

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

Znów awersja do ryzyka

Na początku sierpnia mieliśmy do czynienia z powrotem awersji do ryzyka na rynkach globalnych (choć można to nazwać kontynuacją tego co działo się w lutym tego roku). Zgodnie z naszymi prognozami, kurs złotego do euro przekroczył pod koniec lipca poziom 3,80 i choć doszło później do pewnej stabilizacji na rynku walutowym, wydaje nam się, że w krótkim terminie złoty może się jeszcze nieco osłabić. Jeśli chodzi o rynek obligacji, to będzie on zapewne wspierany przez niskie rentowności na świecie, podczas gdy czynniki lokalne (oczekiwana podwyżka stóp procentowych w sierpniu) będą działały w przeciwnym kierunku.

Miesiąc temu pisaliśmy, że ryzyko dla naszej prognozy tempa wzrostu PKB za drugi kwartał jest asymetryczne w dół i rzeczywiście, mając kompletny zestaw danych miesięcznych rewidujemy ten szacunek do 6%. Pomimo tego, tempo wzrostu gospodarczego osiągnięte w pierwszej połowie roku będzie szybsze od naszych szacunków z początku roku dzięki wyjątkowemu wynikowi w pierwszych trzech miesiącach 2007. W stosunku do naszych styczniowych oczekiwań szybciej wzrósł popyt wewnętrzny, głównie konsumpcja prywatna, co było związane ze szybszym wzrostem zarówno zatrudnienia, jak i wynagrodzeń.

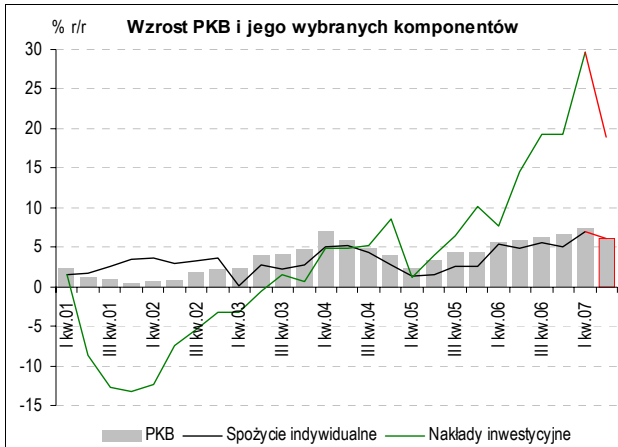
Sytuacja na rynku finansowym w pierwszej połowie roku nie odbiegała znacząco od naszych oczekiwań, które były optymistyczne dla złotego i pesymistyczne dla rynku obligacji. Co ciekawe, pomimo szybszego tempa wzrostu PKB i wyraźniejszego ożywienia na rynku pracy, nasze prognozy rentowności na pierwszą połowę roku były nawet o kilka punktów bazowych wyższe od średniej odnotowanej na rynku w tym okresie. Było to zapewne częściowo związane z faktem, że złoty umocnił się nieco bardziej (ok. 5 groszy) niż prognozowaliśmy. Z drugiej strony, umocnienie złotego pomogło inflacji ustabilizować się na poziomie nieco powyżej 2% (2,2% zgodnie z naszą prognozą z stycznia), pomimo wyraźnego wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Oczywiście, czynnik ten pozostaje ryzykiem dla inflacji na kolejne kwartały, szczególnie biorąc pod uwagę, że trend aprecjacji złotego może być powstrzymany przez zwiększenie awersji do ryzyka na rynku globalnym. Niemniej, nasza prognoza kursu EURPLN (ok. 3,70) na koniec roku jest aktualna.

Podtrzymujemy również nasz pogląd (zmieniony po niespodziewanej decyzji Rady Polityki Pieniężnej w czerwcu), że polityka pieniężna w Polsce będzie nadal zacieśniana z kolejną podwyżką stóp procentowych już w tym miesiącu. Ponieważ członkowie Rady wielokrotnie podkreślali, że relacja między wzrostem płac a wydajnością pracy będzie miała duże znaczenie przy podejmowaniu dalszych decyzji, to argumentem za podwyżką będą zapewne dane o płacach w całej gospodarce w II kwartale. Przyspieszyły one do 8,9% r/r, co biorąc pod uwagę prognozowany wzrost zatrudnienia i osłabienie dynamiki wartości dodanej oznacza szybszy wzrost jednostkowych kosztów pracy (o ok. 6% r/r).

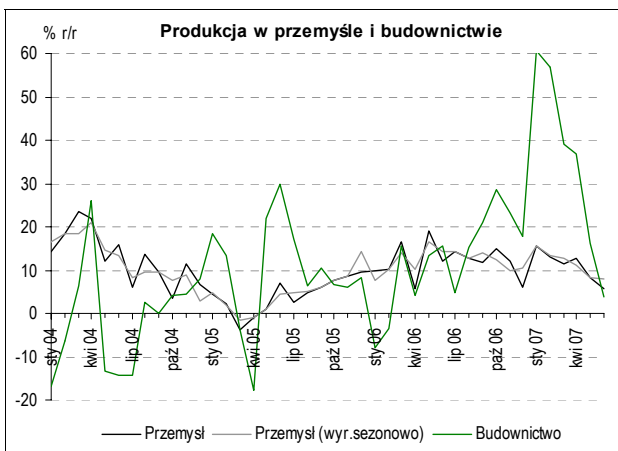
Na rynku finansowym 31 lipca 2007 r.:					
Stopa depozytowa NBP	3,00	WIBOR 3M	4,81	USDPLN	2,7653
Stopa referencyjna NBP	4,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	5,11	EURPLN	3,7900
Stopa lombardowa NBP	6,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,51	EURUSD	1,3706

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 09.08.2007 r.

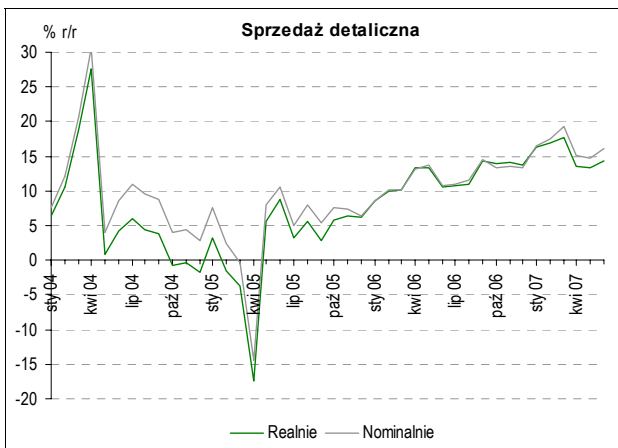
Gospodarka Polski

**Spowolnienie wzrostu PKB do 6% w II kwartale**

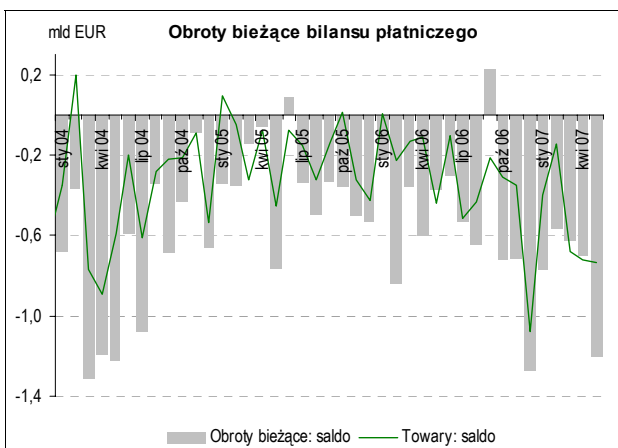
- Miesiąc temu pisaliśmy, że ryzyko dla naszej prognozy tempa wzrostu PKB za drugi kwartał jest asymetryczne w dół i rzeczywiście, mając kompletny zestaw danych miesięcznych rewidujemy ten szacunek do 6%.
- Oznacza to istotne spowolnienie w porównaniu z tempem wzrostu 7,4% osiągniętym w pierwszym kwartale, jednak nie oznacza to, że obraz polskiej gospodarki wyłaniający się po publikacji czerwcowych danych jest pesymistyczny, gdyż spowolnienie w niektórych sektorach powinno być tymczasowe.
- Po wyjątkowym pierwszym kwartale, w dalszej części roku tempo rozwoju gospodarki nie odbiega już tak znacznie od wzrostu potencjalnego, choć w strukturze wzrostu PKB ciężar przesunął się jeszcze bardziej w kierunku popytu wewnętrznego, co związane jest z kontynuacją poprawy sytuacji na rynku pracy.

**Niski wzrost produkcji w czerwcu**

- Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w czerwcu o 5,6% r/r co było wynikiem znacznie poniżej konsensusu rynkowego na poziomie ok. 8% r/r, oraz nieco poniżej naszej prognozy 6,2% r/r.
- W pewnym stopniu pogorszenie dynamiki wynikało z mniejszej liczby dni roboczych niż w czerwcu 2006 r. Jednak skorygowana sezonowo przez GUS dynamika produkcji wyniosła 8% r/r, co również oznacza pewne spowolnienie w porównaniu z poprzednimi miesiącami (8,3% r/r w maju, średnio 12% w pierwszych pięciu miesiącach roku).
- Tradycyjnie najszybszy wzrost produkcji zanotowano w przetwórstwie przemysłowym (6,2% r/r), w tym w szczególności w działach przemysłu zorientowanych na eksport. Wzrost produkcji budowlano-montażowej zanotował znaczące spowolnienie do 3,7% r/r (wyrównany sezonowo do 9,9% r/r).

**... choć sprzedaż detaliczna zaskoczyła in plus**

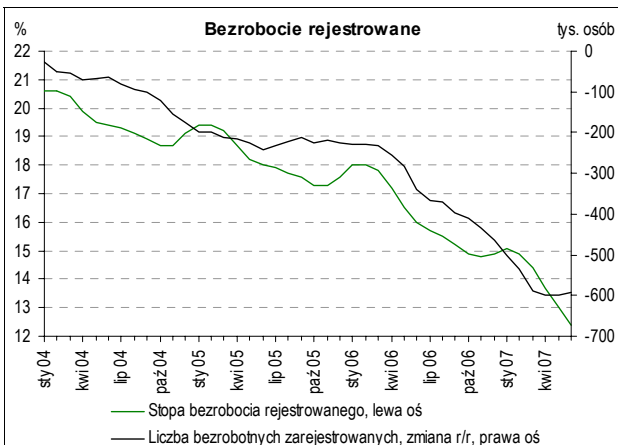
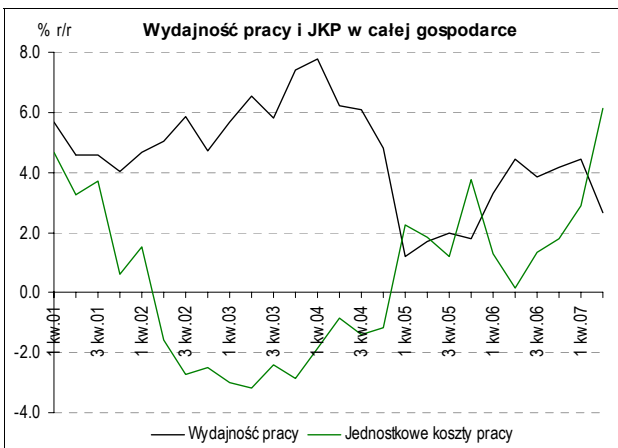
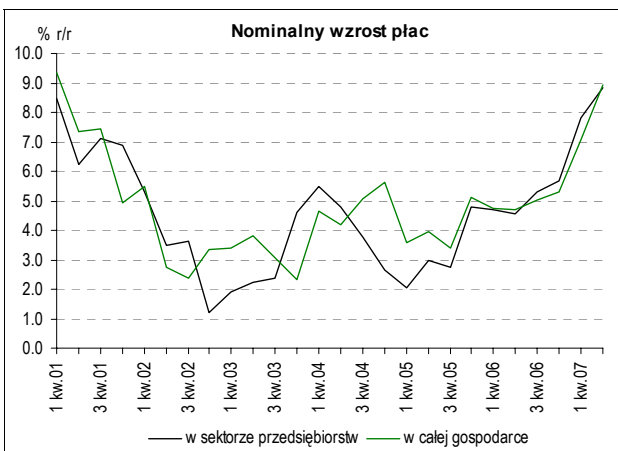
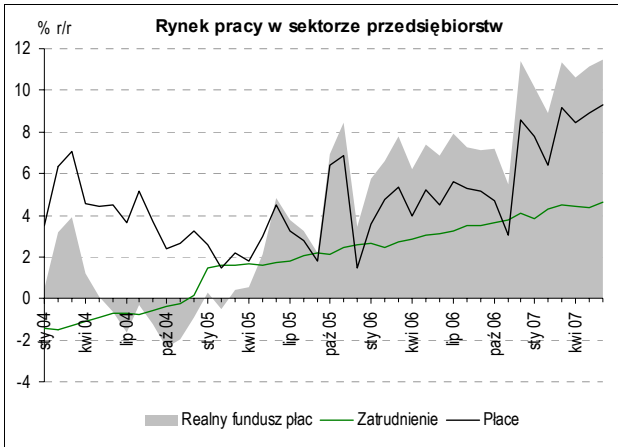
- Wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył w czerwcu do 16,2% r/r wobec 14,8% w maju (realnie do 14,3% r/r wobec 13,4% w maju).
- Wynik był zatem wyższy niż przewidywały prognozy rynkowe, z czym należało się do pewnego stopnia liczyć po tym, jak opublikowane ostatnio dane o placach i zatrudnieniu pokazały mocne przyspieszenie w czerwcu.
- Szybko rosnące dochody osobiste gospodarstw domowych są czynnikiem podtrzymującym silny wzrost konsumpcji prywatnej i ta sytuacja utrzyma się najprawdopodobniej również w kolejnych kwartałach tego roku.
- Wzrost sprzedaży cały czas ma szerokie podstawy, czego odzwierciedleniem jest utrzymanie wysokich dynamik praktycznie we wszystkich działach handlu.

**Bilans z zagranicą na większym minusie**

- W maju deficyt obrotów bieżących wyniósł ok. 1,2 mld euro, co było znacząco powyżej prognoz, a wynikało z niewielkiej nadwyżki transferów, która wyniosła zaledwie 359 mln euro (średnia za styczeń-kwiecień powyżej 600 mln, a za marzec-kwiecień powyżej 900 mln). Wynikało to z niższych transferów z UE ale nie spodziewamy się aby to był trwały efekt.
- Nie było większego zaskoczenia jeśli chodzi o deficyt handlowy, który wyniósł 734 mln euro. Tempo wzrostu eksportu i importu utrzymały się na dwucyfrowym poziomie i wyniosły odpowiednio 11,3% r/r i 14,3% r/r.
- Według naszych szacunków, wpływ eksportu netto na PKB w drugim kwartale było znacznie bardziej ujemne niż w pierwszym kwartale, co będzie związane z pewnym spowolnieniem eksportu (niższa produkcja) i szybszym importem.

Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Gospodarka Polski

**Rynek pracy bez zmian – szybki wzrost płac i zatrudnienia**

- Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się w czerwcu o 3,3% m/m i 9,3% r/r. Lepsze od oczekiwań okazały się również dane o zatrudnieniu, pokazując wzrost o 0,6% m/m i 4,6% r/r wobec konsensusu rynkowego i naszej prognozy na poziomie 4,3% r/r.
- Przyspieszenie nominalnego wzrostu płac do poziomu najwyższego od stycznia 2001 r. i wzrost dynamiki zatrudnienia do najwyższego poziomu w historii polskiej gospodarki po 1989 r. przełożyły się na wyraźne zwiększenie dynamiki funduszu płac w firmach - nominalnie wyniosła ona 14,4%, a realnie 11,5% r/r.
- Dane te potwierdziły, że w wyniku dużego zapotrzebowania na pracowników napięcia na rynku pracy są coraz silniejsze, znajdując odzwierciedlenie we wzroście dynamiki płac. Ciekawe czy obniżka składki rentowej wpłynie w jakiś sposób na ten trend.

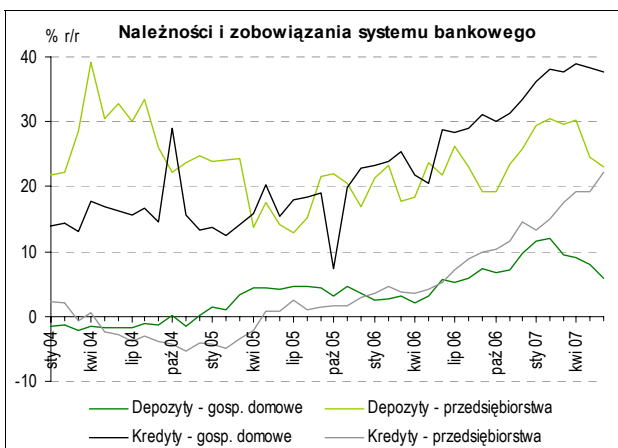
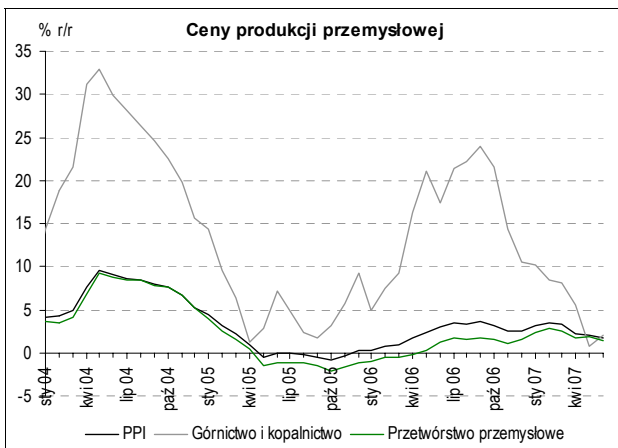
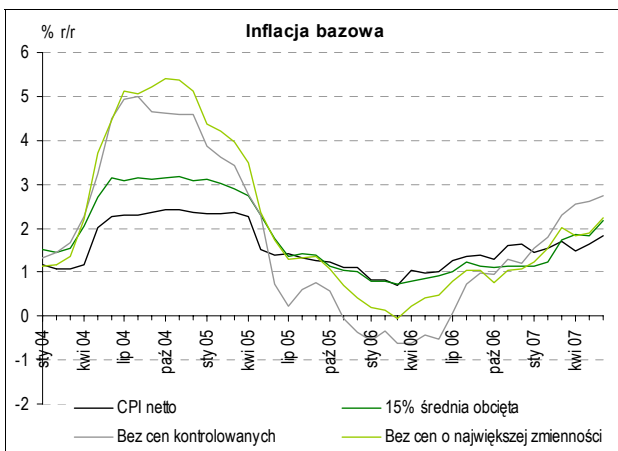
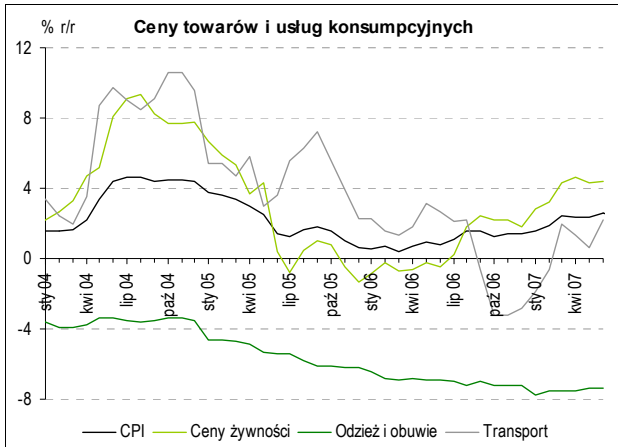
Silny wzrost jednostkowych kosztów pracy w II kw.

- Po kilku latach utrzymywania się dynamiki płac poniżej tempa wzrostu wydajności pracy, w ostatnich miesiącach sytuacja się zdecydowanie odwróciła.
- Potwierdziły to po raz kolejny opublikowane na początku sierpnia dane o płacach w całej gospodarce za drugi kwartał. Jak podał GUS, przeciętne wynagrodzenie w gospodarce narodowej w II kwartale 2007 r. wyniosło 2644,34 zł. Oznacza to, że po tym jak w pierwszym kwartale płace wzrosły o 7,1% r/r, nastąpiło przyspieszenie do 8,9%, co było nieco szybciej niż sugerował trend obserwowany w przypadku sektora przedsiębiorstw (w drugim kwartale również wzrost o 8,9% ale z 7,8% w I kw.).
- W tym samym czasie nastąpiło przyspieszenie wzrostu zatrudnienia do 4,5% z 4,2% w sektorze przedsiębiorstw, a według naszych szacunków z 3,0% do 3,2% w całej gospodarce. Przy jednoczesnym spowolnieniu tempa wzrostu gospodarczego do ok. 6% (i tempa wzrostu wydajności pracy z 4,5% do 2,7% YoY w II kw.), oznaczało to znaczące przyspieszenie wzrostu jednostkowych kosztów pracy – z niecałych 3% w I kwartale do ok. 6% w II kw. Dla porównania, średnio w poprzednim roku JKP wzrosły o nieco ponad 1%.
- W dalszej części roku gospodarka może rozwijać się w tempie nawet nieco poniżej 6% r/r, a tempo wzrostu zatrudnienia nie powinno już przyspieszać. Jednak przy utrzymaniu tempa wzrostu płac na wysokim poziomie, jednostkowe koszty pracy mogą nadal rosnąć dość szybko.
- Choć nie jest wcale tak jednoznaczny wpływ tego czynnika na inflację (przy utrzymywaniu wciąż wysokich marż i dobrych wyników finansowych firm), wydaje nam się, że będzie to dla Rady Polityki Pieniężnej jednym z argumentów za kontynuacją cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej.

Bezrobocie ostro w dół

- Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w czerwcu do 12,4%, zgodnie z naszą prognozą i nieco bardziej niż zakładał rynek (12,5%). W lipcu oczekiwany jest dalszy spadek do 12,2%.
- Liczba bezrobotnych zarejestrowanych w urzędach pracy wyniosła 1,89 mln osób i była o 592 tys. osób (niemal 24%) niższa niż przed rokiem.
- Podobnie jak wyższa dynamika sprzedaży, coraz szybszy spadek bezrobocia jest efektem mocnego ożywienia na rynku pracy i można się spodziewać jego kontynuacji w kolejnych miesiącach roku. Będzie to jeden z czynników sprzyjających dalszemu szybkiemu wzrostowi konsumpcji prywatnej.
- Według naszych prognoz, stopa bezrobocia na koniec roku wyniesie 11,5%, co będzie oznaczało spadek o niemalże 3,5 pkt proc. (w porównaniu z 2,7 pkt proc. w 2006).

Gospodarka Polski



Perspektywy inflacji bez zmian

▪ Od marca inflacja CPI utrzymuje się blisko celu inflacyjnego i oczekujemy, że będzie tak do końca roku, z małą przerwą w miesiącach sierpień-wrzesień, kiedy to na skutek wysokiej bazy statystycznej zeszłego roku możliwy jest jej spadek nawet poniżej 2%.

▪ W czerwcu inflacja wzrosła do 2,6% z 2,3% w maju, po utrzymaniu cen na stabilnym poziomie w ujęciu miesięcznym. Był to wynik zgodny z naszymi oczekiwaniami, jednak poniżej konsensusu rynkowego na poziomie 2,7%.

▪ Jak można było się spodziewać, jednymi z głównych czynników odpowiedzialnych za wzrost inflacji były ceny żywności i ceny paliw, które wzrosły odpowiednio o 4,4% r/r i 4,1% r/r (w poprzednim miesiącu 4,3% i 0,8%). Warto jednak zauważyć, że w ujęciu miesięcznym ceny żywności spadły o ponad 1% (nawet więcej niż się spodziewaliśmy), co oznacza, że nieuzasadnione były obawy o dłuższy wpływ wiosennych mrozów na ceny. W kolejnych miesiącach zobaczymy jak na krajowe ceny żywności wpłyną niskie zbiory w Europie oraz w jakim stopniu dotknie nasz kraj trend na wzrost cen żywności na całym świecie.

▪ Dane o inflacji bazowej pokazały wzrost wszystkich obliczanych przez NBP miar tego wskaźnika. Inflacja netto przyspieszyła, zgodnie z oczekiwaniami do 1,8% r/r z 1,65% r/r w maju.

▪ Wzrost pozostałych miar wyniósł od 0,12 pkt proc. do 0,36 pkt proc. Potwierdza to, że fundamentalna presja inflacyjna, która jest przedmiotem obaw RPP w znacznie większym stopniu niż przejściowe szoki na rynku żywności i paliw, stopniowo ulega wzmocnieniu. Nadal jednak pozostaje stosunkowo słaba, o czym świadczy fakt, że tylko jedna miara inflacji bazowej przekracza cel inflacyjny. Dane te nie zmieniły obrazu średnioterminowych perspektyw inflacji postrzeganych przez RPP.

Ceny produkcji pod wpływem surowców

▪ Wzrost cen w przemyśle wyniósł w czerwcu 1,8% r/r. Choćby dynamika roczna zmalała wobec maja (2,1% r/r po korekcie), to jednak było to głównie zasługą efektu wysokiej bazy statystycznej.

▪ W ujęciu miesięcznym indeks PPI wzrósł o 0,6%, głównie za sprawą podwyżek w przetwórstwie przemysłowym (0,7% m/m).

▪ Od początku br. trwają stopniowe podwyżki cen w przemyśle, co mogłoby oznaczać, że firmy są w stanie w coraz większym stopniu przenosić rosnące koszty (m.in. płacowe) na ceny.

▪ Z drugiej jednak strony, należy zauważyć, że największe wzrosty cen w ostatnich miesiącach wynikały z podwyżek w przetwórstwie ropy naftowej i pochodnych, związanych z rosnącymi cenami surowców, a w czerwcu również w branży tytoniowej, co sugeruje, że czynnik rosnących kosztów płac nie pełnił tu roli decydującej.

Podaż pieniądza spowolniła, kredyty przyspieszyły

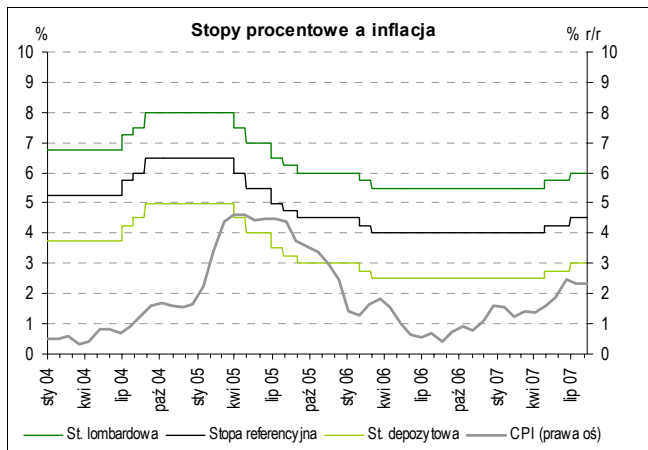
▪ Wzrost podaży pieniądza wyniósł w czerwcu zaledwie 0,1% m/m i 14,9% r/r. Dla porównania, oczekiwania rynku wskazywały na wzrost o 16% r/r, a nasza prognoza wynosiła 16,3%.

▪ Niemniej jednak, jak można było oczekiwać, tempo wzrostu kredytów przyspieszyło do 29,2% r/r z 28,6% w maju. W przypadku gospodarstw domowych wyniosło 37,6% r/r, co oznaczało delikatne spowolnienie w porównaniu z poprzednim miesiącem, a kredyty dla przedsiębiorstw wzrosły o 22,2% r/r (w maju 19,3%).

▪ Poziom depozytów w sektorze bankowym pozostał bez zmian w porównaniu z majem, a tempo ich wzrostu spowolniło do 15,1% r/r z 16,3%. Głównym czynnikiem odpowiedzialnym za tę sytuację były depozyty gospodarstw domowych, które wzrosły o zaledwie 5,9% r/r (najwolniej od roku). Depozyty firm wzrosły o 23% r/r.

Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Pod lupą: Bank centralny



Fragment lipcowej informacji RPP (zmiany wobec czerwca)

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 **jednak**, że wzrost inflacji w średnim okresie może być ograniczony przez **wzrost wydajności** utrzymanie się **wysokiego tempa wzrostu wydajności**, oraz bardzo dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw. **Wzrost inflacji w średnim okresie może być także ograniczony przez niską dynamikę cen zewnętrznych, związaną z polityką pieniężną prowadzoną przez najważniejsze banki centralne oraz z procesem globalizacji i towarzyszącym jej wzrostem konkurencji na rynku dóbr i usług podlegających wymianie międzynarodowej. Jednakże, Rada uznała się 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 NBP.**

Projekcje inflacji (% r/r)

	Lip '06	Paź '06	Sty '07	Kwi '07	Lip '07
IV kw. 2007	1,5-3,5	1,9-3,8	2,1-3,8	1,3-2,6	2,3-3,3
IV kw. 2008	1,7-4,3	2,2-4,6	2,2-4,5	1,6-3,8	2,1-4,1
IV kw. 2009	-	-	2,4-5,2	2,1-4,6	2,1-4,5

Projekcje wzrostu PKB (%)

	Lip 06	Paź '06	Sty '07	Kwi '07	Lip '07
2007	3,6-5,9	4,1-6,2	4,9-6,7	6,0-7,0	6,2-6,8
2008	4,0-6,6	4,5-7,0	3,6-6,4	4,0-6,3	4,3-6,7
2009	-	-	3,5-6,5	4,0-7,0	4,0-7,2

Źródło: NBP, Raport o inflacji – lipiec 2007

Uwaga: Projekcje wskazują w jakim przedziale, z 50-procentowym prawdopodobieństwem, ukształtuje się inflacja i roczne tempo wzrostu PKB.

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

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

* prognoza BZ WBK

Spodziewana przerwa w podwyżkach

Na lipcowym posiedzeniu RPP zdecydowała pozostawić stopy procentowe bez zmian (referencyjna 4,5%). Po wcześniejszych komentarzach płynących ze strony niektórych (zwykle „jastrzębich”) członków Rady, było to powszechnie oczekiwane przez rynek i nie spowodowało znaczącej reakcji. Potwierdziło to również, że podwyżka w poprzednim miesiącu była niejako wyborem terminu pomiędzy czerwcem i lipcem, a Rada nie odczuwa aż tak znaczących zagrożeń dla inflacji aby działać w pośpiechu.

Komunikat nie był przesadnie „jastrzębi” i raczej nie przesądza o tym, że do kolejnej podwyżki dojdzie już w sierpniu, tak więc pojawiła się pewna szansa, że lipcowa przerwa przedłuży się na kolejny miesiąc. Dlatego też rynek stopy procentowej zareagował na komunikat delikatnym zmniejszeniem oczekiwań na podwyżkę w sierpniu.

Należy jednak pamiętać, że Rada nie wyklucza kolejnych podwyżek, gdyż nieformalne restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej pozostaje w mocy, a szansa na kolejne podwyżki zależy od najbliższych publikacji danych makro.

Ponadto, uczestnicy rynku zapewne pamiętają, że komunikat majowy również nie przygotowywał na podwyżkę już w kolejnym miesiącu, a jednak ona nastąpiła.

Według naszych prognoz, dane za lipiec, które będą opublikowane przed sierpniowym posiedzeniem Rady, pokażą wyraźne odbicie wskaźników aktywności ekonomicznej oraz utrzymanie tendencji na rynku pracy. W związku z tym, podtrzymujemy oczekiwania na kolejną podwyżkę o 25 pb w sierpniu i następną w IV kwartale. W przyszłym roku stopa referencyjna wzrośnie, według nas, do poziomu 5,50%. Jest to mniej więcej zgodne z tym co wycenia rynek stopy procentowej.

Nowa projekcja pokazuje wyższą inflację w 2007-2008

Poziom inflacji w IV kw. 2009 r. w nowej projekcji nie uległ zmianie, ale ścieżka dojścia do tego poziomu została podwyższona. Wynika to z wyższego wzrostu cen żywności (tendencje na rynku światowym, nowa ocena zbiorów, założenie wyższego VATu od II kw. 08, który raczej nie wejdzie w życie) oraz silniejszego ożywienia na rynku pracy, co zdaniem autorów projekcji nie zostanie, zrównoważone przez antyinflacyjne skutki redukcji składki rentowej.

W sumie, wyniki projekcji i wnioski z całego *Raportu o inflacji* nie zmieniły postrzeganych przez nas perspektyw polityki pieniężnej. Co prawda nie wiadomo, czy członkowie Rady zgadzają się z poglądem, że łączny efekt redukcji składki rentowej jest antyinflacyjny (było to jednym z argumentów za podwyżką stóp już w czerwcu), ale sceptycznie mogą oni podchodzić również do innych elementów projekcji (np. nominalnego osłabienia złotego).

Sławiński za podwyżką już w marcu, Czekaj rozstrzyga

Wynik głosowania w marcu był inny niż prognozowaliśmy (patrz lipcowa edycja MAKROskopu), ponieważ zakładaliśmy, że Andrzej Sławiński nie zagłosował za podwyżką już wówczas (co do pozostałych członków w marcu i komplecie wyników w maju nie pomyliliśmy się).

Nie zmienia to jednak faktu, a raczej go potwierdza, że głos Jana Czekaja jest kluczowy dla wyników głosowań Rady. Co więcej, wyniki głosowania w maju pokazały, że duet Sławiński-Wojtyna, który dotąd uważany był przez niektórych uczestników rynku za „nierozłączny”, wcale nie ma identycznych poglądów. Biorąc pod uwagę wyniki głosowań za omawiany okres, wydaje się, że Andrzej Wojtyna ma bardziej konserwatywne podejście do polityki pieniężnej lub po prostu bardziej sceptycznie postrzega średnioterminowe perspektywy inflacji w Polsce.

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Komentarz

Sławomir Skrzypek, prezes NBP, przewodniczący RPP Gazeta Prawna, 6 sierpnia

Jestem gotów poprzeć podwyżkę stóp w sytuacji, kiedy w mojej ocenie stabilność pieniądza będzie zagrożona. Jeśli układ bieżących danych i oczekiwań co do przyszłości wskaże na istotne ryzyko wyjścia inflacji ponad 3,5% w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, to nie zawaham się i zagłosuję za podwyżką. (...) W tej chwili ryzyka inflacyjne są zrównoważone i nie wydaje się, by roczny wskaźnik CPI wybił się ponad 3,5% w perspektywie najbliższych dwóch lat. (...) Co prawda nasza projekcja oparta na modelu ECMOD pokazuje możliwość zbliżania się do 3,5%, ale pozostałe wykorzystywane przez nas modele wskazują na odwrotne trendy.

Na podstawie kolejnego wywiadu z Prezesem NBP podtrzymujemy opinię, że sposób jego głosowania w najbliższych miesiącach nie zmieni się. Ponieważ kilku (prawdopodobnie większość) członków Rady widzi zagrożenie przekroczenia przez inflację poziomu 3,5%, albo wręcz uważa, że bank centralny powinien reagować już gdy poziom celu 2,5% jest zagrożony, będą oni zgłaszali wnioski o kolejne podwyżki stóp procentowych. Prezes pozostanie więc w mniejszości, a o terminie kolejnej podwyżki przesądzą ponownie Jan Czekaj i Andrzej Sławiński. Z wywiadu z przewodniczącym Rady wynika, że jego opinia odnośnie perspektyw inflacji jest wspierana przez inne modele prognostyczne niż ten który jest wykorzystywany do sporządzania projekcji inflacji. Można przypuszczać, że chodzi o model NSA, który wskazuje zapewne stabilizację inflacji wokół celu w średnim terminie.

Jan Czekaj, członek RPP Gazeta Prawna, 31 lipca

Pyt: Czego zabrakło do podwyżki stóp w lipcu?

Odp: Nie można stwierdzić, że czegoś zabrakło. Pewną rolę mogły odegrać względy taktyczne. Nie chcieliśmy rozbudzić oczekiwań na kolejne podwyżki, dokonując zmiany miesiąc po miesiącu.

Pyt: Jednak od kolejnych podwyżek chyba nie uciekniemy?

Odp: Wątpię, by nie było potrzeby dalszych podwyżek. (...) Jeśli firmy będą podnosić płace i ceny, my będziemy musieli reagować stopami. Wzrost jednostkowych kosztów pracy nie musi automatycznie prowadzić do wzrostu cen. Firmy mają ograniczone możliwości podwyższania cen, choćby ze względu na konkurencję dóbr importowanych, zwłaszcza przy silnym złocie.

Jak pokazały wyniki głosowań na posiedzeniach RPP w tym roku, głos Jana Czekaja przesądza o podejmowanych decyzjach. Jego wypowiedzi dla *Gazety Prawnej* pokazują, że nie ma on zamiaru biernie przyglądać się ewentualnemu przenoszeniu szybszego wzrostu jednostkowych kosztów pracy na ceny, ale nie jest przekonany, czy firmy będą mogły sobie na to pozwolić. Ponadto, chciałby uniknąć nadmiernego zaostrzenia polityki pieniężnej. Jednocześnie jednak wyraził wątpliwość, czy dotychczasowe podwyżki są wystarczające i zasugerował, że brak podwyżki w lipcu wynikał tylko ze względów taktycznych, gdyż Rada Polityki Pieniężnej nie chciała rozbudzać nadmiernych oczekiwań na kolejne podwyżki. W sumie, wywiad z prof. Czekajem potwierdził nasze oczekiwania i będzie on głosował za kolejnymi delikatnymi podwyżkami (kolejna w sierpniu), choć oczywiście będzie to zależało od kolejnych danych z gospodarki.

Jan Czekaj, członek RPP PAP, 27 lipca

Gdyby w lipcu powtórzyła się sytuacja z czerwca [dalszy wzrost płac przy jednoczesnym utrzymaniu się niskiej dynamiki produkcji], to zwiększyłoby to prawdopodobieństwo podwyżki w sierpniu.

Mirosław Pietrewicz, członek RPP Thomson Financial News, 26 lipca

Dotychczasowe podwyżki stóp procentowych do pewnego stopnia ograniczyły presję inflacyjną, jednak nie jesteśmy pewni czy wystarczająco. Dlatego też istnieje prawdopodobieństwo kolejnych. (...) Szczególną uwagę będziemy zwracali na dane o aktywności gospodarczej – produkcja, sprzedaż detaliczna, płace bezrobocia.

Halina Wasilewska-Trenkner, członkini RPP PAP, 26 lipca

Jesteśmy ciągle w stanie niepewności. Gdybyśmy mieli pewność, że podwyżka jest wymagana, to byśmy podnieśli stopy już teraz. Pewności takiej nie ma, więcej będziemy wiedzieli po szeregu danych, które będą dostępne w sierpniu.

Po lipcowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej ukazało się kilka wywiadów z członkami Rady i wszyscy przyznali, że ich decyzje będą mocno uzależnione od napływających danych. Już podczas konferencji prasowej prezes Skrzypek stwierdził, że „sierpień jest miesiącem bardzo interesującym jeśli chodzi o napływ danych”. Dariusz Filar zwrócił uwagę na dane o płacach i inflacji bazowej (podkreślając jednocześnie, że komunikat jednoznacznie wskazują, że kolejne podwyżki będą miały miejsce), Mirosław Pietrewicz na dane o produkcji, sprzedaży i bezrobociu, Jan Czekaj na relację płac i wydajności pracy oraz dane o PKB, Halina Wasilewska-Trenkner na informacje o wynagrodzeniach i zatrudnieniu w całej gospodarce oraz o poziomie inwestycji. Zwróciła ona również uwagę, że co prawda dane o PKB w drugim kwartale będą dostępne dopiero po posiedzeniu RPP, ale nie oznacza to, że pewnych wniosków nie będzie można wyciągnąć po publikacji danych cząstkowych.

Co ciekawe, niemalże wszyscy z nich (w tym uważany za jednego z „gołębi” Mirosław Pietrewicz) przyznali, że konieczne mogą być dalsze podwyżki stóp, co wzmacnia szanse na scenariusz zakładający podwyżkę stóp w sierpniu.

Marian Noga, członek RPP PAP, 1 sierpnia

Proces zacieśniania polityki monetarnej nie zakończył się jeszcze. RPP działa w sposób umiarkowany, postępujemy małymi krokami. Małymi krokami należy zakotwiczyć inflację w celu inflacyjnym w długim okresie.

Halina Wasilewska-Trenkner, członkini RPP PAP, 26 lipca

Prawdopodobnie nie wystarczy działać tylko w 2007 roku, by sprowadzić inflację do celu w roku 2009 (...) Nadal istnieje większe prawdopodobieństwo, że potrzeba będzie jeszcze dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej.

W ostatnich tygodniach członkowie Rady Polityki Pieniężnej nie wypowiadali się zbyt często na temat perspektyw polityki pieniężnej w dłuższym terminie. Najwyraźniej koncentrują się oni na kształtowaniu oczekiwań na najbliższy miesiąc. Z drugiej strony, zapewne nie do końca wszyscy z nich mają skryształizowany pogląd odnośnie tego jak długo i w jakich odstępach czasu będzie trwał cykl podwyżek stóp procentowych. Ponadto, być może nie chcą oni zmieniać oczekiwań rynku odnośnie skumulowanej skali podwyżek stóp w najbliższych 12 miesiącach. Mimo wszystko, warto jednak zwrócić uwagę na wypowiedzi dwóch członków Rady, którzy należą do grupy bardziej skłonnej do podwyżek stóp. Co ciekawe, jeszcze parę miesięcy temu sugerowali oni, że do otrzymania inflacji w celu w średnim terminie wystarczające mogą być 1-2 podwyżki, podczas gdy teraz ich apetyty się nieco wyostrzyły (choć wciąż nie wiemy jak bardzo).

Stanisław Nieckarz, członek RPP Gazeta Prawna, 3 sierpnia

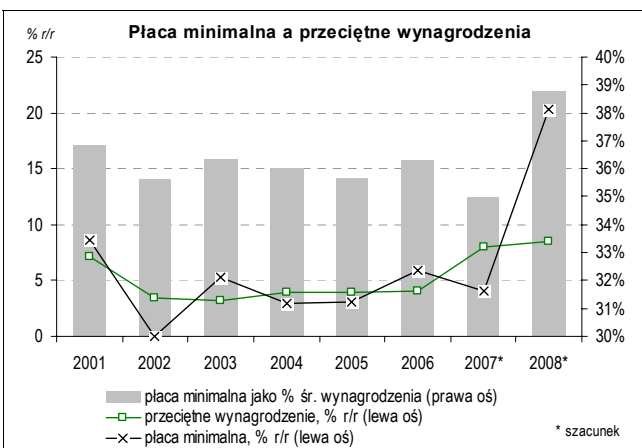
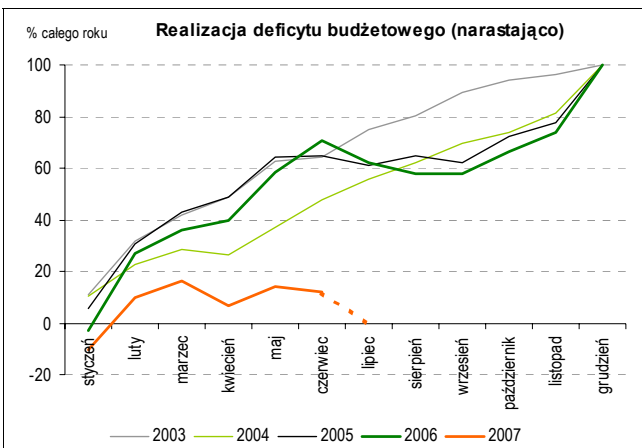
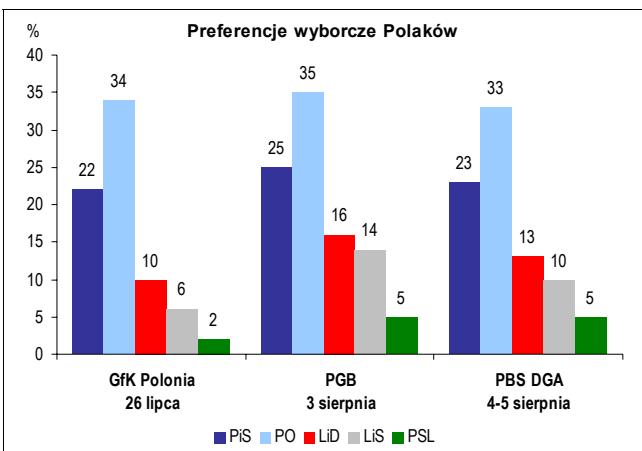
Dwie podwyżki stóp z 2007 roku łącznie o 50 pkt przy tak niskiej inflacji należy uznać za wysokie. Oczekuje się, że to wyprzedzające działanie przyczyni się do skutecznego łagodzenia presji inflacyjnej płynącej z rosnącego popytu konsumpcyjnego.

Na drugim skrajnym Rada Polityki Pieniężnej, jeśli chodzi o poglądy na stopy procentowe, jest Stanisław Nieckarz, który najwyraźniej stwierdził, że publikacja wyników głosowań, w których systematycznie opowiadał się przeciw podwyżkom, to za mało. W tekście dla *Gazety Prawnej* wyraźnie zasugerował, że decyzje Rady z kwietnia i czerwca były błędem. Co więcej, o poziomie inflacji 2,5% mówi jako o „środku celu inflacyjnego”, a nie po prostu o celu, jak to jest w rzeczywistości.

Pod lupą: Rząd i polityka

Kluczowe terminy w kalendarzu politycznym

Data	Wydarzenie
22-24 sierpnia	pierwsze posiedzenie Sejmu po wakacjach (rozpatrywany m.in. wniosek nt. absolutorium dla rządu z wykonania budżetu)
5-7 września	drugie posiedzenie Sejmu po wakacjach (możliwe głosowanie nad wnioskami, m.in. o wotum zaufania dla rządu, konstruktywnym wotum nieufności, nt. samorozwiązania Sejmu oraz wotum nieufności wobec poszczególnych ministrów)
30 września	termin przekazania przez rząd projektu budżetu na 2008 rok do Sejmu



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

Jest koalicja czy jej nie ma?

- Od publikacji naszego poprzedniego raportu, która miała miejsce tuż po dymisji Andrzeja Leppera ze stanowiska wicepremiera i ministra rolnictwa, sytuacja na polskiej scenie politycznej nie uległa znaczącym zmianom, chociaż temat kryzysu w koalicji rządzącej nie schodził z pierwszych stron gazet. LPR i Samoobrona podjęły decyzję o połączeniu się w jedną partię o nazwie Liga i Samoobrona (LiS). Formalnie nadal nie doszło do rozpadu koalicji, chociaż ostatnie wydarzenia sugerują, że powrót do poprzedniego modelu rządzenia po wakacjach jest mało prawdopodobny.
- Prawdopodobieństwo przedterminowych wyborów wydaje się stopniowo wzrastać, w miarę jak konflikt pomiędzy koalicjantami przybiera na sile. Jednak nadal możliwych jest wiele scenariuszy dalszego rozwoju sytuacji.
- Zgodnie z tym co pisaliśmy przed miesiącem, raczej nie należy się spodziewać kluczowych rozstrzygnięć przed końcem wakacji parlamentarnych. Przyspieszenia wydarzeń na scenie politycznej należy oczekiwać pod koniec sierpnia.
- Warto powtórzyć, że scenariusz przyspieszonych wyborów nie byłby złą wiadomością dla rynku w średnim okresie, chociaż krótkoterminowo może osłabić złotego na fali zwiększonej niepewności.
- We wrześniu tempa nabiorą prace rządu nad budżetem na 2008 rok oraz aktualizacją Programu Konwergencji dla Komisji Europejskiej, więc uwaga rynku zwróci się nieco bardziej w stronę polityki fiskalnej.
- Sondáže opinii publicznej nie przyniosły znaczących zmian w ostatnim okresie. Utrzymuje się przewaga PO nad PiS, a poparcie deklarowane dla LiS jest mniej więcej takie jak suma wcześniejszych notowań Samoobrony i LPR.

Nadwyżka budżetu po siedmiu miesiącach?

- Pierwsze półrocze było bardzo korzystne pod względem sytuacji w budżecie państwa. Po sześciu miesiącach roku deficyt wyniósł zaledwie 3,7 mld zł, czyli 12,3% poziomu zaplanowanego na cały rok. W poprzednich latach wykonanie deficytu w połowie roku było powyżej 60% rocznego planu.
- Taka sytuacja to zasługa m.in. coraz szybszego wzrostu dochodów podatkowych oraz opóźnienia części wydatków.
- Wg wstępnych zapowiedzi resortu finansów po siedmiu miesiącach roku budżet może osiągnąć nadwyżkę ok. 100 mln zł. Byłoby to wydarzenie bez precedensu, potwierdzające, że na koniec br. faktyczny deficyt będzie wyraźnie niższy od planu. W kolejnych miesiącach należy się jednak spodziewać szybszego wzrostu deficytu, m.in. za sprawą realizacji części odłożonych wcześniej wydatków (m.in. związanych z UE).

Rządowe propozycje mogą przyspieszyć wzrost płac

- Według informacji przedstawicieli rządu, Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej zaproponowało podniesienie płacy minimalnej od 1 stycznia 2008 r. o 190 zł z obecnego poziomu 936 zł, czyli do poziomu ok. 40% przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej wobec 36,3% w roku 2006. Oznacza to wzrost płacy minimalnej o ok. 20% r/r.
- Rząd planuje też zmiany w systemie liczenia wcześniejszych emerytur, które (oprócz zwiększenia obciążeń budżetu) mogą zachęcać do wcześniejszego opuszczania rynku pracy przez grupę uprawnionych osób.
- Gdyby te projekty zostały uchwalone, byłyby to kolejne czynniki przyczyniające się do zacieśnienia sytuacji na krajowym rynku pracy. Mogłoby to mieć znaczenie m.in. dla perspektyw inflacji i decyzji RPP w zakresie polityki pieniężnej.

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Komentarz

Jarosław Kaczyński, premier

PAP, 8 sierpnia

Jeśli nie ma większości, to wybory są nieuniknione. Pytanie tylko kiedy czy troszkę później czy troszkę wcześniej. Będzie obradowała Rada Polityczna PiS i ona podejmie decyzje odnoszące się do partii (...) Bez zgody PiS wcześniejsze wybory są niemożliwe. Ja jestem zwolennikiem terminów szybkich, przy tak destruktywnej opozycji (...) Nie ma sensu by to trwało tak długo.

Chociaż szanse na przedterminowe wybory rosną wraz z upływem czasu, to nadal trudno wskazać najbardziej prawdopodobny termin. Gdyby posłowie przegłosowali wniosek o samorozwiązaniu parlamentu na jednym z pierwszych głosowań po wakacjach, wybory odbyłyby się już w październiku. Jeśli jednak taki wniosek upadnie, to nadal wszystko będzie zależało od decyzji PiS. Niewykluczone też, że częste wzmianki o nieuchronności wyborów są, tak jak poprzednio w sytuacjach kryzysowych, narzędziem do przekonania posłów z partii o małych szansach na reelekcję do poparcia rządu.

Katarzyna Zajdel-Kurowska, wiceminister finansów

Rzeczpospolita, 8 sierpnia

Trwają analizy dotyczące podstawowych założeń makroekonomicznych. Pod koniec miesiąca przedstawimy nowe, oparte na najnowszych danych dotyczących inflacji, produkcji przemysłowej i wzrostu gospodarczego. Nie wykluczam korekty wcześniejszych założeń. (...) W przyszłym roku możemy się spodziewać spowolnienia gospodarki, dlatego nie ma co liczyć na żadne ekstra dochody budżetu.

Przyimiarki do rewizji założeń makroekonomicznych do budżetu, mogą sugerować, że trwają poszukiwania dodatkowych dochodów, które mogłyby sfinansować nowe wydatki, wynikające ze zgłoszonych ostatnio propozycji rządowych (m.in. ulgi podatkowe na każde dziecko, wzrost płacy minimalnej). W przedstawionym wcześniej projekcie założono wzrost PKB na poziomie 5,7% oraz inflację 2,3%. O ile podwyższenie prognozy inflacji wydaje się uzasadnione (nasza prognoza to 2,8%), to założenie w budżecie wyższego wzrostu PKB należałoby to uznać za krok dość ryzykowny, a przynajmniej niezgodny z zasadą ostrożności przy konstruowaniu budżetu. Nieco uspokajająco brzmi zdanie, że „nie ma co liczyć na żadne ekstra dochody budżetu”.

Elżbieta Suchocka-Roguska, wiceminister finansów

Rzeczpospolita, 8 sierpnia

Kotwica na poziomie 30 miliardów to rzecz święta. To, że obecnie mamy nadwyżkę w budżecie sięgającą 10,4 miliarda złotych nie oznacza, że do końca roku te pieniądze nie zostaną wydane. Poza tym czekają nas inwestycje infrastrukturalne związane z Euro 2012, nie widzę więc możliwości, aby udało się obniżyć deficyt.

PAP, Reuters, 30 lipca

Najprawdopodobniej będziemy mieli nadwyżkę (w budżecie) po siedmiu miesiącach. (...) Wygląda na to, że może być nadwyżka w granicach do 100 milionów złotych. Możliwe jest to dzięki większym dochodom w stosunku do harmonogramu i niższym wydatkom.

Po czerwcu budżet miał deficyt 3,68 mld zł, w związku z czym nadwyżka po siedmiu miesiącach oznacza dodatnie saldo w lipcu bliskie 3,8 mld zł. Częściowo odpowiada za to transfer zysku NBP (ok. 2,5 mld zł), jednak nawet uwzględniając ten czynnik, lipcowy wynik to bardzo pozytywna niespodzianka. Po pierwsze, wróży to bardzo dobrze wykonaniu całorocznego planu budżetowego. Nadal aktualny wydaje się szacunek, że na koniec roku faktyczny deficyt budżetu wyniesie ok. 25 mld zł, o 5 mld mniej niż zaplanowano. Po drugie, dane budżetowe sugerują, że na początku II półroczu gospodarka jest nadal w doskonałej kondycji, o czym świadczy wysoka dynamika dochodów podatkowych.

Jacek Krzyślak, dyrektor departamentu analiz MF

PAP, 1 sierpnia

W lipcu wskaźnik inflacji rdr spadł do 2,4 proc. (z 2,6 proc. w czerwcu). Wydaje się, że w sierpniu spadnie poniżej 2 proc. To sezonowy spadek, będzie on głębszy niż w lipcu. W przypadku żywności (w lipcu) największe znaczenie miał wzrost cen mięsa i wędlin, w tym drobiu o około 8 proc., i spadek o 23 proc. cen warzyw. W drugiej grupie nastąpił wzrost cen wyrobów tytoniowych o 2,4 proc. W sumie te zmiany spowodowały, że ta deflacja nie była aż tak głęboka jak zazwyczaj.

Nasza prognoza inflacji w lipcu wynosi 2,3% r/r przy założeniu, że ceny żywności spadły o ok. 1,5% m/m, a ceny w transporcie zanotowały delikatny wzrost. Chociaż w ostatnich dwóch miesiącach szacunki ministerstwa były mniej trafne od naszych prognoz, ich historycznie dobra sprawdzalność spowoduje, że konsensus rynkowy będzie zapewne spójny z szacunkiem MinFin. Z punktu widzenia RPP utrzymywanie się inflacji przez kilka miesięcy w pobliżu celu jest bardzo korzystne, pomagając silniej zakotwiczyć oczekiwania inflacyjne. Podobnie jak Ministerstwo Finansów, spodziewamy się spadku inflacji poniżej 2% w sierpniu.

Ministerstwo Rolnictwa

www.minrol.gov.pl, 3 sierpnia

Żniwa w Polsce przekroczyły już półmetek. (...) Obserwuje się duże zainteresowanie zakupem zbóż ze strony podmiotów skupowych, natomiast niewielkie zainteresowanie po stronie sprzedających. Sytuacja cenowa na rynku zbóż w Polsce w decydującej mierze kształtuje się pod wpływem zmian na rynku europejskim i światowym. Obecnie notowane ceny na tych rynkach są najwyższe od kilkunastu lat, co związane jest ze zwiększonym zapotrzebowaniem, głównie na cele przemysłowe. W UE ten sezon charakteryzuje się niesprzyjającymi warunkami pogodowymi w wielu regionach - susza na południu i nadmierne opady na północy Europy, co ogranicza poziom i jakość zbiorów.

Jednym z czynników ryzyka dla prognoz inflacji są ceny żywności. Bardzo optymistyczne zapowiedzi dotyczące tegorocznych zbiorów zbóż w Polsce sugerowały, że w okresie letnim ceny żywności mogą mocno pójść w dół, znacznie obniżając roczny wskaźnik inflacji ze względu na wysoką bazę spowodowaną słabymi zbiorami w roku 2006. Ostatnie informacje sugerują jednak, że wakacyjna deflacja może nie być tak głęboka jak by się można było spodziewać, ponieważ pozytywny efekt bardzo dobrych zbiorów w kraju jest niwelowany, przynajmniej częściowo, przez słabą podaż, wysoki popyt (m.in. ze względu na produkcję biopaliw) i wysokie ceny na rynkach zagranicznych.

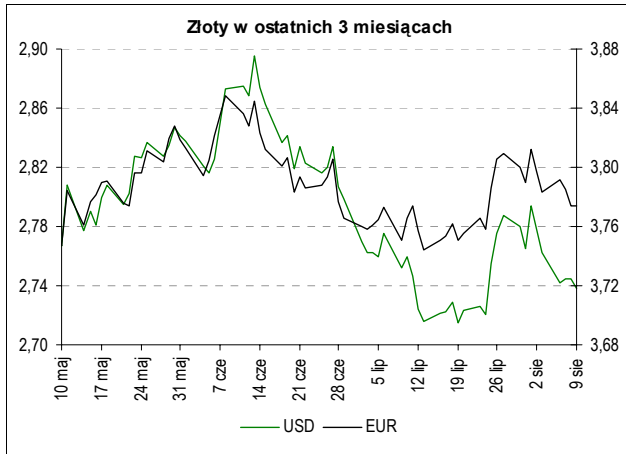
Anonimowy przedstawiciel rządu

PAP, 8 sierpnia

Według planów Ministerstwa Skarbu wpływy z prywatyzacji będą mieściły się w przedziale 2,5-3,0 mld zł brutto. Generalnie nie powinno być dużego odchylenia od planów tegorocznych.

W przyszłym roku, podobnie jak w tym i w poprzednich, wpływ z prywatyzacji będą pełniły raczej skromną rolę w finansowaniu deficytu budżetowego. Na razie jednak, dopóki utrzymuje się dobra koniunktura gospodarcza w kraju, a na wahania nastrojów na światowych rynkach finansowych nie przybierają dramatycznych rozmiarów, resort finansów nie powinien mieć problemów z zapewnieniem płynności budżetu.

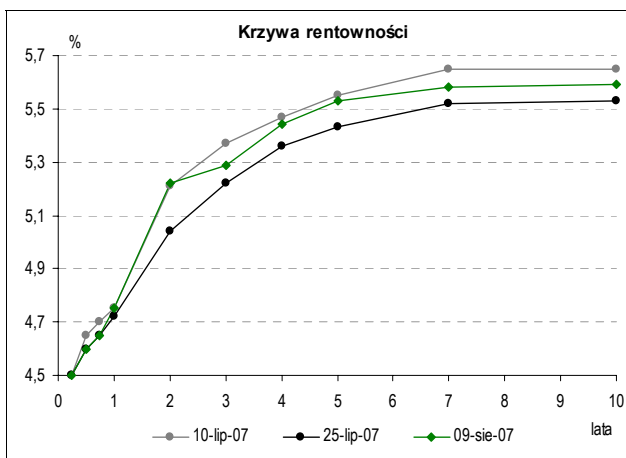
Monitor rynku



Złoty poddał się korekcie

▪ Zgodnie z tym, co pisaliśmy w naszych ostatnich raportach tygodniowych na krajowym rynku walutowym doszło do sporego osłabienia do poziomu 3,82 (EURPLN), po którym nastąpiła stabilizacja złotego nieco poniżej 3,80. Deprecjacja złotego była związana przede wszystkim ze wzrostem awersji do ryzyka na rynkach międzynarodowych i związanym z tym osłabieniem walut gospodarek wschodzących.

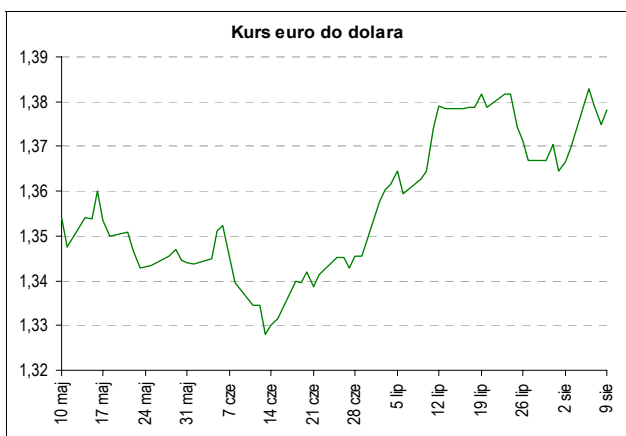
▪ Sądzymy, że w sierpniu średnio złoty będzie słabszy niż w lipcu, co w dużej mierze będzie zależało od nastrojów panujących na światowych rynkach i wiadomości napływających z amerykańskiego rynku nieruchomości i rynku kredytowego. Jednak kolejne napływające bardzo dobre dane z polskiej gospodarki powinny wspierać krajową walutę i złoty w kolejnych miesiącach powinien się umocnić.



Obligacje mogą stracić w oczekiwaniu na podwyżki stóp

▪ W lipcu przy sporym spadku rentowności na bazowych rynkach długu do umocnienia doszło również w Polsce. W pewnym momencie wzrost awersji do ryzyka doprowadził do wzrostu rentowności krajowych obligacji wobec dalszego umocnienia na rynkach bazowych. Szczególnie ucierpiał krótki koniec, do czego przyczyniła się większa podaż 2-letnich obligacji na aukcji, komentarze RPP oraz wyższa od oczekiwań prognoza inflacji resortu finansów.

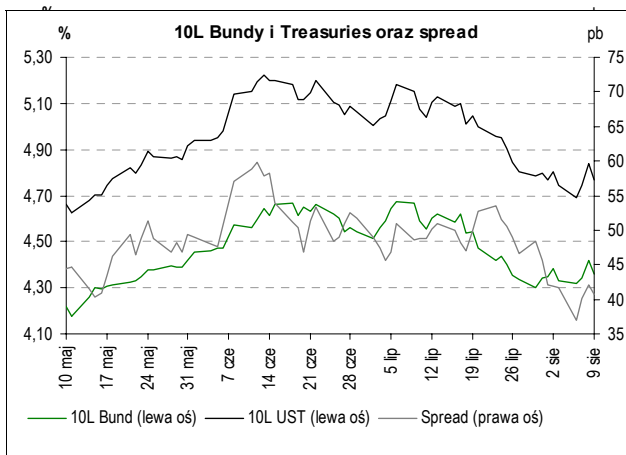
▪ Utrzymujemy scenariusz zakładający kolejną podwyżkę stóp w sierpniu (możliwe lekkie osłabienie na rynku długu), a następną w czwartym kwartale tego roku. Sierpniowy komunikat raczej nie wniesie nic nowego. Jeśli sytuacja na zagranicznych rynkach kredytowych i akcji się uspokoi, a bazowe rynki długu osłabią się wówczas może się to przełożyć na wzrost rentowności również w kraju.



Dolar najslabszy w historii

▪ Na fali negatywnych informacji z amerykańskiego rynku nieruchomości doszło do znaczącego wzrostu kursu EURUSD do najwyższego poziomu w historii. Przy rosnącej awersji do ryzyka oraz przy technicznej korekcie na międzynarodowych rynkach finansowych dolar wrócił chwilowo do łask. Pod koniec lipca ponownie się osłabił i nie pomogły mu dane z rynku pracy w USA, gdyż okazały się tym razem słabsze od oczekiwań. W sierpniu dolar osiągnął rekordowo słaby poziom wobec koszyka głównych walut.

▪ W najbliższych tygodniach kluczowe dla dolara będą nastroje na rynku światowych oraz wpływ osłabienia amerykańskiego rynku nieruchomości na inne sektory gospodarki, który może przełożyć się na obniżki stóp procentowych. Podtrzymujemy oczekiwania umocnienia dolara pod koniec roku.

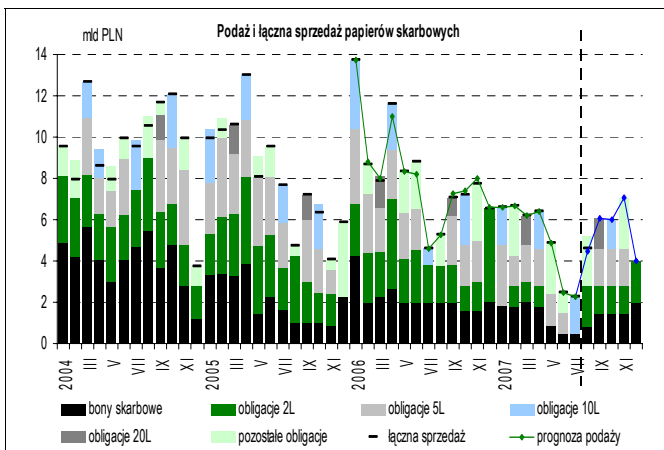
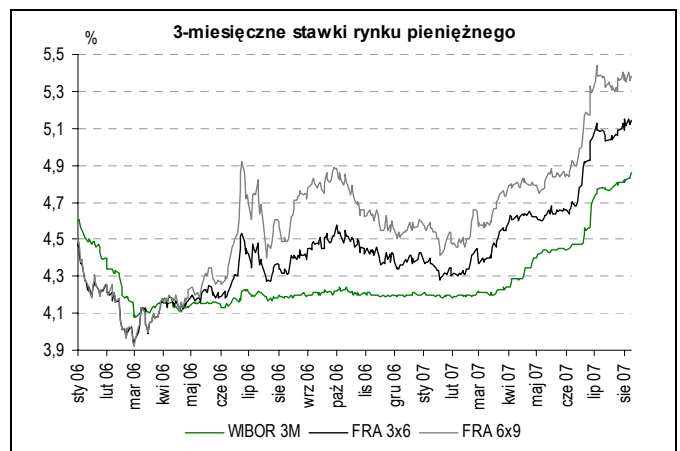
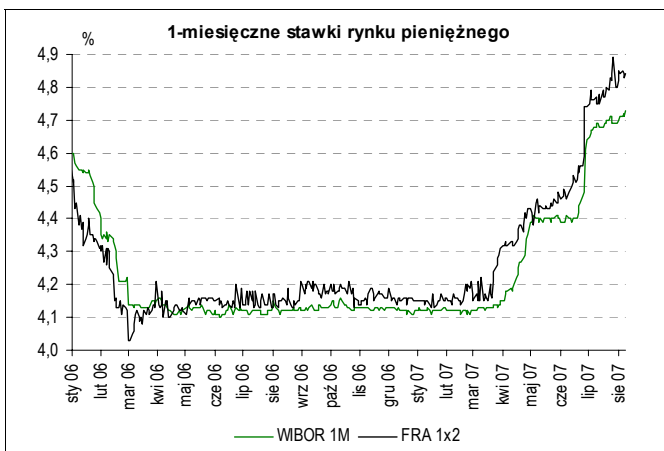
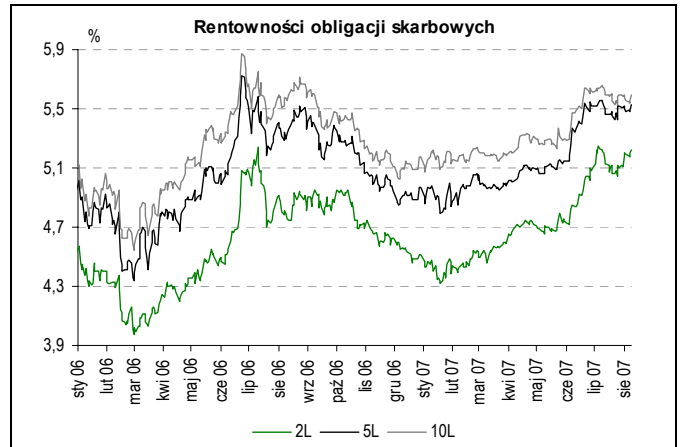
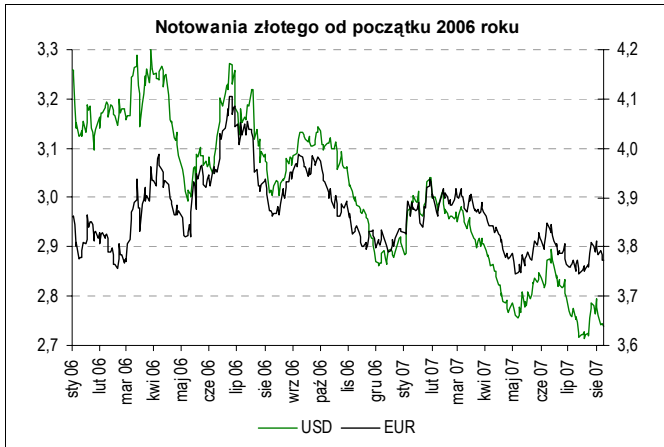


Uciezka do bezpiecznych aktywów umacnia rynki bazowe

▪ Gwałtowny wzrost awersji do ryzyka i uciezka do bezpiecznych aktywów powiązana z wyprzedzą akcji doprowadziła do znacznych spadków rentowności na rynkach bazowych. Rynek ponownie uwierzył, że problemy związane z rynkiem ryzykownych kredytów na rynku nieruchomości w USA mogą doprowadzić do cięć stóp przez Fed. Rentowności 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych spadły od publikacji poprzedniego raportu z 5,00% do 4,76%, a 10-letnich Bundów z 4,50% do 4,36%.

▪ Sądzymy, że po tak znaczącym umocnieniu może dojść do lekkiej korekty. Podtrzymujemy oczekiwania, że Fed obniży główną stopę procentową w IV kw. Obligacje strefy euro mogą wciąż się osłabiać w związku z oczekiwaniami dalszych podwyżek stóp w strefie euro. Po podwyżce we wrześniu do kolejnej może dojść na początku 2008 r.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

OFERTA / SPRZEDAŻ		
Data przetargu	52-tyg.	Suma
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
06.08.2007	800 / 800	800 / 800
20.08.2007	-	-
razem sierpień*	800 / 800	800 / 800

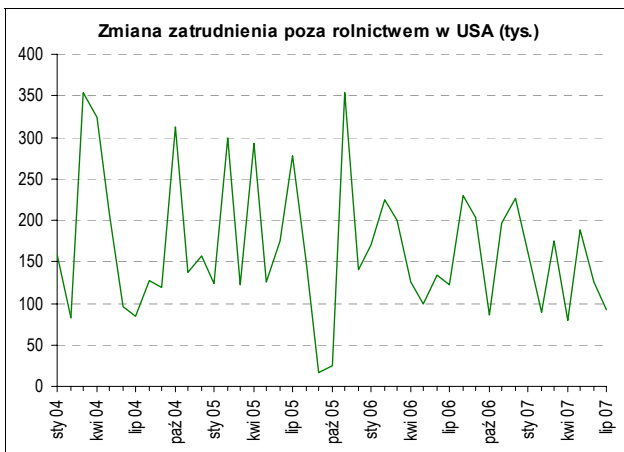
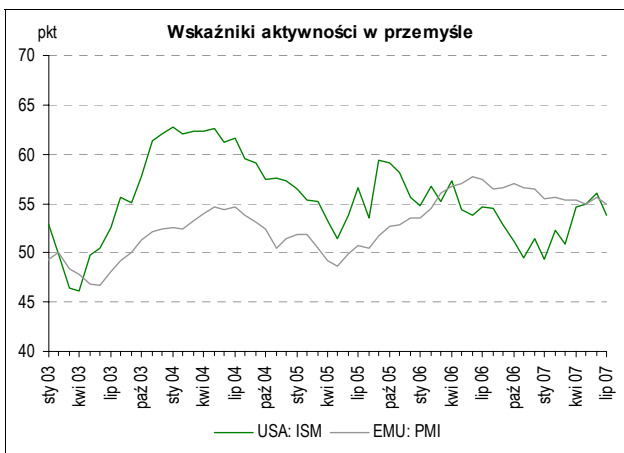
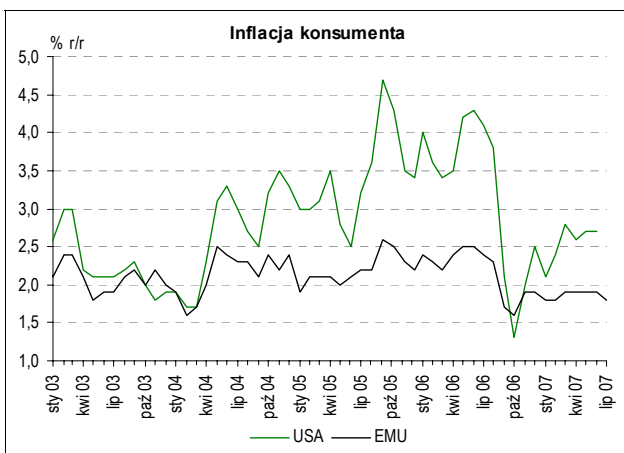
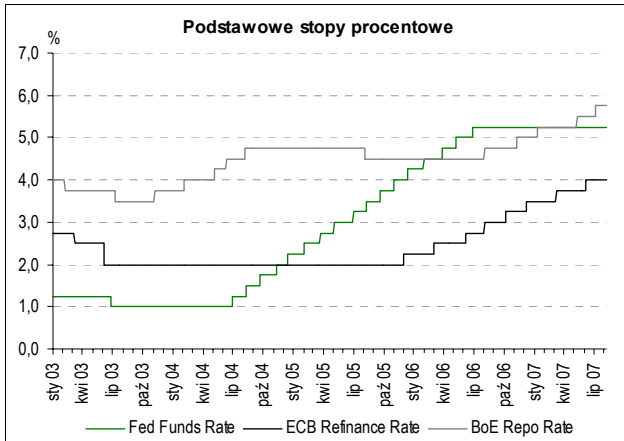
* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

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	2 400 0	2 400 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	2 000 500	2 000 498	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	1 800	-	-	-	-
sierpień	01.08	OK0709	2 000	1 400	08.08	WZ0118 IZ0816	2 400 0	2 400 0	-	-	-	-
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

Dalsze podwyżki w EMU, Fed uspokaja

- W sierpniu Fed po raz pozostawił główną stopę procentową na poziomie 5,25%. Bank Rezerwy Federalnej stwierdził, że pomimo zwiększonej zmienności na rynkach finansowych oraz zacieśnienia warunków kredytowania, gospodarka amerykańska najprawdopodobniej będzie się dalej rozwijać w umiarkowanym tempie, wspierana przez dobrą sytuację na rynku pracy i koniunkturę na świecie. Bank podtrzymał opinię, że największym zmartwieniem jest inflacja, a w szczególności ryzyko, że nie zmniejszy się ona w sposób zadowalający.
- Również EBC nie zmienił stóp procentowych (główna stopa na poziomie 4,00%). Komentarze prezes EBC Jean Claude Trichet'a, m.in. o potrzebie zachowania wzmożonej czujności wobec stabilności cen, sugerują podwyżkę stóp procentowych w najbliższym czasie, naszym zdaniem na kolejnym posiedzeniu.

Stabilizacja inflacji powyżej celu Fed

- Dane inflacyjne pokazały wzrost CPI w czerwcu o 0,2% m/m (2,7% r/r), wobec konsensusu na poziomie 0,1% (2,6% r/r). Po wykluczeniu cen energii i żywności inflacja wzrosła o 0,2% m/m, co było zgodne z oczekiwaniami (2,2% r/r). Dane o cenach producentów w USA pokazały spadek w czerwcu o 0,2% m/m (w wyniku spadku cen energii oraz żywności) wobec oczekiwanego wzrostu o 0,2%. Bazowy indeks PPI wzrósł o 0,3% m/m, powyżej oczekiwań na poziomie 0,2%. W ujęciu rocznym odpowiednie indeksy wzrosły odpowiednio o 3,3% oraz 1,8%.
- Indeks inflacyjny HICP dla strefy euro wzrósł w czerwcu o 1,9% r/r, podobnie jak w maju i kwietniu, co było zgodne z oczekiwaniami analityków. Indeks PPI wzrósł z kolei o 2,3% r/r wobec 2,4% w maju. Według wstępnych danych indeks HICP wzrósł w lipcu o 1,8% r/r wobec oczekiwanych i zanotowanych w maju 1,9%.

Lepsze dane PKB w USA, choć konsumpcja spowolniła

- Indeks aktywności ISM dla sektora przemysłowego w USA spadł w lipcu do 53,8 pkt z 56,0 pkt w czerwcu. Analitycy oczekiwali natomiast delikatnego spadku do 55,0 pkt. Indeks ISM dla sektora usług był także gorszy od prognoz i spadł w sierpniu do 55,8 pkt z 60,7 pkt wobec oczekiwań na poziomie 59,0 pkt.
- Indeks PMI obrazujący aktywność w sektorze przemysłowym w strefie euro obniżył się w lipcu do 54,9 z 55,6. Indeks aktywności w sektorze usług pozostał na rekordowo wysokim poziomie 58,3 pkt wobec oczekiwanego spadku do 58,1 pkt.
- Dane o PKB w USA pokazały wzrost w II kw. o 3,4% wobec 0,6% w I kw., podczas gdy rynek oczekiwał, że wzrost ten przyspieszył z 0,7% do 3,2%. Na przyspieszenie wzrostu PKB wpłynęły przede wszystkim inwestycje przedsiębiorstw, eksport netto, wzrost zapasów, które przewyższyły negatywny efekt znacznego spowolnienia konsumpcji. Bazowy indeks cen PCE, wzrósł w II kw. o 1,4% wobec prognozy na poziomie 2,3%.
- Dane o PKB za I kw. w strefie euro zostały zrewidowane w górę do 0,7% kw./kw. oraz 3,1% r/r wobec prognoz na poziomie 0,6% oraz 3,0%.

Zaskakująco słabe dane z amerykańskiego rynku pracy

- Zatrudnienie poza rolnictwem w USA wzrosło w lipcu o 92 tys. wobec 123 tys. w czerwcu, podczas gdy rynek spodziewał się spadku do 130 tys. ze 132 tys. Dane za czerwiec i maj również zostały delikatnie zrewidowane w dół w sumie o 8 tys. Stopa bezrobocia wzrosła w lipcu do 4,6%, przewyższając oczekiwania.
- Opublikowany wcześniej raport ADP pokazał wzrost zatrudnienia w Stanach Zjednoczonych poza rolnictwem w sektorze prywatnym w lipcu o 48 tys. wobec 143 tys. w czerwcu, podczas gdy konsensus rynkowy wskazywał na wzrost o 100 tys. wobec 150 tys. w czerwcu.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
6 sierpnia POL: Przetarg bonów skarbowych	7 USA: Jednostkowe koszty pracy & wydajność (II kw.) USA: Spotkanie Fed – decyzja	8 POL: Aukcja obligacji zmiennoprocentowych USA: Zapasy hurtowe (VI)	9 EMU: Spotkanie EBC – decyzja POL: Przeciętne miesięczne wynagrodzenie w gospodarce (II kw.)	10 USA: Ceny w handlu zagranicznym (import) (VII)
13 POL: Bilans płatniczy (VI) USA: Sprzedaż detaliczna (VII)	14 POL: CPI (VII) POL: Podaż pieniądza (VII) EMU: Wstępny PKB (II kw.) USA: Bilans handlowy (VI) USA: PPI (VII)	15 POL: Święto USA: CPI (VII) USA: Indeks NY Fed (VIII) USA: Napływ kapitału netto (VI) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (VII) USA: Produkcja przemysłu (VII)	16 POL: Płace i zatrudnienie (VII) EMU: Finalny HICP (VII) USA: Liczba nowych budów (VII) USA: Indeks Philadelphia Fed (VIII)	17 USA: Wstępny Michigan (VIII)
20 POL: Ceny produkcji (VII) POL: Produkcja przemysłowa (VII) EMU: Bilans handlowy (VI)	21 POL: Wyniki finansowe przedsiębiorstw (I-VI) GER: Indeks ZEW (VIII)	22 POL: Aukcja zamiany	23 POL: Minutes RPP (VII) POL: Wskaźniki koniunktury (VIII) POL: Inflacja bazowa (VII) JAP: Spotkanie Banku Japonii – decyzja	24 POL: Sprzedaż detaliczna (VII) POL: Bezrobocie (VII) USA: Zamówienia na dobra trwałe (VII) USA: Sprzedaż nowych domów (VII)
27 USA: Sprzedaż domów (VII) GB: Dzień wolny JAP: Minutes BOJ	28 POL: Spotkanie RPP GER: Indeks Ifo (VIII) EMU: Podaż pieniądza M3 (VII) USA: Wskaźnik zaufania konsumentów (VIII) USA: Protokół z posiedzenia FOMC	29 POL: Spotkanie RPP – decyzja	30 USA: Wstępny PKB (II kw.) USA: Bazowy PCE (II kw.) USA: Deflator PKB (II kw.)	31 EMU: Wskaźnik nastrojów (VIII) USA: Bazowy PCE (VII) USA: Chicago PMI (VII) USA: Finalny Michigan (VIII)
3 września POL: Przetarg bonów skarbowych US: Dzień wolny EMU: PMI sektor przetwórczy (VIII)	4 EMU: Zrewidowany PKB (II kw.) USA: ISM sektor przetwórczy (VIII)	5 POL: Aukcja obligacji 2-letnich EMU: PMI sektor usług (VIII) EMU: Sprzedaż detaliczna (VII) USA: Raport ADP (VIII) USA: Sprzedaż domów w toku (VII)	6 EMU: Spotkanie EBC- decyzja USA: Jednostkowe koszty pracy & wydajność (II kw.) USA: ISM sektor usług (VIII)	7 USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (VIII) USA: Bezrobocie (VIII) USA: Zapasy hurtowe (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	24	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	16	15	15	17	17	19	16	16	17	15	16	17
Bezrobocie	29	23	23	25	25	26	24	24	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	30	-	-	29	-	-	28	-	-	-
Bilans płatniczy	16 ^c	12	14	13	18	15	13	13	12	15	13	-
Podaż pieniądza	12	14	14	13	14	14	13	14	14	12	14	-
Bilans NBP	5	7	7	6	7	6	6	7	7	5	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

		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	sie 07
Produkcja przemysłowa	% r/r	14,3	12,6	11,6	14,8	12,0	5,9	15,4	13,0	11,3	12,6	8,1	5,6	12,1	11,7
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	11,0	11,5	14,5	13,3	13,6	13,3	16,5	17,5	19,2	15,1	14,8	16,2	18,1	17,4
Stopa bezrobocia	%	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	12,1
Place brutto ^{b c}	% r/r	5,6	5,3	5,1	4,7	3,1	8,5	7,8	6,4	9,1	8,4	8,9	9,3	9,5	9,6
Zatrudnienie ^b	% r/r	3,3	3,5	3,5	3,6	3,8	4,1	3,8	4,3	4,5	4,4	4,4	4,6	4,6	4,5
Eksport (w euro) ^d	% r/r	21,0	22,3	18,6	23,0	21,8	8,3	16,2	13,8	14,6	16,5	11,4	9,4	16,8	15,8
Import (w euro) ^d	% r/r	26,2	22,9	19,2	27,3	21,3	16,9	22,2	12,1	21,2	24,9	14,3	18,3	20,6	20,4
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-519	-434	-212	-311	-352	-1075	-400	-143	-683	-723	-734	-817	-908	-866
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-527	-646	222	-718	-716	-1271	-772	-566	-622	-700	-1202	-917	-898	-906
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-2,1	-2,1	-1,9	-2,0	-2,1	-2,3	-2,5	-2,4	-2,5	-2,5	-2,8	-3,0	-3,1	-3,1
Deficyt budżetowy (narastająco)	mln PLN	-15,6	-14,5	-14,5	-16,6	-18,5	-25,1	3,1	-3,0	-4,8	-2,1	-4,3	-3,7	0,1	-3,3
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu ^e	62,3	57,9	57,8	66,3	73,9	100,0	-10,3	10,1	16,1	6,9	14,2	12,3	-0,3	11,1
Inflacja (CPI)	% r/r	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	1,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,5	3,3	3,6	3,2	2,5	2,6	3,1	3,5	3,3	2,2	2,1	1,8	1,6	2,0
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	13,0	12,9	13,0	12,3	14,4	15,6	19,3	17,9	18,0	17,8	16,1	14,9	15,5	16,3
Depozyty	% r/r	12,3	12,0	11,6	11,4	13,1	15,0	18,4	18,1	17,5	17,9	16,3	15,1	15,6	16,2
Kredyty	% r/r	16,7	18,0	19,2	19,5	20,7	23,4	25,0	26,5	26,8	28,4	28,6	29,2	29,3	27,7
USD/PLN	PLN	3,15	3,05	3,12	3,09	2,97	2,88	2,98	2,98	2,94	2,83	2,80	2,84	2,75	2,79
EUR/PLN	PLN	4,00	3,90	3,97	3,90	3,82	3,81	3,88	3,90	3,89	3,82	3,78	3,81	3,77	3,82
Stopa interwencyjna ^a	%	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	4,75
Stopa lombardowa ^a	%	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	6,25
WIBOR 3M	%	4,19	4,19	4,21	4,22	4,20	4,20	4,20	4,20	4,22	4,32	4,44	4,52	4,78	4,80
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,30	4,35	4,44	4,35	4,29	4,20	4,14	4,07	4,23	4,36	4,43	4,42	4,70	4,80
Rentowność obligacji 2L	%	4,95	4,85	4,87	4,84	4,65	4,54	4,41	4,46	4,55	4,71	4,70	4,93	5,14	5,20
Rentowność obligacji 5L	%	5,37	5,41	5,31	5,24	5,01	4,91	4,90	4,97	4,98	5,07	5,11	5,40	5,50	5,50
Rentowność obligacji 10L	%	5,55	5,61	5,48	5,39	5,18	5,10	5,16	5,18	5,18	5,27	5,28	5,52	5,60	5,60

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	1 150,7	1 247,6	242,4	253,9	261,4	300,1	267,1	275,7	282,5	325,2
PKB	% r/r	3,6	6,1	6,2	5,5	5,5	6,0	6,3	6,6	7,4	6,0	5,9	5,7
Popyt krajowy	% r/r	2,4	6,6	7,5	6,6	5,3	5,4	6,9	8,6	8,6	7,8	6,7	6,9
Spożycie indywidualne	% r/r	2,0	5,2	6,1	5,7	5,4	4,8	5,6	5,1	6,9	6,1	5,7	5,7
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,5	16,5	17,9	13,0	7,6	14,5	19,3	19,3	29,6	19,0	15,0	14,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,0	12,5	10,5	10,0	12,4	12,1	12,3	10,8	13,0	8,8	10,0	10,2
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,5	11,9	15,5	11,0	9,0	11,8	13,8	12,6	17,4	13,8	15,2	15,6
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	6,5	5,5	4,3	3,9	4,1	4,5	5,9	6,3	7,4	6,4
Zatrudnienie ^c	% r/r	1,9	3,2	4,4	4,3	2,6	3,0	3,4	3,8	4,2	4,5	4,5	4,3
Eksport (w euro) ^b	% r/r	17,8	20,2	13,9	15,0	23,3	19,5	20,7	18,0	14,8	12,3	14,7	13,9
Import (w euro) ^b	% r/r	13,4	21,8	18,4	17,0	23,3	19,0	22,8	21,9	18,5	18,9	18,4	17,7
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-2 242	-3 896	-8 768	-12 383	-352	-646	-1 165	-1 733	-1 226	-2 274	-2 258	-3 011
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-4 130	-6 312	-10 022	-11 083	-1 396	-1 266	-949	-2 701	-1 950	-2 819	-2 283	-2 971
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-1,7	-2,3	-3,3	-3,3	-1,9	-2,0	-1,9	-2,3	-2,5	-3,0	-3,3	-3,3
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-28,6	-25,1	-26,0	-30,0	-9,0	-17,7	-14,5	-25,1	-4,8	-3,7	-5,3	-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	2,5
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	2,6	3,0	0,9	3,0	3,6	2,6	3,3	2,0	1,9	3,1
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	10,5	15,6	14,4	14,3	9,8	11,9	13,0	15,6	18,0	14,9	15,9	14,4
Zobowiązania ^a	% r/r	9,4	15,0	15,0	14,1	9,1	11,4	11,6	15,0	17,5	15,1	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	29,2	27,2	25,0
USD/PLN	PLN	3,23	3,10	2,82	2,80	3,19	3,14	3,10	2,98	2,97	2,82	2,76	2,71
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	4,67	5,50	4,29	4,15	4,20	4,20	4,20	4,42	4,84	5,20
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,92	4,18	4,62	5,40	4,02	4,06	4,37	4,28	4,14	4,40	4,82	5,12
Rentowność obligacji 2L	%	5,04	4,57	4,97	5,40	4,23	4,49	4,89	4,67	4,47	4,78	5,20	5,45
Rentowność obligacji 5L	%	5,25	5,03	5,35	5,70	4,67	5,04	5,36	5,05	4,95	5,19	5,52	5,75
Rentowność obligacji 10L	%	5,24	5,22	5,49	5,90	4,83	5,27	5,55	5,22	5,17	5,36	5,62	5,80

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 09.08.2007 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.

