

MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

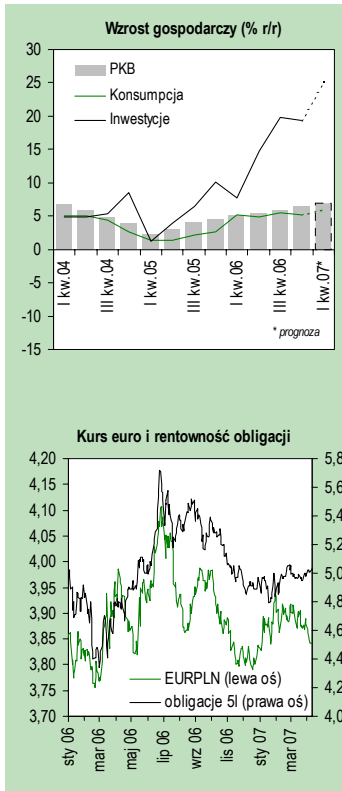
Kwiecień 2007

Kolejny powiew optymizmu

Po wiosennej korekcie, o której pisaliśmy w ubiegłym miesiącu, przyszedł czas na wiosenny powiew optymizmu zarówno na rynkach finansowych, jak i w gospodarce. Na skutek świetnych wyników gospodarczych osiągniętych w pierwszych miesiącach roku dokonaliśmy kolejnej rewizji naszych prognoz tempa wzrostu PKB na ten rok. Wszystko wskazuje na to, że w pierwszym kwartale tempo wzrostu gospodarczego osiągnęło poziom 7%, o którym jeszcze nie tak dawno temu nikt by nie pomyślał (oficjalne dane na ten temat poznamy dopiero pod koniec maja). W całym roku natomiast wzrost PKB przekroczy najprawdopodobniej 6%, co zakłada stopniowe obniżanie dynamiki w ciągu roku, ze wzrostem w ostatnim kwartale na poziomie 5,5%.

Szybsze tempo wzrostu gospodarczego oraz ryzyko dalszego przyspieszenia tempa wzrostu płac były zapewne wśród argumentów skłaniających Radę Polityki Pieniężnej do zmiany retoryki w marcowym komunikacie. Z pewnością nie bez znaczenia był również fakt, że niektórzy uczestnicy rynków finansowych błędnie odczytali lutowy komunikat, co oznaczało konieczność korekty oczekiwań odnośnie przyszłych zmian w polityce pieniężnej. Jednak po tym jak komunikat Rady zasugerował wyraźnie, że do podwyżki może dojść w jednym z najbliższych miesięcy, trudno będzie Radzie wstrzymać się z podwyżką nie tracąc na wiarygodności (no chyba, że dane ekonomiczne zaskoczą *in minus*). Dlatego też zmieniliśmy nasze oczekiwania odnośnie stóp NBP w roku bieżącym. O ile oczekiwana przez nas wcześniej skala zacieśnienia polityki pieniężnej o ok. 75 pb do końca 2008 roku wydaje się nadal aktualna, to rozpoczęcie cyklu nastąpi wcześniej niż przewidywaliśmy.

Na rynkach finansowych sytuacja przebiega mniej więcej zgodnie z naszymi oczekiwaniami – złoty się umacnia, a rentowności obligacji rosą. Spodziewamy się utrzymania tego trendu w najbliższym czasie i podtrzymujemy prognozę kursu złotego do euro na poziomie 3,75 na koniec roku. Istnieje jednak możliwość przebicia poziomu 3,80 wcześniej niż poprzednio zakładaliśmy. Jednocześnie rynek obligacji pozostanie pod wpływem oczekiwań na podwyżki stóp procentowych, zarówno w Polsce jak i strefie euro, a jednocześnie warto zauważyć, że również amerykański bank centralny wspomina coraz częściej o zagrożeniach inflacyjnych.



W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Pod lupą: Bank centralny	9
Pod lupą: Rząd i polityka	11
Monitor rynku	13
Przegląd międzynarodowy	15
Kalendarz makroekonomiczny	16
Dane i prognozy ekonomiczne	17

Maciej Reluga

Główny Ekonomista
022 586 8363

Piotr Bielski
022 586 8333

Piotr Bujak
022 586 8341

Cezary Chrapek
022 586 8342

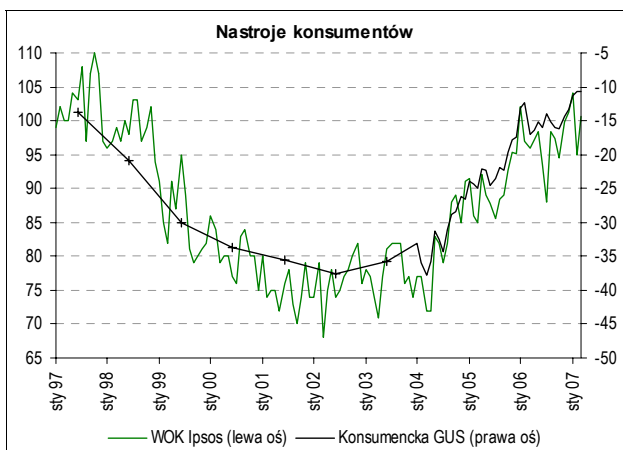
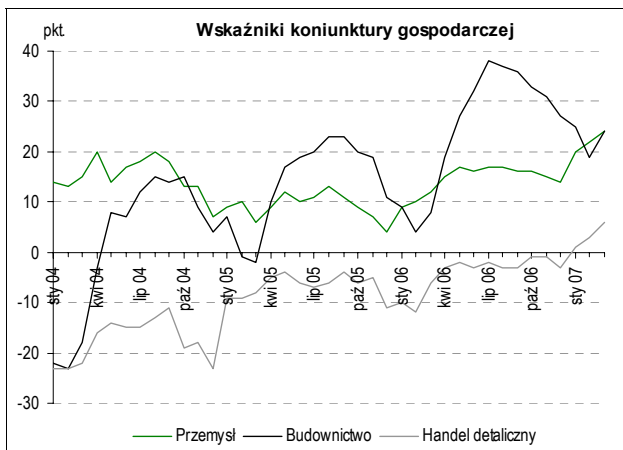
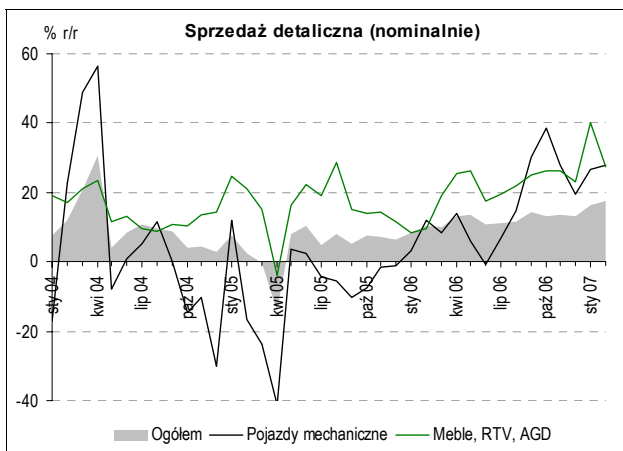
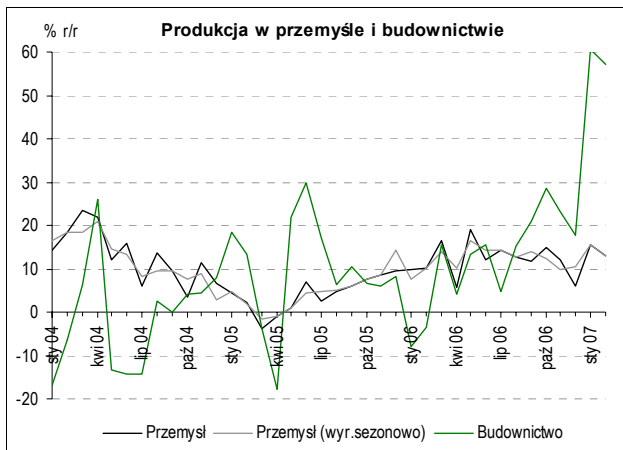
Email: ekonomia@bzwbk.pl

Na rynku finansowym 30 marca 2007 r.:

Stopa depozytowa NBP	2,50	WIBOR 3M	4,24	USDPLN	2,9058
Stopa referencyjna NBP	4,00	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	4,25	EURPLN	3,8695
Stopa lombardowa NBP	5,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	4,98	EURUSD	1,3316

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 12.04.2007 r.

Gospodarka Polski

**Utrzymany silny trend wzrostowy produkcji**

- Produkcja przemysłowa wzrosła w lutym o 12,9% r/r, co oznacza delikatne spowolnienie w porównaniu ze styczniowym wzrostem na poziomie 15,4% r/r.
- Sezonowy dostosowany wzrost produkcji przemysłowej w lutym wyniósł 0,1% m/m i 13% r/r.
- W dalszym ciągu motorem wzrostu pozostaje produkcja w sektorze przetwórczym (wzrost o 15,8% r/r). W pozostałych dwóch sektorach przemysłu, czyli w górnictwie i kopalnictwie oraz w zaopatrywaniu w energię elektryczną, gaz i wodę zanotowano spadki.
- Ponadto, utrzymane zostały rekordowe wyniki produkcji w budownictwie – drugi miesiąc z rzędu wzrost o ok. 60% r/r.
- Dane o produkcji sugerują, że w pierwszym kwartale br. odnotowano znaczący wzrost eksportu oraz inwestycji.

Wyższy od oczekiwań wzrost sprzedaży detalicznej

- Wartość sprzedaży detalicznej wzrosła w lutym aż o 17,5% r/r nominalnie i 16,9% r/r realnie, co było najlepszym wynikiem od trzech lat.
- Podobnie jak w poprzednich miesiącach, wysoka dynamika występowała w praktycznie wszystkich działach sprzedaży, przy czym szczególnie szybkie wzrosty odnotowano w sprzedaży dóbr trwałego użytku (pojazdy mechaniczne: 27,7% r/r, meble, artykuły AGD i RTV: 27,4% r/r), co bardzo pozytywnie świadczy o sile popytu konsumpcyjnego. Szacujemy, że tempo wzrostu konsumpcji prywatnej przyspieszyło w I kwartale do ok. 6%.
- W sumie, dane o produkcji i sprzedaży detalicznej za luty spowodowały, że dokonaliśmy kolejnej rewizji naszych prognoz wzrostu gospodarczego na ten rok. Obecnie prognozujemy, że w I kw. wzrost PKB wyniósł 7%, a w całym roku przekroczy 6%.

Największy od wielu lat optymizm przedsiębiorstw

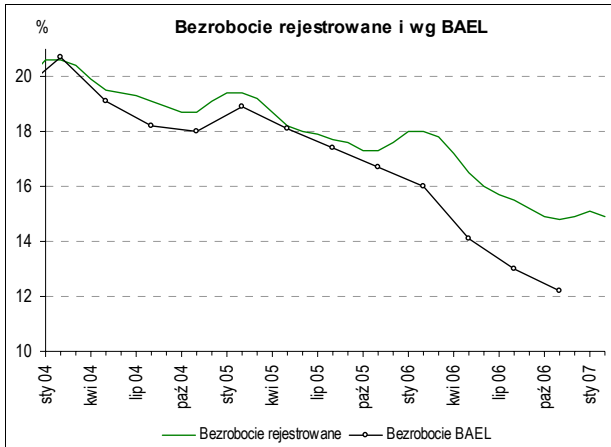
- Wskaźnik koniunktury dla przetwórstwa przemysłowego był w marcu najwyższy niż w analogicznym miesiącu od 1993 r. Wynika to z szybszego niż przed miesiącem wzrostu zarówno bieżącego jak i przyszłego portfela zamówień i produkcji. W najbliższych miesiącach można oczekiwać dalszej poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw przemysłowych.
- Indeks dla budownictwa był wyższy niż w analogicznym miesiącu ostatnich 6 lat. Spowodowane to jest bardziej optymistycznymi niż przed miesiącem ocenami bieżącego i przyszłego portfela zamówień i produkcji. Utrzymująca się od maja 2006 r. zadowalająca sytuacja finansowa może ulec dalszej poprawie w najbliższych miesiącach.
- Indeks dla handlu detalicznego był w marcu wyższy niż w analogicznym miesiącu ostatnich 9 lat.

Doskonale humory konsumentów

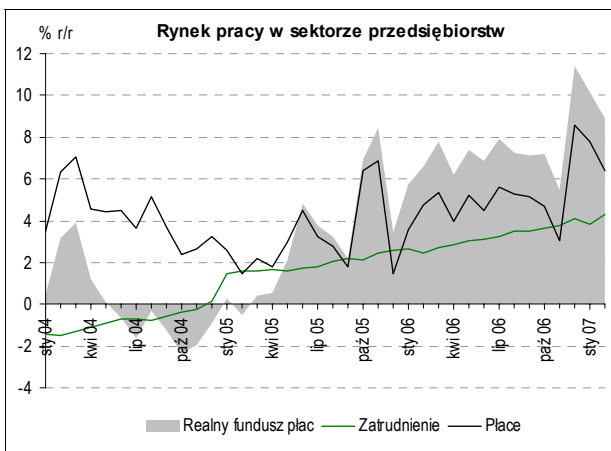
- Obydwa wskaźniki ufności konsumenckiej GUS: bieżący oraz wyprzedzający, zarówno w marcu br., jak i w I kwartale osiągnęły najlepszy wynik w ciągu całego okresu realizacji badania.
- Zaobserwowano wprawdzie gorsze niż w lutym oceny zmian w zakresie ogólnej sytuacji ekonomicznej kraju (w najbliższych 12 miesiącach), a także obecnych możliwości dokonywania poważniejszych zakupów, jednak wszystkie pozostałe wskaźniki koniunktury konsumenckiej pozostały na tym samym poziomie, bądź wykazały poprawę – szczególnie wyraźną w przypadku oceny przewidywanych (w najbliższych 12 miesiącach) zmian sytuacji finansowej gospodarstwa domowego.
- Bardzo dobrze o nastrojach gospodarstw domowych świadczą również najnowsze wyniki badania optymizmu konsumentów za marzec przeprowadzone przez Ipsos.

Źródło: GUS, Ipsos, obliczenia własne

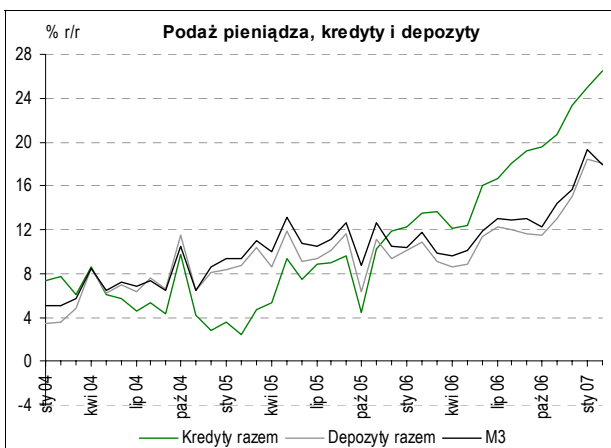
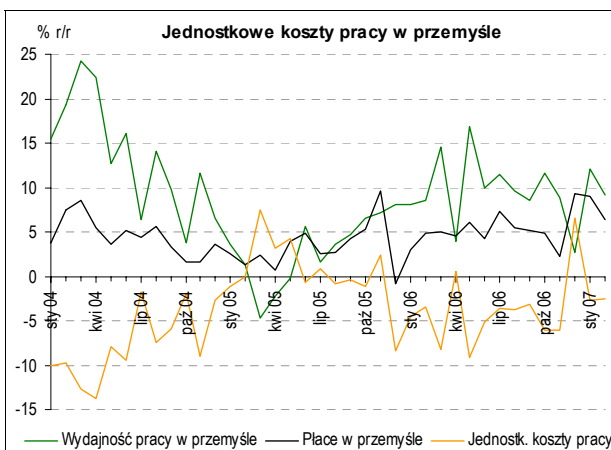
Gospodarka Polski

**Bezrobocie mocno w dół**

- Stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się w lutym do 14,9% z poziomu 15,1% w styczniu. Roczne tempo spadku stopy bezrobocia osiągnęło rekordowy poziom 3,1 pkt proc., a liczba bezrobotnych zmniejszyła się o prawie 19% r/r (535 tys.).
- Tendencja spadkowa bezrobocia systematycznie przybiera na sile od 2005 roku i na razie nie widać sygnałów jej osłabienia. Wręcz przeciwnie, Ministerstwo Pracy podało, że w marcu stopa bezrobocia spadła do zaledwie 14,4%, co oznaczałoby dalsze przyspieszenie tempa redukcji bezrobocia.
- To bardzo dobre zjawisko z punktu widzenia gospodarstw domowych, ale z punktu widzenia RPP stawia ono kolejny znak zapytania związany z możliwym pojawieniem się silniejszej presji płacowej w przypadku pogłębiających się problemów przedsiębiorstw ze znalezieniem wolnej siły roboczej.

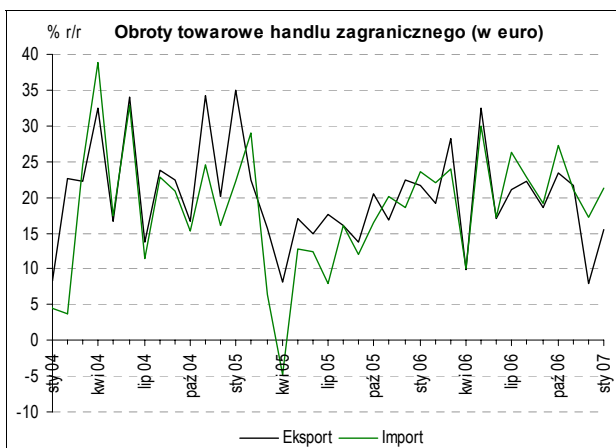
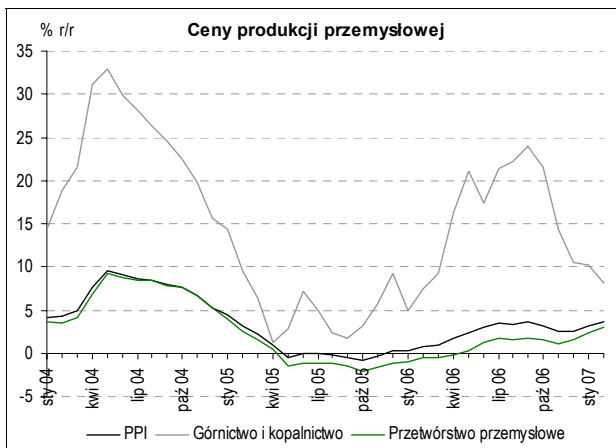
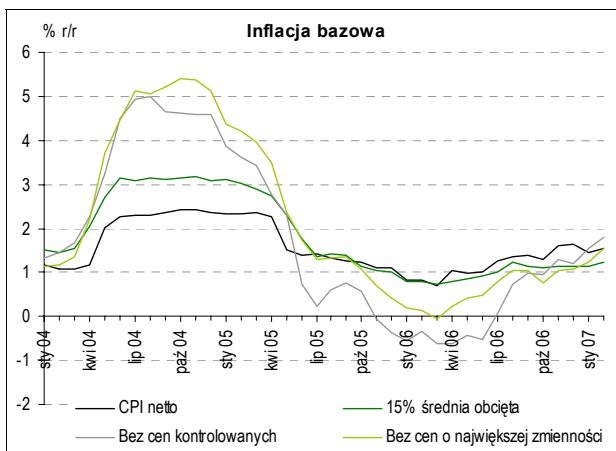
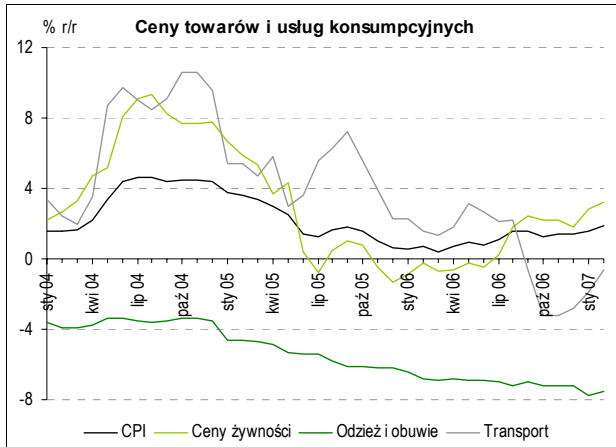
**Lekko niższa dynamika płac, mocno wyższa zatrudnienia**

- Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się w lutym o 1% m/m, a roczna dynamika płac spowolniła do 6,4% z 7,8% w styczniu. Choć dynamika płac w lutym spowolniła, to jest ona wyższa niż średnio w 2006 r., gdy wyniosła 5%. Jednocześnie zatrudnienie w firmach wzrosło w lutym aż o 0,4% m/m, co przełożyło się na przyspieszenie rocznej dynamiki popytu na pracę w firmach do rekordowego poziomu 4,3% z 3,8% w styczniu i średnio 3,2% w 2006 r.
- Za sprawą niższej dynamiki przeciętnego wynagrodzenia fundusz płac w przedsiębiorstwach spowolnił w lutym, ale dzięki bardzo silnemu wzrostowi zatrudnienia spowolnienie to było nieznaczne. Nominalnie fundusz płac w lutym wzrósł o 11% r/r (wobec 11,9% w styczniu i średnio 8,4% w 2006 r.), a realnie zwiększył się o 8,9% r/r (10,1% w styczniu i 7,2% średnio w zeszłym roku). Utrzymujący się na wysokim poziomie przyrost funduszu płac wspiera prognozy wskazujące na szybki wzrost konsumpcji prywatnej w tym roku.
- Przyspieszenie dynamiki zatrudnienia może budzić obawy, czy uda się utrzymać wysokie tempo wzrostu wydajności pracy, ale biorąc pod uwagę znacznie wyższe przyrosty produkcji, przynajmniej w przemyśle i budownictwie, nie powinno być z tym problemów. W całej gospodarce może jednak stopniowo następować obniżenie dynamiki wydajności pracy przy jednoczesnym przyspieszeniu lub utrzymaniu dynamiki płac, co w sumie przełoży się na wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Taka zmiana tej kategorii oznacza natomiast wzrost prawdopodobieństwa reakcji ze strony RPP w postaci podwyżki stóp procentowych. Sądzymy jednak, że chociaż większość polskich bankierów centralnych jest skłonna podnieść wkrótce stopy procentowe, to większość z nich nie jest jeszcze przekonana o konieczności dokonania serii podwyżek.

**Statystyki pieniężne wskazują silny boom gospodarczy**

- Podaż pieniądza wzrosła w lutym o 17,9% r/r, nieco wolniej niż miesiąc wcześniej, ale roczna dynamika pozostaje w trendzie wzrostowym.
- Depozyty ogółem zwiększyły się w lutym o 18,1% r/r (gospodarstw domowych o 12,0% r/r, firm aż o 30,5% r/r).
- Kredyty ogółem wzrosły o 26,5% (gospodarstw domowych o 38% r/r, firm o 15,1% r/r).
- Dane nie pozostawiają wątpliwości, że rok 2007 jest kolejnym rokiem wzmocnienia ekspansji polskiej gospodarki.
- Jednocześnie, wydaje się nam, że tempo przyrostu M3 nie stanowi istotnego zagrożenia przegrzania gospodarki i nasilenia presji inflacyjnej. Na pewno jednak stanowi jeden z argumentów za ostrożnością w polityce pieniężnej i podwyżką stóp procentowych w niedługim czasie.

Gospodarka Polski

**Inflacja CPI zgodnie z oczekiwaniami lekko w górę**

▪ Stopa inflacji w lutym wyniosła 1,9% r/r po miesięcznym wzroście cen o 0,3% m/m. Po uwzględnieniu przez Główny Urząd Statystyczny nowego koszyka wag w CPI, opartego na strukturze konsumpcji gospodarstw domowych w 2006 roku, stopa inflacji za styczeń została skorygowana w dół do 1,6% r/r.

▪ Największy wzrost cen w lutym w porównaniu z poprzednim miesiącem nastąpił w przypadku żywności (0,7%) i paliw (1,7%), podczas gdy największy spadek dotknął tradycyjnie ceny odzieży i obuwia (-1,7%). W pozostałych kategoriach zmiany były jak zwykle znacznie bardziej umiarkowane, lub też nie było ich wcale. W efekcie, inflacja netto pozostała w lutym na poziomie 1,6% r/r zanotowanym w grudniu 2006.

▪ Największa zmiana dokonana w koszyku wag dotyczyła towarów żywnościowych i napojów bezalkoholowych, których waga zmniejszyła się o 1 pkt. proc. Z drugiej strony, o 0,4 pkt. proc. zwiększyła się waga w kategoriach: odzież i obuwie, rekreacja i kultura, restauracje i hotele. Per saldo, zmiany wag w koszyku wydają się lekko pozytywne dla przewidywanej na ten rok inflacji, ponieważ zarówno znaczny spadek wagi żywności (której roczna dynamika będzie w tym roku zapewne wyższa od dynamiki CPI), jak i wzrost wagi odzieży i obuwia (gdzie ceny mocno spadają), będą działały na rzecz obniżenia ogólnej dynamiki CPI. Wydaje się, że zmiany wag w pozostałych kategoriach nie są na tyle istotne, aby skompensować ten efekt, przynajmniej dopóki nie jest widoczne bardzo wyraźne przyspieszenie wzrostu cen usług i energii.

▪ Dane CPI za luty nie zmieniły oceny perspektyw inflacji i trudno je zaliczyć do argumentów za podwyżką stóp w najbliższej przyszłości. Trzeba jednak pamiętać, że dla Rady istotne są nie tyle bieżące dane inflacyjne, co czynniki działające na inflację w średnim terminie.

Wyższa od prognoz inflacja PPI

▪ Wzrost cen producenta był w lutym wyższy od oczekiwań. Roczny wskaźnik PPI wyniósł 3,6% w porównaniu z oczekiwaniami na poziomie 3,2%. O ile ceny w sektorze górniczym spadły, a w sektorze „zaopatrywanie w energię, wodę i gaz” pozostały w lutym bez zmian, w przetwórstwie przemysłowym ceny wzrosły o 0,4% m/m. Podwyższyło to wskaźnik roczny w tym sektorze z 2,3% do 3,0%, co jest najwyższym poziomem od początku 2005 roku.

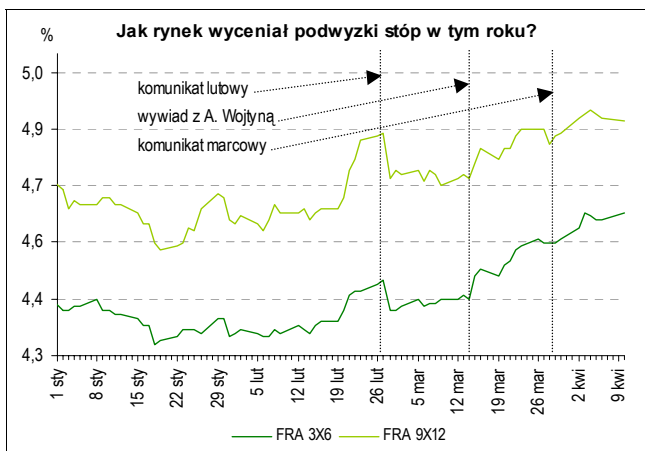
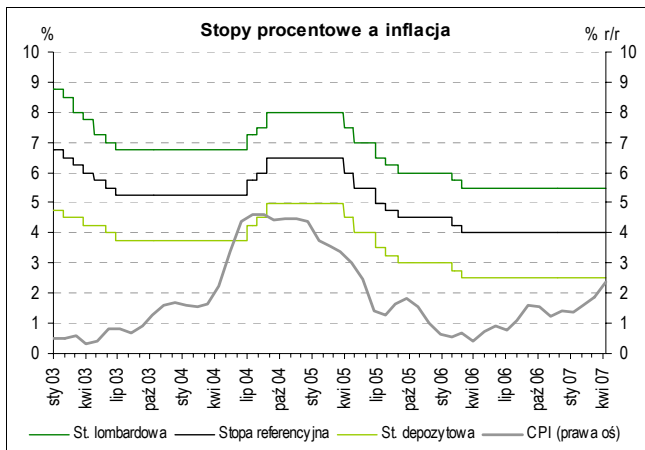
▪ Choć na pierwszy rzut oka wydaje się to „jastrzębim” argumentem dla RPP, to warto zauważyć, że w znaczącej mierze było to spowodowane wyższymi cenami w „produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej”, aż o 3,4% m/m. Sektorem o najszybszym wzroście cen w ujęciu rocznym pozostaje górnictwo i kopalnictwo (8,1%).

Gorszy od oczekiwań bilans płatniczy za styczeń

▪ Według danych NBP deficyt obrotów bieżących wyniósł w styczniu 678 mln €. Wzrost eksportu wprawdzie odbił się w styczniu do 15,5% r/r po wyraźnym spowolnieniu grudniowym do 8,3%, ale jednocześnie nastąpiło przyspieszenie dynamiki importu do 21,3% r/r wobec 17% w grudniu. Deficyt handlowy wyniósł 387 mln €. Dość znaczne okazało się też ujemne saldo dochodów (-771 mln €), co wiąże się z wysokimi transferami zysków polskich przedsiębiorstw do zagranicznych właścicieli.

▪ Sytuacja w bilansie płatniczym nadal nie stanowi jednak zagrożenia dla stabilności makroekonomicznej, ponieważ skumulowany 12-miesięczny deficyt obrotów bieżących wciąż jest na niskim poziomie, ok. 2,5% PKB. Naszym zdaniem perspektywy eksportu nie są złe, dzięki szybkiemu wzrostowi PKB u głównych partnerów handlowych i napływowi FDI.

Pod lupą: Bank centralny



Kluczowe zmiany w komunikacie RPP w marcu

W średnim okresie może wystąpić stopniowe zwiększenie prawdopodobna jest kontynuacja stopniowego zwiększania dynamiki plac prowadząco do wzrostu inflacji, co może prowadzić do wzrostu inflacji.

Rada uznała, że obecny poziom stóp procentowych NBP umożliwi utrzymanie inflacji w średnim okresie w pobliżu celu 2,5%. Ustabilizowanie inflacji na poziomie celu w pobliżu celu i stworzenie w ten sposób warunków dla stabilnego długofalowego wzrostu gospodarczego może jednak wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej w najbliższym czasie. Przyszłe decyzje Rady będą Skala tego zacieśnienia będzie zależeć w dużej mierze od tego, czy rosnąca aktywność gospodarcza będzie mieć bardziej trwały charakter, napływające dane potwierdzą oczekiwania, że w najbliższych kwartałach utrzyma się wysoki wzrost popytu krajowego, najprawdopodobniej przewyższający wzrost potencjalnego PKB, a także od kształtowania się innych elementów procesów gospodarczych w Polsce i na świecie oraz ich wpływu na perspektywy inflacji w Polsce.

Harmonogram publikacji opis dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej (ang. minutes) w 2007 r.

miesiąc	minutes	decyzja Rady
kwiecień	-	25
maj	24	30
czerwiec	21	27
lipiec	19	25
sierpień	23	29
wrzesień	20	26
październik	25	31
listopad	22	28
grudzień	13	19

Źródło: NBP, Reuters

Podwyżka jeszcze nie w marcu, ale być może w kwietniu

Rada Polityki Pieniężnej po raz kolejny pozostawiła stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna na poziomie 4%), co było zgodne z oczekiwaniami analityków. Jednocześnie, zgodnie z naszymi przewidywaniami, w oficjalnym komunikacie opublikowanym po posiedzeniu Rada wyraźnie wzmocniła sygnał, że w kolejnych miesiącach zacieśnienie polityki pieniężnej może się okazać konieczne aby w średnim okresie utrzymać inflację pod kontrolą.

Pomimo faktu, że komunikat Rady był dużo bardziej „jastrzębi” (szczegóły poniżej), reakcja rynku była tylko umiarkowanie negatywna. Wynikało to głównie z tego, że dostosowanie stóp rynkowych w górę nastąpiło już wcześniej, w reakcji na wywiady z członkami Rady, w szczególności z Andrzejem Wojtyną (szczegóły na następnej stronie).

Rynki finansowe wyceniają podwyżkę stóp już w kwietniu. Również nasze prognozy publikowanych w kwietniu danych ekonomicznych za marzec są dość wysokie (wysoka dynamika sprzedaży, produkcji, zatrudnienia, wzrost inflacji), potwierdzając kontynuację procesu przyspieszania wzrostu gospodarczego i narastania ryzyka dla inflacji. Sugeruje to, że do podwyżki może dojść już w tym miesiącu.

Ewentualne opóźnienie decyzji o podwyżce do maja mogłoby nastąpić w przypadku publikacji danych miesięcznych poniżej oczekiwań. Wówczas kluczowe staną się majowe informacje o stanie gospodarki w I kwartale: wzrost PKB oraz wyniki badania BAEL z rynku pracy.

Jeśli dojdzie do podwyżki w kwietniu, komunikat jej towarzyszący nie będzie, naszym zdaniem, „jastrzębi” i nie będzie sugerował możliwości kolejnego ruchu w maju. Następną podwyżką będzie kwestią kwartałów, a nie miesięcy.

... co sugeruje komunikat i wypowiedzi członków RPP

Zmiany w treści komunikatu (przedstawiamy je obok) wydają się sugerować, że podwyżka stóp procentowych w horyzoncie 1-2 miesięcy jest niemal przesadzona a o ogólnej skali zacieśnienia polityki pieniężnej (ilości kolejnych podwyżek) zadecydują kolejne dane makroekonomiczne i to, czy pokażą one dalszy wzrost presji inflacyjnej, czy też potwierdzą scenariusz sprzyjający umiarkowanemu wzrostowi CPI.

Skoro jednak znika zdanie że dzisiejszy poziom stóp procentowych umożliwi utrzymanie inflacji w pobliżu celu, to pojawia się pytanie, dlaczego w tej sytuacji podwyżka nie nastąpiła już w marcu.

Najwyraźniej Rada chciała zaczekać z decyzją, aby skonfrontować swoje obawy o perspektywy inflacji z nowymi wynikami nowej projekcji inflacji, która będzie oszacowana na podstawie zaktualizowanego (a może i nieco zmodyfikowanego) modelu prognostycznego. Dodatkowo, wydaje się, że perspektywa znacznego wzrostu inflacji nie jest na tyle oczywista, aby Rada zdecydowała się na „efekt zaskoczenia” już w marcu.

Podwyżka stóp procentowych w kwietniu postawi Radę w nieco trudnej sytuacji jeśli chodzi o komunikację z rynkami finansowymi. Po pierwsze, byłby to miesiąc publikacji projekcji inflacji i mogłoby zostać stworzone wrażenie, że istotność tejże przy podejmowaniu decyzji przez Radę istotnie się zwiększyła (a naszym zdaniem raczej nie będzie to miało miejsca). Po drugie, jeśli prognoza Ministerstwa Finansów się sprawdzi i inflacja rzeczywiście wzrosła w marcu do 2,4%, to nie obejdzie się zapewne bez komentarzy, że podwyższając stopy procentowe Rada reaguje na wzrost bieżącej inflacji.

Wydaje nam się jednak, że nowy, lepszy komunikat może sobie poradzić z tego typu trudnościami.

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Komentarz

Jan Czekaj, członek RPP

PAP, 29 marca

W ostatnim komunikacie RPP zasygnalizowała możliwość podwyżek, nie zostało to przesądzone ostatecznie, ale rozwój sytuacji w ostatnim czasie wskazuje na rosnące prawdopodobieństwo zacieśnienia polityki pieniężnej. Horyzont czasowy zacieśnienia polityki pieniężnej należałoby liczyć w miesiącach, a nie kwartałach. (...) Sytuacja gospodarcza jest ustabilizowana, inflacja bieżąca niska, dlatego zacieśnienia powinno przebiegać w stopniowy, gradualny sposób. Nie ma potrzeby wykonywania gwałtownych ruchów.

Gazeta Prawna, 2 kwietnia

Sporządzane dotąd prognozy wskazywały, że w drugiej połowie roku tempo wzrostu może ulec osłabieniu. Jeżeli faktycznie tak by było, to może się okazać, że podwyżka nie będzie konieczna. Gdyby tempo wzrostu spadło do około 5 proc., to byłby to wzrost zbliżony do potencjalnego, neutralnego dla inflacji. (...) Dla bankiera centralnego najważniejsza jest relacja rzeczywistego i potencjalnego PKB. Obecnie rzeczywiste przekracza potencjalne, czyli niesie ryzyko wzrostu inflacji.

Profesor Jan Czekaj jest niewątpliwie członkiem Rady Polityki Pieniężnej, od którego poglądów będzie zależało czy (i kiedy) dojdzie do podwyżki stóp procentowych. Przyznał on, że o ile skłania do poglądu, że podwyżki stóp mogą być potrzebne, to trudno jest jednoznacznie stwierdzić, czy okażą się konieczne. Powiedział on wprost, że do decyzji o podwyżce mogą go przekonać kolejne dane płynące z gospodarki, które uzasadniałyby pogorszenie perspektyw inflacji w horyzoncie działania Rady. Ponieważ jednak projekcje NBP, na których po części Rada opiera decyzje, nie zawsze się sprawdzały, to ewentualna decyzja o podwyżce byłaby podjęta na podstawie intuicji. Warto zwrócić uwagę, że ostatnio członkowie Rady coraz częściej mówią o ryzykach płynących dla inflacji ze strony przyspieszającego tempa wzrostu PKB. Być może więc, więcej uwagi poświęcą oni projekciom NBP dotyczącym wzrostu gospodarczego niż inflacji. Prof. Czekaj miał również wątpliwości odnośnie tego jak zakomunikować (nie tyle rynkom co szerszej publiczności) podwyżkę przy niskiej inflacji. Ale w kwietniu może być raczej odwrotny problem – jak uniknąć zarzutu o reagowanie na wzrost bieżącej inflacji. Jak zauważył Czekaj, Rada musi podejmować również trudne decyzje.

Andrzej Sławiński, członek RPP

PAP, 3 kwietnia

Banki centralne zacieśniają politykę pieniężną, gdy oczekiwana inflacja jest wyższa od celu inflacyjnego oraz gdy tempo wzrostu gospodarczego jest wyższe od tempa potencjalnego. Napływające dane potwierdzają wprawdzie, że sytuacja jest nadal korzystna, skoro wysokiemu tempu wzrostu towarzyszy niska inflacja, ale dane te nie pozostawiają także już wątpliwości, że tempo wzrostu gospodarczego przewyższa tempo potencjalne. Banki centralne wykupują w takich sytuacjach polisę od ryzyka wzrostu inflacji zacieśniając politykę pieniężną. (...) Moim zdaniem, nic nagłego, ani szczególnie dramatycznego nam nie grozi, ale bank centralny jest po to, by stabilizować inflację wokół poziomu celu, a opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej wymagają, by reagować odpowiednio wcześniej.

O ile oczekiwana inflacja nie jest wyższa od celu inflacyjnego, to rzeczywiste wzrost gospodarczy wydaje się przewyższać jego potencjalne tempo. Ponieważ, jak zauważył prof. Sławiński, niska inflacja jest zjawiskiem globalnym, to nie jest wcale oczywiste, że szybszy wzrost PKB doprowadzi do zagrożenia przekroczenia celu przez inflację w średnim okresie. Szczególnie jeśli utrzyma się obserwowane ostatnio umocnienie złotego. Dlatego też, ryzyko trwałego wzrostu inflacji ponad poziom celu uznajemy za raczej umiarkowane. Z drugiej strony, można zrozumieć przedstawicieli banku centralnego, którzy widząc na horyzoncie pewne zagrożenia dla inflacji decydują się na delikatne zaostrożenie polityki pieniężnej, wysyłając tym samym sygnał wzmacniający ich wiarygodność w walce z nadmierną inflacją. Jak jednak powiedział prof. Sławiński, nic dramatycznego nam nie grozi. Również jeśli chodzi o skalę podwyżek.

Andrzej Wojtyna, członek RPP

PAP, 14 marca

W moim przekonaniu horyzont decyzji o podwyżkach stóp procentowych ulega wyraźnemu skróceniu, bo narastają pewne procesy w gospodarce, mogące doprowadzić do wzrostu cen. Rośnie prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych w pierwszym półroczu 2007 roku. Taki sygnał daliśmy w ostatnim komunikacie, aczkolwiek z reakcji wielu analityków wynika, że ten sygnał nie był jednoznaczny i został odebrany przez nich jako mniej, a nie bardziej „jastrzębi”. Nie było to zgodne z naszymi intencjami.

W połowie marca wypowiedzi Andrzeja Wojtyny potwierdziły nasze wrażenia po lutymowym posiedzeniu RPP. Ponieważ komunikat Rady został odebrany przez rynek niewłaściwie, wywiad ten doprowadził do dostosowania stawek rynkowych. Komentarze prof. Wojtyny pokazały, że silniejsze niż wcześniej oczekiwano tempo wzrostu gospodarczego zwiększyło jego skłonność do dokonania podwyżki stóp w ciągu najbliższych miesięcy. Ważne jest jednak, że powiedział on, że jeśli nastąpiłoby zacieśnienie polityki pieniężnej to byłoby ono umiarkowane. Dodał, że niekoniecznie oznacza to, że jednorazowe. Czyli pierwsza podwyżka o 25 pb w kwietniu-maju, a druga w III kwartale?

Stanisław Nieckarz, członek RPP

PAP, 11 kwietnia

Istnieje jednak możliwość [...] przechylenia się bilansu ryzyk w stronę większej niż dotychczas presji inflacyjnej z powodu wpływu emigracji zarobkowej na wzrost płac w kraju, w skali nie mającej pokrycia w wydajności pracy. [...] Dlatego nie wykluczam, że w najbliższych miesiącach może nastąpić prewencyjna podwyżka stóp procentowych.

Jeśli nawet Stanisław Nieckarz, zaliczany do niedawna do skrajnych gołębi w RPP, nie wyklucza możliwości podwyższenia stóp procentowych „w najbliższych miesiącach”, oznacza to, że zacieśnienia polityki pieniężnej należy się spodziewać naprawdę szybko. Z drugiej strony, o ile pierwsza podwyżka jest przesądzona, to do przekonania większości członków RPP o konieczności dalszych kroków będą potrzebne naprawdę mocne argumenty, świadczące o tym, że presja inflacyjna zwiększa się znacząco wraz z upływem czasu.

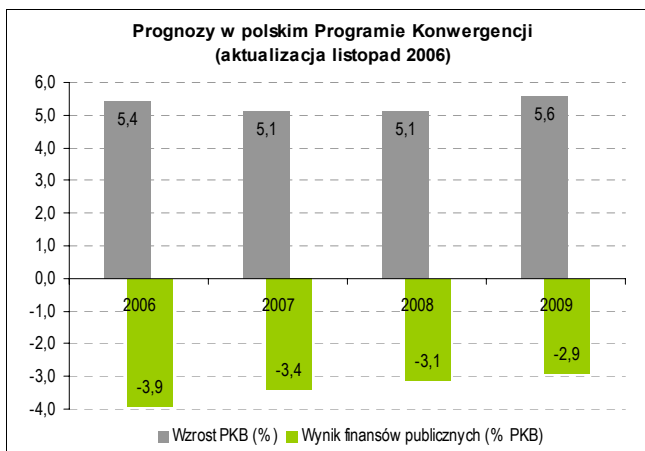
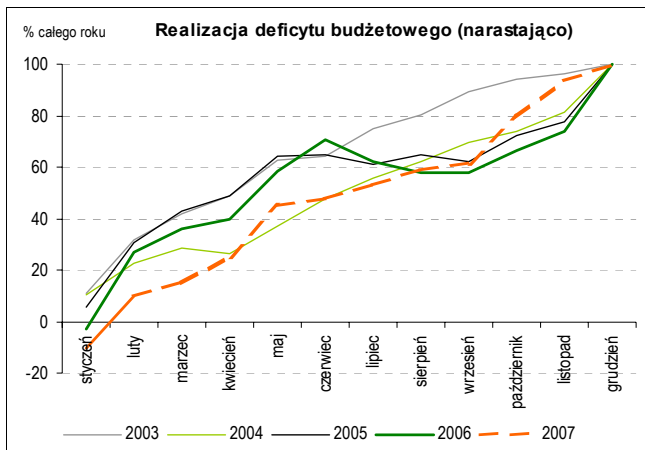
Mirosław Pietrewicz, członek RPP

PAP, 4 kwietnia

Moim zdaniem na razie nie ma takiej konieczności [podwyżki stóp], a dopóki nie ma konieczności, nie należy parametrów polityki pieniężnej zmieniać. Myślę, że spokojnie możemy obserwować rozwój sytuacji przynajmniej do końca I półrocza bieżącego roku. Nie wykluczam potrzeby podwyżki stóp procentowych po pierwszym półroczu, jeżeli się zmieni sytuacja. Jeżeli będzie się zapowiadała do końca roku tendencja do wzrostu inflacji przy wysokiej dynamice PKB, wtedy będziemy mieli jaśniejszą, bardziej wiarygodną podstawę do oceny przyszłych zdarzeń i działań z tym związanych. (...) Do podwyżki stóp skłoniłoby mnie utrzymujące się wysokie tempo wzrostu na poziomie zbliżonym do I kwartału, gdybyśmy mieli do czynienia ze zwiększonym tempem wzrostu wynagrodzeń i funduszu płac, utrzymującą się inflacją na poziomie zbliżonym do marca, pogorszeniem bilansu handlowego, zwłaszcza dynamiki eksportu, w sumie - gdybyśmy mieli do czynienia z objawami przegrzania gospodarki i pogorszeniem struktury jej wzrostu.

Mirosław Pietrewicz był jedynym członkiem Rady Polityki Pieniężnej, który zdystansował się w pewnym sensie od marcowego komunikatu. A mówiąc inaczej, wydaje się, że dla niego ewentualna konieczność zacieśnienia polityki pieniężnej „w najbliższym czasie”, pojawić się może raczej w perspektywie kwartałów, a nie miesięcy. Biorąc pod uwagę wypowiedzi innych członków Rady, przedstawione powyżej, wygląda na to, że Pietrewicz jest w mniejszości, tym bardziej, że nawet Stanisław Nieckarz, który jeszcze przed posiedzeniem marcowym stwierdził, że oczekiwania na rychłą podwyżkę stóp są przesadzone, ostatnio nie wykluczył podwyżki „prewencyjnej”. Dla Pietrewicza głównym argumentem za wstrzymaniem się z podwyżką, jest struktura wzrostu gospodarczego - „ciągnięty głównie przez inwestycje i eksport, przy konsumpcji rosnącej w tempie umiarkowanym”, a ponadto „wysokie inwestycje mają korzystną strukturę wewnętrzną; jest w nich duży udział zakupów, czyli inwestycji w maszyny, urządzenia i transport, co rokuje szybkim wzrostem potencjału PKB”. Dodatkowo, jego zdaniem, przy bardzo wysokiej dynamice wzrostu zatrudnienia, również tempo wzrostu wynagrodzeń jest umiarkowane.

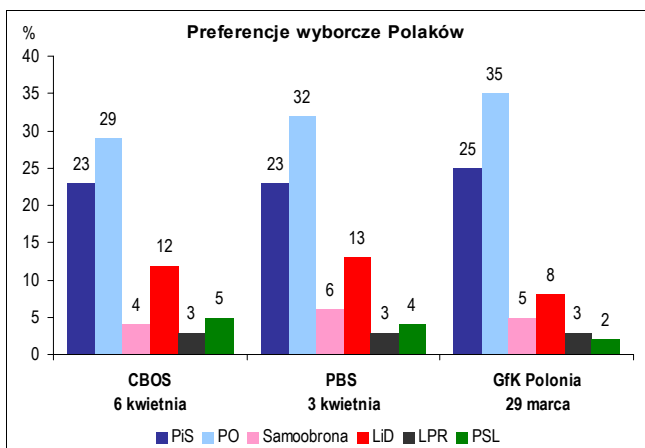
Pod lupą: Rząd i polityka



Długoterminowe ratingi dla zadłużenia w walucie zagranicznej dla krajów w regionie

	S&P's	Fitch	Moody's
Polska	A- (stabilna)	A- (stabilna)	A2 (stabilna)
Węgry	BBB+ (stabilna)	BBB+ (negatywna)	A2 (stabilna)
Czechy	A- (pozytywna)	A (stabilna)	A1 (pozytywna)
Słowacja	A (stabilna)	A (stabilna)	A1 (stabilna)

Uwaga: w nawiasie perspektywa ratingu



Źródło: Ministerstwo Finansów, Reuters, ośrodki badawcze, szacunki własne

Świetne wyniki budżetu w pierwszym kwartale

- Wykonanie deficytu w okresie styczeń-luty było na poziomie 10,1% rocznego planu, tj. 3,03 mld zł. W lutym nastąpił wzrost dochodów budżetowych o niemalże 27% r/r, przewyższający wyraźnie tempo wzrostu wydatków (10,6% r/r).
- Ponieważ według szacunków Ministerstwa Finansów w marcu nastąpiła kontynuacja bardzo dobrych wyników budżetowych (deficyt zaledwie 15% całorocznego planu), dane za pierwszy kwartał dawałyby podstawy do oczekiwań mniejszego deficytu w całym roku, gdyby nie oczekiwana obniżka składki rentowej w połowie roku.
- Rząd nie powinien mieć w tym roku problemów ze sfinansowaniem kilkumiliardowego ubytku dochodów po obniżce klina podatkowego w drugim półroczu. Pojawia się wręcz pytanie ile dochodów pozostanie na trudny rok 2008.

... ale jak będzie w roku 2008?

- Niewątpliwie przerzucenie części dochodów na przyszły rok ułatwiłoby planowanie budżetu dla Ministerstwa Finansów.
- Całkowity koszt obniżki składki rentowej w przyszłym roku to ok. 20 mld zł. Jeśli dodamy do tego koszt waloryzacji rent i emerytur (5-6 mld) oraz koszt polityki prorodzinnej (1 mld), to drobne oszczędności związane z tzw. reformą finansów publicznych (5 mld rocznie) mogą nie wystarczyć do utrzymania kotwicy budżetowej na poziomie 30 mld zł. Choć trzeba zaznaczyć, że planowane przez rząd zmiany są pożądane z punktu widzenia zwiększenia przejrzystości finansów publicznych, to brak jest zmiany struktury wydatków.
- Według naszych szacunków, nawet przy wzroście dochodów budżetowych o 10% na skutek szybkiego wzrostu PKB, pozostałe wydatki musiałyby pozostać na poziomie z 2007 r.

Jeśli wzrost się utrzyma, nic nam nie grozi

- Wynika z tego, że polskie finanse publiczne (od wielu lat) pozostają mocno wrażliwe na ryzyko spowolnienia wzrostu gospodarczego, ale jednocześnie konstrukcja budżetu przy szybkim wzroście PKB pozostanie wyzwaniem.
- Zapewne będzie to wykonalne, bo z gospodarki może przyjść kolejna pozytywna niespodzianka, a zapędy partnerów koalicyjnych na znacznie większe wydatki będą ograniczane.
- Dopóki więc mamy zdrowe fundamenty gospodarcze nic poważniejszego nam nie grozi. To zdają się mówić agencje ratingowe. Standard and Poor's zdecydował o podwyższeniu długoterminowego ratingu Polski. Dotychczas rating S&P's dla Polski był niższy od odpowiednich ratingów przyznanych przez agencje Fitch i Moody's, oraz niższy do ratingów dla niektórych krajów o gorszej sytuacji ekonomicznej i fiskalnej.

Polityka czynnikiem (umiarkowanego) ryzyka

- Zmiany polskiego ratingu, zarówno w przypadku S&P, jak i wcześniej przez Fitch, uzasadnione były perspektywą zrównoważonego wzrostu PKB, konkurencyjną gospodarką oraz obniżającym się zadłużeniem zagranicznym.
- Agencje stwierdziły, że sytuacja ekonomiczna pozostaje niezależna od polityki. Choć warto zwrócić uwagę, że obecny rating jest w pewnej skali ograniczany przez niestabilność polityczną, która uniemożliwia dalszy progres w reformach strukturalnych i obniżenie długu publicznego.
- Z drugiej strony, jakiś czas temu można było się obawiać, że w scenariuszu znacznego wzrostu dochodów będziemy mieli do czynienia z jeszcze większą chęcią do wydawania publicznych pieniędzy. Utrzymujące się niskie poparcie społeczne dla partii populistycznych ogranicza te zapędy.

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Jarosław Kaczyński, premier

Dziennik, 5 kwietnia

Reforma finansów publicznych jest przedsięwzięciem politycznie skomplikowanym. (...) Choć perswazja to głównie zadanie Ministerstwa Finansów, to ja także będę przekonywał parlament do reformy.

Andrzej Lepper, wicepremier i minister rolnictwa

Rzeczpospolita, 5 kwietnia

Reforma finansów jest potrzebna. Samoobrona ją popiera. Szczegółów tej reformy nie znamy.

Zyta Gilowska, wicepremier i minister finansów

TVN 24, 4 kwietnia

Likwidacja podatku od dochodów kapitałowych jest możliwa nie wcześniej niż w 2009 roku. Na 2008 rok żadnych obietnic już złożyć nie możemy, ponieważ portfel możliwych wydatków mamy zapięty. (...) Jeśli będzie nas na stać, wspominałam już o tym parokrotnie, zobaczymy. Na razie wszystko wskazuje, że może nas być na to stać, wtedy pomyślimy o likwidacji tego podatku, ale dopiero w 2009 roku, nie wcześniej.

Dziennik, 5 kwietnia

Nie zakładaliśmy, że oszczędności z reformy zbilansują nowe wydatki. Ale te wydatki mogą być zwiększone tylko o tyle, o ile Polska może sobie na to pozwolić. (...) z góry uprzedzam, że stawianie kolejnych żądań nic nie da, ponieważ polskie państwo nie zdołałoby ich sfinansować. (...) Dopóki jestem ministrem nie dopuszczę do naruszenia równowagi budżetowej.

Elżbieta Suchocka-Roguska, wiceminister finansów

PAP, 22 marca

To jest powrót do starych zasad waloryzacji emerytur i rent. Nie rozumiem, dlaczego Ministerstwo Finansów miało się na to nie zgadzać. Założenie jest przecież takie, że emeryci i renciści też powinni mieć udział w korzystaniu ze wzrostu gospodarczego. Powrót do starej zasady, gdzie waloryzacja jest coroczna, jest wynikiem wcześniej zaplanowanych ustaleń, kontrowersje dotyczyły jedynie roku 2007. (...) Mimo planów obniżenia klina podatkowego - według naszych informacji na dziś - nie powinno być z tego tytułu żadnych napięć w budżecie.

Zyta Gilowska, wicepremier i minister finansów

Polskie Radio PR 1, 29 marca

Obecnie nie ma potrzeby chłodzenia gospodarki poprzez podwyżki stóp procentowych. Mamy 14 miesiąc wysokiego wzrostu gospodarczego, połączonego z kontrolą wszystkich możliwych deficytów (...). Stopy procentowe rosną wtedy, kiedy istnieje ryzyko przegrzewania gospodarki, o żadnym przegrzewaniu mowy nie ma.

Katarzyna Zajdel-Kurowska, wiceminister finansów

Reuters, 2 kwietnia

Szacujemy, że inflacja w marcu wzrosła do 2,4 procent rok do roku, ale można powiedzieć, że ten wynik jest spowodowany głównie czynnikami podażowymi. Na te prognozy złożyły się ceny żywności (plus 0,7 procent miesiąc do miesiąca) i paliw (plus 6,0 procent miesiąc do miesiąca). Wzrost inflacji w marcu był spodziewany, jest to wynik bazy statystycznej. W kolejnych miesiącach inflacja będzie spadać. Na koniec roku inflacja przyspieszy, w grudniu zbliży się do celu banku centralnego.

Andrzej Lepper, wicepremier i minister rolnictwa

PAP, 4 kwietnia

Minister finansów Zyta Gilowska cały czas ma jeden argument - że obniżając akcyzę, czy znosząc opłatę paliwową będziemy stosować pomoc publiczną. Oświadczam, że to nie jest pomoc publiczna, tylko program promocji. (...) Jeżeli innymi argumentami nie da się pani wicepremier przekonać i (...) jeżeli nie będzie zgody na zastosowanie takich ulg, które pozwolą przedsiębiorcom produkować biopaliwa, a rolnicy dostaną opłacalną cenę za produkcję roślin energetycznych, to po prostu nie będzie tej koalicji.

Komentarz

Ministerstwo Finansów zapewnia, że finanse publiczne w najbliższych latach się zbilansują. Deficyt całego sektora rządowego i samorządowego w 2007 roku ma nie przekroczyć 3,4% PKB, a w 2008 ma wynieść 3,1%. Prognozy te zostają utrzymane pomimo szybszej i znaczniejszej redukcji klina podatkowego oraz dodatkowych kosztów w postaci finansowania pakietu prorodzinnego, którego przyjęcie oznacza dla 2008 roku spadek dochodów z PIT o około 450 milionów złotych oraz dodatkowe wydatki w kwocie około 500 milionów złotych, jak powiedziała minister finansów. Co ważne jednak, Zyta Gilowska zdaje sobie sprawę, że „musimy ścieśnić wydatki i ograniczyć apetyty”. Ciekawe tylko czy zdają sobie z tego sprawę inni ministrowie i parlamentarzyści, których zapotrzebowanie na wydatki będzie zapewne spore. Każdy przecież chce skorzystać z szybszego wzrostu gospodarczego, a jednocześnie mało kto myśli co będzie gdy dobra koniunktura się skończy. Premier Jarosław Kaczyński zapewnia, że będzie zabiegał o poparcie polityczne dla reformy finansów publicznych, a wicepremier Lepper podpisuje się pod nią mimo tego, że nie zna szczegółów. Zobaczymy w niedalekiej przyszłości jak będzie z tym poparciem dla konkretnych projektów ustaw w parlamencie oraz dla projektu ustawy budżetowej, który musi zakładać niewielki wzrost wydatków aby zmieścić się w limicie deficytu. Minister Gilowska zapewnia, że nie pozwoli na naruszenie równowagi budżetowej i pozostaje mieć nadzieję, że jej się uda. Swoją drogą, przyznać trzeba, że w ostatnich latach zwykle około połowy roku, gdy realizacja deficytu idzie bardzo pomyślnie, wszyscy zaczynają się martwić o budżet na rok kolejny, który nie ma prawa się zbilansować. Po czym kolejny budżet jest wykonany lepiej niż plan, głównie dzięki lepszej koniunkturze gospodarczej.

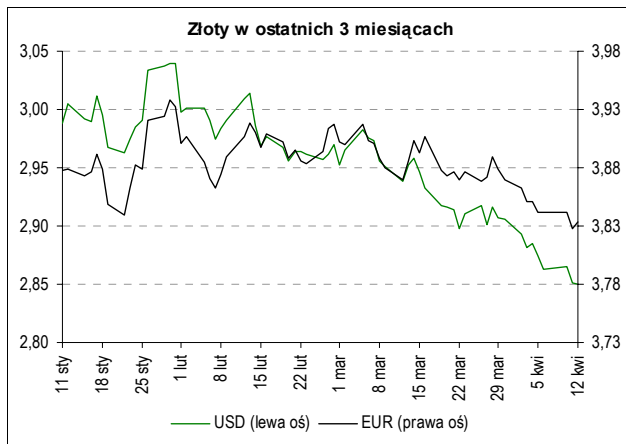
Wicepremier minister finansów Zyta Gilowska mówiła przed miesiącem w wywiadzie dla PAP, że jest sceptyczna wobec pomysłu corocznej waloryzacji emerytur i rent. Gilowska mówiła wówczas, że „techniczne koszty takiej operacji są bardzo wysokie, a rekordowo niska inflacja ubiegłoroczna i niska inflacja przewidywana dla roku obecnego, sprawiają (...), iż podwyżki emerytur i rent byłyby w ujęciu netto niewielkie, wręcz irytująco niskie”. Nie sposób się z tym nie zgodzić. Problem polega również na tym, że na skutek innych decyzji rządu, o których pisaliśmy powyżej, budżety na kolejne lata i tak będą już dość obciążone i mocno uzależnione od koniunktury gospodarczej. W takiej sytuacji waloryzacja przeprowadzana rzadziej (i w mniejszej skali) dawałaby przy planowaniu budżetu pewien oddech.

W ostatnim czasie mamy do czynienia z ciekawą różnicą opinii pomiędzy ministrem finansów Zytą Gilowską a jednym z wiceministrów. Podczas gdy dla prof. Gilowskiej nie ma żadnych podstaw do zwiększenia restrykcyjności polityki pieniężnej, Katarzyna Zajdel-Kurowska jeszcze niedawno dość jednoznacznie wypowiadała się odnośnie konieczności podwyżek. Pomijając te różnice zdań pomiędzy oboma paniami, zasadne jest pytanie po co w ogóle przedstawiciele Ministerstwa Finansów wypowiadają się na temat pożądanego poziomu stóp procentowych? Według nas, znacznie lepszą odpowiedzią na pytanie dziennikarzy o politykę monetarną jest stwierdzenie, że to bank centralny a nie rząd jest odpowiedzialny za politykę pieniężną. Czyżby jednak ta zasada (dwustronna zresztą) miała obowiązywać tylko wówczas gdy stopy procentowe pozostają bez zmian lub spadają, a gdy zbliża się perspektywa podwyżki to Ministerstwo Finansów zaczyna się uaktywniać, tak jak zrobiła to Zyta Gilowska?

Prognozy inflacji Ministerstwa Finansów są mniej więcej zgodne z naszymi przewidywaniami, choć po tej informacji podnieśliśmy nieco prognozę CPI na marzec.

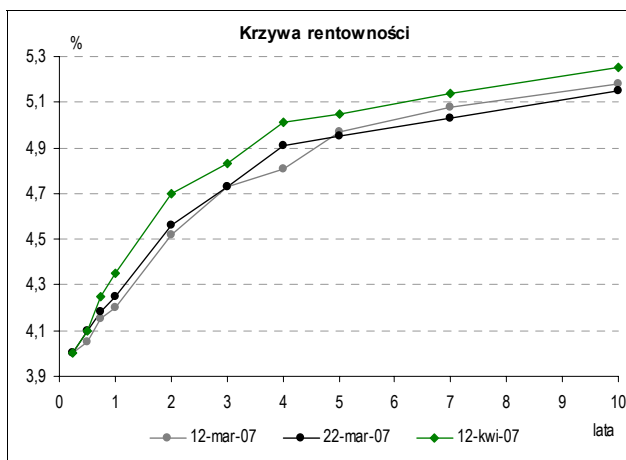
Z jednej strony, wicepremier Lepper i jego partia popierają koncepcję reformy finansów publicznych, z drugiej zaś strony raz na jakiś czas znajdują problem, którym straszą wyjściem z koalicji. Od paru miesięcy takim tematem są biopaliwa i konflikt w tej sprawie pomiędzy Andrzejem Lepperem, a Zytą Gilowską. Nie wydaje się jednak, aby i tym razem nie doszło do załagodzenia sporu, a przedterminowe wybory pozostaną prawdopodobnie w sferze marzeń liderów Platformy Obywatelskiej. Donald Tusk wzywał w ubiegłym tygodniu premiera żeby wycofał się z rządzenia krajem, podał rząd do dymisji, i zaproponował jak najszybciej zaproponować wybory.

Monitor rynku



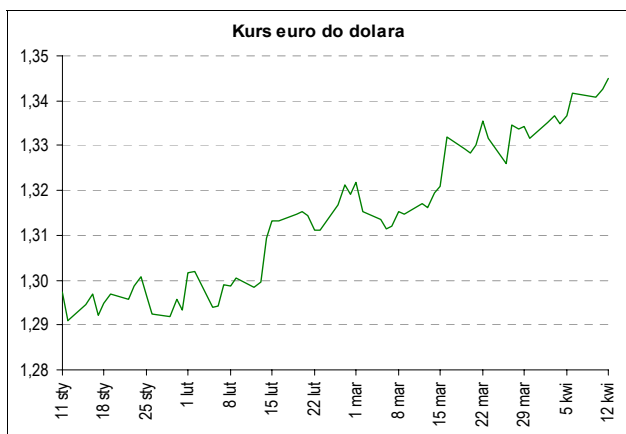
Złoty umacnia się po podwyższeniu ratingu

- Od publikacji ostatniego raportu doszło do zmniejszenia awersji do ryzyka, do czego przyczynił się m.in. dosyć gołębi komunikat Fed. Pod koniec marca bardzo pozytywnym czynnikiem okazało się podwyższenie ratingu Polski przez S&P's do A-. Po tym wydarzeniu polska waluta sukcesywnie zyskiwała na wartości. Kurs EURPLN pokonał istotne pasmo wsparcia 3,845-3,86 i spadł poniżej 3,83. Polska waluta umacniała się mimo zawirowań wokół Iranu i obniżenia ratingów niektórych krajów w regionie.
- Od dłuższego czasu podtrzymywaliśmy zdanie, że mimo chwilowego odwrotu od ryzykownych aktywów na początku roku bardzo dobre fundamenty będą w średnim terminie pozytywnie oddziaływać na złotego. Wysoki wzrost gospodarczy utrzyma się w kolejnych kwartałach. W najbliższym czasie dodatkowym wsparciem może okazać się podwyżka stóp procentowych.



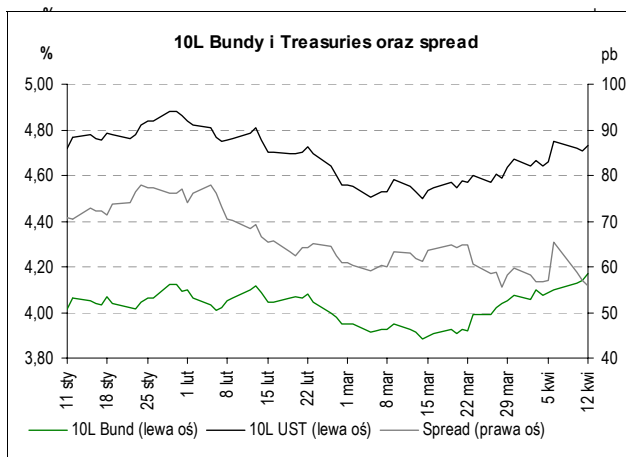
Nieznaczny wzrost rentowności

- Od połowy marca obligacje osłabiły się, a wyplaszczenie krzywej rentowności było kontynuowane. Głównym powodem były jastrzębie komentarze członków RPP i zmiany w komunikacie po marcowym posiedzeniu Rady, które znacząco zwiększyły oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w najbliższych dwóch miesiącach. Kolejnym czynnikiem była prognoza inflacji resortu finansów. Przy znacznym osłabieniu na rynkach bazowych dłuższy koniec był wspierany przez podwyższenie ratingu przez S&P's.
- Sądzymy, że stopy procentowe mogą wzrosnąć już w kwietniu. Jeśli podwyżka nie nastąpi wówczas na krótkim końcu krzywej może dojść do lekkiego odreagowania. Jednak oczekiwania rynku przesuną się na maj. Kolejne podwyżki będą zależały od napływających danych i mogą nastąpić w drugiej połowie roku oraz na początku przyszłego. W związku z tym w średnim terminie rynek długu może ustabilizować na nieco słabszych poziomach.



Dolar wciąż traci ... EURUSD powyżej 1,34

- Ostatnie tygodnie stały pod znakiem osłabiania się dolara. Waluta amerykańska traciła m.in. za sprawą niektórych słabych danych z USA, komunikatu Fed, niepokoju wobec stosunków z Iranem, i narastającego zamieszania wokół sytuacji w handlu zagranicznym między USA i Chinami. Ponadto dane ze strefy euro były dobre, a z EBC pojawiały się kolejne komentarze sugerujące, że stopy procentowe mogą jeszcze wzrosnąć.
- Uważamy, że to jeszcze nie koniec osłabienia amerykańskiej waluty i że kurs EURUSD może wzrosnąć nawet do 1,36 jednak może to nastąpić dopiero w perspektywie kolejnych miesięcy, m.in. za sprawą obniżek stóp w USA i podwyżek stóp w strefie euro w tym roku. Kolejne dane ze strefy euro powinny potwierdzać dobrą sytuację gospodarczą. Ryzykiem dla tego scenariusza może być wysoka inflacja w USA.

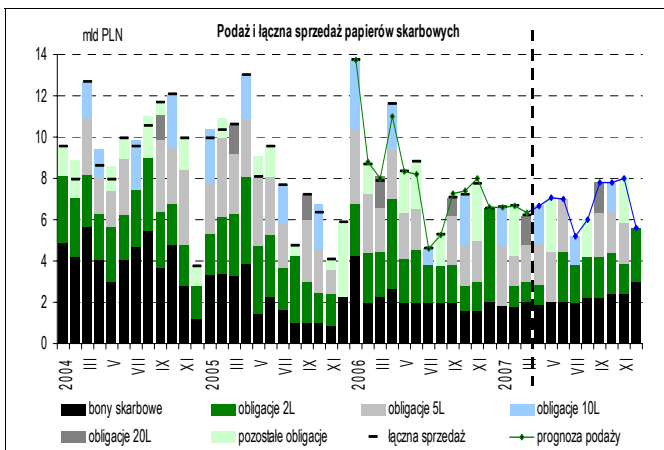
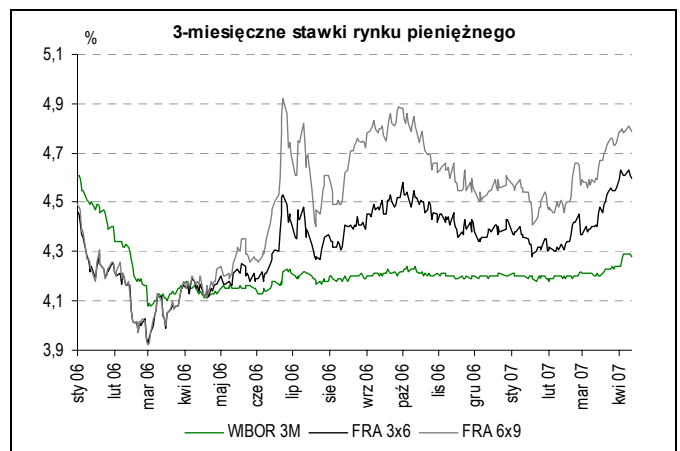
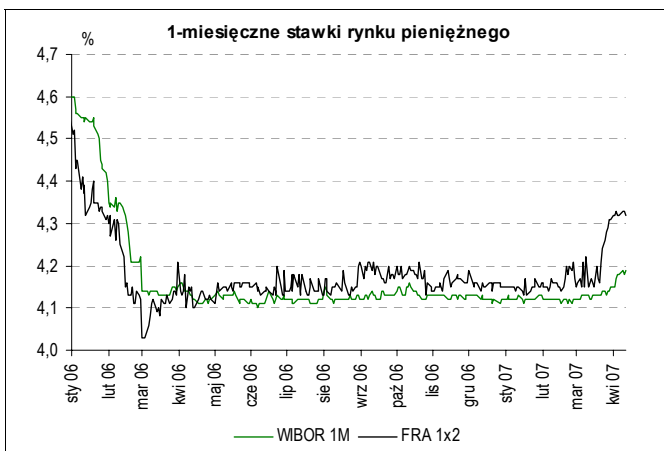
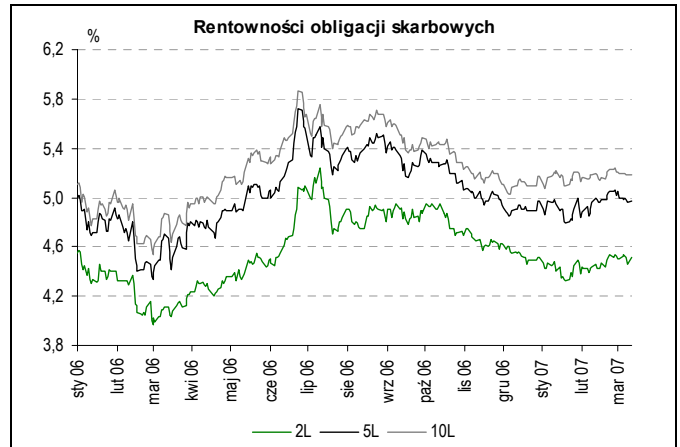
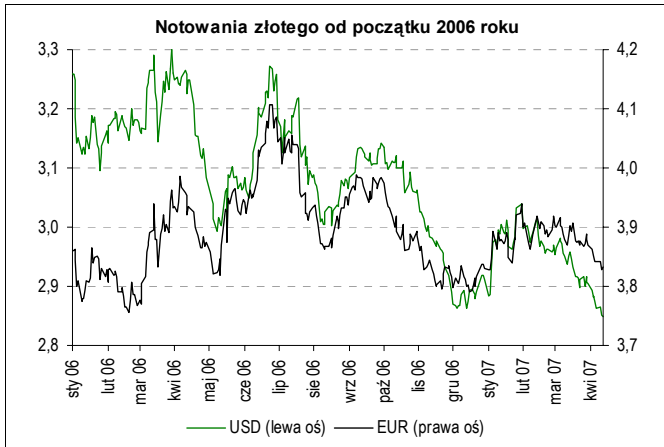


Ponowne osłabienie na rynkach bazowych

- Od momentu naszej ostatniej publikacji odnotowano zmniejszenie awersji do ryzyka. Pierwsza reakcja na komunikat Fed przyniosła umocnienie, jednak sformułowania o wadze inflacji osłabiły amerykański dług w drugiej reakcji. Spadek cen nastąpił też po lepszych danych z USA (rynek nieruchomości, PKB, Chicago PMI, zatrudnienie poza rolnictwem) i strefy euro. Ostatecznie rentowności 10-letnich Treasuries wzrosły od połowy marca o 18 pb, a 10-letnich Bundów o 23 pb.
- Wyższa inflacja w USA od poziomu akceptowanego przez Fed może negatywnie wpływać na amerykański dług, choć po sporym osłabieniu na amerykańskim rynku obligacji skarbowych może nastąpić pewna stabilizacja. W dalszym ciągu utrzymujemy, że stopy w USA spadną do końca roku do 4,5%. W strefie euro dojdzie do kolejnych podwyżek, przez co spread między USA i strefą euro będzie się zawężał.

Źródło: Reuters, BZ WBK

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

OFERTA / SPRZEDAŻ		
Data przetargu	52-tyg.	Suma
05.02.2007	900 / 900	900 / 900
19.02.2007	900 / 900	900 / 900
razem luty	1 800 / 1 800	1 800 / 1 800
05.03.2007	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
19.03.2007	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
razem marzec	2 000 / 2 200	2 000 / 2 200
02.04.2007	900 / 900	900 / 900
23.04.2007	900 - 1 000	900 - 1 000
razem kwiecień*	1 800 - 1 900	1 800 - 1 900

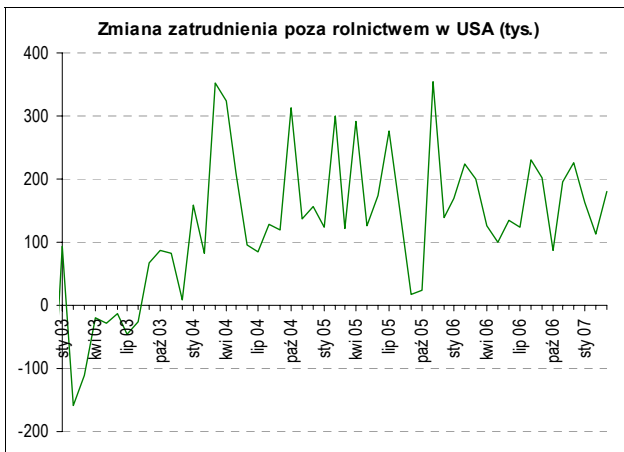
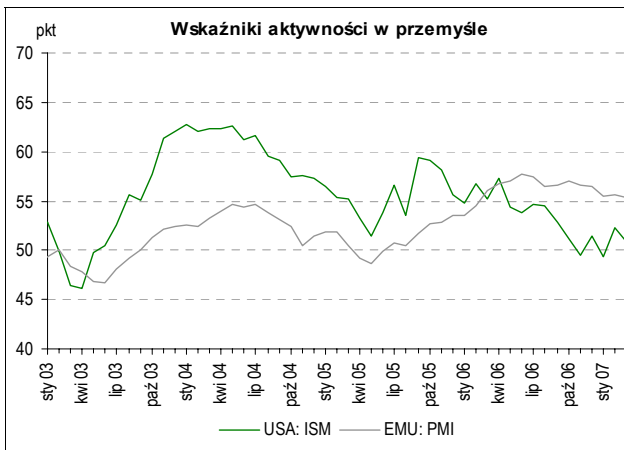
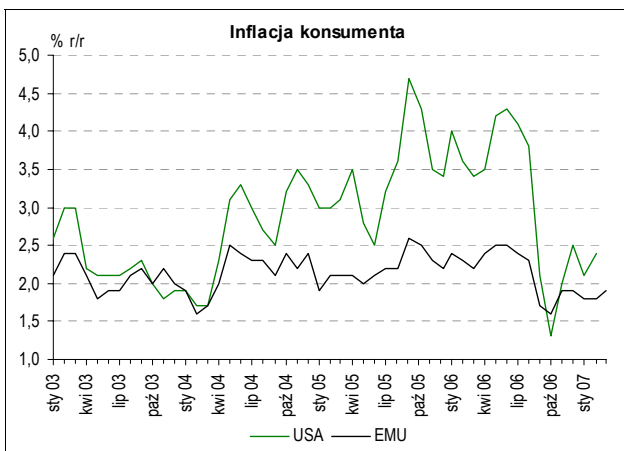
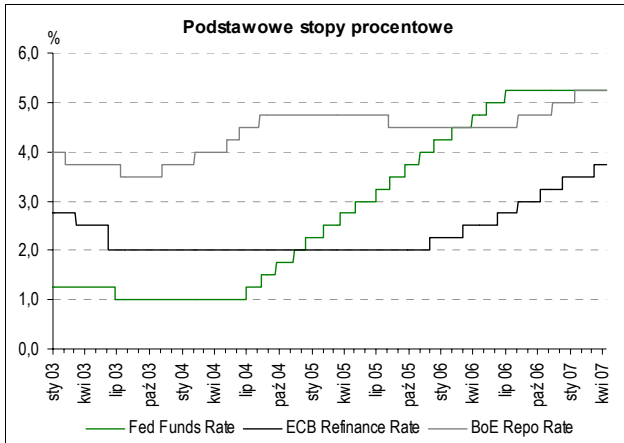
* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

Przetargi obligacji skarbowych w 2007 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg			III przetarg				
	data	obligacje	Oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż
styczeń	-	-	-	-	10.01	DS1017	1 800	1 800	17.01	PS0412	3 000	3 000
luty	07.02	OK0709	1 000	1 000	14.02	WZ0118 IZ0816	2400 0	2400 0	21.02	PS0412	1 500	1 500
marzec	07.03	OK0709	1 000	1 000	14.03	WS0922	1 400	1 400	21.03	PS0412	1 800	1 800
kwiecień	04.04	OK0709	1 000	1 000	11.04	DS1017	1 800	1 800	18.04	PS0412	1 500 - 2 500	-
maj	-	-	-	-	09.05	10L WIBOR 12L CPI	-	-	16.05	5L	-	-
czerwiec	06.06	2L	-	-	-	-	-	-	20.06	5L	-	-
lipiec	04.07	2L	-	-	11.07	10L	-	-	-	-	-	-
sierpień	01.08	2L	-	-	08.08	10L WIBOR 12L CPI	-	-	-	-	-	-
wrzesień	05.09	2L	-	-	12.09	20L	-	-	19.09	5L	-	-
październik	03.10	2L	-	-	10.10	10L	-	-	17.10	5L	-	-
listopad	07.11	2L	-	-	14.11	7L WIBOR 12L CPI	-	-	21.11	5L	-	-
grudzień	05.12	2L	-	-	-	-	-	-	-	5L	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym

Przegląd międzynarodowy

**Oczekiwane kolejne podwyżki w strefie euro**

- W marcu amerykański bank centralny pozostawił główną stopę Fed Funds bez zmian na poziomie 5,25%. W komunikacie zaznaczył, że trwa dostosowanie na rynku nieruchomości, a gospodarka będzie rozwijać się w umiarkowanym tempie przez najbliższe kwartały. Bank podkreślił w komunikacie, że głównym zmartwieniem jest inflacja. Jednak w marcowym komunikacie Fed pominął wyrażenie o możliwym „dodatkowym zacieśnieniu” polityki pieniężnej w celu ograniczenia ryzyk inflacyjnych.
- Na kwietniowym posiedzeniu EBC pozostawił główną stopę procentową na poziomie 3,75%. Komunikat sygnalizował kolejne podwyżki stóp. EBC wciąż uważa, że poziom stóp jest umiarkowany a polityka pieniężna akomodacyjna. Komunikat sugerował, że ostatnie dane potwierdzają ryzyko wzrostu cen średnim terminie oraz oceny silnej gospodarki.

Obawy o inflację utrzymują się

- Inflacja w USA wyniosła w lutym 0,4% m/m wobec prognoz na poziomie 0,3% m/m, w ujęciu rocznym przyspieszyła do 2,4% wobec 2,1% w styczniu. Bazowy wskaźnik CPI wzrósł o 0,2% m/m, zgodnie z rynkowym konsensusem oraz o 2,7% r/r, w dalszym ciągu znacznie powyżej docelowego przedziału Fed (1-2%). Ceny producentów w USA wzrosły w lutym o 1,3% m/m (2,5 r/r) wobec oczekiwań na poziomie 0,5% m/m. Bazowy wskaźnik PPI wzrósł o 0,4% m/m (1,8% r/r), podczas gdy analitycy z Wall Street oczekiwali wzrostu o 0,2% m/m.
- Dane inflacyjne ze strefy euro za luty pokazały wzrost indeksu HICP o 1,8% r/r, co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Indeks PPI wzrósł o 0,3% m/m i 2,9% r/r Według wstępnych danych inflacja mierzona wskaźnikiem HICP wzrosła w marcu o 1,9% r/r, co było zgodne z oczekiwaniami analityków.

Wciąż wysokie wskaźniki PMI ze strefy euro

- Indeks ISM dla sektora przetwórczego w USA spadł w marcu do 50,9 z 52,3 podczas gdy analitycy prognozowali spadek do 51,1. Indeks ISM dla sektora usług w USA spadł w marcu do 52,4 z 54,3 zanotowanych w lutym, podczas gdy rynek oczekiwał wzrostu do 55,0.
- Indeks PMI dla sektora przetwórczego w strefie euro spadł z 55,6 do 55,4 w marcu nieco bardziej niż oczekiwał tego rynek (55,7). Indeks PMI dla sektora usług w strefie euro spadł do 57,4 z 57,5 wobec prognozy na poziomie 57,6.
- Dane o PKB w USA za IV kw. zostały zrewidowane w górę z 2,2% do 2,5%, podczas gdy rynek nie oczekiwał zmian. Finalny deflator nie został zrewidowany i wyniósł 1,6% (oczekiwano 1,7%). Bazowy wskaźnik cen PCE wzrósł w IV kw. o 1,8% (konsensusu: 1,9%).
- Finalne dane o PKB w strefie euro zgodnie z oczekiwaniami pokazały wzrost na poziomie 0,9% kw./kw. oraz 3,3% r/r wobec 0,6% kw./kw. i 2,8% r/r w III kw. 2006.

Mimo obaw o gospodarkę USA dobre dane z rynku pracy

- Raport ADP opracowany wg nowej metodologii, która miała na celu zwiększyć trafność wskazań, co do trendu danych o zatrudnieniu poza rolnictwem publikowanych przez Biuro Statystyk Rynku Pracy, pokazał przyrost nowych miejsc pracy w sektorze prywatnym poza rolnictwem w USA o 106 tys. wobec prognozy na poziomie 110 tys. po spadku do 57 tys. w lutym.
- Zatrudnienie poza rolnictwem w USA wzrosło w marcu o 180 tys., a ponadto dane za poprzednie dwa miesiące zostały zrewidowane w górę (za luty z poziomu 97 tys. do 113 tys., za styczeń z poziomu 146 tys. do 162 tys.). Ponadto stopa bezrobocia spadła z 4,5% do 4,4%, podczas gdy rynek spodziewał wzrostu do 4,6%.

Źródło: Reuters, EBC, Federal Reserve

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
9 kwietnia GER, GB: Dzień wolny	10 JP: Spotkanie BOJ – decyzja – raport	11 Aukcja obligacji 10-letnich	12 EMU: PKB (IV kw.) EMU: Produkcja przemysłowa (II) EMU: Spotkanie EBC – decyzja USA: Ceny w handlu zagranicznym (III)	13 POL: CPI (III) POL: Bilans płatniczy (II) POL: Podaż pieniądza (III) USA: Bilans handlowy (II) USA: PPI (III) USA: Wstępny Michigan (IV)
16 marca POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: Finalny HICP (III) USA: Sprzedaż detaliczna (III) USA: Napływ kapitału netto (II)	17 GER: Indeks ZEW (IV) USA: CPI (III) USA: Liczba nowych budów (III) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (III) USA: Produkcja przemysłu (III)	18 POL: Aukcja obligacji 5-letnich POL: Płace brutto i zatrudnienie (III) GER: Indeks Ifo (IV)	19 USA: Indeks Philadelphia Fed (IV)	20 POL: Ceny produkcji (III) POL: Produkcja przemysłowa (III)
23 POL: Przetarg bonów skarbowych POL: Inflacja bazowa (III) POL: Wskaźniki koniunktury (IV)	24 POL: Spotkanie RPP USA: Zaufanie konsumentów (IV) USA: Sprzedaż domów (III)	25 POL: Sprzedaż detaliczna (III) POL: Bezrobocie (III) POL: Spotkanie RPP – decyzja USA: Zamówienia na dobra trwałe (III)	26 POL: Przetarg zamiany USA: Sprzedaż nowych domów (III)	27 USA: Bazowy PCE (I kw.) USA: Przedwstępny PKB (I kw.) USA: Deflator PKB (I kw.) USA: Finalny Michigan (IV)
30 JP: Dzień wolny EMU: Podaż pieniądza M3 (III) EMU: Wskaźnik nastrojów (IV) EMU: Wstępny HICP (IV) USA: Bazowy PCE (III) USA: Chicago PMI (IV)	1 maja POL: Święto Pracy GER: Dzień wolny USA: ISM sektor przetwórczy (IV)	2 EMU: PMI sektor przetwórczy (IV) USA: Raport ADP (IV) USA: Zamówienia w przemyśle (III)	3 POL: Święto Konstytucji 3 maja JP: Dzień wolny USA: Wydajność i jednostkowe koszty pracy (I kw.) USA: ISM sektor usług (IV)	4 EMU: PMI sektor usług (IV) USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (IV) USA: Bezrobocie (IV)
7 POL: Przetarg bonów skarbowych	8 USA: Zapasy hurtowe (III)	9 POL: Aukcja obligacji 10-letnich zmiennokuponowych i 12-letnich indeksowanych inflacją USA: Spotkanie Fed - decyzja	10 GB: Spotkanie Banku Anglii - decyzja EMU: Spotkanie EBC – decyzja USA: Ceny w handlu zagranicznym (import) (IV) USA: Bilans handlowy (III) USA: Budżet federalny (III)	11 USA: PPI (IV) USA: Sprzedaż detaliczna (IV)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2007 roku

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

* 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

		mar 06	kwi 06	maj 06	cze 06	lip 06	sie 06	wrz 06	paź 06	lis 06	gru 06	sty 07	lut 07	mar 07	kwi 07
Produkcja przemysłowa	% r/r	16,4	5,7	19,1	12,2	14,3	12,6	11,6	14,8	12,0	5,9	15,4	12,9	10,1	15,9
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	10,1	13,2	13,7	10,7	11,0	11,5	14,5	13,3	13,6	13,3	16,5	17,5	16,5	16,7
Stopa bezrobocia	%	17,8	17,2	16,5	16,0	15,7	15,5	15,2	14,9	14,8	14,9	15,1	14,9	14,7	14,2
Place brutto ^{b c}	% r/r	5,4	4,0	5,2	4,5	5,6	5,3	5,1	4,7	3,1	8,5	7,8	6,4	6,6	7,0
Zatrudnienie ^b	% r/r	2,7	2,8	3,0	3,1	3,3	3,5	3,5	3,6	3,8	4,1	3,8	4,3	4,5	4,4
Eksport (w euro) ^d	% r/r	28,2	9,8	32,5	16,9	21,0	22,3	18,6	23,4	21,7	8,0	15,5	12,7	9,4	15,6
Import (w euro) ^d	% r/r	23,9	10,1	29,9	17,2	26,2	22,9	19,2	27,4	21,0	17,2	21,3	19,4	19,4	30,2
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-130	-108	-439	-103	-519	-434	-212	-283	-339	-1119	-387	-736	-950	-1173
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-356	-597	-374	-300	-527	-646	222	-728	-738	-1201	-678	-956	-950	-1233
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-1,9	-2,1	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1	-1,9	-2,0	-2,1	-2,3	-2,5	-2,5	-2,7	-2,9
Deficyt budżetowy (narastająco)	mln PLN	-9,0	-10,0	-14,6	-17,7	-15,6	-14,5	-14,5	-16,6	-18,5	-25,1	3,1	-3,0	-6,5	-7,6
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu ^e	35,8	40,0	58,2	70,4	62,3	57,9	57,8	66,3	73,9	100,0	-10,3	10,1	15,0	25,4
Inflacja (CPI)	% r/r	0,4	0,7	0,9	0,8	1,1	1,6	1,6	1,2	1,4	1,4	1,6	1,9	2,4	2,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	0,9	1,7	2,3	3,0	3,5	3,3	3,6	3,2	2,5	2,6	3,1	3,6	3,8	3,0
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	9,8	9,6	10,1	11,9	13,0	12,9	13,0	12,3	14,4	15,6	19,3	17,9	18,5	18,2
Depozyty	% r/r	9,1	8,6	8,9	11,4	12,3	12,0	11,6	11,4	13,1	15,0	18,4	18,1	18,4	18,5
Kredyty	% r/r	13,6	12,2	12,4	16,0	16,7	18,0	19,2	19,5	20,7	23,4	25,0	26,5	26,1	26,2
USD/PLN	PLN	3,23	3,20	3,05	3,17	3,15	3,05	3,12	3,09	2,97	2,88	2,98	2,98	2,94	2,89
EUR/PLN	PLN	3,88	3,92	3,90	4,02	4,00	3,90	3,97	3,90	3,82	3,81	3,88	3,90	3,89	3,84
Stopa interwencyjna ^a	%	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,25
Stopa lombardowa ^a	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,75
WIBOR 3M	%	4,12	4,14	4,15	4,17	4,19	4,19	4,21	4,22	4,20	4,20	4,20	4,20	4,22	4,25
Rentowność bonów 52-tyg.	%	3,87	3,95	4,02	4,20	4,30	4,35	4,44	4,35	4,29	4,20	4,14	4,07	4,23	4,25
Rentowność obligacji 2L	%	4,10	4,28	4,44	4,75	4,95	4,85	4,87	4,84	4,65	4,54	4,41	4,46	4,55	4,68
Rentowność obligacji 5L	%	4,59	4,80	5,00	5,33	5,37	5,41	5,31	5,24	5,01	4,91	4,90	4,97	4,98	5,10
Rentowność obligacji 10L	%	4,78	5,02	5,26	5,54	5,55	5,61	5,48	5,39	5,18	5,10	5,16	5,18	5,18	5,20

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. 06	II kw. 06	III kw. 06	IV kw. 06	I kw. 07	II kw. 07	III kw. 07	IV kw. 07
PKB	mld PLN	923,2	980,7	1 050,9	1 138,5	240,9	251,7	258,6	299,7	262,7	273,6	278,7	323,4
PKB	% r/r	5,3	3,5	5,8	6,2	5,2	5,5	5,8	6,4	7,0	6,5	5,9	5,5
Popyt krajowy	% r/r	5,9	2,4	5,9	6,8	4,8	4,8	6,1	7,7	7,2	7,3	6,5	6,3
Spożycie indywidualne	% r/r	4,0	1,9	5,2	5,6	5,2	4,9	5,5	5,2	6,0	5,5	5,5	5,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,3	6,5	16,7	15,2	7,7	14,8	19,8	19,3	25,0	17,0	15,0	11,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,3	4,0	12,5	12,3	12,4	12,1	12,3	10,7	12,8	11,4	12,0	13,0
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	7,1	1,5	11,9	13,9	9,0	11,8	13,8	12,6	16,4	15,4	12,8	10,7
Stopa bezrobocia ^a	%	19,1	17,6	14,9	12,8	17,8	16,0	15,2	14,9	14,7	13,4	12,8	12,8
Place realne brutto ^c	% r/r	0,8	1,2	4,2	4,6	4,3	3,9	4,1	4,5	4,9	4,7	5,0	3,9
Zatrudnienie ^c	% r/r	-0,8	1,9	3,2	4,1	2,6	3,0	3,4	3,8	4,2	4,3	4,0	3,8
Eksport (w euro) ^b	% r/r	22,3	17,8	20,2	13,1	23,3	19,5	20,7	18,0	12,4	14,0	13,0	13,0
Import (w euro) ^b	% r/r	19,5	13,4	21,8	17,1	23,3	19,0	22,8	21,9	20,0	17,5	15,5	16,0
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-4 552	-2 242	-3 896	-8 330	-352	-646	-1 165	-1 733	-2 073	-1 552	-1 932	-2 773
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-8 670	-4 130	-6 273	-8 749	-1 396	-1 266	-949	-2 662	-2 584	-1 697	-1 241	-3 227
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-4,3	-1,7	-2,3	-3,0	-1,9	-2,0	-1,9	-2,3	-2,7	-2,8	-2,8	-3,0
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-41,5	-28,6	-25,1	-30,0	-9,0	-17,7	-14,5	-25,1	-6,5	-14,4	-18,4	-29,9
Deficyt budżetowy	% PKB	-4,5	-2,9	-2,4	-2,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3,5	2,1	1,0	2,0	0,6	0,8	1,4	1,3	1,9	2,1	1,7	2,3
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	4,4	0,7	1,4	2,5	0,4	0,8	1,6	1,4	2,4	2,2	1,8	2,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,0	0,7	2,5	3,0	0,9	3,0	3,6	2,6	3,5	2,6	2,3	3,5
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	8,7	10,5	15,6	14,4	9,8	11,9	13,0	15,6	18,5	16,9	15,9	14,4
Zobowiązania ^a	% r/r	8,1	9,4	15,0	15,0	9,1	11,4	11,6	15,0	18,4	17,4	17,1	15,0
Należności ^a	% r/r	2,9	11,8	23,4	22,3	13,6	16,0	19,2	23,4	26,1	25,4	24,3	22,3
USD/PLN	PLN	3,65	3,23	3,10	2,89	3,19	3,14	3,10	2,98	2,97	2,89	2,87	2,85
EUR/PLN	PLN	4,53	4,02	3,90	3,85	3,83	3,95	3,96	3,85	3,89	3,84	3,88	3,80
Stopa interwencyjna ^a	%	6,50	4,50	4,00	4,50	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,25	4,50	4,50
Stopa lombardowa ^a	%	8,00	6,00	5,50	6,00	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,75	6,00	6,00
WIBOR 3M	%	6,21	5,29	4,21	4,48	4,29	4,15	4,20	4,20	4,20	4,38	4,63	4,70
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,50	4,92	4,18	4,39	4,02	4,06	4,37	4,28	4,14	4,30	4,52	4,60
Rentowność obligacji 2L	%	6,89	5,04	4,57	4,75	4,23	4,49	4,89	4,67	4,47	4,73	4,85	4,95
Rentowność obligacji 5L	%	7,02	5,25	5,03	5,14	4,67	5,04	5,36	5,05	4,95	5,10	5,20	5,30
Rentowność obligacji 10L	%	6,84	5,24	5,22	5,30	4,83	5,27	5,55	5,22	5,17	5,23	5,30	5,50

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 12.04.2007 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.

