

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

Wakacyjne niespodzianki

▪ **Wbrew oczekiwaniom większości analityków rynkowych, na czerwcowym posiedzeniu RPP podniosła stopy procentowe o 25 pb.** Decyzja była w pewnym stopniu uwzględniana przez rynek finansowy, ale mimo to rynkowe stopy wzrosły ze względu na oczekiwania, że zaostrzenie polityki pieniężnej w całym cyklu będzie silniejsze niż wcześniej oczekiwano. Stawki FRA uwzględniają obecnie w pewnym stopniu podwyżkę w lipcu. Niestety komunikat Rady nie dał jasnych wskazówek na temat perspektyw polityki pieniężnej, ale fakt, że Rada zdecydowała się działać szybciej niż zakładaliśmy powoduje zmianę naszych prognoz. Przewidujemy, że stopa referencyjna na koniec tego roku osiągnie 5% (kolejna podwyżka najprawdopodobniej w sierpniu, a następna w IV kwartale), a na koniec przyszłego roku wyniesie 5,5%. W odniesieniu do decyzji RPP w najbliższych miesiącach, kluczowymi czynnikami będą tendencje na rynku pracy, skala wzrostu popytu krajowego (w tym stopień ekspansywności polityki fiskalnej) oraz kurs złotego.

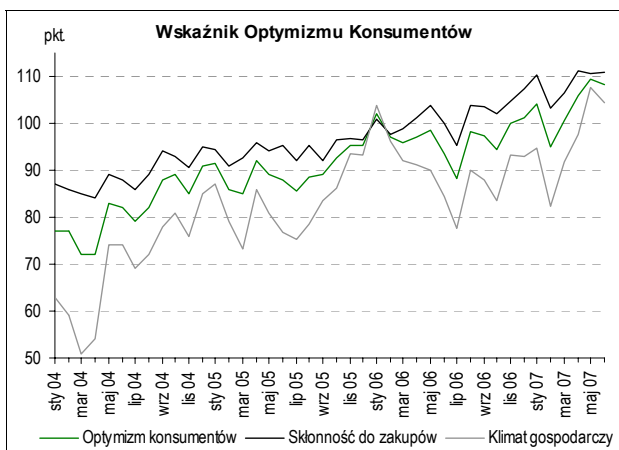
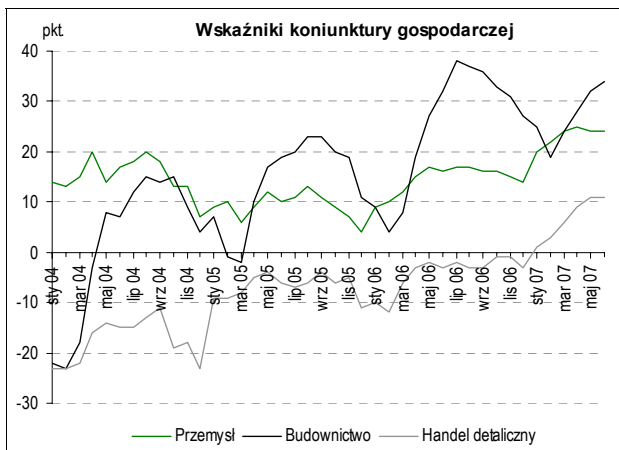
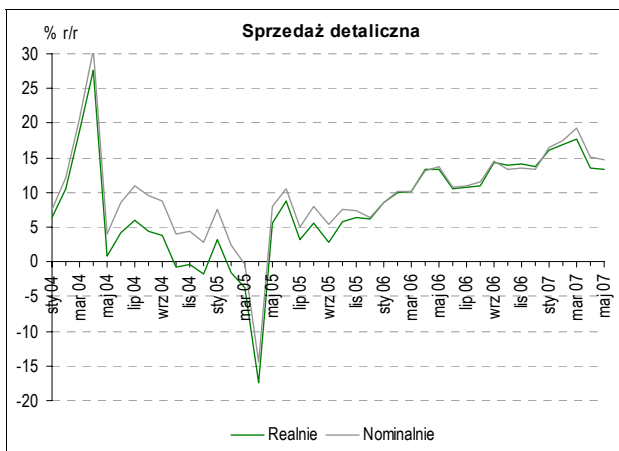
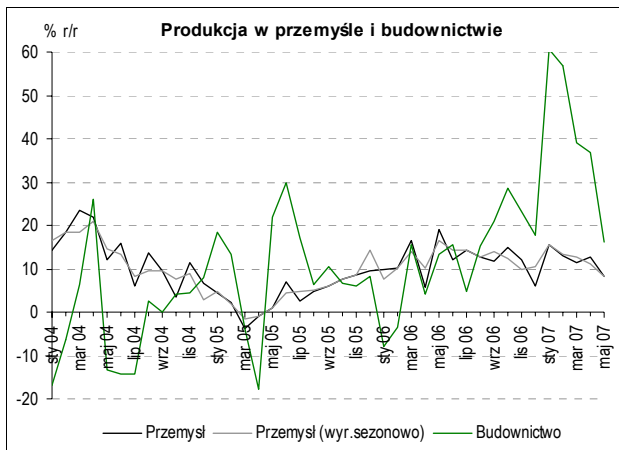
▪ **Choć w obliczu kolejnych zawirowań na scenie politycznej, sytuacja na rynkach finansowych może być pod pewnym wpływem tego czynnika, nie przesadzilibyśmy z jego istotnością.** Dymisja jednego z szefów partii tworzących koalicję z funkcji wicepremiera oznacza dla rynku finansowego, że po dłuższym okresie stabilizacji politycznej, następuje powrót do rozważań na temat wcześniejszych wyborów. Jak zwykle, trudno jest dokładnie przewidzieć dalszy rozwój wydarzeń na scenie politycznej. Warto jednak zauważyć, że z punktu widzenia rynku finansowego ewentualne wyjście Samoobrony z rządu (i wybory na jesieni bądź na wiosnę) nie jest informacją szczególnie negatywną, biorąc pod uwagę jej populistyczne zapędy. Choć kryzys rządowy wprowadza niepewność i dodatkowe ryzyko związane z pracami nad przyszłorocznym budżetem i reformą finansów publicznych (ta ostatnia i tak nie była rewolucyjna), to reakcja rynków powinna być raczej umiarkowana i niezbyt długotrwała. Chociażby z tego względu nie sądzimy, aby zaistniała sytuacja polityczna miała wpłynąć na perspektywy polityki pieniężnej.

▪ **W gospodarce nie było w ciągu ostatniego miesiąca aż takich niespodzianek jak w polityce. Nie obyło się jednak bez pewnych rozczarowań.** Wskaźniki aktywności za maj – produkcja oraz sprzedaż detaliczna – okazały się słabsze od oczekiwań, potwierdzając, że w II kwartale nastąpiło wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego z poziomu 7,4% zanotowanego w I kwartale i ryzyko dla naszej prognozy na poziomie 6,5% postrzegamy jako asymetryczne w dół. Trzeba to jednak traktować raczej jako korektę po okresie zawyżonego wzrostu w I kwartale niż zapowiedź końca silnej ekspansji gospodarki. O podtrzymaniu pozytywnych tendencji świadczą mocne dane z rynku pracy, statystyki pieniężne oraz wyniki badań nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw. Problemem pozostaje stopniowy wzrost presji inflacyjnej, ale pomimo wyższej od prognoz inflacji CPI, inflacja bazowa pozostaje stosunkowo niska.

Na rynku finansowym 29 czerwca 2007 r.:					
Stopa depozytowa NBP	3,00	WIBOR 3M	4,71	USDPLN	2,7989
Stopa referencyjna NBP	4,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	5,10	EURPLN	3,7658
Stopa lombardowa NBP	6,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,52	EURUSD	1,3455

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.07.2007 r.

Gospodarka Polski



Produkcja przemysłowa znowu słabiej od prognoz

- Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w maju o 8,1% r/r, Wzrost skorygowany o czynniki sezonowe wyniósł 8,3% r/r. Produkcja budowlana zwiększyła się o 16,3% r/r, czyli znacznie wolniej niż w kwietniu, gdy jej wzrost wyniósł blisko 37% r/r.
- Wzrost produkcji w przemyśle i budownictwie (również ten skorygowany o czynniki sezonowe) był w maju najniższy od kilku miesięcy. Potwierdza to powszechnie oczekiwane osłabienie wzrostu aktywności gospodarczej w II kwartale br.
- Majowe wyniki produkcji mogły być nieco zaniżone jednorazowym wpływem przedłużonego majowego weekendu na działalność polskich firm – faktyczna liczba przepracowanych godzin mogła być w maju nieco niższa niż wynikało z nominalnej liczby dni roboczych, w związku z masowymi wyjazdami urlopowymi w całym pierwszym tygodniu maja.

Sprzedaż detaliczna też rozczarowała

- Sprzedaż detaliczna wzrosła w maju o 14,8% r/r, czyli osiągnęła tempo wzrostu zbliżone do odnotowanego w kwietniu (15,1%). Najszybsze tempo wzrostu po raz kolejny zostało osiągnięte w kategoriach obejmujących dobra trwałe o użytku:
- W ujęciu realnym sprzedaż detaliczna wzrosła o 13,4% r/r. Oznacza to, że deflator sprzedaży detalicznej wyniósł 1,4% r/r, czyli był podobny jak w poprzednim miesiącu.
- Biorąc pod uwagę opublikowane dotychczas dane za kwiecień i maj, zarówno nt. produkcji, jak i sprzedaży detalicznej, ryzyko dla naszej prognozy tempa wzrostu PKB w II kwartale na poziomie 6,5% jest asymetryczne w dół. Wyraźne spowolnienie wzrostu PKB w II kwartale z 7,4% zanotowanych w I kwartale zasugerował również prezes Głównego Urzędu Statystycznego, dysponując zapewne wstępnymi szacunkami.

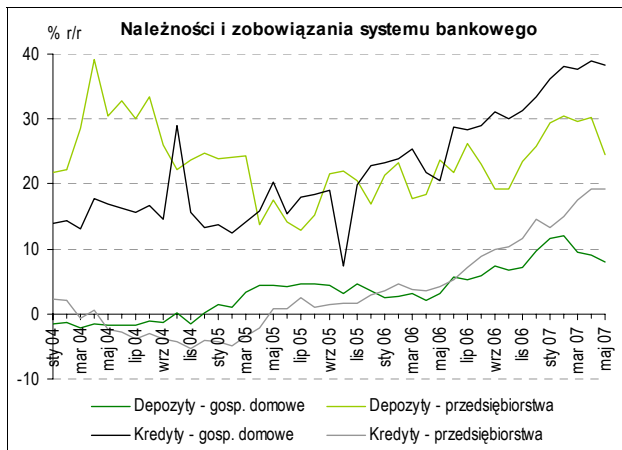
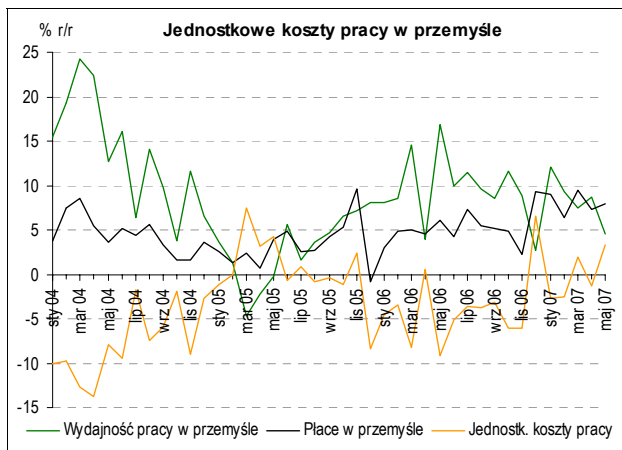
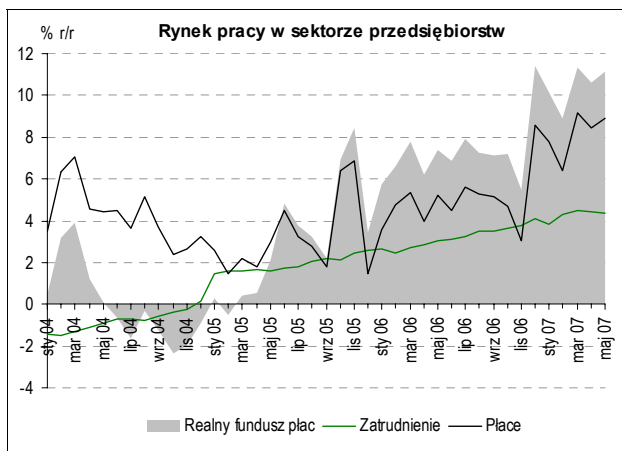
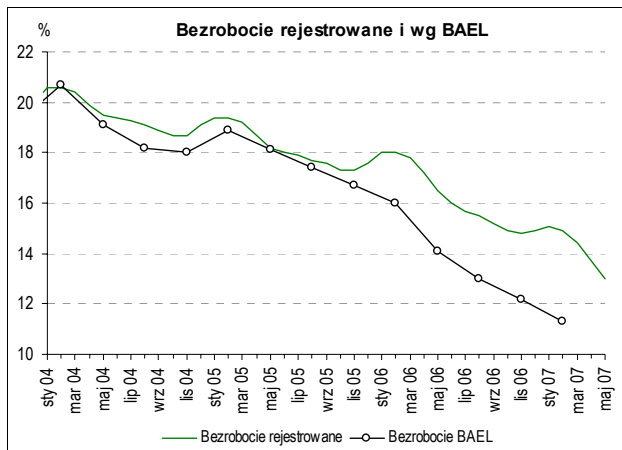
...ale optymizm firm ciągle rośnie

- Oslabienia wzrostu gospodarczego w II kwartale nie należy naszym zdaniem traktować jako zmiany fazy cyklu koniunkturalnego, lecz powrót do trendu po okresie zawyżonego wzrostu gospodarki w I kwartale. Wyniki badań koniunktury GUS za czerwiec, wskazujące na utrzymywanie się tendencji wzrostowej w zakresie optymizmu przedsiębiorstw, sugerują kontynuację silnej ekspansji gospodarki w kolejnych kwartałach.
- Tempo rozwoju sektora przemysłowego w Polsce, mierzone indeksem PMI, wzrosło w czerwcu po raz 25 z rzędu (do 54 pkt z 53,5 pkt), między innymi dzięki powrotowi indeksu zamówień eksportowych na wyższe poziomy po przejściowym spadku w maju (wskaźnik nowych zamówień eksportowych wzrósł do 52,5 pkt z 48,4), co wskazuje, że gospodarka jest wciąż silna, a sektor eksportowy przeszedł od spowolnienia do wzrostu.

Konsumenci również w coraz lepszych nastrojach

- Według czerwcowego pomiaru wykonanego przez Instytut Ipsos, nastroje konsumentów nieznacznie się pogorszyły. Ogólny wskaźnik optymizmu konsumentów (WOK) spadł o 1 pkt.
- Na nieco gorszych ocenach zaważyły przede wszystkim gorsze opinie nt. klimatu gospodarczego (spadek indeksu o 3 pkt). Zdaniem autorów badania można podejrzewać, że ten powiew pesymizmu spowodowała sfera polityki gospodarczej, a w szczególności przedłużający się strajk w służbie zdrowia.
- Natomiast wskaźnik skłonności do zakupów trzeci miesiąc z rzędu utrzymał się na rekordowo wysokim poziomie ponad 110 pkt, co potwierdza, że silny wzrost zatrudnienia i wynagrodzeń, raportowany przez GUS (patrz niżej), jest odczuwany przez szeroką grupę konsumentów. Według autorów badania konsumenci oczekują dalszej poprawy swojej sytuacji materialnej.

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Bezrobocie w Polsce już nie jest najwyższe w UE

- Zgodnie z naszą prognozą stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w maju do 13% z 13,7% w kwietniu, poniżej średniej oczekiwań rynkowych na poziomie 13,1%. Oznacza to kolejny miesiąc spadku stopy bezrobocia w bardzo szybkim tempie 3,5 pp. Według naszych prognoz podobne tempo spadku bezrobocia powinno utrzymać się w dalszej części tego roku, co oznaczałoby spadek stopy bezrobocia rejestrowanego w grudniu do ok. 11,5%.
- Według wstępnych szacunków Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec czerwca wyniosła 12,4%, co oznacza spadek o 3,6 pp w ujęciu rocznym, a więc przyspieszenie tempa redukcji bezrobocia.
- Według Eurostatu, stopa bezrobocia w Polsce spadła na koniec maja do poziomu 10,5%, co oznacza, że Polska nie jest już krajem o najwyższym bezrobociu w UE (na Słowacji 10,8%).

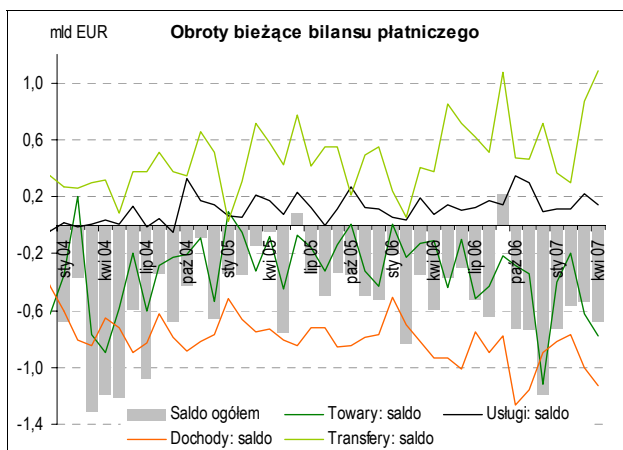
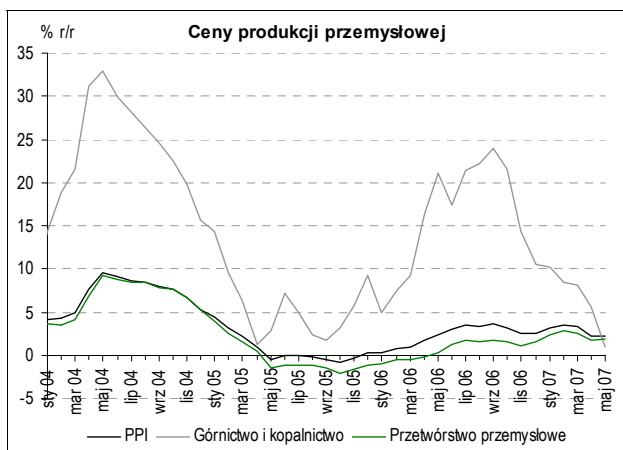
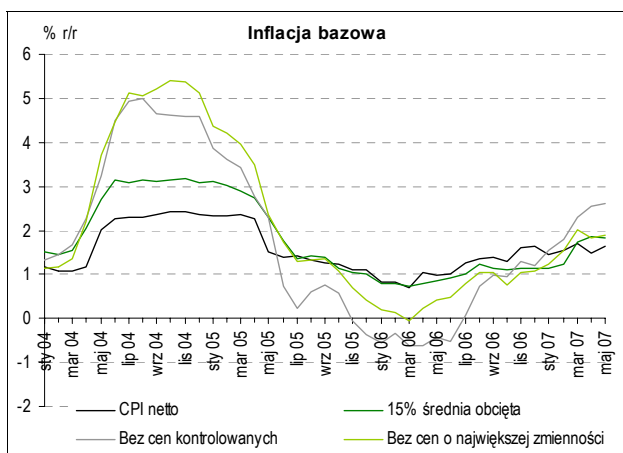
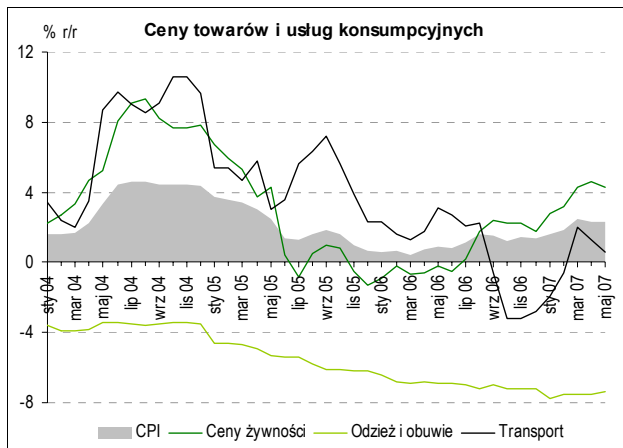
Utrzymuje się silny wzrost zatrudnienia i płac

- Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw spadło w maju o 0,3% m/m, co jest równoznaczne z przyspieszeniem rocznej dynamiki do 8,9% z 8,4% w kwietniu, podczas gdy rynek oczekiwał nieznacznego spadku dynamiki płac – w zależności od źródła konsensus rynkowy wynosił 8,1-8,3%.
- Jednocześnie zatrudnienie w sektorze firm wzrosło słabiej niż oczekiwał rynek, o 0,2% m/m i 4,4% r/r, podczas gdy konsensus rynkowy wskazywał na przyspieszenie rocznego wzrostu do 4,5% (nasza prognoza wynosiła 4,4%).
- W wyniku przyspieszenia wzrostu płac i utrzymania się wysokiej dynamiki zatrudnienia, fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw zwiększył się w czerwcu nominalnie o 13,7% r/r, a realnie o 11,2% r/r. Nie jest to najwyższa dynamika funduszu płac w tym roku, ale przewyższa ona średnią za okres od początku tego roku (nie wspominając o średnim realnym wzroście funduszu płac w 2006 r. o 7,2%), pokazując przyspieszenie dynamiki dochodów gospodarstw domowych z jednej strony i kosztów firm z drugiej.
- Coraz szybsze tempo poprawy sytuacji materialnej Polaków, przy utrzymaniu rekordowo dobrych nastrojów konsumentów i skłonności do zakupów, przemawia za utrzymaniem silnego wzrostu popytu konsumpcyjnego w kolejnych kwartałach, szczególnie, że od lipca (a w dodatkowym zakresie od stycznia) wejdzie w życie uchwalona ostatecznie przez parlament obniżka składki rentowej.
- Jeśli chodzi o kwestię wpływu sytuacji na rynku pracy na koszty działania firm, przynajmniej w przemyśle dynamika przeciętnych płac nadal nie przekracza znacząco tempa wzrostu wydajności pracy. Oczywiście obecne tendencje sugerują, że może się to zmienić w przyszłości (a poza przemysłem już obecnie wygląda mniej korzystnie), co jest jednym z najistotniejszych czynników ryzyka dla średnioterminowych perspektyw inflacji.

Coraz silniejszy wzrost kredytów

- Oprócz sytuacji na rynku pracy, drugim czynnikiem, który z jednej strony przemawia za utrzymaniem wysokiego popytu w gospodarce, ale z drugiej może rodzić obawy o średnioterminowe perspektywy inflacji, jest coraz silniejsza ekspansja kredytowa.
- Co ważne, dynamika kredytów netto w systemie bankowym wzrosła silnie w maju nie tylko ze względu na przyspieszenie dynamiki wartości zaciąganych kredytów, ale również z powodu znacznego spadku dynamiki depozytów.
- Roczna dynamika kredytów dla firm po raz kolejny wyniosła blisko 20%, co dobrze świadczy o aktywności inwestycyjnej firm.
- Nieco spowolnił wzrost kredytów dla gospodarstw domowych, ale nadal sięga blisko 40% r/r i w coraz większym stopniu wynika z zaciągania przez osoby prywatne kredytów konsumpcyjnych. Nadal jednak dominują kredyty mieszkaniowe.

Gospodarka Polski



CPI w pobliżu celu, inflacja bazowa nadal wyraźnie niższa

▪ Ceny dóbr i usług konsumpcyjnych wzrosły w maju o 0,5% m/m i 2,3% r/r. Tym samym inflacja w maju pozostała bez zmian wobec kwietnia zamiast oczekiwanego przez rynek i Ministerstwo Finansów spadku do 2,1% r/r i prognozowanego przez nas słabszego spadku do 2,2% r/r.

▪ Czynnikiem odpowiedzialnym za nieco wyższą od naszych prognoz inflację w maju były ceny żywności, które zwiększyły się bardziej niż szacowaliśmy, o 1,2% m/m i 4,3% r/r. Nieco wyższy od naszych szacunków był również wzrost cen w transporcie (za sprawą wzrostu cen paliw), który wyniósł 0,8% m/m i 0,6% r/r.

▪ Ceny pozostałych składników koszyka konsumpcyjnego rosły nieco wolniej niż oczekiwaliśmy. W rezultacie, inflacja netto w maju wzrosła nieznacznie do 1,6% z 1,5% w kwietniu, podczas gdy przy prognozie inflacji CPI na poziomie 2,2% r/r szacowaliśmy wzrost inflacji netto do 1,7% r/r. Spośród pozostałych czterech miar inflacji bazowej, trzy pozostały poniżej poziomu 2%, a jedynie wskaźnik CPI po wyłączeniu cen kontrolowanych znalazł się na poziomie 2,6% r/r.

▪ Ponieważ negatywna niespodzianka inflacyjna w maju wynika z działania czynników egzogenicznych, niezależnych od polityki pieniężnej i nie mających wiele wspólnego z rdzeniem procesów cenowych (mimo szybszego od oczekiwań wzrostu, impuls cenowy ze strony żywności i paliw wydaje się nam zbyt słaby, aby wywołać efekty drugiej rundy), to ścieżka inflacji w średnim terminie nie ulega naszym zdaniem istotnej zmianie.

▪ Przewidujemy, że po wzroście inflacji CPI w czerwcu ponad poziom celu inflacyjnego, w kolejnych letnich miesiącach powinna spaść nawet poniżej 2%, by na koniec roku ponownie wzrosnąć i przekroczyć cel. Jednocześnie jednak fundamentalna presja inflacyjna pozostanie umiarkowana, i inflacja netto nie przekroczy wg naszych szacunków poziomu 2% w całym roku.

Stabilna dynamika cen produkcji

▪ Inflacja PPI wyniosła w maju 2,2% r/r i była taka sama jak w kwietniu. Warto jednak zwrócić uwagę na to, że za spowolnienie wzrostu PPI odpowiadał przede wszystkim mocny spadek rocznej dynamiki cen w górnictwie i kopalnictwie (z 5,5% do 1%), natomiast w przetwórstwie przemysłowym od początku roku ceny są z miesiąca na miesiąc podnoszone (w maju 0,5% m/m).

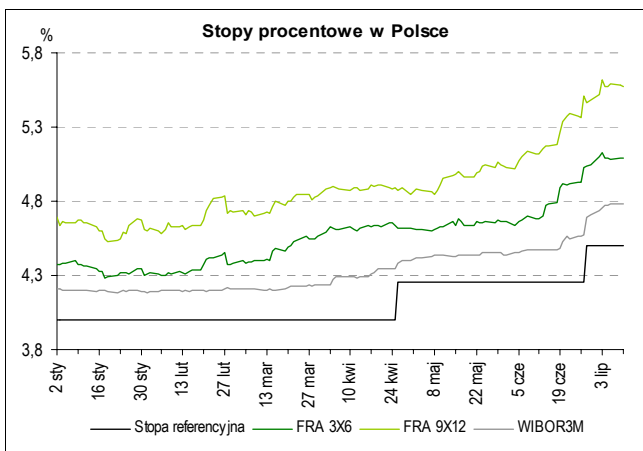
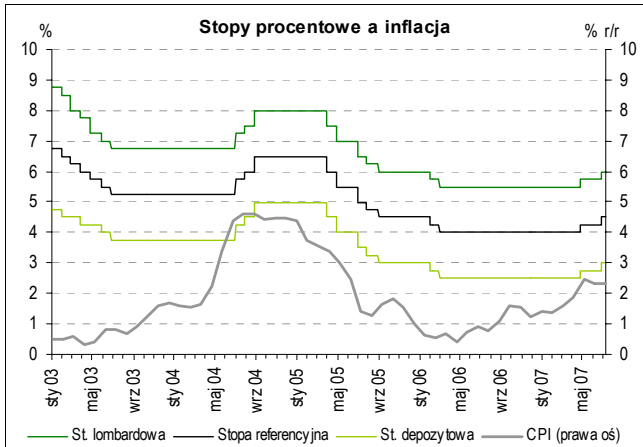
▪ O ile największe wzrosty cen w maju (powyżej 3% m/m) zanotowano w branżach związanych z produkcją wyrobów tytoniowych i przetwórstwem ropy naftowej, to trzeba też odnotować wyraźne podwyżki pojawiające się w innych rodzajach działalności przemysłu, co może sugerować stopniowe przenoszenie presji kosztowej na ceny producentów. Na razie jednak, roczna dynamika cen w przetwórstwie przemysłowym jest umiarkowana i wynosi 1,9%.

Nierównowaga zewnętrzna pozostaje umiarkowana

▪ Deficyt obrotów bieżących wyniósł w kwietniu 678 mln €. Złożyły się na to głównie duże wypłaty zysków dla zagranicznych inwestorów bezpośrednich, w wyniku których saldo dochodów wyniosło -1,13 mld €. Zanotowano też spory deficyt w obrotach towarowych (-779 mln €) za sprawą przyspieszenia wzrostu importu (25% r/r), przy stabilnym wzroście eksportu (15,7% r/r).

▪ Relacja deficyt obrotów bieżących za ostatnie 12 miesięcy do rocznego PKB utrzymała się w kwietniu na niskim poziomie 2,4%. Można się jednak liczyć ze stopniowym pogarszaniem tej relacji, jeśli wysoka dynamika importu będzie kontynuowana. Będzie to jednak zapewne następowało wolniej niż pogarszanie bilansu handlowego, ponieważ duży napływ środków z UE i nadwyżka na rachunku usług będą częściowo kompensowały niedobór w wymianie towarowej i deficyt na rachunku dochodów.

Pod lupą: Bank centralny



Kluczowy fragment informacji po czerwcowym posiedzeniu Rady

W najbliższych kwartałach tempo wzrostu gospodarczego będzie najprawdopodobniej nadal wyższe od tempa wzrostu potencjalnego PKB. Najnowsze informacje o sytuacji na rynku pracy wskazują na utrzymanie się wysokiej dynamiki wynagrodzeń oraz pogorszenie relacji między wzrostem wynagrodzeń i wydajności pracy. Możliwe jest dalsze narastanie presji płacowej i w konsekwencji presji inflacyjnej. Rada uznała, że wzrost inflacji w średnim okresie może być ograniczany przez utrzymanie się wysokiego tempa wzrostu wydajności, bardzo dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw oraz nadal niską dynamikę cen zewnętrznych, związaną z procesem globalizacji i towarzyszącym jej wzrostem konkurencji na rynku dóbr i usług podlegających wymianie międzynarodowej. Jednakże, Rada uznała siłę oddziaływania tych czynników za niewystarczającą do utrzymania inflacji na poziomie celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. W związku z tym Rada oceniła prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie powyżej celu inflacyjnego za wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa od celu i podjęła decyzję o podwyżce stop procentowych.

Głosowania RPP w tym roku (wnioski o 25pb podwyżkę)

	lutym	marzec*	kwiecień	maj*	czerwiec*
Skrzypek	-	-	-	-	-
Czekaj	-	-	+	-	+
Filar	+	+	+	+	+
Nieckarz	-	-	-	-	-
Noga	+	+	+	+	+
Owsiak	-	-	-	-	-
Pietrewicz	-	-	-	-	-
Sławiński	-	-	+	-	+
Wasilewska-Trenkner	+	+	+	+	+
Wojtyła	-	+	+	+	+

* prognozy wyników głosowania BZ WBK

Rada zaskoczyła w czerwcu

▪ Stopa referencyjna wynosi już 4,50%. Większość analityków rynkowych, podobnie jak my, oczekiwała, że decyzja o kolejnym podwyższeniu kosztów kredytu przez bank centralny zapadnie dopiero na posiedzeniu w lipcu.

▪ Choć rynek stopy procentowej wycenił w pewnej części ruch Rady już w czerwcu, pierwsza reakcja rynku była negatywna – znaczący wzrost stawek FRA, spłaszczenie krzywej rentowności oraz wyraźne umocnienie złotego.

▪ Trudno powiedzieć czy zamiarem Rady była sugestia, że rynek wycenił zbyt mało podwyżek i czy Rada chciała umocnić złotego, aby w ten sposób przeciwdziałać ewentualnemu narastaniu presji inflacyjnej. Wypowiedzi niektórych członków Rady (szczegóły na następnej stronie) raczej tego nie sugerują.

▪ Uważamy, że głównym czynnikiem, który przekonał większość członków do podwyżki już w czerwcu była publikacja danych o płacach w sektorze przedsiębiorstw.

▪ Nie bez znaczenia był zapewne również fakt, że Rada nie chciała po raz kolejny synchronizować zacieśnienia polityki pieniężnej z publikacją projekcji inflacji NBP oraz ze wzrostem inflacji bieżącej (bardzo prawdopodobny w czerwcu, opublikowany w połowie lipca).

▪ Rada nie dała jasnych wskazówek na temat perspektyw polityki pieniężnej, ale fakt, że zdecydowała się działać szybciej niż zakładaliśmy powoduje zmianę naszych prognoz.

▪ Przewidujemy, że stopa referencyjna na koniec tego roku osiągnie 5% (kolejna podwyżka najprawdopodobniej w sierpniu, a następna w IV kwartale), a na koniec przyszłego roku wyniesie 5,5%. Na rynku natomiast coraz częściej pojawiają się prognozy mówiące o docelowym poziomie stóp procentowych w wysokości 6% w przyszłym roku.

Czy zaskoczy ponownie? Brak sugestii o dalszych ruchach

▪ Podobnie jak komunikat majowy i sprawozdanie z posiedzenia majowego nie sugerowały raczej ryzyka podwyżki stóp już w czerwcu, tak czerwcowy komunikat nie daje wskazówek co do przyszłych ruchów.

▪ Co prawda, informacja po posiedzeniu w czerwcu była nieco bardziej „jastrzębia” niż w poprzednim miesiącu, podkreślając ryzyka płynące z rynku pracy i dodając, że szczególna uwaga będzie zwrócona na dynamikę i strukturę wzrostu popytu krajowego oraz skalę ekspansywności polityki fiskalnej.

▪ Rada pisze, że w związku z tym, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie powyżej celu inflacyjnego jest wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa od celu (nieformalne restrykcyjne nastawienie), podjęła decyzję o podwyżce stóp. Jednak ta ocena prawdopodobieństw była identyczna już w komunikacie majowym, a jednak do podwyżki wówczas nie doszło. Co więcej Rada nie napisała, czy ta ocena prawdopodobieństw jest wciąż aktualna po drugiej podwyżce. Zapewne tak.

▪ Potwierdzają się wcześniejsze obserwacje, że bilans sił w Radzie jest bardzo wyrównany (wynik głosowania czerwcowego zapewne taki sam jak w maju) i zapewne trudno będzie przewidzieć dokładnie termin kolejnych podwyżek, gdyż będzie to zależało od przekonania jednego bądź dwóch członków Rady, których wypowiedzi trzeba uważnie śledzić.

▪ Jeśli chodzi o przyszłe ruchy, Rada wciąż sugeruje, że jej decyzje będą uzależnione od danych napływających z gospodarki w najbliższych miesiącach - dynamiki i struktury wzrostu popytu krajowego, w tym stopnia ekspansywności polityki fiskalnej, relacji pomiędzy tempem wzrostu wynagrodzeń i wydajności pracy, poziomem kursu złotego oraz oddziaływania procesów globalizacyjnych na gospodarkę.

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Andrzej Wojtyna, członek RPP

Reuters, PAP, 27 czerwca

Do podwyżki stóp procentowych skłonił Radę spłot starych i nowych czynników, w tym (organizacja mistrzostw Euro 2012) i obniżenie składki rentowej. Musimy patrzeć na efekty Euro 2012, na rozkład między czynnikami popytowymi a podaźowymi. Moment przyznania euro 2012 wydaje się o tyle niefortunny, że mamy już boom inwestycyjny i taki prezent byłby bardziej wskazany, by pobudzić gospodarkę. (...) Nie wiązałbym kolejności czynników (wymienionych przez RPP jako istotne dla dalszych decyzji) z ich hierarchią. Każdy z członków RPP ma inny (indywidualny) rozkład ryzyk. RPP skróciła komunikat, więc liczba wymienianych czynników jest ograniczona.

Stanisław Nieckarz, członek RPP

Konferencja prasowa, 27 czerwca

Wypowiedzi prezesa GUS (dot. tego, że wzrost płac nie ma charakteru inflacyjnego) dotyczy sektora przedsiębiorstw (...) ale jest drugi wymiar tej sytuacji (...) wynagrodzenia wchodzi w skład popytu i pytanie jak to się przełoży na wzrost cen konsumpcyjnych (...) Nie ma liniowej zależności, ponieważ częściowo prowadzi to do wzrostu importu.

Marian Noga, członek RPP

PAP, 4 lipca

W tym roku prawdopodobnie może być potrzebny jeszcze tylko jeden krok zacieśniający politykę pieniężną, ponieważ ja już oczekuję na pozytywne efekty decyzji z kwietnia i czerwca poprzez działanie chociażby kanału kursowego, bo tu jest najszybsze przełożenie. Czas, w którym może dojść do zmian parametrów polityki pieniężnej, będzie uzależniony od tego jak będzie kształtowała się relacja między płacami, a wydajnością, a także od tego jak bardzo inflacja spadnie w sierpniu i wrześniu i jaki będzie w tym udział efektu bazy statystycznej, a jaki spadku cen żywności, ropy, czy pojawią się efekty impulsów fiskalnych. (...) Czy kontynuacja cyklu zacieśniającego w 2008 roku będzie potrzebna, zależy oczywiście od danych makro, ale także od zewnętrznego otoczenia inflacyjnego, czyli od stóp w strefie euro, USA czy u naszych sąsiadów. (...) To środowisko zewnętrzne trzeba bacznie obserwować, bo zmiany stóp za granicą wpłyną bezpośrednio na kanał kursowy. Obecnie uważam, że w 2008 roku raczej nie skończy się na jednorazowej podwyżce stóp. Nadal jest zwolennikiem kroków 25 - punktowych, jest to bezpieczniejsze dla gospodarki.

Halina Wasilewska-Trenkner, członek RPP

Radio PiN, 28 czerwca

Jeżeli nie będziemy doświadczać dalszych nieprzyjemnych zaskoczeń w postaci na przykład gwałtownego wzrostu wynagrodzeń, i jednocześnie spadku produkcji, jak to było w maju, czyli jeśli się nie będą pogarszały te relacje między produkcją, wynagrodzeniami, jeśli się nie będzie działało nic bardziej złego niż to, co wiemy i to, co przypuszczamy z cenami żywności, jeśli ceny ropy na świecie pozostaną na tych przewidywanych poziomach, jeśli wreszcie złoty będzie zachowywał się tak jak dotychczas, to być może, jest to podwyżka wystarczająca. Ale powiadam, to być może. Niestety to jest niepewność. Nie potrafię odpowiedzieć w tej chwili, czy będziemy musieli sięgnąć do tego arsenału na pewno "tak", czy na pewno "nie". Nie można tego wykluczać.

Andrzej Wojtyna, członek RPP

Rzeczpospolita, 29 czerwca

W toczącej się w bankach centralnych dyskusji nad nowymi czynnikami niepewności i spłaszczeniem krzywej Phillipsa dobrze wpisują się dylematy polityki pieniężnej w Polsce. Od dłuższego już czasu zatrudnienie systematycznie rośnie, bezrobocie spada, tempo wzrostu przyspiesza, a inflacja wydaje się mało wrażliwa na te zmiany, choć jednocześnie coraz więcej jest sygnałów świadczących o narastaniu presji inflacyjnej. W porównaniu z Wielką Brytanią występuje u nas kilka czynników, które dodatkowo utrudniałyby powrót do celu, gdyby inflacja niespodziewanie przyspieszyła: 1) oczekiwania inflacyjne są silnie adaptacyjne i słabo zakotwiczone w celu inflacyjnym; 2) emigracja zwiększa napięcia na rynku pracy i presję płacową; 3) wiedza empiryczna o zależnościach między płacami, zyskami, wydajnością pracy i cenami, szczególnie na poziomie mikro, jest ciągle ograniczona.

Komentarz

Podczas konferencji prasowej po czerwcowym posiedzeniu, oprócz przewodniczącego Rady, prezesa Sławomira Skrzyпка, obecni byli Stanisław Nieckarz i Andrzej Wojtyna. Niestety prezes NBP odmówił odpowiedzi na pytanie, czy w ocenie Rady po dokonaniu drugiej podwyżki prawdopodobieństwo inflacji powyżej celu jest nadal wyższe, uzasadniając to faktem, że Rada nie przedstawia sugestii dotyczących kolejnych ruchów w polityce pieniężnej. Rzeczywiście, nie było takich informacji zbyt wiele również w komunikacie.

Profesor Wojtyna przedstawił raczej argumenty stojące za podwyżką już w czerwcu, choć trudno uznać aby ewentualny wpływ organizacji Euro 2012 oraz obniżenia składki rentowej były nowymi informacjami w porównaniu z posiedzeniem majowym. Cóż, najprawdopodobniej prof. Wojtyna chciał podwyższyć stopy procentowe już wówczas.

Inny członek Rady, Stanisław Nieckarz, skupił się na efekcie popytowym wzrostu płac w całej gospodarce, choć zaznaczył jednocześnie, że przełożenie szybszego wzrostu wynagrodzeń na wzrost inflacji nie jest takie oczywiste i natychmiastowe. Położenie nacisku na taki czynnik (który niekoniecznie jest daleki od prawdy) nie powinno dziwić w ustach tego członka Rady, gdyż reprezentuje on tzw. frakcję „gołębią”, która była zapewne przeciwko podwyżce również w czerwcu.

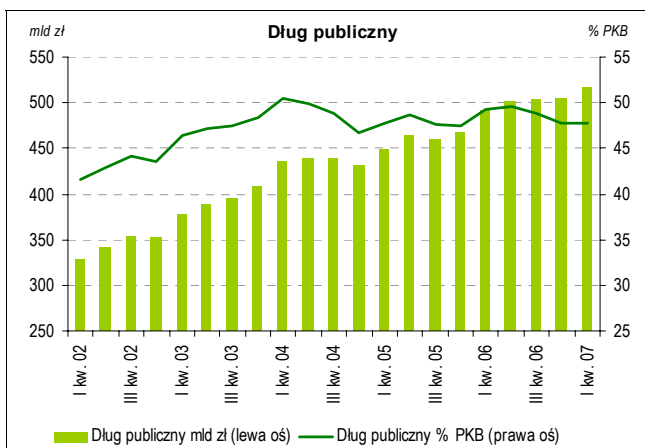
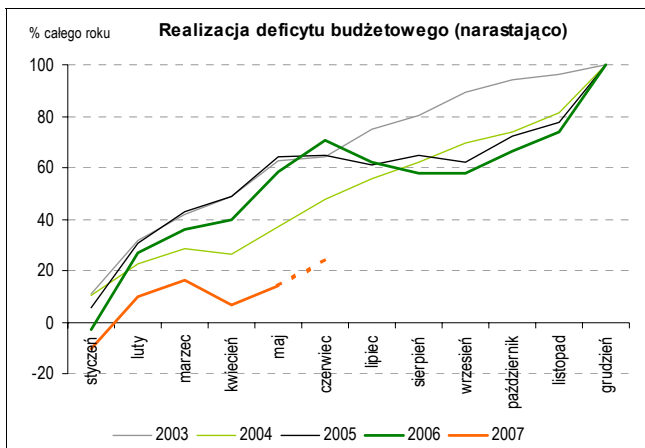
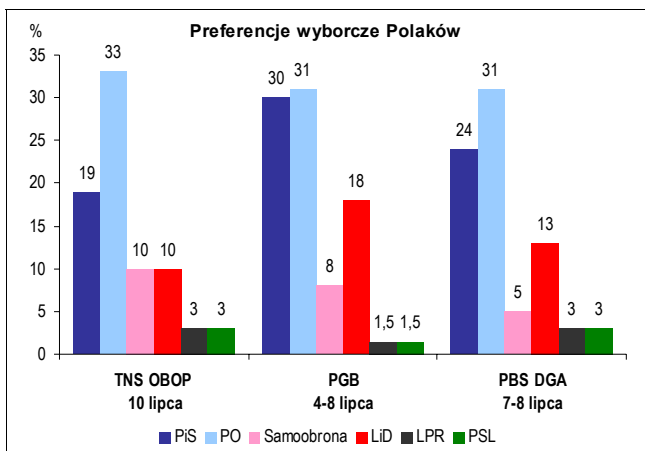
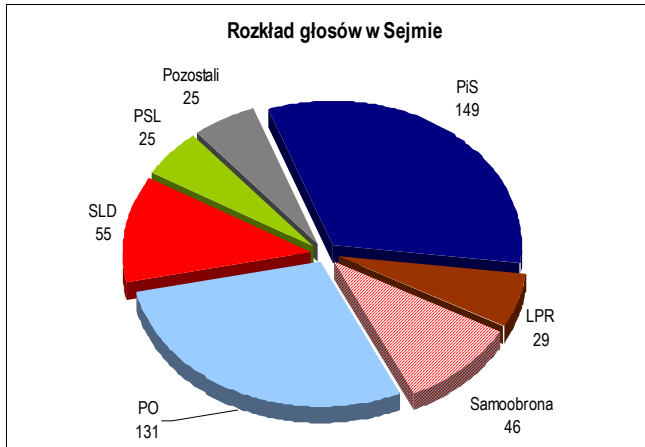
Wytłumaczenie ostatniej decyzji przez prof. Nogę nie powinno wzbudzać kontrowersji – niekorzystny bilans ryzyk dla przyszłej inflacji, która w chwili obecnej pozostaje w celu, wzrost jednostkowych kosztów pracy. Ciekawe, że Noga powiedział iż praktycznie nie ma żadnej siły, która by zatrzymała wzrost wynagrodzeń. Zapewne taką siłą nie są również podwyżki stóp procentowych banku centralnego, tak więc poprzez zacieśnienie polityki pieniężnej Rada chciała zapewne oddziaływać głównie na oczekiwania inflacyjne (ale jeśli są one adaptacyjne, to niewiele to może dać w przypadku wzrostu inflacji) oraz na kurs złotego (jeśli był taki zamiar, to się udało).

Ciekawsze jednak były wypowiedzi na temat przyszłych decyzji Rady. Otóż profesor Noga, który postrzegany jest przez graczy rynkowych jako „jastrząb”, stwierdził, że w tym roku może być potrzebny prawdopodobnie jeszcze tylko jeden krok zacieśniający politykę pieniężną. Może to nieco ograniczyć oczekiwania na większą liczbę podwyżek w tym roku, choć warto pamiętać, że Noga zasugerował jednocześnie kontynuację zacieśnienia polityki pieniężnej w przyszłym roku. Będzie to zależało między innymi od sytuacji na rynkach zagranicznych, co wpływać może na kanał kursowy.

W podobnie „gołębi” tonie wypowiedziała się członkini Rady, która głosowała za podwyżkami już od dawna, Halina Wasilewska-Trenkner. Według niej, aby wyhamować napięcia inflacyjne (związane między innymi ze wzrostem płac i innych dochodów ludności, w rezultacie np. zmniejszenia składki rentowej) lepiej podwyżki zacząć wcześniej, wtedy „można gasić mniejszym strumieniem wody, czyli niższą podwyżką stóp”. Dodała ona, że przy spełnieniu pewnych warunków dwie podwyżki, które już nastąpiły, mogą być wystarczające do utrzymania inflacji w celu, co jest powtórzeniem jej wypowiedzi sprzed jakiegoś czasu. Oczywiście trudno, aby nastąpiły wszystkie wymagane przez nią warunki konieczne do utrzymania stóp bez zmian, więc zapewne zgłasza ona za kolejną podwyżką. Jednak na pytanie dziennikarza jakie są tego szanse, odpowiedziała że „to jest 50 % w tą, 50% w drugą stronę”. Czyżby więc „jastrzębie” chcieli poczekać z kolejnymi podwyżkami nieco dłużej?

Według Wojtyny zagrożenia wynikające dla polityki pieniężnej ze spłaszczenia krzywej Phillipsa przemawiają za pewną podwyżką stóp, by ograniczyć potencjalnie większy koszt późniejszych dostosowań. Dostrzega on czynniki ryzyka dla inflacji i jego zdaniem „wnioski z dyskusji nad wpływem globalizacji na politykę pieniężną przemawiają za większym konserwatyzmem banków centralnych”. Pojawia się tylko pytanie czy ostatnie podwyżki stóp procentowych będą wpływały w jakimś stopniu na oczekiwania inflacyjne, z tym bardziej na sytuację na rynku pracy, która wydaje się rzadzić innymi prawami. Co ciekawe, Wojtyna dodaje, że ze względu na niepewność „może się oczywiście okazać, że inflacja nie ulegnie przyspieszeniu”. Tak więc, podwyżki stóp procentowych są niejako „na wszelki wypadek”, lub też, jak nazwał to inny członek RPP, są „polisą ubezpieczeniową”. Wydaje nam się, że kanałem poprzez który obecne zacieśnienie może ograniczyć skalę późniejszych podwyżek będzie kurs walutowy. W takim przypadku jednak dostosowanie zostanie przerwane na barki eksporterów.

Pod lupą: Rząd i polityka



Lipiec znowu miesiącem dymisji w rządzie

- Po okresie stabilizacji politycznej, ponownie doszło do kryzysu w koalicji rządzącej. Wicepremier i minister rolnictwa Andrzej Lepper został zdymisjonowany przez prezydenta Lecha Kaczyńskiego na wniosek premiera. Premier podał, że miało to związek ze śledztwem CBA w sprawie podejrzeń o działalność korupcyjną w ministerstwie rolnictwa.
- Potwierdziło to starą zasadę, że w lipcu należy się zwykle spodziewać istotnych zmian w rządzie (choć zazwyczaj bywały to dymisje ministrów finansów).
- Samoobrona podjęła decyzję o warunkowym pozostaniu w koalicji, jednak kryzys rządowy wywołał obawy o możliwość rozpisania przedterminowych wyborów.
- Na razie nie są one przesądzone, ale nawet gdyby miały miejsce, to zapewne nie nastąpią w ciągu najbliższych trzech miesięcy, m.in. ze względu na rozpoczynający się właśnie okres wakacyjnej przerwy w obradach Sejmu, która potrwa do końca sierpnia. Do tego czasu powinno się wyjaśnić, czy rząd może nadal liczyć na stabilne poparcie większości posłów w parlamencie. Czynnikiem cementującym obecną koalicję będą z pewnością obawy polityków mniejszych partii przed utratą posad i mandatów poselskich (patrz wyniki sondaży).
- Z punktu widzenia rynku finansowego scenariusz przyspieszonych wyborów nie musiałby być złą informacją, stwarzając pewne szanse na utworzenie koalicji o bardziej prorynkowej podejściu do gospodarki. Jednak kryzys rządowy wprowadza krótkoterminową niepewność i dodatkowe ryzyko związane z pracami nad przyszłorocznym budżetem i reformą finansów publicznych (choć ta ostatnia i tak nie była rewolucyjna). W związku z powyższym, reakcja złotego i giełdy na rządowy kryzys powinna być raczej umiarkowana i niezbyt długotrwała.

Deficyt budżetu nadal znacznie poniżej planu

- Deficyt budżetu państwa po pięciu miesiącach roku wyniósł 4,26 mld zł, czyli 14,2% planu na cały rok. Oznacza to wprowadzenie ponad dwukrotny wzrost deficytu w porównaniu z poziomem z kwietnia, ale i tak jest wynikiem bez porównania lepszym niż w odpowiednich okresach poprzednich lat.
- Dzięki dobrej koniunkturze utrzymuje się szybki wzrost dochodów (15,2% r/r w maju), w szczególności z tytułu podatków dochodowych i pośrednich.
- W skali całego roku deficyt będzie zapewne wyraźnie niższy od planowanego 30 mld zł.
- Dobre informacje napływają również z budżetów lokalnych. Wg informacji MF I kw. br. samorządy terytorialne osiągnęły nadwyżkę budżetową w wysokości 8 mld zł, przy planowanym deficycie na cały rok w wysokości ok. 11 mld zł.

Dług publiczny rośnie nieco wolniej niż PKB

- Według wstępnych danych Ministerstwa Finansów, zadłużenie sektora finansów publicznych wyniosło po I kwartale br. 515,1 mld zł i było tym samym o 2,4% wyższe niż w IV kwartale 2006 r. i o 5,4% wyższe niż przed rokiem.
- Jednocześnie, w relacji do PKB dług publiczny pozostał niemal bez zmian w stosunku do końca 2006 roku, na poziomie 47,8%, oraz był niższy niż w I kw. 2006, kiedy to wyniósł 49,2%.
- Dopóki utrzyma się szybkie tempo wzrostu gospodarczego, poziom długu publicznego nie będzie zmartwieniem ani dla rządu ani dla rynków finansowych, podobnie jak poziom deficytu finansów publicznych.

Źródło: Sejm, Ministerstwo Finansów, ośrodki badania opinii publicznej, szacunki własne

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Komentarz

Jarosław Kaczyński, premier

PAP, 11 lipca

Dziś jednak wiele wskazuje na to, że Samoobrona postanowiła pozostać w koalicji, czyli że rozwiązanie, które zaproponowałem w rozmowie z Andrzejem Lepperem zostało przyjęte. Sądzę, że jest to najlepsze w tej chwili wyjście. Czy okaże się trwałe, zobaczymy.

Polskie Radio 3, 10 lipca

Taki wniosek [o samorozwiązaniu Sejmu], oczywiście, można złożyć i my będziemy być może go rozważać, ale na pewno nie od razu. [...] W Polsce nie można przeprowadzać kampanii wyborczej w środku lata, a wyborów przy końcu sierpnia. [...] Sądzę, że w ostatecznym rachunku będą wybory, choć trudno powiedzieć, w którym momencie. Sądzę, że po wakacjach do tej sprawy wrócimy. (Wrzesień) to termin podejmowania decyzji.

Reuters, 9 lipca

Jeżeli okaże się, że nie ma możliwości utrzymania rządu większościowego, to jedynym wyjściem są wybory. Przy tak agresywnej opozycji rząd mniejszościowy byłby zupełnie nieefektywny.

Andrzej Lepper, wicepremier, minister rolnictwa

PAP, 10 lipca

Decyzja klubu jest następująca: jednogłośnie klub przegłosował wyjście z koalicji, natomiast klub powierzył wykonanie tej decyzji prezydium partii i ogłaszam na tę chwilę pozostajemy warunkowo w koalicji. [...] Samoobrona pozostaje w koalicji na tych samych warunkach jak wcześniej, ale jednocześnie oczekujemy od PiS, że wywiąże się ze wszystkich zobowiązań wobec Samoobrony, chodzi m.in. o zapewnienie pieniędzy na służbę zdrowia, rolnictwo, sferę socjalną, pensje nauczycieli, waloryzację. Ja do ministerstwa rolnictwa nie wrócę na pewno.

Katarzyna Zajdel-Kurowska, wiceminister finansów

PAP, Reuters, 6 lipca

Na podstawie danych za pierwsze dwa miesiące II kwartału możemy powiedzieć, że wzrost gospodarczy z całą pewnością nie osiągnie tempa z I kwartału tego roku. Według wstępnej prognozy wzrost PKB w II kwartale ukształtuje się w przedziale 6-6,5 proc. Podtrzymujemy prognozę całoroczną na poziomie 6,5 proc.

Wzrost inflacji w czerwcu wynika po pierwsze ze wzrostu cen paliw, jak również ze wzrostu cen materiałów budowlanych. Czynnikiem, który przyczynił się do wzrostu wskaźnika inflacji rok do roku była również niższa niż w roku ubiegłym deflacja cen żywności, co ma wpływ na to, że CPI z roku na rok rośnie.

Katarzyna Zajdel-Kurowska, wiceminister finansów

PAP, 6 lipca

Mamy lepszą sytuację w finansach niż prognozowaliśmy. W tym roku z całą pewnością jest szansa na niższy deficyt, ale jaka to będzie skala - jest trudne do przewidzenia. Jest duża niepewność co do środków z UE.

Elżbieta Suchocka-Roguska, wiceminister finansów

PAP, 7 lipca

Jest pewne ryzyko, że nie zrealizujemy części dochodów z Unii Europejskiej, ale na razie oceniam je jako nieduże. Wysokość deficytu budżetowego na pewno nie przekroczy 30 mld zł. Wykorzystanie środków z funduszy strukturalnych jest na razie niewielkie, w granicach 3-4 proc. Ale to wcale nie przesądza o tym, że takie będzie wykorzystanie tych środków w całym roku.

Piotr Woźniak, minister gospodarki

PAP, 4 lipca

Zeszlencowy poziom inwestycji zagranicznych osiągnął prawie 12 mld euro. To znaczy, że co miesiąc w ramach BIZ (bezpośrednich inwestycji zagranicznych) wpłynął do Polski miliard euro. W tym roku nowych inwestycji będzie zapewne tyle samo, albo nawet trochę więcej.

Mimo początkowych obaw, że dymisja Andrzeja Leppera oznaczać będzie przedterminowe wybory, okazało się, że nie jest to takie oczywiste, ponieważ posłowie Samoobrony nie mają za bardzo ochoty opuszczać koalicji i zdobytych stanowisk, obawiając się o trudność z wyborem na następną kadencję w przypadku rozwiązania parlamentu. Scenariusza wcześniejszych wyborów nadal nie można wykluczyć, ale rozstrzygnięcia w tej kwestii zapadną prawdopodobnie nie wcześniej niż pod koniec wakacji. Oznacza to, że wybory, jeśli w ogóle do nich dojdzie, będą możliwe późną jesienią lub na wiosnę przyszłego roku (po głosowaniu nad nowym budżetem). Do końca wakacji kształt sceny politycznej nie ulegnie zapewne zasadniczym zmianom, a w związku z przerwą w obradach parlamentu do końca sierpnia rząd nie będzie pod presją ewentualnego braku większości głosów w Sejmie.

Dla gospodarki i rynków finansowych taki scenariusz nie oznacza jak na razie zasadniczej zmiany w porównaniu z dotychczasową sytuacją. Niewiele by się również zmieniło z tego punktu widzenia, gdyby w przypadku utraty poparcia większości w parlamencie PiS zdecydował się na trwanie rządu mniejszościowego przez kilka miesięcy po wakacjach. Taki wariant oznaczałby wprawdzie utrudnienie podejmowania ważnych decyzji (na co zwracał uwagę sam premier, co sugeruje, że jest to scenariusz mało prawdopodobny), jednak z drugiej strony strach opozycji przed wyborami mógłby zapewnić poparcie dla najważniejszych inicjatyw rządu. Z kolei w przypadku scenariusza przyspieszonych wyborów, który sam w sobie nie musiałby być negatywny, ponieważ stwarzałby szanse na powstanie rządu o bardziej skutecznej i prorynkowej polityce makroekonomicznej, pojawia się ryzyko tego, że w toku kampanii wyborczej politycy mogą ulec pokusie wprowadzenia do przyszłorocznego budżetu zmian zwiększających skalę ekspansji fiskalnej.

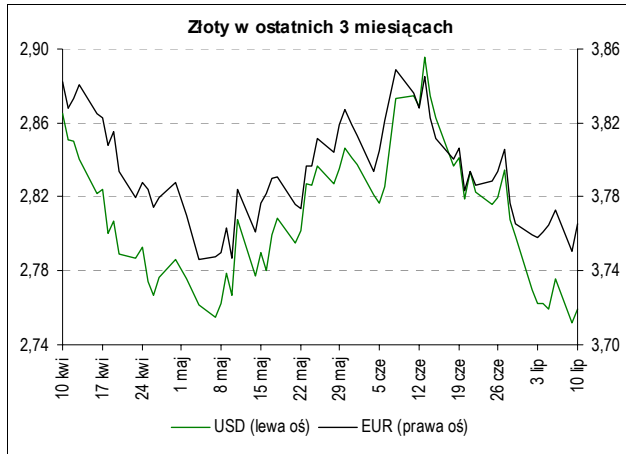
Biorąc pod uwagę miesięczne wskaźniki wzrostu sprzedaży detalicznej oraz produkcji w przemyśle i budownictwie za kwiecień i maj, wydaje się mało prawdopodobne, aby tempo wzrostu PKB w II kwartale mogło przekroczyć 6,5%. Jednak chociaż wzrost gospodarczy będzie w kolejnych kwartałach nieco wolniejszy niż na początku roku, wciąż nie można mówić o załamaniu koniunktury w Polsce.

O fluktuacjach wskaźnika CPI w krótkim okresie zadecyduje dynamika cen żywności, które są w tym roku wyjątkowo trudno przewidywalne ze względu na specyficzne warunki atmosferyczne. Czerwcowy wskaźnik inflacji przekroczy poziom 2,5% będący celem inflacyjnym, ale zapewne nie na długo, ponieważ spodziewane niskie ceny żywności w II półroczu powinny sprowadzić go z powrotem w pobliże 2%.

Wypowiedzi dwóch wiceminister finansów z początku lipca zasygnalizowały, że wpływy z funduszy UE mogą być niższe od zakładanych, co może obciążyć ostateczny wynik budżetu państwa w tym roku. Prawdopodobnie chodzi o to, że do momentu uzyskania refinansowania z UE inwestycje realizowane w ramach projektów są finansowane przez rząd, a przekazanie środków przez UE może się opóźnić z różnych względów. Jednak pomimo tego, jak również mimo uszczuplenia dochodów budżetowych w drugim półroczu z racji obniżki składki rentowej, nadal jest szansa na zrealizowanie deficytu budżetu poniżej zaplanowanego w ustawie poziomu 30 mld zł.

Szeroki strumień napływających inwestycji zagranicznych jest jednym z czynników podtrzymujących szybki wzrost gospodarczy, a przy okazji wywierających presję na aprecjację złotego. W dłuższym okresie przyczyni się to niewątpliwie do podniesienia potencjalnego polskiej gospodarki, jak również powinno wspierać dynamikę eksportu.

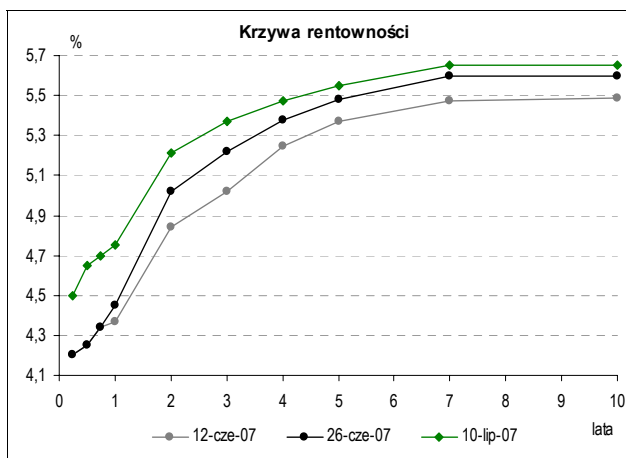
Monitor rynku



Ponowne umocnienie złotego po decyzji RPP

▪ Po korekcie, jaką obserwowaliśmy w maju od połowy czerwca nastąpiła kolejna fala umocnienia, która była m.in. związana z oczekiwaniami na podwyżki stóp procentowych. RPP nieco zaskoczyła analityków swoim posunięciem w czerwcu, co przyczyniło się do nasilenia oczekiwań szybszych podwyżek o większej łącznej skali i doprowadziło do znaczącej aprecjacji krajowej waluty. To także szło w parze z osłabieniem dolara.

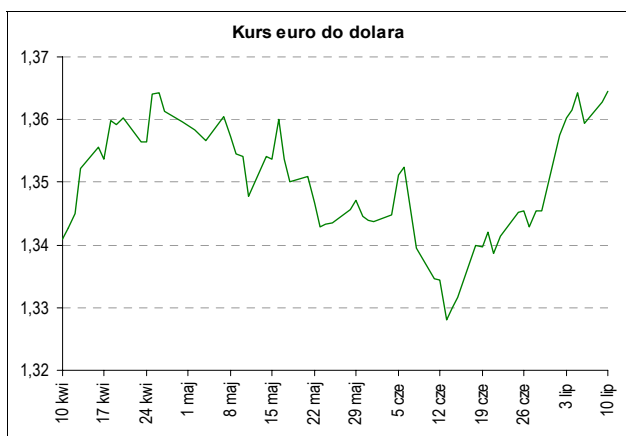
▪ Obserwowane ostatnio zawirowania polityczne nie powinny naszym zdaniem przyczynić się do znaczącego osłabienia złotego. Gdyby scenariusz wcześniejszych wyborów zrealizował się, mogłoby dojść do chwilowego wzrostu niepewności i deprecjacji krajowej waluty, co jednak powinno być wykorzystane do jej zakupów. Dobre dane z gospodarki wciąż wspierają złotego, podobnie jak oczekiwania na dalsze podwyżki stóp procentowych przez RPP.



Podwyżka stóp i osłabienie rynku stopy procentowej

▪ Od połowy czerwca rentowności krajowych obligacji rosły przede wszystkim w reakcji na wzrost oczekiwań co do podwyżki stóp procentowych już w czerwcu. RPP podwyższyła stopy o 25 pb, co odbiegało od rynkowego konsensusu, który przewidywał wzrost stóp w lipcu, a stawki rynkowe wzrosły silniej w oczekiwaniu na szybsze dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej o większej łącznej skali. Późniejsze komentarze niektórych członków RPP złagodziły te oczekiwania.

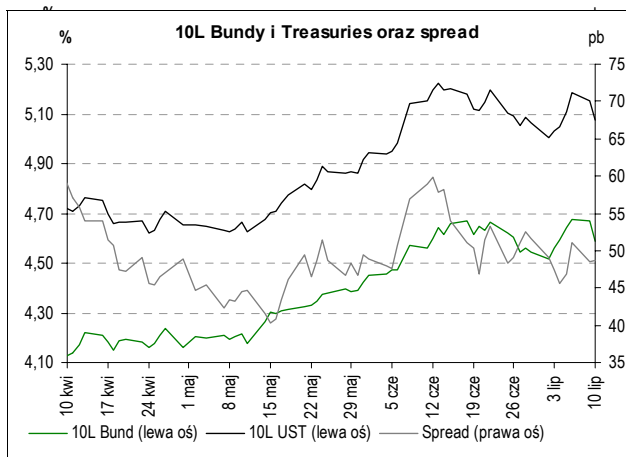
▪ Po zmianie scenariusza zakładamy kolejną podwyżkę stóp w sierpniu, a kolejną w czwartym kwartale tego roku. Czerwcową inflacja, która najprawdopodobniej nieznacznie przekroczy cel, będzie sprzyjała utrzymaniu wysokich stawek. Kryzys polityczny nie powinien spowodować znaczącego osłabienia. Po zmniejszeniu oczekiwań na obniżki stóp w USA wciąż istotne będą ruchy na bazowych rynkach obligacji.



Dolar traci po raz kolejny

▪ Po zmniejszeniu, a następnie ustabilizowaniu się oczekiwań co do obniżek stóp procentowych w USA oraz umocnieniu oczekiwań na kontynuację zacieśniania polityki pieniężnej przez główne banki centralne na świecie, doszło do wzrostu kursu EURUSD. Dodatkowym negatywnym czynnikiem, który wpływał na dolara, była wiadomość o problemach funduszy wysokiego ryzyka działających na amerykańskim rynku nieruchomości. Od publikacji ostatniego raportu kurs EURUSD wzrósł o 2,5% do 1,374.

▪ W dalszym ciągu sądzimy, że sytuacja na rynku nieruchomości w USA będzie miała spory wpływ na kurs dolara, choć istotniejsze będą oczekiwania odnośnie stóp procentowych w USA i strefie euro. W średnim terminie spodziewamy się stabilizacji kursu EURUSD, a w dłuższym umocnienia dolara.



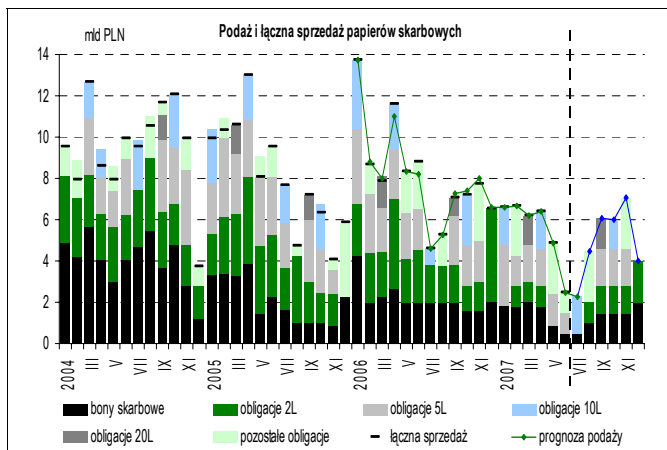
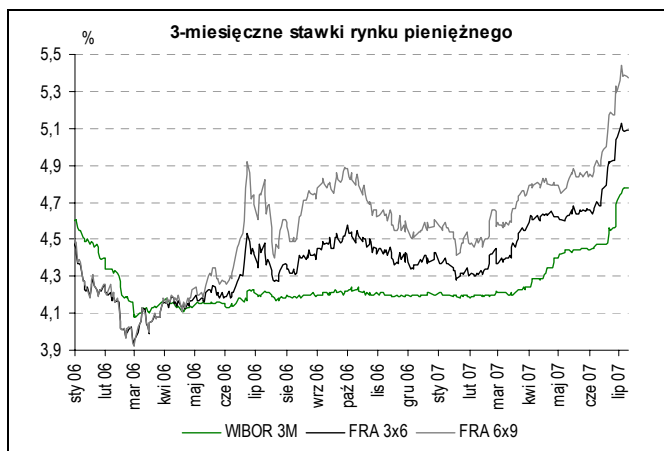
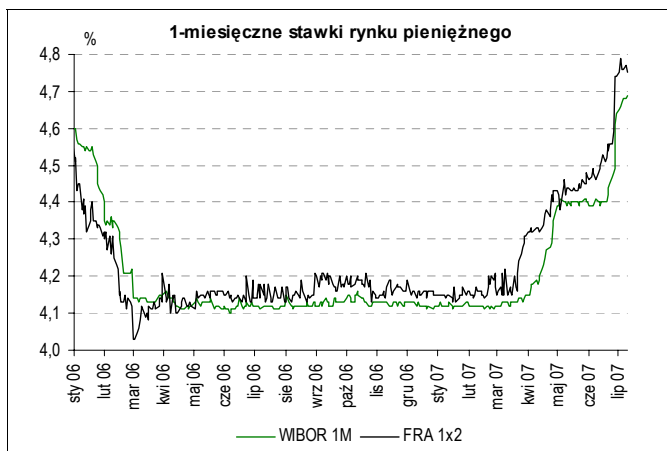
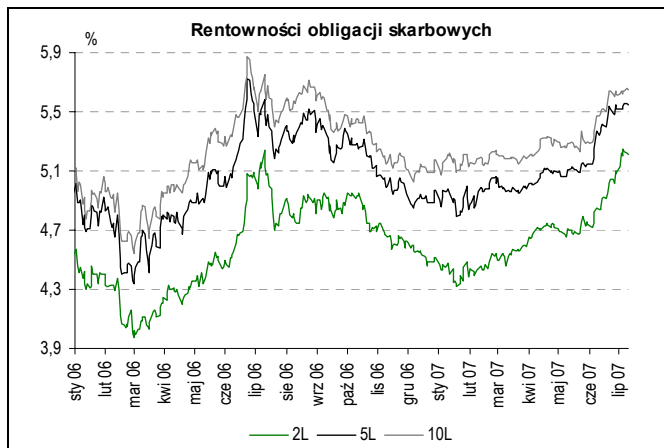
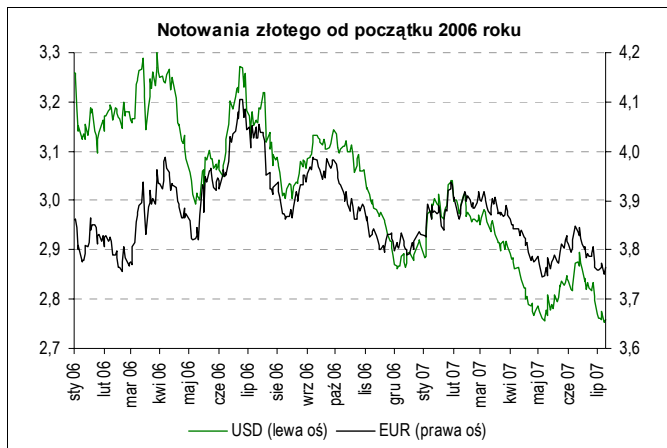
Umocnienie na bazowych rynkach długu

▪ Po publikacji poprzedniego raportu doszło do pewnego odreagowania na bazowych rynkach długu po obserwowanym wcześniej znaczącym osłabieniu. Obserwowane niedawno chwilowe osłabienie nastąpiło po publikacji danych z amerykańskiego rynku pracy, jednak kolejne umocnienie było wynikiem ponownego wzrostu obaw o rynek nieruchomości w USA. Rentowności 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych spadły z 5,20% do 5,00% a 10-letnich Bundów z 4,60% do 4,55%

▪ Fed pokreślił w komunikacie istotność dbania o inflację i te dane wraz z wiadomościami z rynku nieruchomości wciąż będą kluczowe dla amerykańskiego rynku długu, decydując o momencie ewentualnych obniżek stóp. Za to w strefie euro spodziewamy się podwyżki stóp we wrześniu lub październiku oraz kolejnej na początku 2008 r., do czego mogą przyczynić się kolejne dobre dane ze strefy euro.

Źródło: Reuters, BZ WBK

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

OFERTA / SPRZEDAŻ		
Data przetargu	52-tyg.	Suma
07.05.2007	900 / 900	900 / 900
21.05.2007	-	-
razem maj	900 / 900	900 / 900
04.06.2007	500 / 500	500 / 500
18.06.2007	-	-
razem czerwiec	500 / 500	500 / 500
09.07.2007	500 / 500	500 / 500
23.07.2007	-	-
razem lipiec*	500 / 500	500 / 500

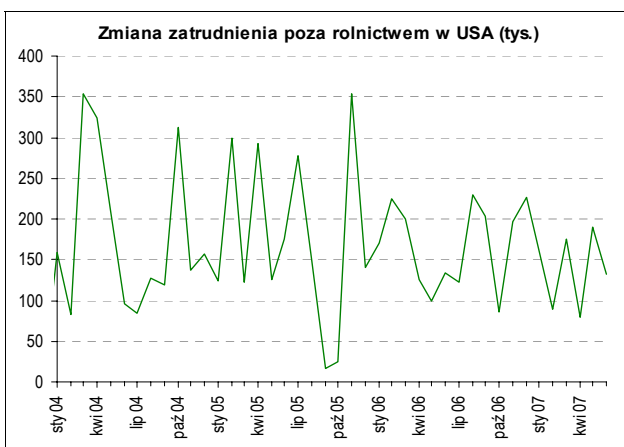
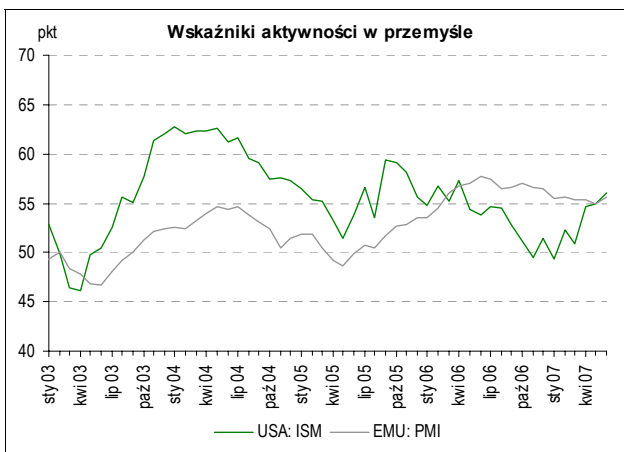
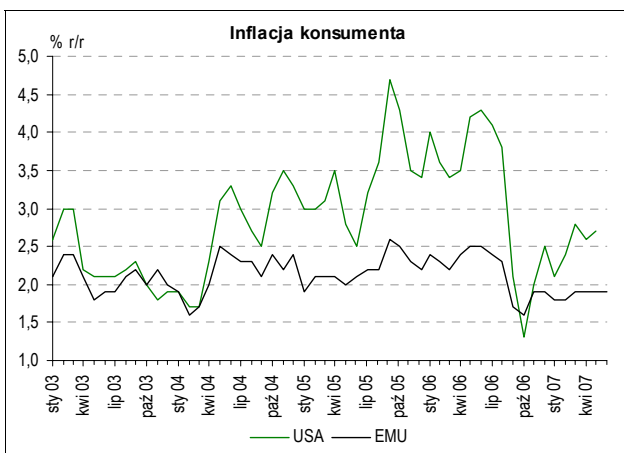
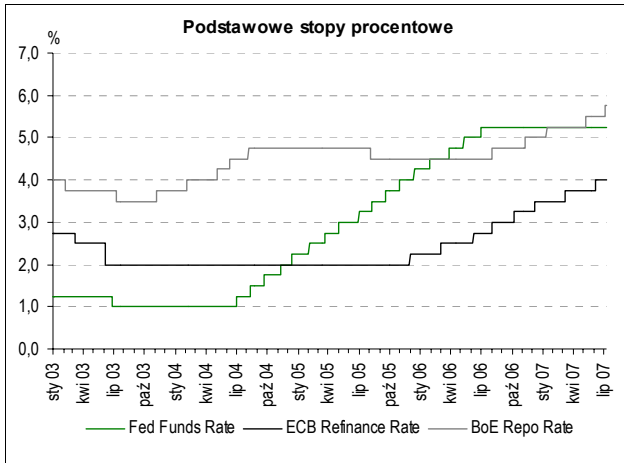
* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

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
lut	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	1 800	1 800
maj	-	-	-	-	09.05	WZ0118 IZ0816	2000 500	2000 498	16.05	PS0412	1 500	1 500
czerwiec	06.06	-	-	-	13.06	WS0437	1 000	1 000	20.06	PS0412	1 000	1 002
lipiec	04.07	-	-	-	11.07	DS1017	1 800	-	-	-	-	-
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	10L WIBOR 12L CPI	-	-	21.11	5L	-	-
grudzień	05.12	2L	-	-	-	-	-	-	-	5L	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym

Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, EBC, Federal Reserve

Oczekiwane kolejne podwyżki w strefie euro

▪ Zgodnie z oczekiwaniami na czerwcowym posiedzeniu amerykański bank centralny pozostawił główną stopę procentową bez zmian na poziomie 5,25%. W komunikacie uwagę zwraca usunięcie z opisu inflacji bazowej określenia "podwyższona". Fed podkreślił jednak, że jego główną obawą pozostaje fakt, że tempo inflacji może nie osłabnąć. Oznacza to, że zgodnie z oczekiwaniami większości analityków obniżenie stóp w USA jest jak na razie mało prawdopodobne.

▪ Wypowiedzi prezesa EBC wskazują, że stopy w EMU nie osiągnęły jeszcze poziomu maksimum w tym cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej, która jest wciąż postrzegana przez EBC jako akomodacyjna. Do kolejnej podwyżki może dojść we wrześniu lub w październiku, a przy kontynuacji ekspansji gospodarczej i wzroście inflacji możliwa jest kolejna podwyżka stóp procentowych do poziomu 4,5% na początku 2008 roku.

CPI wciąż powyżej celu Fed, stabilny HICP w strefie euro

▪ Inflacja Stanach Zjednoczonych wyniosła w maju 0,7% m/m wobec konsensusu na poziomie 0,6%, a w ujęciu rocznym o 2,7% wobec prognoz na poziomie 2,6%. Bazowy CPI wzrósł o 0,1% m/m oraz 2,2% r/r wobec oczekiwań na poziomie 0,2% oraz 2,3%. Wskaźnik PPI wzrósł w maju o 0,9% przy konsensusie na poziomie 0,6% wobec 0,7% w kwietniu. Po wykluczeniu cen energii i żywności ceny wzrosły zgodnie z konsensem o 0,2%. W ujęciu rocznym PPI wzrósł o 4,1% a bazowy PPI o 1,6%.

▪ Zgodnie z finalnymi danymi Eurostatu inflacja w strefie euro mierzona indeksem HICP wyniosła w maju 1,9% r/r. Ceny producentów w strefie euro w maju o 0,3% m/m oraz 2,3% r/r wobec oczekiwanego wzrostu odpowiednio o 0,3% i 2,4%. Według wstępnych szacunków inflacja w strefie euro pozostała w czerwcu bez zmian wobec maja na poziomie 1,9% r/r.

W USA optymistyczne dane o aktywności ...

▪ W czerwcu indeks ISM obrazujący aktywność w sektorze przemysłowym w Stanach Zjednoczonych wzrósł do 56 pkt wobec 55,0 w maju, podczas gdy analitycy nie oczekiwali zmiany indeksu. Indeks dla sektora usług wzrósł w tym czasie do 60,7 z 59,7 pkt w maju, podczas gdy konsensus rynkowy wskazywał na niewielki spadek do 58,0. Dane te sugerują, że gospodarka amerykańska może rozwijać się w tempie szybszym niż poprzednio sądzono.

▪ Indeks PMI dla strefy euro dla sektora przemysłowego wzrósł w czerwcu do najwyższego poziomu od 4 miesięcy, tj. 55,6 pkt wobec 55,0 pkt w maju. Indeks PMI dla sektora usług wzrósł zgodnie z prognozami do 58,3 pkt z 57,3 pkt w maju.

▪ Finalne dane o PKB w Stanach Zjednoczonych za I kw. zostały zrewidowane do 0,7% z 0,6% wg poprzednich szacunków przy oczekiwaniach na poziomie 0,8%. Deflator PKB wzrósł o 4,2% w I kw. wobec konsensusu i wcześniejszych szacunków na poziomie 4,0%. Bazowy indeks PCE został natomiast zrewidowany do 2,4% z 2,2%.

... oraz z rynku pracy

▪ Według oficjalnych danych Departamentu Pracy liczba nowych miejsc pracy stworzonych w czerwcu w USA poza sektorem rolniczym wyniosła 132 tys. wobec skorygowanych w górę 190 tys. w maju. Analitycy oczekiwali spadku do 120 tys. wobec 157 tys. przed korektą w maju. Stopa bezrobocia wyniosła 4,5% podobnie jak w maju, co było zgodne z oczekiwaniami analityków.

▪ Czerwcowy raport ADP z amerykańskiego rynku pracy obrazujący liczbę zatrudnionych poza rolnictwem w sektorze prywatnym wskazał na wzrost 150tys. miejsc pracy wobec 98 tys.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
9 lipca <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i>	10 USA: Zapasy hurtowe (V)	11 <i>POL: Aukcja obligacji 10-letnich</i>	12 EMU: PKB (I kw.) EMU: Produkcja przemysłowa (V) USA: Bilans handlowy (V) USA: Budżet federalny (V)	13 <i>POL: CPI (VI)</i> <i>POL: Podaż pieniądza (VI)</i> <i>POL: Bilans płatniczy (V)</i> USA: Ceny w handlu zagranicznym (import) (VI) USA: Sprzedaż detaliczna (VI) USA: Wstępny Michigan (VII)
16 <i>POL: Płace i zatrudnienie (VI)</i> JAP: Dzień wolny EMU: Finałny HICP (VI) USA: Indeks NY Fed (VII)	17 GER: Indeks ZEW (VII) USA: PPI (VI) USA: Napływ kapitału netto (V) USA: Produkcja przemysłu (VI) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (VI)	18 <i>POL: Aukcja zamiany</i> USA: CPI (VI) USA: Liczba nowych budów (VI)	19 <i>POL: Minutes RPP (VI)</i> <i>POL: Ceny produkcji (VI)</i> <i>POL: Produkcja przemysłowa (VI)</i> USA: Indeks Philadelphia Fed (VII) USA: Protokół z posiedzenia FOMC	20 JP: Raport BOJ po decyzji USA: Indeks NY Fed (VI) USA: Wstępny Michigan (VI)
23 <i>POL: Inflacja bazowa (VI)</i> <i>POL: Wskaźniki koniunktury (VII)</i>	24 <i>POL: Spotkanie RPP</i> <i>POL: Sprzedaż detaliczna (VI)</i> <i>POL: Bezrobocie (VI)</i>	25 <i>POL: Spotkanie RPP – decyzja</i> USA: Sprzedaż domów (VI)	26 GER: Indeks Ifo (VII) EMU: Podaż pieniądza M3 (VI) USA: Zamówienia na dobra trwałe (VI) USA: Sprzedaż nowych domów (VI)	27 USA: Wstępny PKB (II kw.) USA: Bazowy PCE (II kw.) USA: Deflator PKB (II kw.) USA: Finałny Michigan (VII)
30	31 EMU: Wskaźnik nastrojów (VII) EMU: Wstępny HICP (VII) USA: Bazowy PCE (VI) USA: Chicago PMI (VI)	1 sierpnia <i>POL: Aukcja obligacji 2-letnich</i> EMU: PMI sektor przetwórczy (VII) USA: Raport ADP (VII) USA: ISM sektor przetwórczy (VII)	2 USA: Zamówienia w przemyśle (VI)	3 EMU: PMI sektor usług (VI) EMU: Sprzedaż detaliczna (VI) USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (VII) USA: Bezrobocie (VII) USA: ISM sektor usług (VII)
6 <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i>	7 USA: Jednostkowe koszty pracy & wydajność (II kw.) USA: Spotkanie Fed – decyzja	8 <i>POL: Aukcja obligacji zmiennoprocentowych i indeksowanych inflacją</i> USA: Zapasy hurtowe (VI)	9 EMU: Spotkanie EBC – decyzja	10 USA: Ceny w handlu zagranicznym (import) (VII)

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
Minutes RPP	-	-	-	-	24	21	19	23	20	25	22	13
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	25	26	24	-	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	16	15	15	17	17	19	16	16	17	15	16	17
Bezrobocie	29	23	23	25	25	26	24	-	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	30	-	-	29	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	16 ^c	12	14	13	18	15	13	13	12	-	-	-
Podaż pieniądza	12	14	14	13	14	14	13	14	14	-	-	-
Bilans NBP	5	7	7	6	7	6	6	7	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 2006 itd., ^d za styczeń, ^e za luty

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		cze 06	lip 06	sie 06	wrz 06	paź 06	lis 06	gru 06	sty 07	lut 07	mar 07	kwi 07	maj 07	cze 07	lip 07
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,2	14,3	12,6	11,6	14,8	12,0	5,9	15,4	13,0	11,3	12,6	8,1	6,2	13,0
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	10,7	11,0	11,5	14,5	13,3	13,6	13,3	16,5	17,5	19,2	15,1	14,8	13,9	16,5
Stopa bezrobocia	%	16,0	15,7	15,5	15,2	14,9	14,8	14,9	15,1	14,9	14,4	13,7	13,0	12,4	12,2
Place brutto ^{b c}	% r/r	4,5	5,6	5,3	5,1	4,7	3,1	8,5	7,8	6,4	9,1	8,4	8,9	8,2	8,3
Zatrudnienie ^b	% r/r	3,1	3,3	3,5	3,5	3,6	3,8	4,1	3,8	4,3	4,5	4,4	4,4	4,3	4,3
Eksport (w euro) ^d	% r/r	16,9	21,0	22,3	18,6	23,4	21,7	8,0	15,5	13,1	15,8	15,7	10,6	9,2	16,7
Import (w euro) ^d	% r/r	17,2	26,2	22,9	19,2	27,4	21,0	17,2	21,5	12,3	21,7	24,9	14,7	18,8	21,5
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-103	-519	-434	-212	-283	-339	-1119	-398	-201	-627	-779	-822	-868	-986
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-300	-527	-646	222	-728	-738	-1201	-733	-561	-539	-678	-972	-988	-1056
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-2,0	-2,1	-2,1	-1,9	-2,0	-2,1	-2,3	-2,5	-2,4	-2,4	-2,4	-2,6	-2,8	-3,0
Deficyt budżetowy (narastająco)	mln PLN	-17,7	-15,6	-14,5	-14,5	-16,6	-18,5	-25,1	3,1	-3,0	-4,8	-2,1	-4,3	-7,3	0,0
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu ^e	70,4	62,3	57,9	57,8	66,3	73,9	100,0	-10,3	10,1	16,1	6,9	14,2	24,2	0,0
Inflacja (CPI)	% r/r	0,8	1,1	1,6	1,6	1,2	1,4	1,4	1,6	1,9	2,5	2,3	2,3	2,6	2,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,0	3,5	3,3	3,6	3,2	2,5	2,6	3,1	3,5	3,3	2,2	2,2	1,7	1,5
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	11,9	13,0	12,9	13,0	12,3	14,4	15,6	19,3	17,9	18,0	17,8	16,1	16,3	17,3
Depozyty	% r/r	11,4	12,3	12,0	11,6	11,4	13,1	15,0	18,4	18,1	17,5	17,9	16,3	17,4	17,8
Kredyty	% r/r	16,0	16,7	18,0	19,2	19,5	20,7	23,4	25,0	26,5	26,8	28,4	28,6	28,4	28,4
USD/PLN	PLN	3,17	3,15	3,05	3,12	3,09	2,97	2,88	2,98	2,98	2,94	2,83	2,80	2,84	2,84
EUR/PLN	PLN	4,02	4,00	3,90	3,97	3,90	3,82	3,81	3,88	3,90	3,89	3,82	3,78	3,81	3,78
Stopa interwencyjna ^a	%	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,25	4,25	4,50	4,50
Stopa lombardowa ^a	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,75	5,75	6,00	6,00
WIBOR 3M	%	4,17	4,19	4,19	4,21	4,22	4,20	4,20	4,20	4,20	4,22	4,32	4,44	4,52	4,65
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,20	4,30	4,35	4,44	4,35	4,29	4,20	4,14	4,07	4,23	4,36	4,43	4,42	4,65
Rentowność obligacji 2L	%	4,75	4,95	4,85	4,87	4,84	4,65	4,54	4,41	4,46	4,55	4,71	4,70	4,93	5,20
Rentowność obligacji 5L	%	5,33	5,37	5,41	5,31	5,24	5,01	4,91	4,90	4,97	4,98	5,07	5,11	5,40	5,55
Rentowność obligacji 10L	%	5,54	5,55	5,61	5,48	5,39	5,18	5,10	5,16	5,18	5,18	5,27	5,28	5,52	5,65

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2005	2006	2007	2008	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	983,3	1 057,9	1 150,6	1 248,0	242,4	253,9	261,4	300,1	267,1	277,0	282,5	324,0
PKB	% r/r	3,6	6,1	6,2	5,5	5,5	6,0	6,3	6,6	7,4	6,5	5,9	5,4
Popyt krajowy	% r/r	2,4	6,6	7,2	6,5	5,3	5,4	6,9	8,6	8,6	7,3	6,5	6,6
Spożycie indywidualne	% r/r	2,0	5,2	5,8	5,5	5,4	4,8	5,6	5,1	6,9	5,5	5,5	5,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,5	16,5	17,3	13,0	7,6	14,5	19,3	19,3	29,6	18,0	15,0	14,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,0	12,5	11,0	10,0	12,4	12,1	12,3	10,8	13,0	9,0	10,8	11,4
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,5	11,9	14,6	11,0	9,0	11,8	13,8	12,6	17,4	13,0	13,7	14,2
Stopa bezrobocia ^a	%	17,6	14,9	11,5	10,0	17,8	16,0	15,2	14,9	14,4	12,4	11,8	11,5
Place realne brutto ^c	% r/r	1,2	4,2	5,8	5,5	4,3	3,9	4,1	4,5	5,9	5,9	6,3	5,4
Zatrudnienie ^c	% r/r	1,9	3,2	4,2	4,3	2,6	3,0	3,4	3,8	4,2	4,4	4,2	4,0
Eksport (w euro) ^b	% r/r	17,8	20,2	13,1	15,0	23,3	19,5	20,7	18,0	14,8	11,7	13,0	13,0
Import (w euro) ^b	% r/r	13,4	21,8	17,2	17,0	23,3	19,0	22,8	21,9	18,5	19,2	15,5	16,0
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-2 242	-3 896	-8 401	-11 939	-352	-646	-1 165	-1 733	-1 226	-2 470	-1 932	-2 773
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-4 130	-6 312	-9 096	-10 639	-1 396	-1 266	-949	-2 701	-1 950	-2 639	-1 241	-3 266
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-1,7	-2,3	-3,0	-3,1	-1,9	-2,0	-1,9	-2,3	-2,5	-2,9	-2,9	-3,0
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-28,6	-25,1	-26,0	-30,0	-9,0	-17,7	-14,5	-25,1	-4,8	-7,3	-16,6	-26,0
Deficyt budżetowy	% PKB	-2,9	-2,4	-2,3	-2,4	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,1	1,0	2,2	2,8	0,6	0,8	1,4	1,3	2,0	2,4	2,0	2,4
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	0,7	1,4	2,7	2,8	0,4	0,8	1,6	1,4	2,5	2,6	2,0	2,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	0,7	2,5	2,5	3,0	0,9	3,0	3,6	2,6	3,3	2,0	1,8	3,0
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	10,5	15,6	14,4	14,3	9,8	11,9	13,0	15,6	18,0	16,3	15,9	14,4
Zobowiązania ^a	% r/r	9,4	15,0	15,0	12,3	9,1	11,4	11,6	15,0	17,5	17,4	17,1	15,0
Należności ^a	% r/r	11,8	23,4	25,0	18,0	13,6	16,0	19,2	23,4	26,8	28,4	27,2	25,0
USD/PLN	PLN	3,23	3,10	2,85	2,80	3,19	3,14	3,10	2,98	2,97	2,82	2,85	2,75
EUR/PLN	PLN	4,02	3,90	3,80	3,68	3,83	3,95	3,96	3,85	3,89	3,80	3,79	3,71
Stopa interwencyjna ^a	%	4,50	4,00	5,00	5,50	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,50	4,75	5,00
Stopa lombardowa ^a	%	6,00	5,50	6,50	7,00	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	6,00	6,25	6,50
WIBOR 3M	%	5,29	4,21	4,68	5,50	4,29	4,15	4,20	4,20	4,20	4,42	4,83	5,20
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,92	4,18	4,61	4,75	4,02	4,06	4,37	4,28	4,14	4,40	4,78	5,12
Rentowność obligacji 2L	%	5,04	4,57	4,98	5,20	4,23	4,49	4,89	4,67	4,47	4,78	5,20	5,45
Rentowność obligacji 5L	%	5,25	5,03	5,39	5,55	4,67	5,04	5,36	5,05	4,95	5,19	5,60	5,80
Rentowność obligacji 10L	%	5,24	5,22	5,53	5,75	4,83	5,27	5,55	5,22	5,17	5,36	5,70	5,90

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 10.06.2007 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.

