

W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
Gospodarka Polski	3
Rynek nieruchomości	5
Pod lupą: Bank centralny	6
Pod lupą: Rząd i polityka	8
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

Co CPI mówi o EURO2008?

▪ Tym razem w *Temacie miesiąca* poddajemy analizie wskaźnik CPI. Analiza jest jednak nietypowa, a przed zbliżającymi się Mistrzostwami Europy zainteresować może w szczególności kibiców piłki nożnej. Dotyczy ona bowiem powiązania wskaźnika CPI z szansami poszczególnych drużyn na zdobycie mistrzostwa Europy lub chociażby wyjście z grupy – szczegóły na drugiej stronie raportu.

▪ **Spowolnienie w polskiej gospodarce, choć zauważalne jest właściwie od około roku, wciąż można nazwać stopniowym i dość delikatnym.** Według GUS, wzrost gospodarczy w pierwszym kwartale wyniósł ponad 6% i choć różnica wobec naszej prognozy wynikała całkowicie z większego przyrostu zapasów, to ogólny wydzźwięk danych pozostał pozytywny. Czy wobec tego polskiej gospodarce uda się odeprzeć wiele negatywnych czynników na nią oddziałujących i spowolnienie pozostanie niegroźne? Podtrzymujemy nasz pogląd, że istnieje ryzyko zmniejszenia tempa wzrostu PKB poniżej 5% w dalszej części roku. Choć trudno powiedzieć, aby w polskich warunkach wskaźniki koniunktury były idealnymi wskaźnikami wyprzedzającymi, mówiącymi o przyszłych tendencjach, to warto zwrócić uwagę, że w ostatnim czasie większość z nich jest w trendzie spadkowym.

▪ **Inflacja w kwietniu okazała się zgodna z naszymi oczekiwaniami i krótkoterminowe prognozy pozostają bez zmian.** W maju odnotujemy wzrost inflacji (zarówno CPI jak i netto) na skutek wzrostu cen gazu i poziom 4,3-4,4% utrzyma się aż do sierpnia, gdy zobaczymy kolejny wzrost wskaźnika CPI wynikający z tzw. efektu bazy statystycznej. Jednakże, w dalszej części roku spodziewamy się spadku inflacji, co stoi w sprzeczności z ostatnio opublikowaną prognozą OECD (inflacja średnioroczna na poziomie 4,5% w 2008 i 5,5% w 2009). Niewątpliwie obawy inflacyjne rosną na świecie, między innymi w wyniku gwałtownego wzrostu cen ropy naftowej, czego efektem jest znaczący wzrost rentowności obligacji na rynkach światowych. W ślad za tymi tendencjami zachowywał się polski rynek stopy procentowej, który w najbliższym czasie będzie oczekiwał decyzji Rady Polityki Pieniężnej o podwyżce stóp procentowych. Co istotniejsze, w komunikacie rynek będzie poszukiwał odpowiedzi na pytanie, czy to już ostatnia podwyżka w cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. Naszym zdaniem, zbyt wcześnie aby to ogłosić i wciąż istnieje ryzyko kolejnej w dalszej części roku, tym bardziej, że wszystko wskazuje na to, że obniżka stóp w strefie euro będzie miała miejsce dopiero w pierwszym kwartale przyszłego roku, jeśli w ogóle.

▪ **Na polskim rynku finansowym złoty po chwilowych korektach (EURPLN powyżej 3,40, USDPLN powyżej 2,20) powrócił do trendu aprecjacji.** Na kurs złotego wpływ miały wydarzenia dotyczące Słowacji (zielone światło dla euro, rewaluacja korony) i wydaje się, że inwestorzy mogą spróbować sprowadzić kurs EURPLN do najniższego poziomu w historii. Wciąż jednak oczekujemy technicznej korekty złotego o kilka groszy, czemu mogą sprzyjać oznaki rosnącej awersji do ryzyka na rynkach światowych oraz (ostatnia?) podwyżka stóp procentowych.

Na rynku finansowym 30 maja 2008 r.:					
Stopa depozytowa NBP	4,25	WIBOR 3M	6,48	USDPLN	2,1824
Stopa referencyjna NBP	5,75	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	6,47	EURPLN	3,3788
Stopa lombardowa NBP	7,25	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	6,38	EURUSD	1,5482

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 04.06.2008 r.

Temat miesiąca – Castrol Performance Index (CPI)

Castrol Performance Index o naszej grupie na EURO2008

	Chorwacja	Niemcy	Polska
CPI - drużyna	17287	11500	7945
CPI - bramkarz	3583	2226	1766
CPI - obrona	4822	2978	1816
CPI - pomoc	3567	3206	2426
CPI - atak	5315	3090	1937
CPI - najlepszy zawodnik	Eduardo da Silva (4222)	Lukas Podolski (2440)	Ebi Smolarek (1916)

Uwaga: Wskaźnik dla całej drużyny to suma wskaźników dla poszczególnych formacji, natomiast wskaźnik dla formacji to suma dla zawodników w niej grających. Wskaźnik daje pełnego obrazu sytuacji o danej drużynie, gdyż w trakcie eliminacji zostało przeanalizowanych tylko kilka meczów każdej drużyny. Austria jako gospodarz nie brała udziału w eliminacjach. Ciekawostka – zauważmy że najlepszy piłkarz Chorwacji to z pochodzenia Brazylijczyk, najlepszy piłkarz Niemiec to z pochodzenia Polak, a Ebi Smolarek dorastał przecież za granicą. To się nazywa globalizacja!

Wyniki meczów fazy grupowej

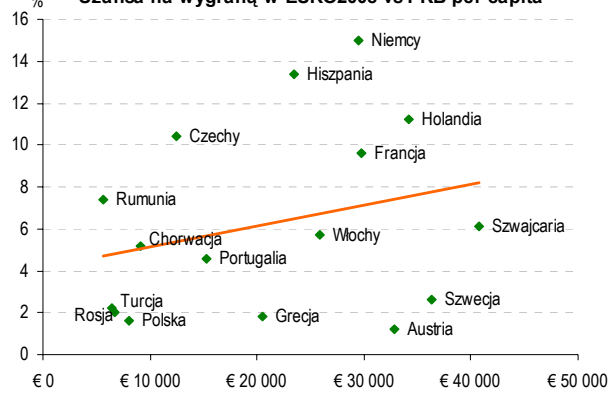
TEAM 1	TEAM 2	Zwycięstwo TEAM 1	Remis	Zwycięstwo TEAM 2
Austria	Chorwacja	25,9%	24,3%	49,9%
Niemcy	Polska	59,6%	21,3%	19,1%
Austria	Polska	35,0%	25,1%	39,9%
Chorwacja	Niemcy	27,0%	24,3%	48,7%
Austria	Niemcy	17,3%	20,5%	62,2%
Polska	Chorwacja	28,0%	24,8%	47,3%

Uwaga: Ponieważ Austria nie grała w eliminacjach, szanse dla tej drużyny oceniane są prawdopodobnie na podstawie meczów towarzyskich. Co ciekawe, według dectech.org ich szanse rosną. W szczególności, jeszcze parę tygodni temu szanse na wygraną Polski w meczu z Austrią były wyższe o prawie 4 pkt proc.

Prawdopodobieństwo osiągnięcia danego wyniku

	Austria	Chorwacja	Niemcy	Polska
1 miejsce w grupie	10,8%	25,9%	50,0%	13,4%
2 miejsce w grupie	18,9%	29,5%	29,6%	22,1%
3 miejsce w grupie	28,3%	27,9%	13,5%	30,3%
4 miejsce w grupie	42,0%	16,8%	6,9%	34,3%
ćwierćfinał	29,7%	55,3%	79,6%	35,4%
półfinał	10,6%	26,6%	46,9%	13,6%
finał	3,5%	12,1%	28,7%	4,8%
Mistrzostwo Europy	1,2%	5,2%	15,0%	1,6%

Szansa na wygraną w EURO2008 vs PKB per capita



CPI to nie tylko Consumer Price Index

• Najczęściej, gdy mówimy „wskaźnik CPI” mamy na myśli inflację. Jednak w związku ze zbliżającymi się mistrzostwami EURO2008 chcielibyśmy zwrócić uwagę na inny wskaźnik CPI – Castrol Performance Index. Wskaźnik, który jest nam tym bardziej bliski, że prezentuje analityczne podejście do futbolu.

• Castrol Performance Index to system do analizy gry piłkarzy, oparty na danych zebranych przez zaawansowaną technologię - 16 kamer na boisku śledzących gdzie i po co każdy zawodnik biegnie, do kogo i po co podaje, jak i skąd strzela. Każdy zawodnik dostaje punkty, które można zsumować dla formacji i drużyn.

• Tabela obok przedstawia wskaźnik CPI dla drużyn z „polskiej grupy” na EURO2008 na podstawie meczów eliminacyjnych, ale już od 7 czerwca na stronie www.castrolindex.pl można śledzić jak wyglądają te wskaźniki dla każdego meczu i piłkarza ME2008 *live*.

CPI o nas i naszych rywalach na euro

• Wskaźnik CPI skonstruowali Decision Technology i University of Warwick. Na jego podstawie pokazują prawdopodobieństwa wyników poszczególnych meczów na EURO2008 oraz szanse na osiągnięcie przez drużynę wyniku na całych mistrzostwach.

• Jak pokazuje tabela obok, szanse dla Polski w pierwszych meczach nie są zbyt duże, a wynika to z rezultatów tabeli powyżej, która jednoznacznie wskazuje, że na podstawie CPI polska drużyna jest znacznie słabsza od Niemiec i Chorwacji.

• Co prawda w drużynie Chorwacji nie zagra najlepszy zawodnik z powodu kontuzji, ale oprócz niego i bramkarza w tej drużynie aż 6 zawodników (w tym cała obrona) ma wskaźnik powyżej 1000 pkt. W drużynie Niemiec łącznie trzech, a w polskiej tylko dwóch. Co ciekawe, wskaźnik CPI dla Macieja Żurawskiego jest bliski zera, ale podobno jego forma pokazuje tendencję wzrostową.

Jakie szanse na wyjście z grupy i zwycięstwo w ME?

• Zauważmy, że na podstawie wskaźnika CPI tylko dla kilku meczów eliminacyjnych Chorwację (nawet bez da Silvy) można ocenić wyżej od Niemców, ale przy łącznej ocenie ich szanse są dużo większe. To właśnie Niemcy mają największe szanse na wygraną w całym turnieju. Za nimi plasują się: Hiszpania (13,4%), Holandia (11,2%), Czechy (10,4%). Polska zajmuje przedostatnie miejsce, przed Austrią. Na papierze, nasza grupa jest najłatwiejsza ... dla Niemiec i Chorwacji.

• Jeśli mimo wszystko, uda nam się wyjść z grupy (mamy na to ok. 35% szans), to w ćwierćfinale mamy największe szanse, aby spotkać się z Czechami (30,4%), Szwajcarią (26,4%) i Portugalią (25,5%). Z tymi pierwszymi niedawno wygraliśmy towarzysko, z ostatnimi wygraliśmy w eliminacjach. Może jest szansa na półfinał? Dectech.org daje na to prawdopodobieństwo tylko 13,6%.

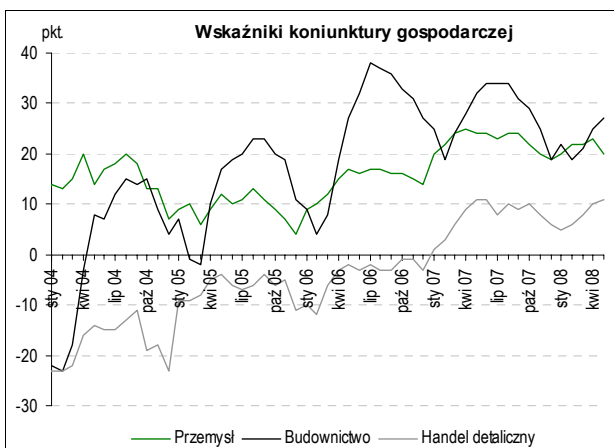
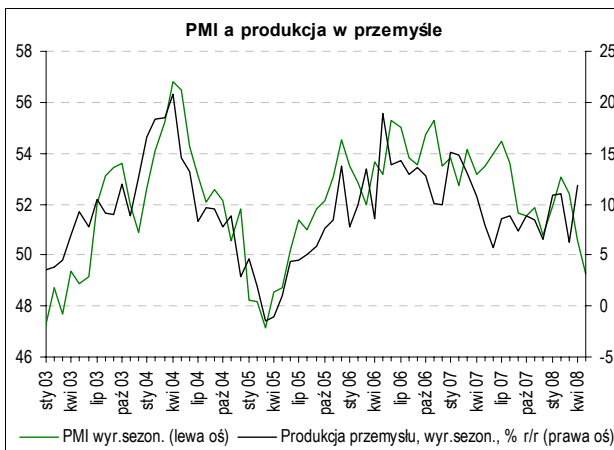
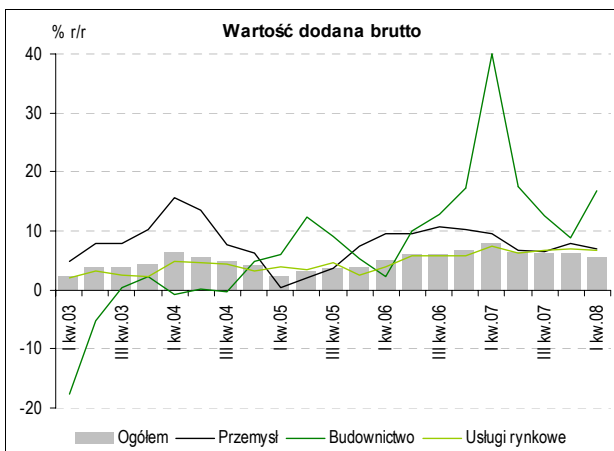
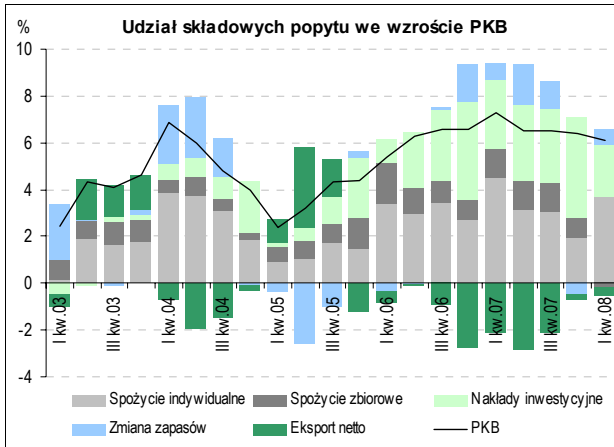
Czy wyniki w futbolu zależą od wyników gospodarczych?

• Można również pokusić się o próbę analizy szans na uzyskanie dobrego wyniku na EURO2008 na podstawie wskaźników gospodarczych. Jak pokazuje wykres po prawej stronie, istnieje pewna pozytywna zależność (korelacja nieco powyżej 25%) pomiędzy stopniem rozwoju kraju, a poziomem piłki nożnej.

• Co prawda, jest wiele krajów o niekoniecznie najwyższym poziomie rozwoju ekonomicznego ze sporymi szansami na sukces (Czechy, czy nawet Hiszpania), jednak Polska znajduje się zdecydowanie poniżej linii trendu – prawie najmniejszy PKB per capita i prawie najmniejsze szanse na zwycięstwo.

• Cóż, miejmy nadzieję, że nie tylko Leo Beenhakker dokona dobrego wyboru (zrobił to już nie raz, chociażby w reklamie ☺), ale i piłkarze dadzą z siebie wszystko. Na boisko nie wychodzą wskaźniki, tylko ludzie i wszystko jest możliwe. Trzymajmy kciuki!

Gospodarka Polski



Gospodarka wciąż w dobrej kondycji

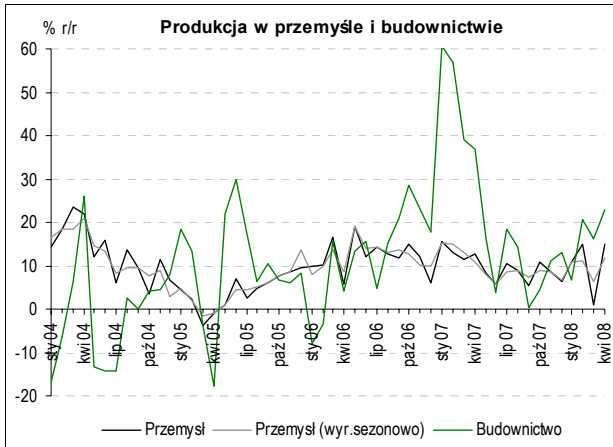
- Wzrost PKB w I kwartale br. wyniósł 6,1% r/r i okazał się wyższy od prognoz, których mediana była na poziomie ok. 5,7%. Równocześnie, wzrost PKB w IV kw. 2007 r. zrewidowano lekko w górę do 6,4% r/r (wobec poprzedniego szacunku 6,3%).
- Wysokie tempo rozwoju gospodarki było w dużej mierze efektem dynamicznego wzrostu popytu krajowego, który w I kw. zwiększył się o 6,3% r/r (wobec 6,5% w IV kw. 2007). Wzrost konsumpcji prywatnej przyspieszył do 5,6% r/r, potwierdzając nasze przypuszczenia o przejściowym charakterze spowolnienia konsumpcji w IV kw. 2007 (do 3,6% r/r). Wzrost nakładów inwestycyjnych brutto wyniósł 15,7% r/r, wobec naszej prognozy na poziomie ok. 14%. Co ciekawe, znacznej rewizji dokonano w przypadku inwestycji za 2007 r., których dynamika została wyraźnie obniżona we wszystkich kwartałach w porównaniu z poprzednimi szacunkami (w całym ub. roku wzrost inwestycji wyniósł 17,6% r/r wobec poprzedniego szacunku 20,4%).
- Dużym zaskoczeniem okazał się wzrost zapasów, który wg naszych szacunków odpowiadał w I kw. za ok. 0,7 pkt. proc. przyrostu PKB. Warto jednak pamiętać, że ta kategoria jest w szacunkach PKB wartością rezydualną, w związku z czym trudno na jej podstawie wyciągać daleko idące wnioski na temat procesów zachodzących w gospodarce. Saldo obrotów z zagranicą było mniej więcej zgodne z naszymi szacunkami, obniżając tempo wzrostu PKB w I kw. o ok. 0,4 pkt. proc.
- O ile wzrost PKB był wyższy od oczekiwań, wzrost wartości dodanej brutto w I kw. br. był nieco poniżej naszej prognozy i wyniósł 5,5% r/r. Dynamiki wartości dodanej w przemyśle i w usługach rynkowych były mniej więcej zgodne z naszymi prognozami, wynosząc niecałe 7% r/r, natomiast wyższy od szacunków był wzrost w budownictwie, który wyniósł 16,7% r/r.

... ale jak długo to jeszcze potrwa?

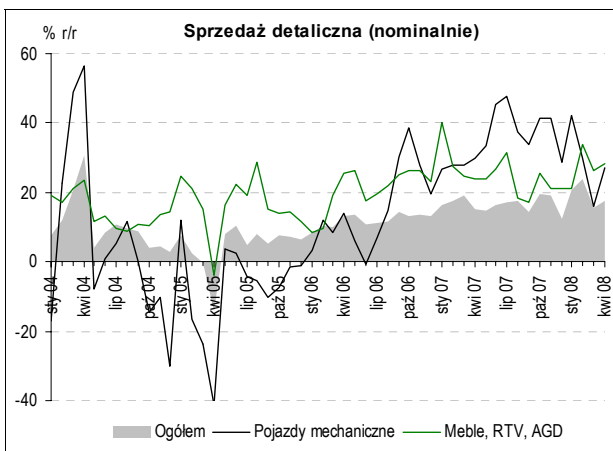
- Dane o PKB potwierdziły, że na początku roku gospodarka polska utrzymała szybkie tempo rozwoju, prawdopodobnie przekraczające potencjalne tempo wzrostu PKB. W kolejnych kwartałach spodziewamy się stopniowego obniżania tempa wzrostu PKB, m.in. za sprawą słabnącej dynamiki inwestycji i pogarszającego się salda eksportu netto. W całym roku dynamika wzrostu gospodarczego powinna wynieść powyżej 5%, ale pod koniec roku może spaść poniżej tego poziomu.
- Warto zwrócić uwagę, że wszystkie wskaźniki koniunktury ostatnio opublikowane wskazują na ryzyko wyraźniejszego spowolnienia gospodarki. Pozostaje to w zgodności z wnioskami z kwietniowego raportu NBP o sytuacji przedsiębiorstw, ze szczególnym uwzględnieniem koniunktury w II kw. 2008.
- Według GUS koniunktura w maju pogorszyła się. Indeks dla przetwórstwa przemysłowego spadł w ujęciu rocznym o 3 pkt do 20 pkt. Poprawie uległy oceny bieżącej sytuacji, ale pogorszyły się przewidywania odnośnie popytu i produkcji, a także sytuacji finansowej. Klimat koniunktury w budownictwie (27 pkt) jest oceniany o 5 pkt gorzej niż rok wcześniej. Również indeks PMI dla polskiego sektora przemysłowego zanotował w maju spadek do 49,3 pkt z 50,6 pkt w kwietniu, co jest pierwszym od 3 lat wynikiem poniżej 50 pkt (oznaczającym spowolnienie).
- O ile wskaźnik koniunktury dla handlu detalicznego nie zmienił się w ujęciu rocznym, to dane o koniunkturze konsumenckiej za maj pokazały pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych (spadek bieżącej jako i wyprzedzającego wskaźnika koniunktury). Pogorszeniu uległy oceny zmian sytuacji finansowej gospodarstw domowych i sytuacji gospodarczej kraju. Zwiększyły się obawy o wzrost bezrobocia i możliwość zaoszczędzenia pieniędzy. Poprawie uległy jedynie oceny dokonywania ważnych zakupów.

Źródło: GUS, obliczenia własne

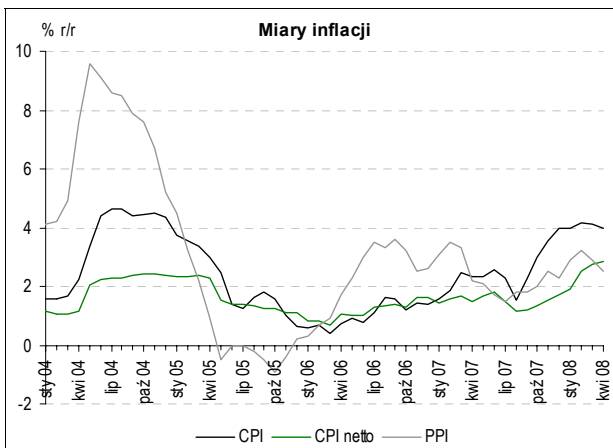
Gospodarka Polski

**Produkcja przyspieszyła, ale nie aż tak bardzo**

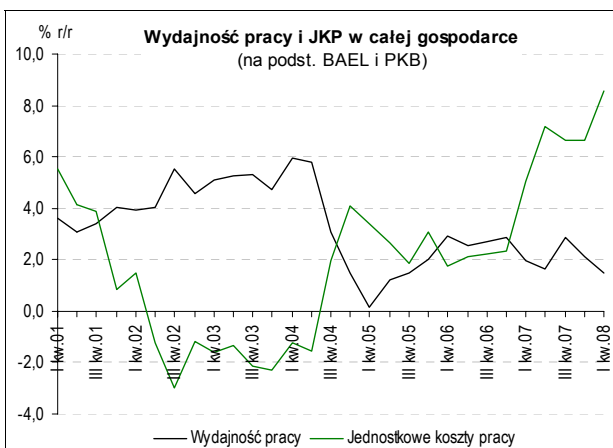
- Wzrost produkcji sprzedanej przemysłu wyniósł w kwietniu 14,9% r/r, co było wynikiem powyżej konsensusu rynkowego, ale poniżej naszej prognozy. Najszybszy wzrost (o 15,7% r/r) zanotowano w przetwórstwie przemysłowym.
- Dość wysoki poziom dynamiki produkcji nie do końca odzwierciedla poziom aktywności ekonomicznej na początku II kwartału br. Trudność w obiektywnej ocenie sytuacji zwiększa fakt, że aż do października liczba dni roboczych będzie się różnić (w skali i kierunku) w porównaniu z poprzednim rokiem.
- Wzrost produkcji po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym wyniósł 11,9% r/r i był najwyższy od ponad roku, ale wydaje się nam, że w kolejnych miesiącach ta dynamika będzie stopniowo słabnąć. Mniejszej dynamiki spodziewamy się zresztą również dla produkcji nieodsezonowanej.

**Z kolei sprzedaż poniżej oczekiwań, ale przyzwoita**

- Wzrost sprzedaży detalicznej wyniósł w kwietniu 2,9% m/m i 17,6% r/r, przyspieszając z 15,7% w marcu. Był to jednak wynik poniżej oczekiwań. Realny wzrost sprzedaży wyniósł 14% r/r.
- Chociaż dynamika okazała się poniżej prognoz, to różnica nie była na tyle duża, aby zmienić naszą prognozę wzrostu PKB w II kw. na poziomie 5,6%. Trudno zresztą uznać ją za kiepski wynik. Szczególnie, że w kwietniu odnotowano silny wzrost sprzedaż dóbr trwałych. Sprzedaż pojazdów mechanicznych wzrosła o 27,1% r/r, a sprzedaż mebli, RTV i AGD o 28,3%. Dwucyfrowa dynamika została zaobserwowana we wszystkich działach sprzedaży detalicznej oprócz żywności.
- Deflator sprzedaży detalicznej po raz kolejny obniżył się, wynosząc 3,6% wobec 4% w marcu. Sugeruje to, że presja cenowa w handlu detalicznym pozostaje pod kontrolą.

**CPI i PPI jeszcze w dół, inflacja netto w górę**

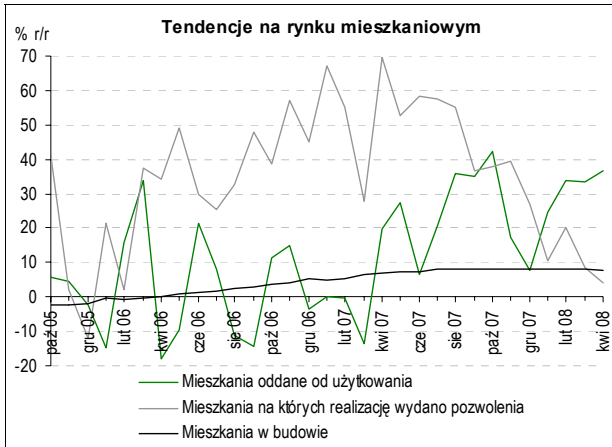
- Inflacja spadła w kwietniu do 4,0%, a szczegółowe informacje GUS pokazują spadek cen towarów, a jednocześnie wyraźny wzrost cen usług. Nie zmieniamy scenariusza inflacji na ten rok.
- Inflacja PPI wyniosła w kwietniu tylko 2,5% r/r (w marcu 2,9%). Na uwagę zasługują przede wszystkim ceny w przetwórstwie przemysłowym, które nie zmieniły się wobec marca, a ich roczna dynamika spadła wyraźnie do 1,6%. Pokazuje to, że firmy w sektorach gdzie konkurencja rynkowa działa w najszerzym zakresie nie są nadmiernie skłonne do przenoszenia rosnących kosztów na ceny.
- W kwietniu zwiększyły się trzy spośród pięciu miar inflacji bazowej, w tym inflacja netto, która wyniosła 2,8%. Poza inflacją netto, cztery pozostałe wskaźniki są wyraźnie powyżej górnego przedziału tolerancji wahań wokół celu inflacyjnego.

**Niejednoznaczne sygnały z rynku pracy**

- Wg kwartalnych danych GUS wzrost napięć na rynku pracy w I kw. br. był silniejszy od naszych szacunków. W efekcie przyspieszenia wzrostu zatrudnienia i płac, wzrost wydajności pracy wyraźnie zwolnił, a wzrost jednostkowych kosztów pracy przyspieszył w I kw. (do 8,5% r/r z 6,7% w IV kw. biorąc pod uwagę dane o PKB i oraz dane i pracujących z BAEL). Oznacza to ryzyko nasilenia presji inflacyjnej i jest argumentem za dalszym zaostrzeniem polityki pieniężnej.
- Z drugiej strony, ostatnie dane miesięczne pokazały pewne wyhamowanie wzrostu zatrudnienia i spadku bezrobocia, co może sugerować złagodzenie napięć na rynku pracy w przyszłości. Niemniej, na razie żadnego złagodzenia nie widać we wzroście wynagrodzeń. W kwietniu wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw przyspieszył do 12,6% r/r, powyżej prognoz.

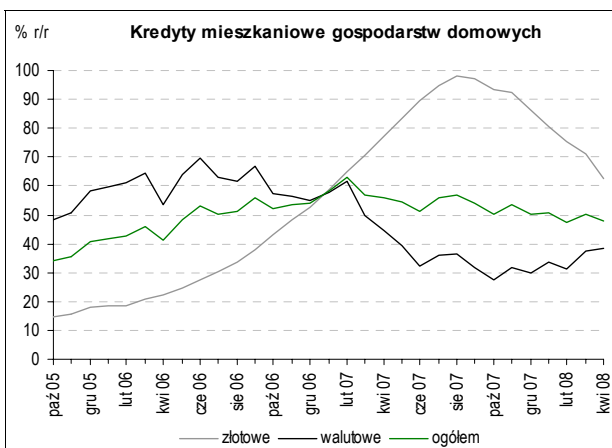
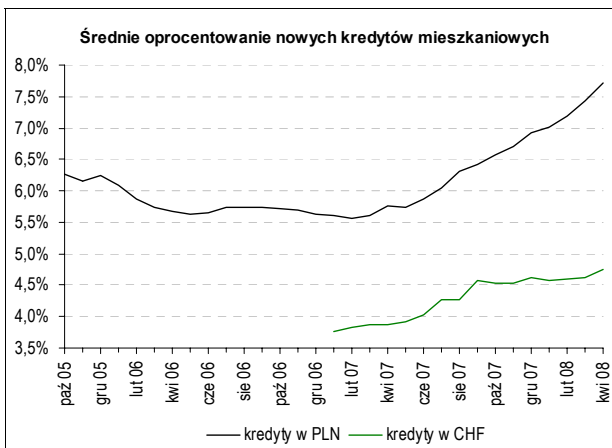
Źródło: GUS, obliczenia własne

Rynek nieruchomości



Średnie ceny ofertowe mieszkań na rynku wtórnym w kwietniu

Miasto	Cena (1 m ²)	Zmiana 1M (%)	Zmiana 12M (%)
Białystok	4452	-4,8	b.d.
Bydgoszcz	4312	1,1	b.d.
Gdańsk	6986	-1,3	6,5
Gdynia	7028	-2,3	b.d.
Katowice	4576	2,4	b.d.
Kraków	8022	0,2	0,0
Lublin	4936	-4,8	b.d.
Łódź	4229	-5,1	-6,7
Poznań	6312	1,0	6,7
Rzeszów	5086	4,4	b.d.
Sopot	10464	-2,7	b.d.
Szczecin	5390	2,2	b.d.
Warszawa	9582	0,4	2,3
Wrocław	7190	-0,4	4,1



Więcej nowych mieszkań i pozwoleń na budowę

- W kwietniu oddano do użytkowania 12 tys. mieszkań, o prawie 37% więcej niż przed rokiem. Ponad 42% z tego stanowiły mieszkania na sprzedaż lub wynajem, których udział w sumie oddawanych mieszkań systematycznie rośnie.
- Zarówno liczba wydanych pozwoleń na budowę, jak też liczba rozpoczętych budów były prawie dwukrotnie większe (ok. 22 tys.), mimo iż tempa ich wzrostu wyraźnie wyhamowały w ostatnich miesiącach.
- Wg sygnałów z agencji nieruchomości, spora część z oddawanych mieszkań trafia na rynek, ponieważ inwestorzy pragną zrealizować zyski. Ten czynnik wywiera negatywną presję na ceny.
- Deweloperzy informują o narastających trudnościach ze sprzedażą mieszkań w nowych inwestycjach.

Ceny mieszkań bez wyraźnego trendu

- Wg danych portalu Oferty.net, w kwietniu zmiany cen mieszkań były zróżnicowane. W miastach, w których średni poziom cen nie przekracza 6 tys. zł za 1 m², w większości nastąpiły wzrosty (z wyjątkiem Lublina i Łodzi). Lekko spadły natomiast ceny w droższych miejscowościach (w szczególności na Pomorzu).
- Zwiększona podaż nowych lokali, rosnące koszty finansowania i ogólne pogorszenie nastrojów na rynku nie pozwalają oczekiwać wyraźnych wzrostów w najbliższym czasie. Z drugiej strony, podtrzymujemy opinię, że przed mocnymi spadkami cen będzie chronić rynek duży potencjalny popyt (niezaspokojone potrzeby mieszkaniowe, odłożone w czasie transakcje) i szybko rosnące dochody gospodarstw domowych.

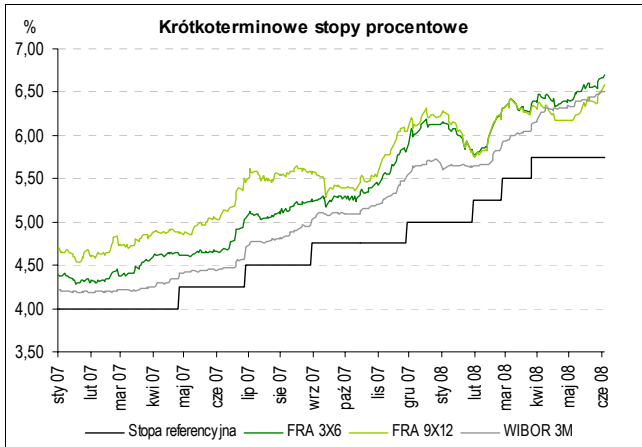
Rosną koszty kredytów

- Statystyki NBP pokazują dalszy szybki wzrost oprocentowania kredytów mieszkaniowych udzielanych w złotych. W kwietniu średnie oprocentowanie w polskich bankach (dla nowych umów) wyniosło 7,7%, o prawie 2 pkt. proc. więcej niż przed rokiem.
- Oprocentowanie kredytów we frankach szwajcarskich również nieco wzrosło, w ślad za stawkami LIBOR CHF, na które wpływ miały utrzymujące się problemy z płynnością i wzajemnym zaufaniem banków na rynkach pieniężnych.
- Mimo sygnałów ze strony banków o możliwym zacieśnieniu polityki kredytowej, dane nie potwierdzają na razie wyraźnego wzrostu marż bankowych w porównaniu z 2007 r. Niewykluczone, że takie zjawisko będzie jednak miało miejsce jeśli perturbacje na światowych rynkach pieniężnych i kredytowych przedłużą się.

... ale dynamika zwalnia tylko nieznacznie

- W kwietniu zadłużenie osób prywatnych z tytułu kredytów mieszkaniowych zwiększyło się zaledwie o 0,8 mld zł (47,9% r/r), co jest jednym z najsłabszych przyrostów w ostatnich 2 latach.
- Jednak miesiąc wcześniej nastąpił rekordowy wzrost o 5,8 mld zł. Co więcej, w kwietniu nastąpił znaczny spadek kursu CHFPLN (o ok. 4,5%), co obniżyło wartość kredytów walutowych. Wg naszych szacunków, gdyby nie umocnienie złotego, wartość kredytów mieszkaniowych wzrosłaby w kwietniu o ponad 4 mld zł (roczna dynamika ok. 52% r/r), co sugeruje, że popyt ze strony klientów indywidualnych nie wykazuje poważnego osłabienia.
- Coraz wyraźniej widoczne jest przesunięcie popytu z kredytów w złotych na kredyty walutowe. Pojawiły się też informacje o możliwości wprowadzenia do oferty banków kredytów w jenach japońskich, które będą jeszcze niżej oprocentowane niż w CHF.

Pod lupą: Bank centralny



Wybrane fragmenty komunikatu po majowym posiedzeniu RPP

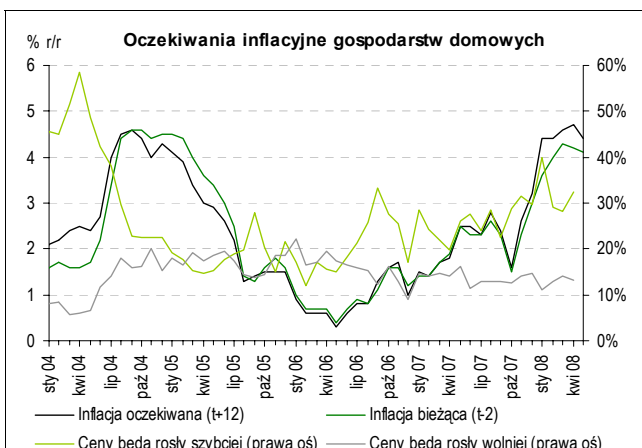
Prawdopodobne jest utrzymanie się presji płacowej i w konsekwencji presji inflacyjnej. Podwyższona inflacja w nadchodzących miesiącach będzie wynikała w dużej części ze wzrostu cen regulowanych, a także z obserwowanego w gospodarce światowej i oddziałującego na polski rynek wzrostu cen żywności i paliw. Rodzi to ryzyko utrzymania się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie, a w konsekwencji ryzyko wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy. **Ponadto wzrost cen nośników energii i żywności może stopniowo przenosić się na inne ceny, w szczególności ceny niektórych usług.**

W ocenie Rady, w średnim okresie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego jest nadal wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa od celu. Rada nie wyklucza przy tym, że obniżenie inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie będzie wymagało dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Wobec utrzymującej się niepewności co do perspektyw wzrostu gospodarki światowej, a także gospodarki polskiej Rada uznała, że pełniejsza ocena perspektywy inflacji będzie możliwa po analizie danych napływających w nadchodzącym okresie oraz po zapoznaniu się z czerwcową projekcją inflacji. Rada **bardzo dąży do obniżenia inflacji do poziomu celu inflacyjnego w średnim okresie.**

Wybrane fragmenty opisu dyskusji na posiedzeniu RPP w kwietniu

Omawiając kształtowanie się cen żywności, oceniano, że obserwowana od drugiej połowy 2007 r. wysoka dynamika tych cen prawdopodobnie obniży się w nadchodzących miesiącach, na co wskazują m.in. ceny kontraktów terminowych na światowych rynkach żywności, a także korzystne prognozy tegorocznych zbiorów w Polsce i innych krajach europejskich.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, Rada oceniła, że utrzymująca się wysoka dynamika wynagrodzeń i zatrudnienia oraz możliwość wzrostu oczekiwań inflacyjnych wynikająca z podwyższonej bieżącej inflacji i oczekiwanego dalszego wzrostu cen regulowanych, łącznie wskazywały na ryzyko utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego w średnim okresie. Zdaniem części członków Rady czynniki te przemawiały za podwyższeniem stóp procentowych już na kwietniowym posiedzeniu. Jednak w ocenie większości członków Rady, ryzyko obniżenia wzrostu gospodarczego w Polsce oraz nadmiernej aprecjacji kursu złotego, które to czynniki ograniczałyby inflację w średnim okresie, uzasadniały brak zmiany stóp na bieżącym posiedzeniu.



Źródło: NBP, Reuters

W maju drugi miesiąc przerwy, w czerwcu podwyżka

RPP pozostawiła stopy bez zmian po raz drugi z rzędu, ale podobnie jak w kwietniu komunikat nie pozostawił wątpliwości, że nadal jesteśmy w fazie zacieśniania polityki pieniężnej i drzwi do podwyżki już w czerwcu są otwarte.

Stwierdzając, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu jest nadal wyższe niż tego, że będzie niższa od celu, Rada utrzymała restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej, przede wszystkim z powodu ryzyka utrzymania się inflacji i oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie oraz niekorzystnej relacji pomiędzy wzrostem wynagrodzeń i wydajności pracy.

Komunikat Rady był zgodny z naszymi oczekiwaniami. Rada dodała jeden czynnik „jastrzębie”, mówiący o ryzyku przenoszenia się wysokich cen żywności i energii na inne ceny, w szczególności ceny niektórych usług. Pozostałe „jastrzębie” argumenty pozostały w mocy. Czynniki przemawiające za wstrzymaniem się z podwyżką były podobne jak w kwietniu.

Pełniejsza ocena perspektyw inflacji będzie wg RPP możliwa po zapoznaniu się z kolejnymi danymi i nową projekcją inflacji.

Biorąc pod uwagę opublikowane już dane o PKB za I kw. (lepsze od prognoz) oraz nasze prognozy wskaźników, które zostaną opublikowane w tym miesiącu przed posiedzeniem Rady (wzrost inflacji i nadal wysoka dynamika płac będą dla RPP ważniejsze niż obniżenie wskaźników aktywności gospodarczej), nadal przewidujemy podwyżkę stóp w czerwcu, z ryzykiem na jeszcze jedną w dalszej części roku. Oprócz nowych danych, argumentem za podwyżką stóp w czerwcu będzie zapewne również nowa projekcja inflacji, która wg jednego z członków Rady będzie gorsza od poprzedniej.

Kwietniowe posiedzenie bez przełomowych wniosków

Opis dyskusji RPP na kwietniowym posiedzeniu nie wniósł wiele nowego do oceny debaty jaka toczy się wewnątrz RPP nt. sytuacji gospodarczej i perspektywy polityki pieniężnej.

Za główne ryzyka dla celu inflacyjnego w średnim okresie Rada nadal uznaje obszar rynku pracy oraz możliwość wzrostu oczekiwań inflacyjnych wynikającą z podwyższonej inflacji i oczekiwanego dalszego wzrostu cen regulowanych.

W odniesieniu do cen żywności, które są kluczowym determinantem inflacji CPI w Polsce, RPP jest umiarkowanie optymistyczna, zakładając obniżenie się rocznej dynamiki cen żywności w nadchodzących miesiącach.

Więcej miejsca niż miesiąc wcześniej poświęcono wpływowi aprecjacji złotego na gospodarkę i inflację. Zdania członków Rady na ten temat były podzielone.

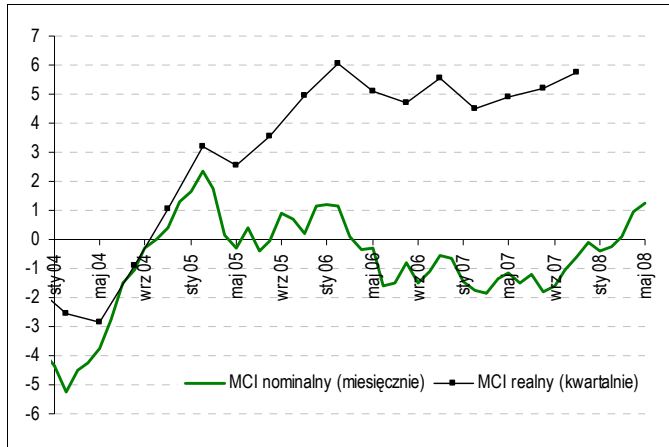
Miara oczekiwań inflacyjnych nieznacznie w dół

Wg danych NBP średnia inflacja oczekiwana przez gospodarstwa domowe w ciągu najbliższych 12 miesięcy spadła w maju do 4,4% z 4,7% w kwietniu. W części wynika to z obniżenia bieżącego wskaźnika inflacji (CPI opóźniony o 2 miesiące) stanowiącego podstawę do obliczania oczekiwań inflacyjnych przez NBP.

Warto jednak zwrócić uwagę, że zmniejszyła się również różnica pomiędzy średnią inflacją oczekiwaną w ciągu najbliższych 12 miesięcy a bieżącą inflacją, co sugeruje, że osłabienie oczekiwań inflacyjnych nie wynika wyłącznie ze spadku bieżącej inflacji.

Niemniej, miara oczekiwań inflacyjnych obliczana przez NBP utrzymuje się na mocno podwyższonym poziomie, co stanowi jeden z argumentów za kolejną podwyżką stóp.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



MCI znowu w górę bez podwyżki stóp przez RPP

- Obliczany przez nas nominalny MCI (indeks restrykcyjności polityki pieniężnej) ponownie zanotował w maju wzrost, mimo że ani w kwietniu ani w maju RPP nie dokonała podwyżki podstawowych stóp NBP.
- W obu miesiącach miał jednak miejsce wzrost rynkowych stóp (m.in. pod wpływem problemów płynnościowych na rynku) oraz aprecjacja kursu złotego wobec euro.
- Co ważne, podobnie jak w kwietniu, również w maju zarówno skala wzrostu rynkowych stóp, jak i aprecjacji złotego była większa niż odpowiedniej zmiany trendu. Innymi słowy, zwiększyło się odchylenie rynkowych poziomów stóp i kursu od długoterminowego trendu, co przełożyło się na wzrost restrykcyjności polityki pieniężnej mierzonej obliczanym przez nas nominalnym indeksem MCI.



6,25%

Filar 1,38 (1,61)

Noga 1,38 (1,52)

Wasilewska-Trenkner 1,38 (1,48)

Wojtyła 1,38 (0,91)

Sławiński 1,08 (0,91)

6,00%

Czekaj 1,00 (0,86)

Skrzypek 0,77 (N/A)

Owsiak 0,77 (0,91)

Nieckarz 0,77 (0,83)

5,75%

Pietrewicz 0,69 (0,74)



Indeks przyjmuje wartości od 0 do 2. Za głosowanie zgodne z poglądem większości przyznawany jest 1 punkt. Za głosowanie za bardziej jastrzębią decyzją niż pogląd większości przyznawane są 2 punkty. Natomiast za głosowanie za mniej jastrzębią decyzją niż pogląd większości przyznawane jest 0 punktów. Średnia punktów za wszystkie głosowania to wartość indeksu dla danego bankiera centralnego.

Liczby bezpośrednio przy nazwisku danego członka to wartości indeksu liczone dla okresu od początku kadencji prezesa Skrzypka, a liczby w nawiasach to wartości indeksu dla lat 2004-2006.

Kierunek strzałki wskazuje oczekiwany przez nas kierunek zmian stóp procentowych w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Wartości w procentach na osi odzwierciedlają **nasze subiektywne** przekonanie o tym, jaki jest preferowany przez poszczególnych członków Rady poziom stopy referencyjnej za 12 miesięcy.

Podwyżka w marcu jednogłośnie

Wyniki głosowania RPP na marcowym posiedzeniu pokazały, że podwyżka stóp o 25 pb została przegłosowana jednogłośnie. Oznacza to, że Mirosław Pietrewicz, który w styczniu samotnie głosował przeciw podwyżce stóp, a w lutym był wśród trzech „gołębi” przeciwnych kolejnej podwyżce, w marcu uznał, że potrzebna jest trzecia z rzędu podwyżka stóp. Oznacza to wg nas zmianę postrzeganego przez prof. Pietrewicza odpowiedniego poziomu stopy referencyjnej w obecnej sytuacji gospodarczej. Tym bardziej podtrzymujemy naszą wcześniejszą opinię, że po spodziewanej przez nas kolejnej podwyżce o 25 pb w czerwcu, w ciągu następnym co najmniej 12 miesięcy nie należy spodziewać się spadku stopy referencyjnej.

Owsiak widzi rosnące prawdopodobieństwo podwyżki w czerwcu

Prof. Stanisław Owsiak, uważany przez rynek za gołębiego członka Rady, powiedział 30 maja w wywiadzie dla agencji Reuters, że dane o PKB w I kw. wzmacniają prawdopodobieństwo, że w czerwcu RPP podniesie stopy. Owsiak powiedział, że nie może się podpisać pod zdaniem większości analityków, że stopy zostaną podwyższone w czerwcu, ale ich rozumie.

Wasilewska-Trenkner widzi koniec cyklu na poziomie ok. 6%

W komentarzu do przedstawionej przez MinFin prognozy inflacji za maj, członkini RPP Halina Wasilewska-Trenkner powiedziała, że wiadomo było, że inflacja będzie wyższa w maju niż w kwietniu, bo do inflacji majowej trzeba doliczyć podwyżkę cen gazu oraz efekt wzrostu cen ropy. Jej zdaniem Ministerstwo Finansów „jest bardzo bliskie prawdy”. Wasilewska-Trenkner powiedziała, że „to nie zmienia postaci rzeczy” i prognoza inflacji resortu finansów „nie jest informacją, która wprowadza zmiany w naszych ocenach”. „Piszemy w komunikacie, że nie rezygnujemy z zacieśnienia, ale nie wiem, kiedy to będzie”, dodała. W wywiadzie dla PAP z 29 maja podtrzymała opinię, że nie wie, czy RPP podniesie stopy w czerwcu, czy później. Będzie to zależeć „od całokształtu”. Zastrzegła, że nie wie, jaki będzie ostateczny scenariusz, ale powiedziała, że poziom ok. 6% powinien wystarczyć.

Wojtyła chce jeszcze jednej podwyżki jak najszybciej

Zdaniem innego „jastrzębia” z RPP Andrzeja Wojtyły Rada powinna pokazać, że jest „zdeteminowana przeciwdziałać ryzyku utrwalania się inflacji ponad celem” i dlatego „powinna podnieść stopy jeszcze raz i to możliwie jak najszybciej”. Wojtyła podkreślił, że banki centralne mają dylemat, w jakim tempie inflacja powinna wracać do celu, a więc jak zdecydowanie zaostrzać politykę pieniężną. Jego zdaniem „dominuje myślenie, że to powinien być proces stopniowy, żeby nie spowodować nadmiernego wyhamowania tempa wzrostu gospodarki”, co sugeruje, że jeszcze jedna podwyżka może być dla niego wystarczająca, choć nie można wykluczyć, że za kilka miesięcy dostrzeże potrzebę dokonania kolejnej.

Noga o pogorszeniu perspektyw inflacji wg NBP

Kolejny „jastrząb”, Marian Noga, powiedział w wywiadzie dla Dziennika z 29 maja, że ścieżka centralna nowej projekcji może być nieznacznie wyższa niż poprzednio. Powiedział też, że pogorszeniu uległy również wewnętrzne, krótkookresowe prognozy inflacyjne NBP. Wcześniej zakładały one spadek inflacji z sierpniowego szczytu na poziomie 4,8% do 4% na koniec roku, a teraz wskazują, że w grudniu inflacja sięgnie 4,4%. Jego zdaniem decyzja o podwyższeniu stóp powinna być zapaść już na majowym posiedzeniu.

Pod lupą: Rząd i polityka

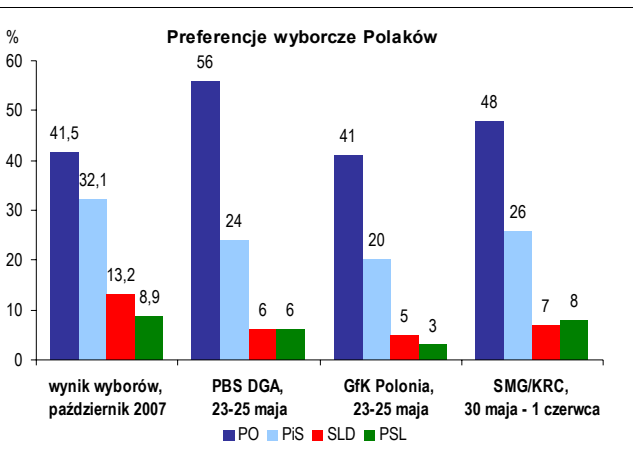
Wypowiedzi przedstawicieli rządu nt. obniżki akcyzy na paliwa

Donald Tusk, premier RP: (PAP, 29 maja) Przewiduję już dzisiaj pierwsze spotkanie. Trzeba tu bardzo odpowiedzialnie powiedzieć sobie, po dokładnym przeanalizowaniu, w jakim stopniu akcyza, a w jakim stopniu marża producentów, w jakim stopniu cena produktu wyjściowego na rynku, składają się na tę wysoką cenę paliw w Polsce. Będę rozmawiał i z ministrem Rostowskim i z ministrem Pawlakiem, także z szefami największych w Polsce spółek paliwowych, żeby zastanowić się jak skutecznie zatrzymać groźbę drożyzny paliwowej. To jest za poważna sprawa, musimy wiedzieć ile mniej pieniędzy z tego tytułu wpłynie do budżetu i czy to na pewno wpłynie na obniżenie cen paliwa na stacji benzynowej.

Jacek Kapica, wiceminister finansów: (PAP, 29 kwietnia) Nie widzimy w tej chwili potrzeby takiej obniżki. Jednak ministerstwo na bieżąco monitoruje i analizuje sytuację na rynku paliw. Po czterech miesiącach 2008 r. budżet z podatku akcyzowego uzyskał zaledwie 29,6% planu budżetowego, przy 33,6% w tym samym czasie w ubiegłym roku. Nie ma też nadwyżki wpływów z podatku VAT. Oznacza to, że nie realizujemy dochodów budżetowych. Jesteśmy na początku roku. Nie wiemy, jak dalej potoczy się sytuacja. Wydatki budżetu skupiają się w II połowie roku. Nie mamy komfortu budżetowego, aby podejmować decyzję o obniżeniu podatku akcyzowego.

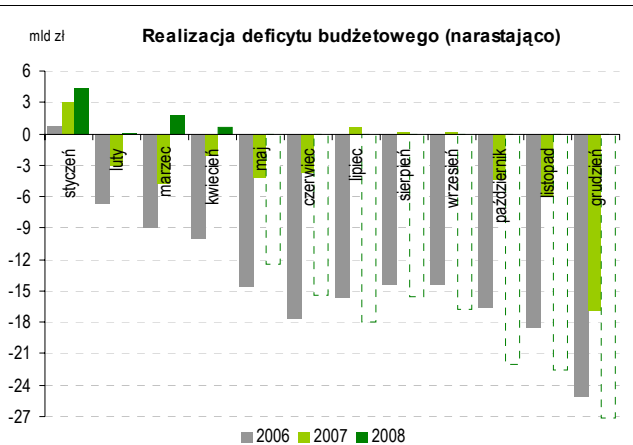
Rząd rozważa obniżkę akcyzy na paliwa

- Przedstawiciele rządu, nawet premier, mówią o możliwości redukcji akcyzy na paliwa, aby ograniczyć ich ceny. Minister finansów dotąd zdecydowanie negował taką możliwość.
- Wiceminister finansów Jacek Kapica powiedział, że tylko dzięki umocnieniu złotego akcyza na olej napędowy jest o niespełna 2 gr wyższa od wymaganego w UE minimum, a przede wszystkim realizacja zaplanowanych na ten rok dochodów z akcyzy jest na razie słaba (ten argument niweluje wg nas fakt, że dochody ogółem mogą być wyższe od planu).
- Nawet jeśli rząd zdecyduje się na nieznaczne obniżenie akcyzy, co obniży ścieżkę inflacji w krótkim okresie, wydaje się, że nie będzie to miało wpływu średnioterminowe perspektywy inflacji i w rezultacie nie wpłynie na politykę pieniężną.



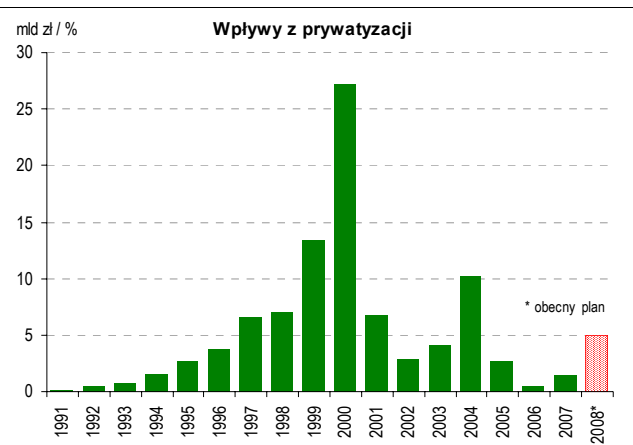
Wniosek o wotum nieufności dla ministra finansów

- 30 maja prezes PiS Jarosław Kaczyński zagroził, że PiS złoży wniosek o wotum nieufności dla ministra finansów Jacka Rostowskiego, jeśli do 4 czerwca rząd nie podejmie decyzji o obniżeniu akcyzy na paliwa. Obniżka w tym terminie nie nastąpiła i prezes PiS zapowiedział złożenie wniosku.
- Naszym zdaniem nie ma on szans na uchwalenie, ponieważ PO może liczyć na wsparcie koalicjanta, czyli PSL. Sondaże opinii publicznej nie dają ludowcom dużych szans na ponowne wejście do Sejmu w przypadku przyspieszonych wyborów parlamentarnych (notowania poniżej lub niewiele powyżej progu 5%). Dlatego wydaje się mało prawdopodobne, aby PSL chciał doprowadzić do kryzysu rządowego (w sytuacji odwołania ministra finansów) i z powodu akcyzy na paliwa ryzykował zniknięcie ze sceny politycznej.



Realizacja budżetu 2008 nadal pomyślnie

- Po kwietniu deficyt budżetu centralnego zanotował nadwyżkę w wysokości 600 mln zł. Z punktu widzenia oceny kondycji gospodarki ważny wydaje się fakt, że zarówno wpływy z podatków bezpośrednich, jak i dochody z VAT rosną na razie w tempie zgodnym z założeniami ministerstwa. Tylko wpływy z akcyzy są wyraźnie słabsze od planu.
- Wiceminister finansów Elżbieta Suchocka-Roguska powiedziała, że deficyt budżetu po maju wyniósł zaledwie 2-2,2 mld zł, podczas gdy zgodnie z harmonogramem miał wynosić około 12 mld zł. Korzystna rozbieżność wynika głównie z tego, że nie są realizowane wydatki.
- Ministerstwo Finansów szacuje, że dzięki obecnej dobrej sytuacji budżetu, deficyt będzie o kilka miliardów złotych niższy, podobnie jak potrzeby pożyczkowe państwa.

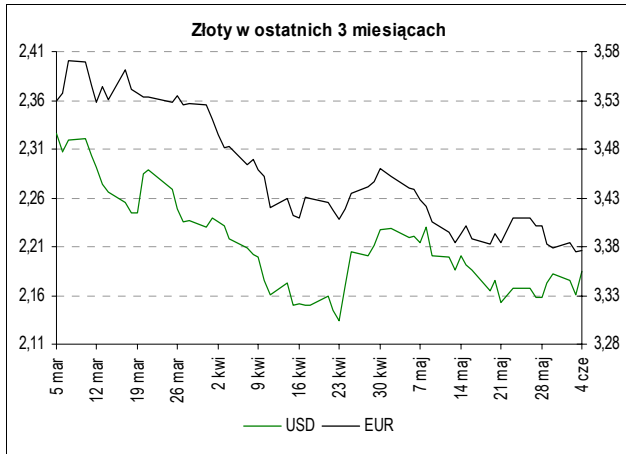


W lipcu dwie duże transakcje prywatyzacyjne

- W obniżeniu potrzeb pożyczkowych w tym roku może pomóc przyspieszenie prywatyzacji. Wiceminister skarbu Joanna Schmid poinformowała na początku czerwca, że wg szacunków ministerstwa tegoroczne przychody z prywatyzacji wyniosą 4,5-5,0 mld zł, podczas gdy pierwotny plan resortu skarbu zakładał przychody na poziomie 1,37 mld zł. Już w lipcu na GPW mają trafić akcje BGŻ o wartości blisko 1 mld zł oraz spółki energetycznej Enea za 2,5-3 mld zł.
- Związane z tym wyższe wpływy do budżetu umożliwią resortowi finansów ograniczenie podaży papierów skarbowych, co byłoby wsparciem dla krajowego rynku długu.
- Transakcje prywatyzacyjne mogą również mieć pozytywny wpływ na złotego, jeśli sprzedawane przez Skarb Państwa spółki będą nabywane przez zagranicznych inwestorów.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Ministerstwo Skarbu Państwa, PAP, Reuters, ośrodki badania opinii publicznej, obliczenia własne

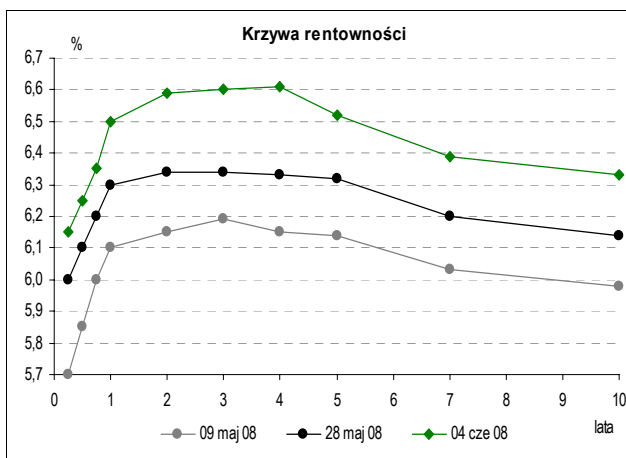
Monitor rynku



Złoty blisko historycznie mocnych poziomów

▪ Pozytywny wpływ rekomendacji KE dla Słowacji w kwestii wejścia do strefy euro na notowania złotego utrzymywał się przez ostatnie tygodnie. Po lekkiej korekcie krajowej waluty pod koniec maja doszło do ponownej aprecjacji na początku czerwca, za sprawą pozytywnych nastrojów w regionie po rewaluacji słowackiej korony wobec euro. Kurs EURPLN podążył w kierunku historycznych minimów (ok. 3,34) i obniżył się do 3,364, z kolei kurs USDPLN jest blisko poziomów sprzed miesiąca.

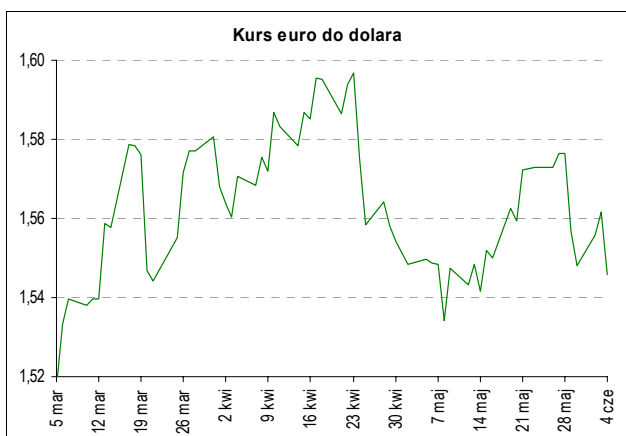
▪ Podtrzymujemy opinię, że rynek może chcieć sprowadzić kurs EURPLN do najniższego poziomu w historii. Złoty może testować 3,34. Sprzyjającym momentem będzie zbliżające się posiedzenie RPP i decyzja o podwyżce stóp procentowych. Jednak w dalszej perspektywie oczekujemy korekty złotego o kilka groszy, m.in. w związku z oznakami rosnącej awersji do ryzyka na rynkach światowych.



Znaczący wzrost rentowności za sprawą rynków bazowych

▪ Od momentu publikacji poprzedniego raportu miesięcznego doszło do zdecydowanego spadku cen obligacji. Wzrost rentowności (o 20-30 pb) był napędzany przede wszystkim sytuacją na bazowych rynkach długu. Do spadku cen przyczyniły się też m.in. wyższe od oczekiwań dane o placach, oraz nieudane przetargi obligacji. Niższy od prognoz CPI za kwiecień nie wsparł na długo rynku. RPP pozostawiła w maju stopy bez zmian, a komunikat był dosyć jastrzębi. Stawki na rynku stopy procentowej spadły delikatnie pod koniec maja, jednak później nastąpił ponowny wzrost rentowności.

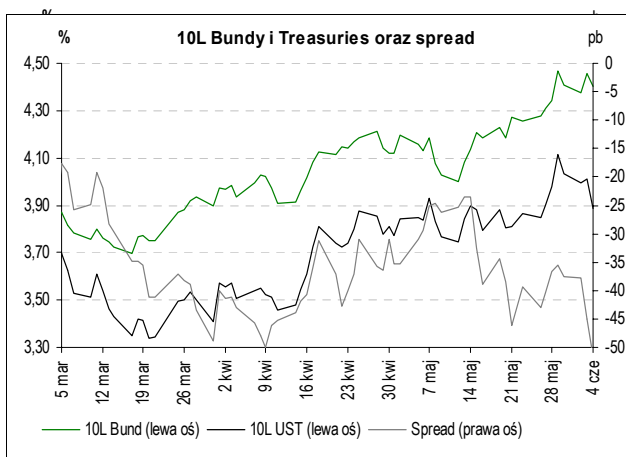
▪ Nie spodziewamy się odreagowania na rynku długu przed posiedzeniem, na którym naszym zdaniem RPP podwyższy stopy procentowe o 25 pb. Dalszy spadek cen może być ograniczony. Później może nastąpić wzrost cen w związku z techniczną korektą i malejącymi oczekiwaniami na dalsze podwyżki stóp. Duży wpływ na krajowy rynek będzie miała sytuacja na rynkach bazowych.



Dolar odzyskuje siły

▪ Po silnym umocnieniu dolara na początku maja w drugiej połowie miesiąca amerykańska waluta ponownie straciła na wartości wobec euro osłabiając się do 1,58, m.in. w związku z obawami, że rekordowo wysokie ceny ropy mogą pogorszyć wyniki finansowe amerykańskich spółek oraz przyczynić się podwyżek stóp w strefie euro. Jednak na pod koniec maja doszło do wyraźnego odreagowania dolara, po jastrzębich komentarzach członków Fed, obawach o podwyżki stóp w USA i po wypowiedziach Bena Bernanke, który podkreślił istotność utrzymania stabilności cenowej i wyraził niepokój o słabość dolara. Kurs EURUSD spadł ponownie do 1,545.

▪ Obecnie oczekujemy osłabienia dolara w stronę 1,57. Kurs EURUSD może oscylować w okolicach poziomów 1,54-1,58 w dalszej części roku z lekką tendencją wzrostową pod koniec roku.



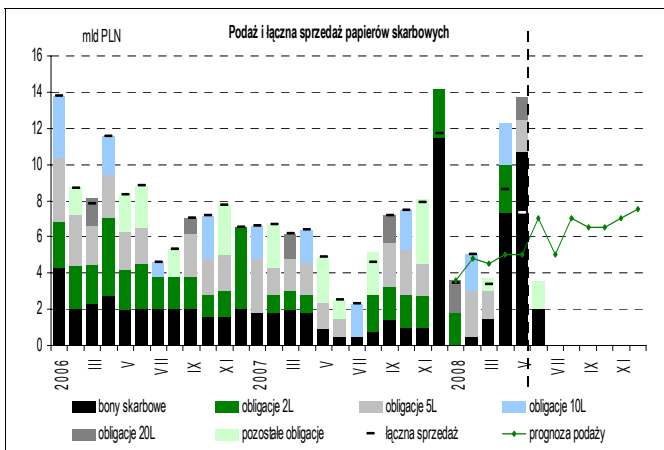
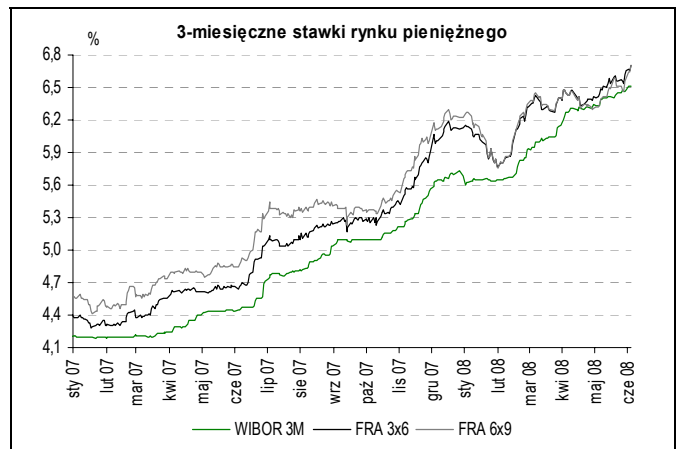
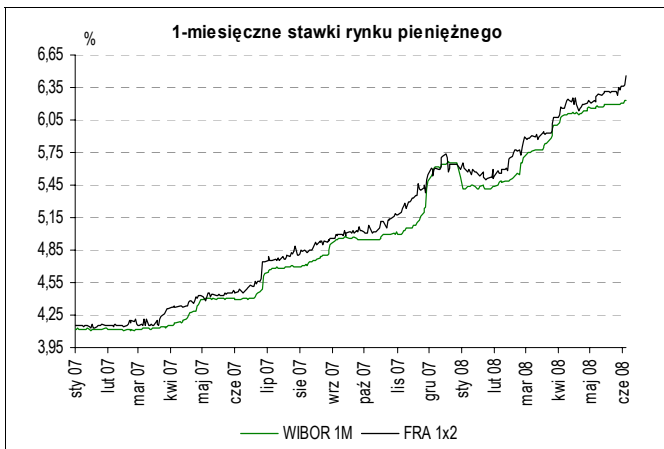
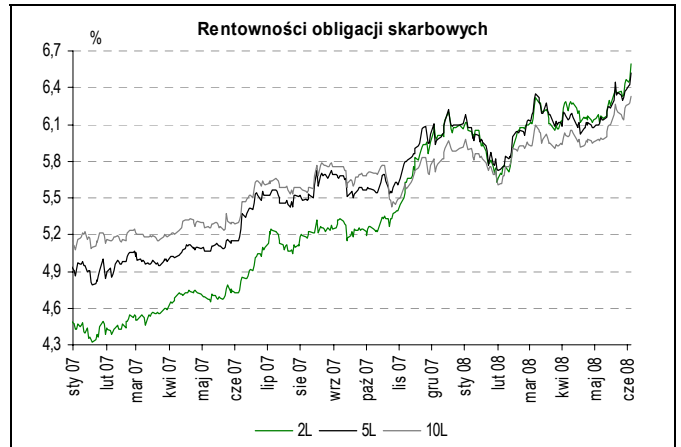
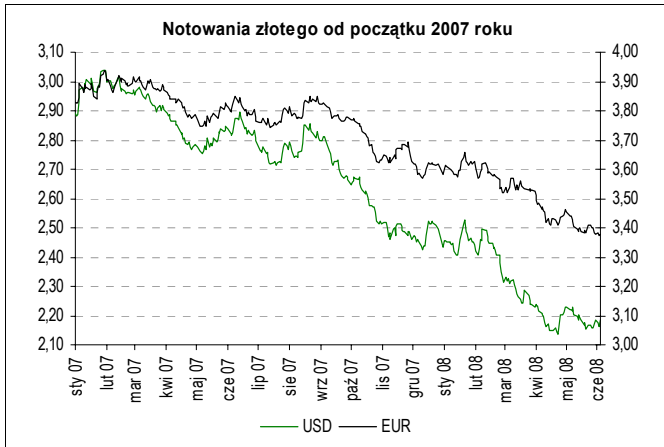
Bazowe rynki obligacji pod presją

▪ W minionym miesiącu zanotowano stopniowy i wyraźny wzrost rentowności na rynkach bazowych. Spadki cen obligacji były związane ze wzrostem obaw inflacyjnych (m.in. w związku z wysokimi cenami surowców (ropa)), jastrzębiami komentarzami przedstawicieli Fed oraz EBC, ograniczaniem oczekiwań na cięcia stóp procentowych zarówno w USA i EMU, a nawet wzrostem oczekiwań odnośnie podwyżek stóp procentowych. Rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów wzrosły w ciągu miesiąca do poziomów 3,91% oraz 4,42% z 3,75% oraz 4,06% przed miesiącem.

▪ Przesunęliśmy oczekiwane obniżki stóp procentowych w strefie euro na I kw. przyszłego roku a w USA oczekujemy cięć do 1,5% w IV kw. tego roku w związku z oczekiwanym opóźnieniem spowolnienia gospodarczego za granicą, które w największym stopniu będzie odczuwalne przyszłym roku. Póki co rynek może być jednak pod wpływem jastrzębich komentarzy z EBC i Fed.

Źródło: Reuters, BZ WBK

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	(OFERTA)*/SPRZEDAŻ				
	52-tyg.	26-tyg.	13-tyg.	5-tyg.	3-tyg. 2-dn.
14.01.2008	2000	-	-	-	-
11.02.2008	500	-	-	-	-
10.03.2008	1417	-	-	737	-
10.04.2008	-	-	-	-	2837
14.04.2008	3134	1005	573	-	-
05.05.2008	2787	-	-	-	2007
26.05.2008	3000/3275	1500/964	1500/1167	-	-
02.06.2008	1500/1496	-	500/810	-	-
09.06.2008	(1000-2000)	-	(1000-2000)	-	-
16.06.2008	(1000-2000)	-	(1000-2000)	-	-
14.07.2008	-	-	-	-	-
11.08.2008	-	-	-	-	-
08.09.2008	-	-	-	-	-

* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

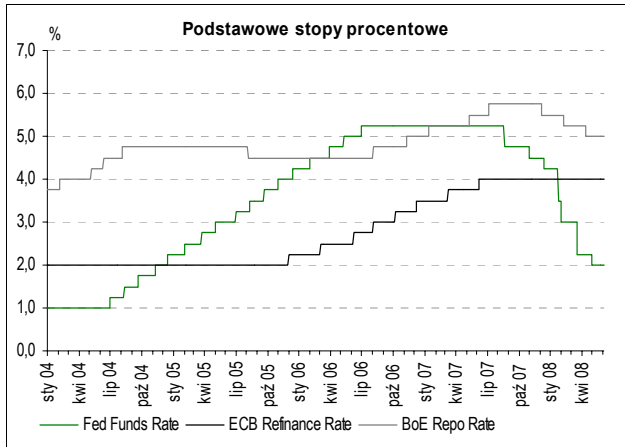
Przetargi obligacji skarbowych w 2008 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg			II przetarg			Przetarg zamiany				
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	sprzedaż
styczeń	02.01	OK0710	1 800	1 655	09.01	WS0922	1 800	1 800	16.01	PS0413 / IZ0816 / WS0922	524 / 766 / 431
lut	06.02	PS0413	2 500	2 500	13.02	DS1017	2 000	2 000	20.02	WZ0816 / WZ0118	855 / 914
marzec	05.03	PS0413	1 500	1 500	12.03	WS0437	700	700	19.03	PS0413/WZ0118/WS0922	1632/ 340 /369
kwiecień	02.04	OK0710	2 700	2 700	09.04	DS1017	2 300	1 208	16.04	PS0413/DS1017	3399/2804
maj	07.05	PS0413	1 800	1 800	14.05	WS0922	1 200	714	21.05	-	-
czerwiec	04.06	IZ0816/WZ011	500/1000	505/719	-	-	-	-	11.06	-	-
lipiec	02.07	2L	-	-	09.07	10L	-	-	-	-	-
sierpień	06.08	2L	-	-	13.08	12L CPI 10L	-	-	-	-	-
wrzesień	03.09	5L	-	-	10.09	20L	-	-	-	-	-
październik	01.10	5L	-	-	08.10	10L	-	-	-	-	-
listopad	05.11	5L	-	-	12.11	12L CPI 10L	-	-	-	-	-
grudzień	03.12	2L	-	-	-	-	-	-	-	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym

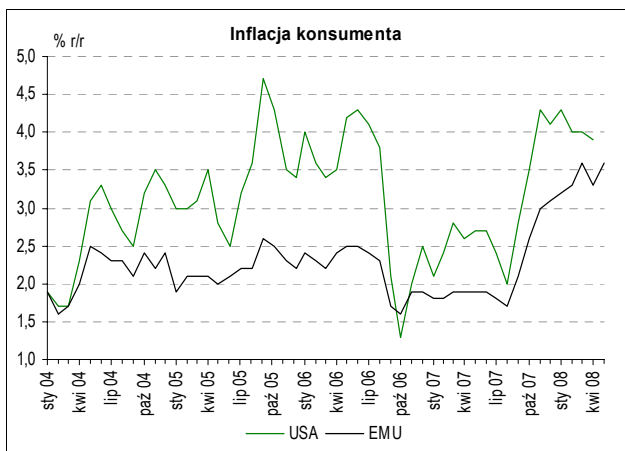
Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy

**W USA i EMU wyceniane podwyżki stóp**

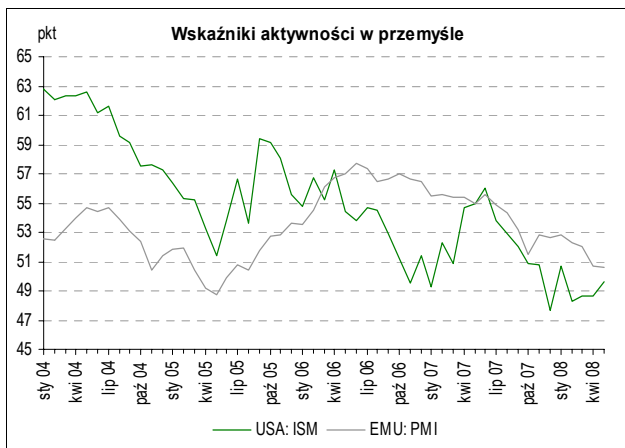
▪ Od momentu, gdy pod koniec kwietnia Fed obniżył stopy procentowe o 25 pb doszło do ograniczenia oczekiwań na dalsze cięcia stóp procentowych w USA. Co więcej po serii wypowiedzi przedstawicieli Fed oraz wobec rekordowo wysokich cen ropy rynek zaczął wyceniać podwyżki stóp. Szef Fed powiedział ostatnio, że w obecnej chwili polityka pieniężna jest dobrze zbilansowana wspierając wzrost gospodarczy oraz utrzymanie stabilności cenowej. Ponadto szef Fed stwierdził, że osłabienie dolara miało pewien wpływ na inflację, na co Fed zwraca szczególną uwagę.

▪ EBC w maju po raz kolejny zostawił stopy procentowe bez zmian (główna stopa procentowa na poziomie 4,0%). Według szefa banku Jean Claude Tricheta ryzyka dla stabilności cenowej w strefie euro wzrosły. Jego zdaniem część członków Rady EBC rozważa podwyżkę stóp w dalszej części tego roku i dodał, że taki ruch byłby możliwy nawet w lipcu.

**Niższa inflacja w USA wyższa w EMU**

▪ Dane o inflacji w USA za kwiecień okazały się niższe od oczekiwań. Ceny wzrosły o 0,2% m/m wobec oczekiwanych 0,3% m/m. Oznacza to roczną inflację na poziomie 3,9% r/r wobec 4,0% r/r w marcu. Co ważne, bazowy indeks cen wzrósł jedynie o 0,1% m/m i 2,3% r/r (2,4% w marcu) wobec prognozowanych 0,2% m/m. Niższe od prognoz były też dane o cenach producentów w USA za kwiecień. Indeks PPI wzrósł o 0,2% m/m (6,5% r/r) a bazowy PPI o 0,4% m/m (3% r/r) wobec oczekiwań na poziomie 0,4% i 0,2%.

▪ Inflacja w strefie euro za kwiecień okazała się zgodna z oczekiwaniami rynku i wstępnym szacunkiem Eurostatu i wyniosła 3,3% r/r (0,3% m/m). Inflacja bazowa wyniosła 0,2% m/m i 2,4% r/r. Wstępne dane o inflacji za maj pokazały wzrost do 3,6% wobec oczekiwań na poziomie 3,5%. PPI za kwiecień wzrósł zgodnie z prognozami o 0,8% m/m i 6,1% r/r.

**Nieco lepsze dane z USA i EMU**

▪ ISM dla amerykańskiego sektora przemysłowego wzrósł w maju do 49,6 pkt z 48,6 pkt. Indeks nowych zamówień wzrósł do 49,7 pkt z 46,5, a indeks produkcji do 51,2 pkt z 49,1. Indeks zatrudnienia nie uległ w sposób istotny zmianie i wyniósł 45,5 pkt. Indeks ISM dla usług w USA spadł w maju do 51,7 pkt z 52,0 pkt. Indeks cen płaconych wzrósł do 77 pkt, blisko najwyższego poziomu od ponad 10 lat.

▪ Indeks PMI dla przemysłu w strefie euro za maj wyniósł 50,6 pkt, nieco powyżej wstępnego szacunku i prognozy na poziomie 50,5 pkt wobec 50,7 pkt w kwietniu. Indeks zamówień eksportowych spadł do 48,6 pkt, najniżej od połowy 2003 r. PMI dla usług spadł zgodnie z oczekiwaniami do poziomu 50,6 pkt z 52 pkt w kwietniu. Indeks zatrudnienia spadł do 51,2 pkt, najniżej od sierpnia 2005, a indeks cen wzrósł do 54 pkt najwyżej od czerwca 2007.

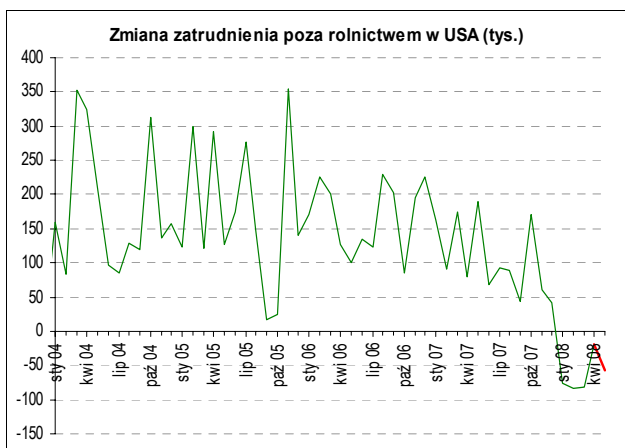
▪ Dane o PKB w USA pokazały wzrost gospodarczy w I kw. na poziomie 0,9% wobec wstępnego szacunku na poziomie 0,6% oraz oczekiwań na poziomie 1%.

▪ Tempo wzrostu gospodarczego w I kw. w strefie euro okazało się wyższe od wstępnego szacunku na poziomie 1,9% r/r i wyniosło 2,2% (0,8% kw./kw.). Pozytywna niespodzianka była efektem przede wszystkim lepszych wyników największej gospodarki strefy euro, tj. Niemiec, a także Francji.

Lepsze sygnałne dane z rynku pracy

▪ Raport ADP z rynku pracy w USA za maj pokazał wzrost zatrudnienia poza rolnictwem w sektorze prywatnym o 40 tys. miejsc pracy wobec prognozowanego spadku o 30 tys. Z kolei dane za kwiecień zostały zrewidowane w górę o 3 tys.

▪ Mimo, że raport ADP okazał się bardziej optymistyczny niż oczekiwano to jego korelacja z oficjalnymi statystykami o zatrudnieniu poza rolnictwem nie jest wysoka. Poza tym sytuacja na amerykańskim rynku pracy nie jest optymistyczna.



Źródło: Reuters, EBC, Rezerwa Federalna

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
9 czerwca PL: Przetarg bonów skarbowych US: Niezakończona sprzedaż domów (IV)	10 US: Bilans handlowy (IV)	11 PL: Przetarg zamiany	12 EZ: Produkcja przemysłowa (IV) US: Ceny w handlu zagranicznym (V) US: Sprzedaż detaliczna (V) US: Liczba nowych bezrobotnych	13 PL: CPI (V) PL: Podaż pieniądza (V) US: CPI (V) US: Wstępny Michigan (VI)
16 PL: Przetarg bonów skarbowych PL: Płace i zatrudnienie (V) EZ: Finalny HICP (V) US: Indeks NY Fed (VI) US: Raport o przepływach kapitału (IV)	17 PL: Bilans płatniczy (IV) DE: Indeks ZEW (VI) US: PPI (V) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (V) US: Produkcja przemysłu (V)	18 PL: Produkcja przemysłowa (V) PL: PPI (V)	19 PL: Minutes RPP (V) US: Liczba nowych bezrobotnych US: Indeks Philadelphia Fed (VI)	20 PL: Inflacja bazowa (V)
23 PL: Wskaźniki koniunktury (VI) DE: Indeks Ifo (VI) EZ: Wstępny PMI sektor przetwórczy (VI) EZ: Wstępny PMI sektor usług (VI)	24 PL: Spotkanie RPP PL: Sprzedaż detaliczna (V) PL: Bezrobocie (V) US: Indeks zaufania konsumentów (VI) US: Indeks cen Case/Shiller (IV)	25 PL: Spotkanie RPP – decyzja US: Zamówienia na dobra trwałe (V) US: Sprzedaż nowych domów (VI) US: Posiedzenie Fed – decyzja	26 US: Liczba nowych bezrobotnych EZ: Podaż pieniądza M3 (V) US: Finalny PKB (I kw.) US: Bazowy PCE (I kw.) US: Deflator PKB (I kw.) US: Sprzedaż domów (V)	27 US: Bazowy PCE (V) US: Finalny Michigan (VI)
30 PL: Bilans płatniczy (I kw.) EZ: Indeks nastrojów (VI) EZ: Wstępny HICP (VI) US: Chicago PMI (VI)	1 lipca EZ: PMI - sektor przetwórczy (VI) US: ISM - sektor przetwórczy (VI)	2 PL: Aukcja obligacji 2-letnich EZ: PPI (V) US: Raport ADP (VI) US: Zamówienia w przemyśle (V)	3 EZ: PMI - sektor usług (VI) EZ: Sprzedaż detaliczna (V) GB: Spotkanie Banku Anglii - decyzja EZ: Spotkanie EBC- decyzja US: Liczba nowych bezrobotnych US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VI) US: Bezrobocie (VI) US: ISM - sektor usług (VI)	4 US: Dzień wolny
7	8 US: Niezakończona sprzedaż domów (V) US: Zapasy hurtowe (V)	9 PL: Aukcja obligacji 10-letnich	10 US: Liczba nowych bezrobotnych	11 US: Ceny w handlu zagranicznym (VI) US: Bilans handlowy (V) US: Wstępny Michigan (VII)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2008 roku

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

* dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty, ^c za listopad 2007 itd.

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		maj 07	cze 07	lip 07	sie 07	wrze 07	paź 07	lis 07	gru 07	sty 08	lut 08	mar 08	kwi 08	maj 08	cze 08
Produkcja przemysłowa	% r/r	8,1	5,6	10,4	8,9	5,4	10,8	8,5	6,4	10,7	15,0	1,0	14,9	5,6	7,4
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	14,8	16,2	17,1	17,4	14,2	19,4	19,2	12,4	20,9	23,8	15,7	17,6	15,0	17,1
Stopa bezrobocia	%	12,9	12,3	12,1	11,9	11,6	11,3	11,2	11,4	11,7	11,5	11,1	10,5	9,8	9,2
Place brutto ^{b c}	% r/r	8,9	9,3	9,3	10,5	9,5	11,0	12,0	7,2	11,5	12,8	10,2	12,6	11,8	10,3
Zatrudnienie ^b	% r/r	4,4	4,6	4,7	4,8	4,7	5,0	5,0	4,9	5,9	5,9	5,8	5,6	5,5	5,4
Eksport (w euro) ^d	% r/r	11,6	10,7	17,0	14,9	8,2	13,6	13,1	8,6	21,9	29,4	19,1	30,6	17,6	18,0
Import (w euro) ^d	% r/r	13,7	20,8	23,3	13,4	13,7	17,7	15,4	15,3	18,8	32,2	21,1	31,0	22,2	20,5
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-957	-1123	-1299	-472	-917	-858	-785	-1644	-644	-874	-1480	-1277	-1575	-1575
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-1246	-1506	-1252	-576	-546	-1158	-95	-1976	-1105	-1166	-1605	-1267	-1775	-1875
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-3,2	-3,5	-3,7	-3,6	-3,8	-3,8	-3,5	-3,7	-3,9	-4,0	-4,2	-4,5	-4,6	-4,7
Deficyt budżetowy (narastająco)	mln PLN	-4,3	-3,7	0,6	0,3	0,2	-4,4	-6,0	-16,9	4,4	0,0	1,9	0,6	-2,9	-6,7
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu ^e	25,2	21,7	-3,6	-1,6	-1,2	26,2	35,5	100,0	-16,4	-0,1	-6,9	-2,2	10,6	24,6
Inflacja (CPI)	% r/r	2,3	2,6	2,3	1,5	2,3	3,0	3,6	4,0	4,0	4,2	4,1	4,0	4,3	4,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,1	1,7	1,5	1,8	1,8	2,0	2,5	2,3	2,9	3,2	2,9	2,5	2,4	2,3
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	16,0	14,7	15,6	16,1	14,4	13,8	13,6	13,4	12,9	13,5	13,6	14,9	14,7	16,0
Depozyty	% r/r	16,4	15,2	15,9	16,3	15,4	15,2	15,1	14,5	14,3	14,7	15,3	16,7	16,4	17,8
Kredyty	% r/r	28,6	29,2	31,4	31,1	31,0	30,6	30,1	30,0	30,3	29,5	29,7	28,4	27,4	26,0
USD/PLN	PLN	2,80	2,84	2,75	2,80	2,73	2,61	2,49	2,47	2,46	2,43	2,28	2,19	2,19	2,18
EUR/PLN	PLN	3,78	3,81	3,77	3,81	3,79	3,71	3,66	3,60	3,61	3,58	3,54	3,45	3,40	3,40
Stopa interwencyjna ^a	%	4,25	4,50	4,50	4,75	4,75	4,75	5,00	5,00	5,25	5,50	5,75	5,75	5,75	6,00
Stopa lombardowa ^a	%	5,75	6,00	6,00	6,25	6,25	6,25	6,50	6,50	6,75	7,00	7,25	7,25	7,25	7,50
WIBOR 3M	%	4,44	4,52	4,78	4,80	5,09	5,13	5,36	5,67	5,64	5,74	6,03	6,29	6,41	6,45
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,43	4,42	4,70	4,80	5,01	5,04	5,30	5,78	5,75	5,66	6,09	6,10	6,10	6,15
Rentowność obligacji 2L	%	4,70	4,93	5,14	5,23	5,25	5,30	5,77	6,06	5,92	5,90	6,17	6,20	6,27	6,40
Rentowność obligacji 5L	%	5,11	5,40	5,50	5,61	5,60	5,59	5,90	6,07	5,94	5,93	6,20	6,12	6,25	6,40
Rentowność obligacji 10L	%	5,28	5,52	5,60	5,68	5,69	5,64	5,70	5,85	5,81	5,82	5,98	5,98	6,10	6,15

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

		2006	2007	2008	2009	I kw. 07	II kw. 07	III kw. 07	IV kw. 07	I kw. 08	II kw. 08	III kw. 08	IV kw. 08
PKB	mld PLN	1 060,0	1 167,8	1 279,0	1 380,0	267,7	281,5	288,5	330,1	294,1	309,7	315,9	359,3
PKB	% r/r	6,2	6,6	5,3	4,5	7,3	6,5	6,5	6,4	6,1	5,6	4,7	4,7
Popyt krajowy	% r/r	7,3	8,3	6,6	6,4	9,3	9,2	8,4	6,5	6,3	6,7	6,6	6,8
Spożycie indywidualne	% r/r	5,0	5,0	5,7	5,5	6,8	4,9	4,8	3,6	5,6	5,7	5,7	5,7
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	14,9	17,6	12,8	12,0	23,8	19,0	16,7	15,2	15,7	14,0	13,0	11,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,5	9,7	6,4	9,0	13,0	8,5	8,1	9,6	8,5	9,3	4,1	3,5
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	11,9	14,0	14,0	10,0	17,4	14,1	12,8	12,2	16,0	12,5	13,3	14,3
Stopa bezrobocia ^a	%	14,8	11,4	8,8	7,5	14,3	12,3	11,6	11,4	11,1	9,2	8,6	8,8
Place realne brutto ^c	% r/r	4,2	6,7	6,1	4,5	5,9	6,5	8,1	6,5	7,2	7,1	5,9	4,4
Zatrudnienie ^c	% r/r	3,2	4,6	5,3	3,2	4,2	4,5	4,8	5,0	5,9	5,5	5,1	4,5
Eksport (w euro) ^b	% r/r	20,4	12,8	14,3	9,0	13,4	12,7	13,1	12,0	23,2	21,9	8,0	5,5
Import (w euro) ^b	% r/r	24,0	17,9	18,4	15,5	19,5	19,7	16,6	16,2	23,7	24,5	14,0	12,5
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-5 539	-11 311	-17 758	-28 336	-2 322	-3 029	-2 684	-3 276	-2 998	-4 427	-4 640	-5 693
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-7 283	-11 499	-18 663	-25 336	-2 468	-3 434	-2 376	-3 221	-3 876	-4 917	-4 232	-5 638
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,7	-3,7	-5,0	-6,2	-2,9	-3,5	-3,8	-3,7	-4,0	-4,2	-4,6	-5,0
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-25,1	-16,9	-23,0	-30,0	-4,8	-3,7	0,2	-16,9	1,9	-6,7	-10,3	-23,0
Deficyt budżetowy	% PKB	-2,4	-1,4	-1,8	-2,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	1,0	2,5	4,2	3,3	2,0	2,4	2,0	3,5	4,1	4,2	4,5	3,9
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	1,4	4,0	3,8	3,0	2,5	2,6	2,3	4,0	4,1	4,3	4,5	3,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,5	2,3	2,6	3,5	3,3	2,0	1,7	2,3	3,0	2,4	2,0	2,9
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	16,0	13,4	13,0	10,5	18,0	14,7	14,4	13,4	13,6	16,0	15,4	13,0
Zobowiązania ^a	% r/r	15,2	14,5	13,2	10,1	17,7	15,2	15,4	14,5	15,3	17,8	16,6	13,2
Należności ^a	% r/r	23,4	30,0	19,0	15,0	26,8	29,2	31,0	30,0	29,7	26,0	22,6	19,0
USD/PLN	PLN	3,10	2,77	2,22	2,24	2,97	2,82	2,76	2,52	2,39	2,18	2,17	2,15
EUR/PLN	PLN	3,90	3,78	3,44	3,38	3,89	3,80	3,79	3,65	3,58	3,42	3,40	3,37
Stopa interwencyjna ^a	%	4,00	5,00	6,00	6,00	4,00	4,50	4,75	5,00	5,75	6,00	6,00	6,00
Stopa lombardowa ^a	%	5,50	6,50	7,50	7,50	5,50	6,00	6,25	6,50	7,25	7,50	7,50	7,50
WIBOR 3M	%	4,21	4,73	6,18	6,20	4,20	4,42	4,89	5,39	5,80	6,38	6,30	6,25
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,18	4,69	6,06	6,00	4,14	4,40	4,84	5,37	5,84	6,12	6,15	6,10
Rentowność obligacji 2L	%	4,57	5,23	6,22	6,10	4,47	4,78	5,21	5,71	5,99	6,29	6,40	6,20
Rentowność obligacji 5L	%	5,03	5,52	6,22	6,10	4,95	5,19	5,57	5,85	6,02	6,25	6,40	6,20
Rentowność obligacji 10L	%	5,22	5,56	6,01	5,90	5,17	5,36	5,66	5,73	5,87	6,08	6,10	6,00

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 04.06.2008 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.

