5	5,2	5,5	5,8	5,7
Popyt krajowy	% r/r	5,9	3,6	5,6	5,1	1,4	-0,1	2,3	5,6	4,8	4,8	6,1	6,5
Spożycie indywidualne	% r/r	4,0	2,6	5,1	4,2	1,3	1,4	2,2	2,6	5,2	4,9	5,5	5,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,3	0,8	14,9	10,0	1,2	3,9	6,4	10,1	7,7	14,8	19,8	15,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,3	4,0	12,5	8,0	0,7	2,3	4,5	8,4	12,4	12,1	12,3	13,1
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	7,1	1,5	11,7	9,0	-0,4	-3,2	4,1	5,4	9,0	11,8	13,8	12,0
Stopa bezrobocia ^a	%	19,1	17,6	15,0	13,5	19,2	18,0	17,6	17,6	17,8	16,0	15,2	15,0
Place realne brutto ^c	% r/r	0,8	1,2	3,8	3,2	-1,3	0,8	1,1	3,8	4,3	3,9	4,1	3,4
Zatrudnienie ^c	% r/r	-0,8	1,9	3,1	3,3	1,5	1,7	2,0	2,4	2,6	3,0	3,4	3,5
Eksport (w euro) ^b	% r/r	22,3	17,8	18,9	15,0	23,4	13,1	15,6	19,8	23,3	19,5	19,5	14,2
Import (w euro) ^b	% r/r	19,5	13,4	19,7	17,0	17,8	6,1	11,8	18,4	23,3	19,0	22,3	15,2
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-4 552	-2 242	-3 353	-5 767	-277	-612	-619	-734	-352	-646	-1 305	-1 050
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-8 670	-4 130	-3 993	-6 868	-842	-743	-1 161	-1 384	-1 396	-1 184	-863	-550
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-4,3	-1,7	-1,5	-2,4	-3,3	-2,2	-1,7	-1,7	-1,9	-2,0	-1,8	-1,5
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-41,5	-28,6	-27,0	-30,0	-12,3	-18,5	-17,8	-28,6	-9,0	-17,7	-14,5	-27,0
Deficyt budżetowy	% PKB	-4,5	-2,9	-2,6	-2,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3,5	2,1	1,1	2,2	3,6	2,3	1,6	1,1	0,6	0,8	1,4	1,5
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	4,4	0,7	1,8	2,5	3,4	1,4	1,8	0,7	0,4	0,8	1,6	1,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,0	0,7	2,9	2,0	3,3	0,1	-0,2	-0,4	0,9	3,0	3,6	4,1
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	8,7	10,5	12,2	10,6	11,0	10,8	12,7	10,5	9,8	11,9	13,0	12,2
Zobowiązania ^a	% r/r	8,1	9,4	10,6	10,6	10,4	9,2	11,6	9,4	9,1	11,4	11,6	10,6
Należności ^a	% r/r	2,9	11,8	18,9	15,5	4,6	7,4	9,6	11,8	13,6	16,0	19,2	18,9
USD/PLN	PLN	3,65	3,23	3,10	2,91	3,07	3,28	3,30	3,29	3,19	3,14	3,10	2,97
EUR/PLN	PLN	4,53	4,02	3,89	3,85	4,03	4,13	4,02	3,91	3,83	3,95	3,96	3,84
Stopa interwencyjna ^a	%	6,50	4,50	4,00	4,00	6,00	5,00	4,50	4,50	4,00	4,00	4,00	4,00
Stopa lombardowa ^a	%	8,00	6,00	5,50	5,50	7,50	6,50	6,00	6,00	5,50	5,50	5,50	5,50
WIBOR 3M	%	6,21	5,29	4,21	4,30	6,44	5,49	4,63	4,59	4,29	4,15	4,20	4,20
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,50	4,92	4,18	4,35	5,91	5,21	4,26	4,31	4,02	4,06	4,37	4,30
Rentowność obligacji 2L	%	6,89	5,04	4,58	4,90	5,83	5,27	4,44	4,60	4,23	4,49	4,89	4,70
Rentowność obligacji 5L	%	7,02	5,25	5,03	5,25	5,89	5,38	4,68	5,04	4,67	5,04	5,36	5,06
Rentowność obligacji 10L	%	6,84	5,24	5,22	5,45	5,76	5,37	4,72	5,13	4,83	5,27	5,55	5,22

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^a wartość na koniec okresu; ^b dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji; ^c w sektorze przedsiębiorstw

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 12.12.2006 r. zostało przygotowane przez:

ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, fax 022 586 83 40

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

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. 022 586 83 63, Email: maciej.reluga@bzwbk.pl

Piotr Bielski 022 586 83 33

Piotr Bujak 022 586 83 41

Cezary Chrapek 022 586 83 42

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Gdańsk

Długie Ogrody 10
80-765 Gdańsk
tel. 058 326 26 40
fax 058 326 26 42

Kraków

Rynek Główny 30/8
31-010 Kraków
tel. 012 424 95 01
fax 012 424 21 41

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań
tel. 061 856 58 14
fax 061 856 55 65

Warszawa

ul. Marszałkowska 142
00-061 Warszawa
tel. 022 586 83 20
fax 022 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław
tel. 071 370 25 87
fax 071 370 26 22

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. 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. 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. lub Grupy AIB 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.

