

W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
<i>Czy wyniki sportowe zależą od gospodarczych?</i>	
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

Olimpijski spokój

▪ **Rada Polityki Pieniężnej zachowuje olimpijski spokój i wciąż czeka na kolejne dane z gospodarki i choć kilku jej członków chciałoby podwyższyć stopy już teraz, dla takiej decyzji wciąż nie ma większości.** Czy jest szansa, aby wniosek o podwyżkę uzyskał większość głosów w najbliższych miesiącach? Wciąż wydaje nam się, że tak będzie. Niemniej, zmiana prognoz gospodarczych dla strefy euro oraz znaczny spadek cen ropy naftowej (możliwość obniżek stóp przez EBC w 2009) powoduje, że będziemy mieli do czynienia raczej z jedną podwyżką, najprawdopodobniej w październiku, po publikacji nowej projekcji inflacji i PKB. Kluczowe dziś pytanie dotyczy oceny siły spowolnienia gospodarczego i jego wpływu na średnioterminowe perspektywy inflacji. Pomimo lepszych od oczekiwań danych o PKB za drugi kwartał, podtrzymujemy nasze prognozy wzrostu PKB poniżej 5% w drugiej połowie tego roku i 4,5% w roku przyszłym. Wyceniana dziś przez rynki możliwość obniżek stóp przez RPP w roku przyszłym pojawi się jeśli globalne czynniki ryzyka dla wzrostu PKB w średnim terminie będą się nasilać. Póki co jednak, inflacja w Polsce jest dwukrotnie wyższa od celu inflacyjnego, miary inflacji bazowej są w trendzie rosnącym, tempo wzrostu płac nie zmniejsza się, a jednostkowe koszty pracy w II kwartale wzrosły o około 10%.

▪ **Trudno utrzymywać duży spokój obserwując sytuację na polskim rynku walutowym.** Co prawda, zgodnie z naszymi prognozami przedstawionymi miesiąc temu, mieliśmy do czynienia z kontynuacją korekty na rynku walutowym, jednak jej skala przekroczyła oczekiwania. O ile jeszcze miesiąc temu nasza prognoza kursu złotego do euro na koniec roku (3,30) wydawała się niektórym zbyt wysoka, teraz spotykamy się z komentarzami, że jest ona zbyt niska. Nie uważamy, aby na polskim rynku walutowym działo się coś bardzo nietypowego, jeśli uwzględnimy sytuację na rynkach globalnych. Dla przykładu, różnica pomiędzy najniższym i najwyższym kursem EURPLN w okresie wakacyjnym wyniosła nieco powyżej 5%, a dla porównania dla kursu EURUSD było to ponad 11%. Zmienność złotego była średnio w tym roku mniejsza niż dla innych walut w regionie, korony czeskiej i węgierskiego forinta. W trakcie wakacji miała miejsce znacząca zmiana nastrojów, ale warto zauważyć, że na początku lipca kurs był bardzo zbliżony do notowanego pod koniec sierpnia. W chwili obecnej, po przereagowaniu kursu walutowego w jedną stronę, mamy do czynienia z odreagowaniem w drugą stronę, czemu sprzyja znaczący spadek kursu EURUSD.

▪ **Biorąc pod uwagę znaczącą niepewność co do kształtowania się podstawowych zmiennych makroekonomicznych i trudność w prognozowaniu scenariuszy zarówno dla gospodarki światowej i polskiej, na początek raportu w *Temacie miesiąca*, proponujemy nieco luźniejszą tematykę.** Czy istnieje zależność pomiędzy wynikami gospodarczymi a sportowymi? Wiele analiz sugeruje, że tak, a my staramy się pokazać jak pod tym kątem można ocenić wyniki poszczególnych reprezentacji na igrzyskach olimpijskich w Pekinie.

Na rynku finansowym 29 sierpnia 2008 r.:					
Stopa depozytowa NBP	4,50	WIBOR 3M	6,50	USDPLN	2,2691
Stopa referencyjna NBP	6,00	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	6,31	EURPLN	3,3460
Stopa lombardowa NBP	7,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	6,16	EURUSD	1,4746

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 05.09.2008 r.

Temat miesiąca

Czy wyniki sportowe zależą od gospodarczych?

Jak powszechnie wiadomo, ważnym zadaniem ekonomistów jest prognozowanie tego co wydarzyć się może w gospodarce i na rynkach finansowych. Ciekawostką jednak jest to, że skomplikowane narzędzia statystyczne służące do prognozowania wykorzystywane są również do przewidywania wyników na sportowych imprezach. W MAKROskopie opublikowanym przed EURO2008 staraliśmy się zresztą pokazać na ile szansa na wygraną w turnieju zależy od wyników gospodarczych. Można tylko przypomnieć, że w tym kontekście wynik polskiej reprezentacji nie był niespodzianką, Hiszpania była jednym z głównych faworytów, a zaskoczeniem mógł być wynik osiągnięty przez Rosję i Turcję.

Przy okazji Igrzysk Olimpijskich od wielu lat powstają opracowania przewidujące zdobycze medalowe dla poszczególnych reprezentacji. Wśród tych raportów ważne miejsce zajmują te przygotowywane przez ekonomistów. Można nawet powiedzieć, że pojawiła się swego rodzaju konkurencja, kto lepiej zaprognozuje wyniki na olimpiadzie – PricewaterhouseCoopers, prof. Andrew Bernard z Dartmouth University czy prof. Daniel Johnson z Colorado College. Dwóch ostatnich jest nawet współautorami prac naukowych, które starały się pokazać jakie czynniki ekonomiczne i polityczne wpływają na potencjał kraju podczas olimpiad.

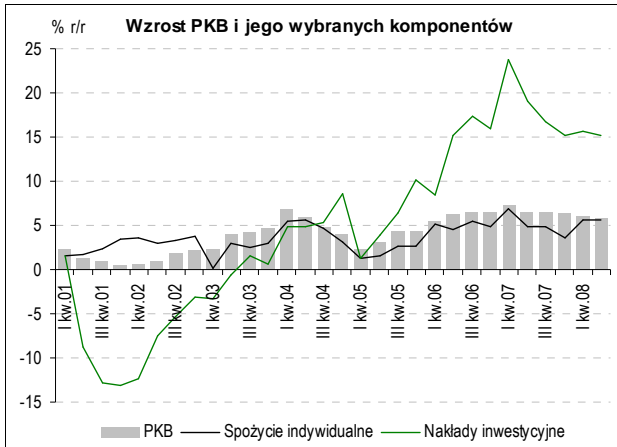
Zgodnie z intuicją, pierwszym czynnikiem wpływającym na zdobytą liczbę medali jest liczba ludności kraju. Od tego zależy przecież liczba uczestników z danego kraju, nawet uwzględniając parytety w przyznawaniu miejsc. Drugi element to dochód narodowy, mierzony najczęściej jako produkt narodowy na jednego mieszkańca. Te dwa czynniki mogą mieć silny wpływ jednocześnie – bogate duże kraje (USA, Wielka Brytania, Niemcy, Francja). Czasami, jeden czynnik działa na tyle mocno, że bardziej niż rekompensuje słabość drugiego elementu – duża populacja w Chinach jest istotniejsza niż zamożność niektórych (nawet dużych) krajów europejskich. W tym kontekście, zastanawiające mogą być kiepskie wyniki Indii czy Indonezji. Można też podać przykłady, że kraje osiągają podobne wyniki medalowe, wykorzystując tylko jeden z powyższych czynników – w Pekinie liczna, ale biedna Etiopia zdobyła tyle samo medali, co nieliczna, ale bogata Dania. Ciekawe jest również to, że w przypadku małych krajów występuje często efekt specjalizacji. Dla przykładu, wszystkie medale w Pekinie dla Irlandii (3) zdobyto w boksie, wszystkie medale dla Jamajki (11) w biegach krótkodystansowych, wszystkie medale dla Kenii

(14) i Etiopii (7) w biegach długodystansowych, niemalże połowa medali dla Australii (20 z 46) w pływaniu. Można jeszcze wspomnieć o mało przyjemnym dla nas wyniku Islandii – jeden medal w piłce ręcznej.

Jedna analiza przygotowana przez ekonomistów badała nawet efekt klimatu (nie gospodarczego, a pogodowego) na liczbę zdobytych medali. Kraje zimniejsze wypadają średnio lepiej, nawet w igrzyskach letnich, co jest zapewne częściowo związane z wyższym rozwojem ekonomicznym. W przypadku igrzysk zimowych większe znaczenie ma dochód na głowę mieszkańca, natomiast efekt populacji jest istotniejszy dla igrzysk letnich. Wyodrębnić można jeszcze kilka innych statystycznie istotnych elementów wpływających na liczbę zdobytych medali na olimpiadzie. Po pierwsze, tzw. „efekt gospodarza”, który zdecydowanie sprzyja lepszym wynikom. Potwierdza to nie tylko wynik Chin w Pekinie, ale również tylko cztery medale dla Grecji w porównaniu z 16 w Atenach. Ponadto, według niektórych badań, kraje pochodzące z byłego Związku Radzieckiego również mogą wykazać się lepszymi wynikami, niż sugerują pozostałe czynniki. Choć ten element według badań prof. Bernarda występował tylko do igrzysk w Sydney, to jednak istnienie systemu jednopartyjnego w Chinach może również przyczyniać się do lepszych wyników. Jak napisał PwC, „sport wydaje się być jedyną dziedziną gdzie centralne planowanie może się sprawdzać”.

Biorąc powyższe czynniki pod uwagę, świetny wynik Chin nie powinien dziwić. Podobnie zresztą, jak największą liczbę medali zdobytych przez USA i trzecie miejsce Rosji. Te kraje skazane były na sukces sportowy na olimpiadzie, chociażby ze względu na zasoby. W porównaniu do prognoz, wyniki USA i Chin były lepsze, a Rosji gorsze. Z kolei powyżej oczekiwań, pomimo obserwowanej tam recesji, wypadła Wielka Brytania. Być może „efekt gospodarza” zaczął działać tym razem wcześniej. Można również stwierdzić, że skoro staramy się wyjaśniać czynniki gospodarczo-politycznymi liczbę zdobytych medali, to dlaczego mamy patrzeć na kraje europejskie oddzielnie. Zażartować można, że zwycięzcą kwalifikacji medalowej powinna być strefa euro (166 medali), nie mówiąc już o Unii Europejskiej jako całości (280 medali), choć oczywiście gdyby sportowcy z tych krajów występowali pod jednym szyldem, to nie mogliby wystawić tylu zawodników. Jeśli chodzi o wynik Polski, to najlepszą prognozę na Pekin przedstawił prof. Bernard (9 medali i mniej niż 4 złote), podczas gdy inni byli bardziej optymistyczni (PwC 14 medali, prof. Johnson 24 medale w tym 6 złotych). Uśredniając, biorąc pod uwagę ekonomiczny potencjał naszego kraju, mogliśmy jednak liczyć na więcej medali, co najmniej o połowę.

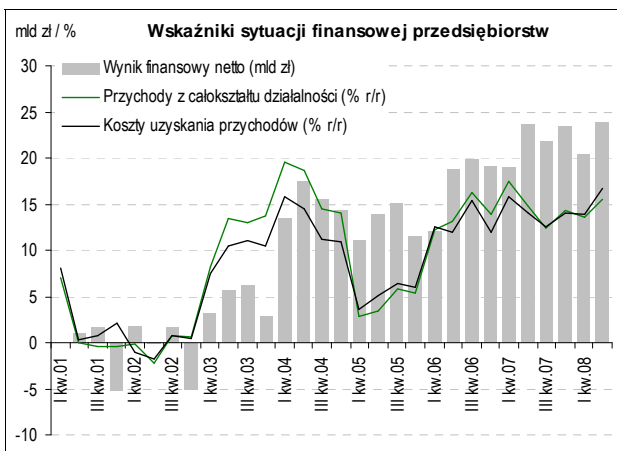
Gospodarka Polski

**II kwartał 2008: nadal solidny wzrost gospodarczy ...**

▪ Spowolnienie wzrostu PKB w II kw. br. było mniejsze od oczekiwań. Wzrost PKB wyniósł 5,8% r/r wobec 6,1% w I kw. Co ciekawe, wzrost wartości dodanej brutto przyspieszył w II kw. do 6,1% r/r z 5,5% w I kw., a wyrównany sezonowo wzrost PKB wzrósł o 1,5% kw/kw wobec 1,4% w I kwartale.

▪ Za dobre wyniki gospodarki w II kwartale w znacznym stopniu odpowiadało utrzymanie szybkiego wzrostu konsumpcji prywatnej (5,6% r/r) i inwestycji (15,2% r/r), przy mniejszym od oczekiwań ujemnym wpływie eksportu netto (-0,6 pkt. proc. wobec -0,4 w poprzednim kwartale). Negatywny wpływ na wzrost gospodarczy miała konsumpcja w sektorze publicznym, która spadła w II kw. o 1,2% r/r.

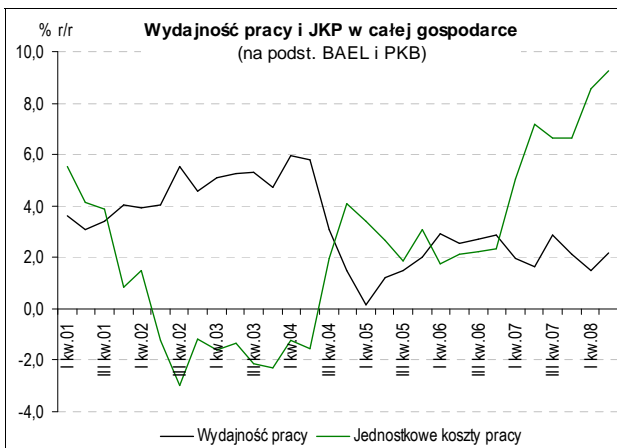
▪ Wg szacunków Eurostatu wzrost PKB w Polsce wyniósł w II kw. br. 6,1% r/r wobec 6,2% w I kw.

**... wyniki firm wciąż rosną (choć coraz wolniej)**

▪ Solidne tempo wzrostu gospodarki znalazło odzwierciedlenie w wynikach finansowych przedsiębiorstw, które w II kw. 2008 poprawiły się po raz kolejny. Jednak tempo poprawy wyraźnie się osłabiło w porównaniu z poprzednimi kwartałami.

▪ Wzrost przychodów pozostał wysoki (ponad 15% r/r), ale jeszcze szybciej rosły koszty, powodując delikatne pogorszenie większości wskaźników ekonomiczno-finansowych, m.in. spadek rentowności obrotu brutto i netto, wzrost poziomu kosztów, spadek płynności finansowej.

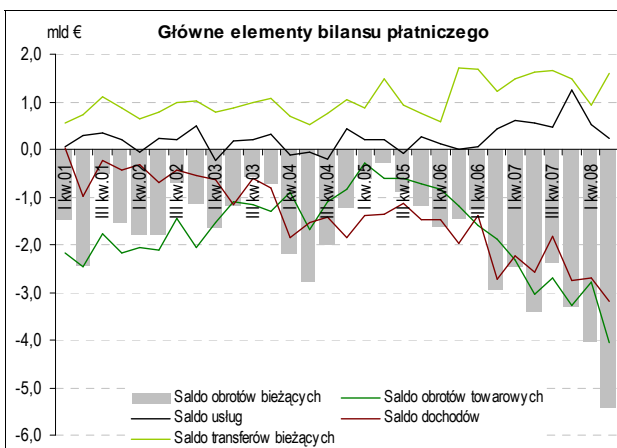
▪ Odsetek firm zajmujących się sprzedażą na eksport obniżył się w I półroczu do 48,2% wobec 48,8% przed rokiem. Spadł też odsetek eksporterów wykazujących zysk oraz pogorszyły się ich podstawowe wskaźniki ekonomiczno-finansowe, chociaż i tak pozostały lepsze niż dla ogółu badanych firm.

**... przy coraz szybszym wzroście kosztów pracy**

▪ Wzrost zatrudnienia w gospodarce w II kwartale nie był już tak imponujący jak na początku roku. Zatrudnienie w całej gospodarce zwiększyło się o 3,7% r/r, a liczba pracujących wg BAEL wzrosła o 3,5% r/r. Jednak napięcia na rynku pracy nie osłabiły się. Wzrost wynagrodzeń brutto ponownie przyspieszył, osiągając w II kw. 11,6% r/r (w sektorze firm ponad 12% r/r).

▪ W efekcie, przy lekkim spowolnieniu wzrostu gospodarczego, wzrost jednostkowych kosztów pracy nabrał tempa, osiągając w II kw. rekordowy poziom 9,2% r/r (szacunek na podstawie danych o wzroście PKB i liczbie pracujących wg BAEL) wobec 8,5% w I kw.

▪ Wzrost wydajności pracy lekko przyspieszył do 2,2% r/r z 1,5% w I kwartale. O ile w przemyśle i budownictwie wydajność pracy rośnie w niezłym tempie (odpowiednio ok. 4% i 9% r/r), to w usługach wydajność spadła po raz kolejny w II kwartale.

**... oraz pogłębiającej się nierównowadze zewnętrznej**

▪ Pomimo utrzymania wzrostu polskiego eksportu na wysokim poziomie (w czerwcu 16% r/r, średnio w II kw. 20,4% r/r), w II kwartale nastąpiło pogłębienie nierównowagi w handlu zagranicznym za sprawą wyraźnego przyspieszenia wzrostu importu (20,2% r/r w czerwcu, średnio ok. 22% r/r w II kw.).

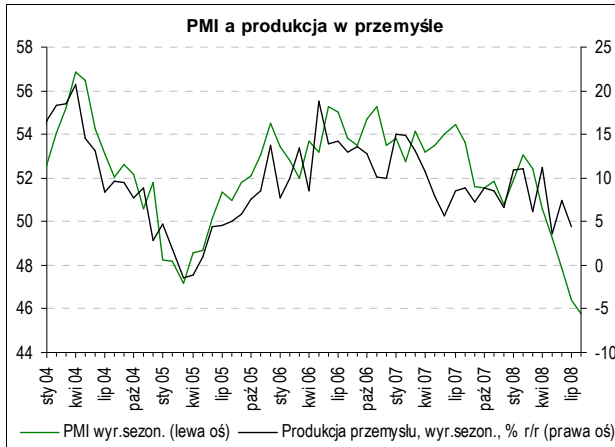
▪ Równocześnie, nastąpiło pogorszenie salda dochodów (na skutek wypłaty wysokich dywidend za granicę) oraz salda usług.

▪ Skumulowany roczny deficyt obrotów bieżących wzrósł na koniec II kw. do ok. 4,5% PKB, a do końca roku przekroczy 5%.

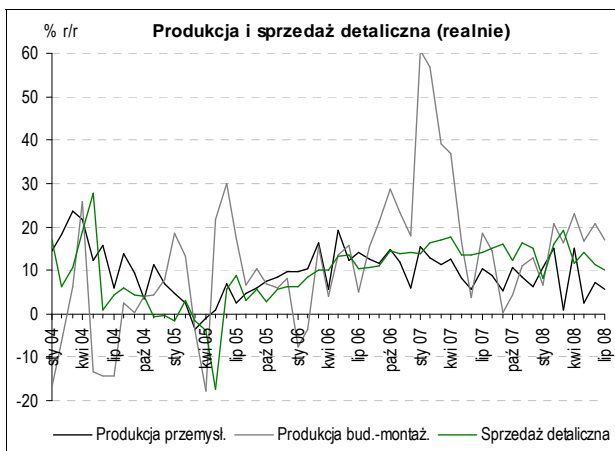
▪ Stopniowo maleje stopień pokrycia deficytu obrotów bieżących napływem inwestycji bezpośrednich. Jednak relacja uwzględniająca zarówno inwestycje bezpośrednie netto, jak i napływ funduszy z Unii Europejskiej jest nadal na bezpiecznym poziomie ok. 100%.

Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

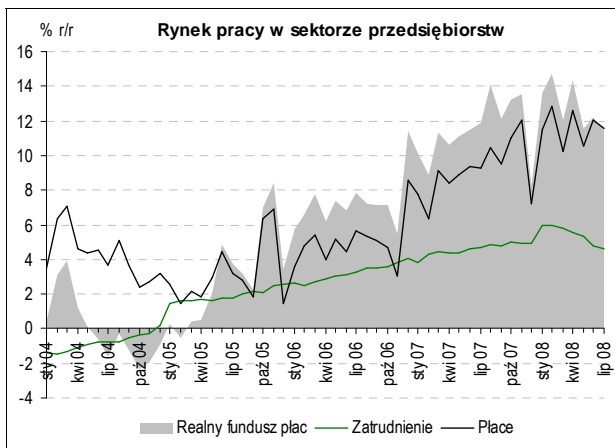
Gospodarka Polski

**Jak mocne będzie spowolnienie w dalszej części roku?**

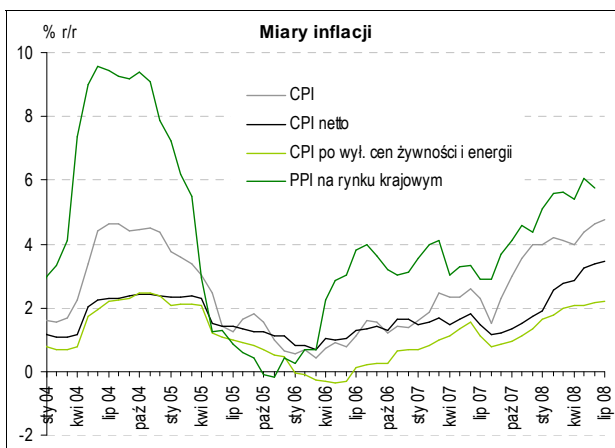
- Wprawdzie wzrost gospodarczy w II kw. był lepszy od prognoz, jednak spowolnienie gospodarcze jest faktem od 1,5 roku. Kluczowe pytanie w tej chwili dotyczy skali tego zjawiska w kolejnych kwartałach. Coraz częściej pojawiają się obawy, że druga połowa roku może przynieść mocniejszy spadek aktywności.
- Wskaźniki koniunktury potwierdzają stopniowe pogarszanie nastrojów przedsiębiorców i konsumentów oraz sygnalizują spadek zamówień w przemyśle. Szczególnie mocny spadek nastąpił w przypadku wskaźnika PMI dla Polski w lipcu i sierpniu.
- Naszym zdaniem, kontynuacja wzrostu popytu na kredyty, oczekiwany większy napływ środków z UE, spadek cen surowców na świecie i osłabienie złotego nadal pozwalają oczekiwać, że spowolnienie będzie umiarkowane. Tempo wzrostu PKB w II półroczu powinno spaść lekko poniżej 5%.

**Słabiej w przemyśle, nienajgorzej w handlu i budownictwie**

- Wzrost produkcji w przemyśle wyniósł w lipcu 5,6% r/r (wyrównany sezonowo 4,4%), potwierdzając, że aktywność ekonomiczna w III kwartale słabnie. W sierpniu dynamika produkcji może się zbliżyć do zera, na co wskazuje mniejsza liczba dni roboczych niż przed rokiem oraz duży spadek PMI.
- Nieco lepszy wynik zanotowano w budownictwie, gdzie produkcja wzrosła prawie tyle co średnio w I półroczu (ok. 17% r/r). Sugeruje to, że dynamika inwestycji na razie nie słabnie. Pytanie, czy malejąca rentowność przedsiębiorstw nie skłoni ich do rewizji planów inwestycyjnych w dalszej części roku.
- Wzrost sprzedaży detalicznej wyniósł 14,3% r/r (realnie 10,1% r/r) i był dwucyfrowy w prawie wszystkich działach oprócz sprzedaży samochodów i żywności. Popyt konsumentów rośnie głównie za sprawą dynamicznego wzrostu dochodów.

**Wzrost płac nadal silny mimo słabnącego popytu na pracę**

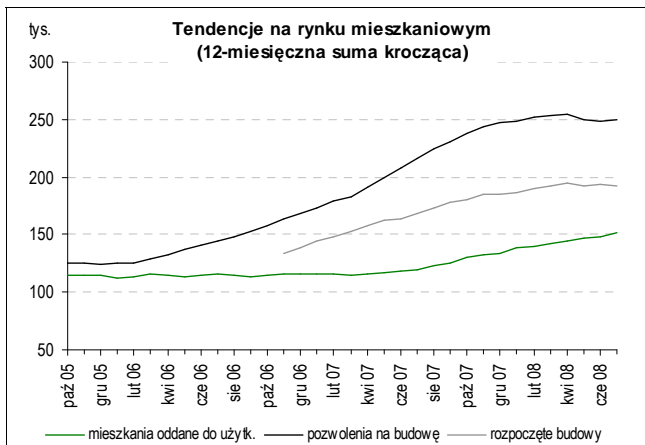
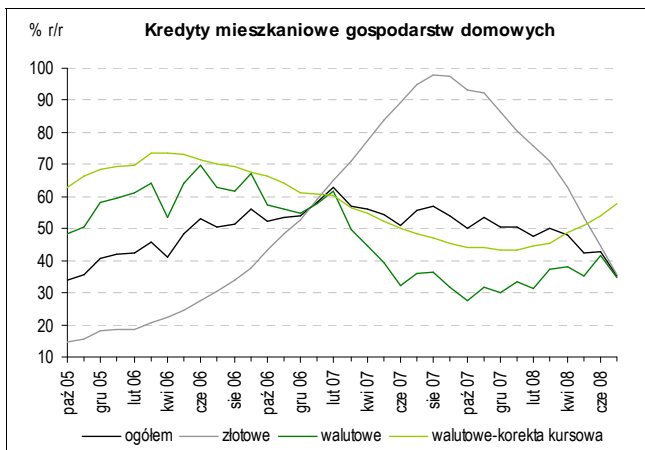
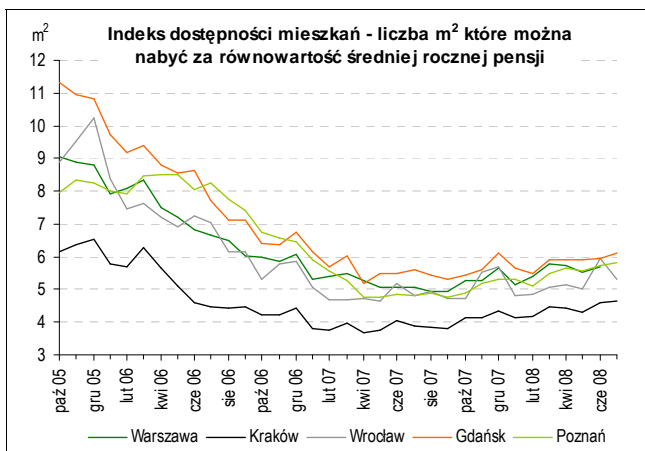
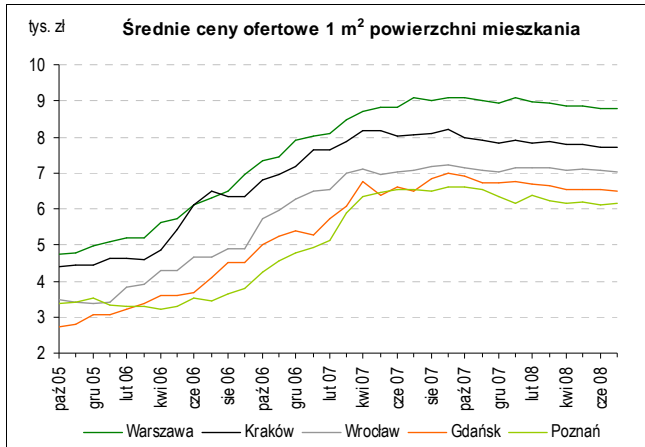
- Pomimo postępującego delikatnego spowolnienia gospodarki, presja płacowa utrzymuje się na podwyższonym poziomie. Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw wyniósł w lipcu 11,6% r/r, spowalniając jedynie nieznacznie z 12% w czerwcu.
- Po dwóch miesiącach stabilizacji zatrudnienia w ujęciu miesięcznym, w lipcu zanotowano wzrost o 0,2% m/m (4,7% r/r). Jednak w przetwórstwie przemysłowym zatrudnienie spadło nieznacznie trzeci raz z rzędu, co wydaje się odzwierciedlać coraz poważniejsze kłopoty eksporterów w obliczu pogorszenia koniunktury za granicą oraz silnego złotego.
- Fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł o 16,8% r/r (realnie 11,5% r/r), słabiej niż w czerwcu i w I półroczu. Jednak dochody ludności rosną szybko, m.in. dzięki rosnącej dynamice świadczeń społecznych (w lipcu ponad 11% r/r).

**Inflacja coraz bliżej poziomu 5%**

- Wzrost CPI przyspieszył w lipcu do 4,8% r/r, najwyższego poziomu od siedmiu lat, w czym pomógł przede wszystkim wzrost rocznej dynamiki cen paliw, nośników energii i żywności. W strukturze inflacji cały czas widoczna jest różnica w zachowaniu cen towarów i usług. Te pierwsze w wielu przypadkach spadają, podczas gdy ceny usług rosną coraz dynamiczniej.
- Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii pozostała na poziomie 2,2%, a inflacja netto wzrosła z 3,4% do 3,5%. W sierpniu należy się spodziewać silnego wzrostu obu wskaźników, a wzrost CPI prawdopodobnie przekroczy 5%.
- Wzrost PPI wyniósł w lipcu zaledwie 2,3% r/r (w przetwórstwie zaledwie 1% r/r). Jednak znaczny wpływ na ten wynik miała aprecjacja złotego. Wskaźnik PPI na rynku krajowym pozostaje wysoki odzwierciedlając wzrost presji kosztowej u producentów.

Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Rynek nieruchomości



Ceny mieszkań bez większych zmian

- Sytuacja na rynku mieszkaniowym pozostaje od kilku miesięcy bez zmian. Średnie ceny nieruchomości w większych miastach pozostają stabilne lub nieznacznie się obniżają, podczas gdy w mniejszych miejscowościach ceny lekko rosną, powoli wyrównując spory dystans wobec liderów.
- Wg danych szybko.pl średnie ceny ofertowe mieszkań najbardziej obniżyły się w ciągu roku (od lipca'07 do lipca'08) w Poznaniu (o 6,2%), Krakowie (o 4,4%) i Warszawie (3,0%). Ceny we Wrocławiu i w Gdańsku pozostały niemal bez zmian.
- Średnie ceny nie oddają w pełni sytuacji na rynku, na którym zachodzi zróżnicowanie w różnych segmentach. Spadek zainteresowania klientów i spadek cen dotyczy przede wszystkim mieszkań o niższym standardzie w blokach. Ceny luksusowych apartamentów utrzymują się dość stabilnie.

Dostępność mieszkań rośnie, ale nie na kredyt w PLN

- Podobnie jak w poprzednich miesiącach, solidny wzrost płac w lipcu i stabilizacja cen nieruchomości doprowadziły do poprawy relacji (na korzyść potencjalnych kupujących) między przeciętnym wynagrodzeniem a kosztem zakupu mieszkania. W ciągu roku liczba metrów kwadratowych mieszkania, które można było nabyć za równowartość rocznej pensji wzrosła o ok. 20% w Poznaniu i Krakowie i ok. 10% w Gdańsku i Wrocławiu.
- Ten czynnik, jak również utrzymujący się strukturalny niedobór mieszkań na rynku, o którym wielokrotnie pisaliśmy, powinny powstrzymać ceny nieruchomości w Polsce przed spadkiem w średnim okresie.
- Z drugiej strony, czynnikiem ograniczającym dostępność mieszkań jest wzrost krajowych stóp procentowych oraz ewentualne zaostrzenie polityki kredytowej przez banki.

Popyt na kredyty mieszkaniowe nadal silny

- Różnica w oprocentowaniu kredytów mieszkaniowych w PLN i CHF powiększa się z każdym miesiącem, co powoduje wzrost zainteresowania klientów zadłużaniem się we frankach.
- Dane NBP pokazały lekki spadek zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów mieszkaniowych w lipcu. Jednak duży wpływ na te dane miało znaczne umocnienie złotego (o ponad 6% w ciągu miesiąca wobec franka szwajcarskiego), w wyniku którego 'stopniała' wartość kredytów udzielonych w walutach. Przekonamy się o tym już w danych za sierpień, w którym kurs złotego odreagował wcześniejsze umocnienie.
- Wg naszych szacunków wartość kredytów mieszkaniowych skorygowana o aprecjację złotego wzrosła w lipcu o rekordową kwotę 6 mld zł wobec czerwca. Roczna skorygowana dynamika tych kredytów wyniosła 49%, wobec 50,2% w czerwcu.

Przybywa nowych mieszkań na rynku

- W lipcu oddano do użytku 14,5 tys. nowych mieszkań, o 26% więcej niż przed rokiem, z czego ok. połowę stanowiły mieszkania na sprzedaż lub wynajem. W ciągu dwunastu miesięcy na rynek trafiło 151,6 tys. nowo wybudowanych mieszkań. W dużej mierze są to efekty inwestycji rozpoczętych w ciągu ostatnich dwóch lat.
- Liczba wydawanych pozwoleń na budowę stopniowo się stabilizuje – lipcu wyniosła ok. 24 tys. (wzrost o 9,1% r/r), a w ostatnich 12 miesiącach ok. 250 tys. W tym czasie liczba nowych rozpoczętych budów wzrosła o ponad 192 tys.
- Deweloperzy zgłaszają utrzymujące się problemy ze sprzedażą nowych inwestycji. Problemy te pogłębia fakt, że spora część oddawanych do użytku mieszkań prawdopodobnie od razu trafia na rynek wtórny.

Pod lupą: Bank centralny

Kluczowe zmiany w komunikacie w porównaniu z komunikatem lipcowym

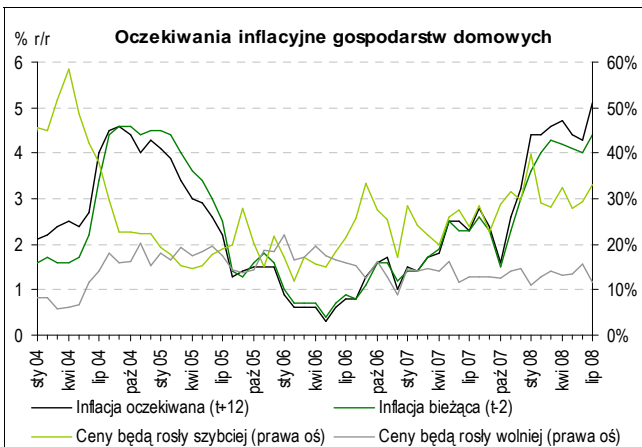
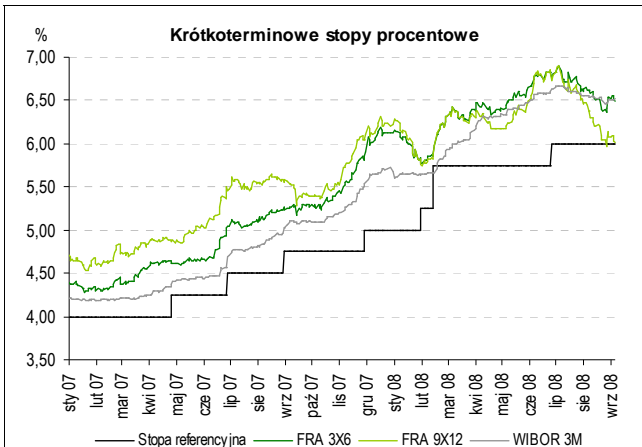
Najnowsze dane dotyczące Stanów Zjednoczonych i strefy euro wskazują na dalsze pogorszenie się perspektyw wzrostu w tych gospodarkach. Zarówno dane o rachunkach narodowych, jak i pozostałe informacje dotyczące aktywności gospodarczej w strefie euro wskazują na silniejsze niż oczekiwano obniżanie się tempa wzrostu PKB w tym regionie. W Stanach Zjednoczonych, mimo korzystnych danych za II kw. br., w kolejnych kwartałach oczekuje się spowolnienia aktywności gospodarczej. Jednocześnie w wielu krajach nadal obserwowany jest wzrost zarówno bieżącej, jak i prognozowanej podwyższonego poziomu inflacji. W ostatnich miesiącach silnie wzrosły w ostatnim okresie wyraźnie obniżyły się ceny ropy naftowej na rynkach światowych, które charakteryzują się przy tym dużą zmiennością, choć pozostają one na relatywnie wysokim poziomie. Utrzymuje się niepewność co do skali wpływu obniżenia aktywności w otoczeniu zewnętrznym na gospodarkę polską.

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach prawdopodobne jest utrzymanie się presji na wzrost wynagrodzeń, jednak obniżające się stopniowo tempo wzrostu gospodarczego i ograniczenie popytu na pracę oraz pogarszająca się sytuacja finansowa przedsiębiorstw powinny łagodzić presję płacową, a w konsekwencji także presję inflacyjną. Podwyższona inflacja w nadchodzących kwartałach będzie wynikała w dużej części ze wzrostu cen regulowanych, a także z obserwowanego wcześniej w gospodarce światowej i oddziałującego na polski rynek wzrostu cen żywności i paliw. Przyszłą inflację mogą także podnosić rosnące ceny niektórych usług, co częściowo wynikać może ze wzrostu cen nośników energii. Utrzymywanie się podwyższonej inflacji rodzi ryzyko utrwalenia się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie, a w konsekwencji ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy. Ponadto wzrost cen nośników energii może stopniowo przenosić się na ceny innych towarów i usług.

W średnim okresie presja inflacyjna może być ograniczana przez nadal dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw oraz wciąż wysoką dynamikę inwestycji oddziałującą w kierunku wzrostu wydajności. W średnim okresie do ograniczania presji inflacyjnej może się przyczynić znaczące spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej, a w konsekwencji także obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego w Polsce. Presja inflacyjna może być nadal osłabiana przez import towarów z krajów o niskich kosztach wytworzenia. W tym samym kierunku będą również oddziaływać dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych NBP oraz obserwowana w minionych kwartałach szybkie tempo aprecjacji we wcześniejszym okresie aprecjacja złotego, które w ostatnim okresie najprawdopodobniej przewyższało tempo aprecjacji kursu równowagi.

Czekamy do października

- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, pomimo utrzymania stóp bez zmian w sierpniu, Rada utrzymała nieformalne jastrzębie nastawienie polityki pieniężnej i nie wykluczyła dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej, stwierdzając, że pełniejsza ocena perspektyw inflacji będzie możliwa po analizie danych napływających w nadchodzącym okresie.
- Wciąż spodziewamy się, że kolejną decyzją Rady będzie podwyżka. Jednak w kontekście coraz mocniejszych sygnałów wyhamowania wzrostu gospodarczego za granicą (w szczególności w strefie euro) oraz obaw o skalę spowolnienia gospodarczego w kraju, wydaje się, że będzie to tylko jedna podwyżka stóp procentowych.
- Przewidywany przez nas wzrost sierpniowej inflacji CPI do ok. 5%, wzrost inflacji netto do ok. 4% oraz inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii powyżej 2,5%, przy utrzymaniu wzrostu płac na dwucyfrowym poziomie, mógłby stanowić impuls do podjęcia takiej decyzji już we wrześniu.
- Z drugiej strony, wskaźniki aktywności za sierpień (produkcja przemysłowa, sprzedaż, eksport) będą prawdopodobnie dość słabe, m.in. ze względu na efekt mniejszej liczby dni roboczych, co z pewnością nie pomoże przekonać we wrześniu do podwyżki tych członków Rady, którzy obawiają się skutków poważnego spowolnienia w II połowie roku.
- Dlatego wydaje nam się, że większość w RPP zdecyduje się wstrzymać z podwyżką do października, kiedy to zostanie opublikowany nowy *Raport o inflacji* i kolejna projekcja inflacji. Jeżeli wyniki nowej projekcji będą potwierdzały scenariusz umiarkowanego, a nie gwałtownego spowolnienia gospodarki oraz dość powolną ścieżkę powrotu inflacji do celu, w październiku czeka nas zapewne podwyżka stóp o 25 pb.



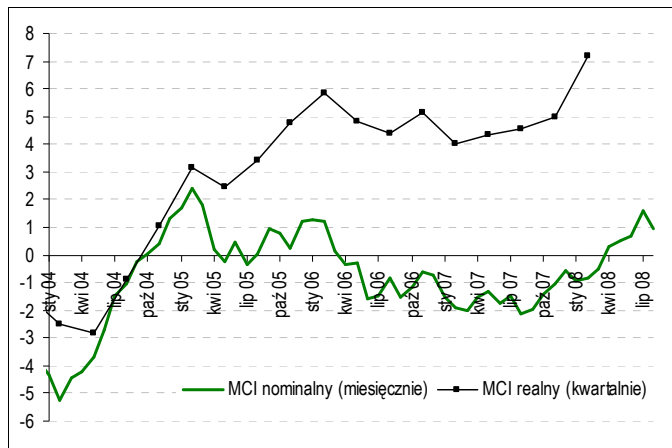
Rynki znów oczekiwały bardziej gołębiego komunikatu

- Sierpniowa decyzja RPP nie zaskoczyła i jej ogłoszenie nie miało wpływu na stawki rynkowe. Istotny wpływ na rynek miał jednak komunikat i konferencja prasowa RPP, po których nastąpił wzrost stawek rynku pieniężnego o prawie 10 pb i osłabienie obligacji. Najwyraźniej niektórzy uczestnicy rynku liczyli na zniesienie restrykcyjnego nastawienia.
- W lipcu również nastąpiła negatywna reakcja rynku stopy procentowej. Wówczas zmiany w „gołębią” stronę w komunikacie były bardziej wyraźne, a co za tym idzie osłabienie rynku obligacji było mniejsze i krótkotrwałe.
- Uważamy, że we wrześniu komunikat również będzie stosunkowo jastrzębi, zostawiający miejsce na kolejną podwyżkę. Wydaje się zresztą, że szansa na podwyżkę stóp już we wrześniu jest większa niż była w lipcu-sierpniu.

Oczekiwania inflacyjne wciąż bardzo wysokie

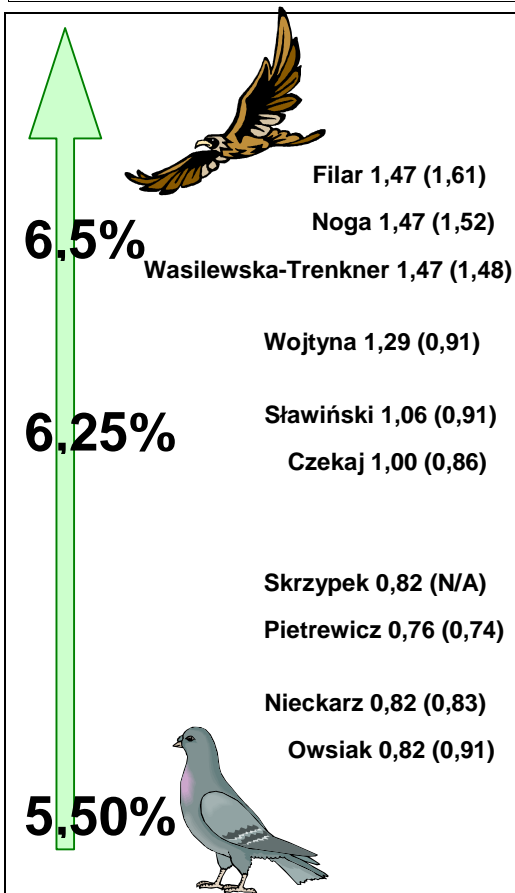
- Dopiero za jakiś czas będziemy mogli powiedzieć, czy zgodnie z tym co mówi RPP „utrzymywanie się podwyższonej inflacji rodzi ryzyko utrwalenia się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie”. Póki co, obserwacja miesięcznych danych odnośnie oczekiwań nie może napawać optymizmem.
- Co prawda pomimo tego, że bieżąca inflacja wzrosła, oczekiwania inflacyjne ustabilizowały się w lipcu na poziomie 5,1%, jednak struktura odpowiedzi wciąż jest dość negatywna z punktu widzenia przyszłej inflacji.
- Ponownie wzrósł odsetek respondentów oczekujących, że ceny będą rosły szybciej niż obecnie (do 33,1%). Dodatkowo na wysokim poziomie (47,1%) jest odsetek osób mówiących, że ceny będą rosły tak samo szybko. Suma tych dwóch odpowiedzi (ponad 80%) jest najwyższa od maja 2004 r.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



MCI w sierpniu lekko w dół, mocniej we wrześniu

- Po wzrostach notowanych od początku roku, indeks restrykcyjności polityki pieniężnej zanotował w sierpniu nieznaczny spadek.
- Pomimo braku zmian parametrów polityki pieniężnej, stawki rynku pieniężnego obniżyły się delikatnie i we wrześniu spodziewamy się ich stabilizacji.
- Dodatkowym czynnikiem odpowiedzialnym za spadek MCI było osłabienie złotego. Choć w sierpniu kurs złotego był wciąż mocniejszy niż notowane w lipcu. W naszych kalkulacjach bierzemy pod uwagę średnie kursy miesięczne, więc wpływ tego czynnika będzie jeszcze bardziej widoczny we wrześniu, wskazując na mniejszą pomoc dla Rady Polityki Pieniężnej w obniżaniu inflacji ze strony rynku walutowego.



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.

Indeks restrykcyjności bez zmian, ale docelowa stopa niżej

Jak pisaliśmy w poprzednim miesiącu, wydawało się, że decyzja o podwyżce stóp procentowych w czerwcu zapadła jedomyślnie. Potwierdzenie tych oczekiwań oznacza, że po raz kolejny nie nastąpiły zmiany w naszym rankingu restrykcyjności członków Rady Polityki Pieniężnej. Będzie to miało miejsce dopiero gdy uwzględnimy wyniki głosowań za podwyżką o 25 w lipcu (i najprawdopodobniej również w sierpniu). Na podstawie wypowiedzi poszczególnych członków wydaje się jednak, że dane napływające z gospodarki (bardziej światowej niż z polskiej) wpłynęły na postrzeganie przez nich docelowej stopy procentowej w okresie 12 miesięcy. Nawet jeśli członkowie Rady nie komunikują tego wprost, czekając na kolejne dane, to „jastrzębie” wyrażają chęć do podwyżek w mniejszej skali niż poprzednio, a „gołębie” zaczynają już mówić o perspektywie obniżek stóp.

Jastrzębie mówią o jednej-dwóch podwyżkach

Miesiąc temu pisaliśmy, że Halina Wasilewska-Trenkner mówiła o konieczności co najmniej dwóch podwyżek stóp procentowych. Publikację kolejnych danych makroekonomicznych zmniejszyły jednak najwyraźniej chęć jeśli chodzi o skalę podwyżek. Choć trzeba przyznać, że wypowiedzi Wasilewskiej-Trenkner były w ostatnim czasie dość zmienne. Jeszcze przed publikacją danych za lipiec powiedziała, że nie obędzie się bez podwyżki, ale „jestem już mniej pewna tego niż jeszcze miesiąc temu, a głównym powodem wahania jest to co dzieje się na świecie z cenami ropy i innych surowców”. Od tamtego czasu ceny ropy spadły, a po danych o PKB usłyszeliśmy z tych samych ust, że te dane to amunicja dla podwyżek, a na pytanie, czy możliwa jest podwyżka jednorazowo o 50 pb Halina Wasilewska-Trenkner odpowiedziała: „nie mogą tego wykluczyć”. W sumie, najlepiej podejście członkini Rady obrazuje stwierdzenie, że jedna podwyżka stóp jest nieunikniona w tym roku. W podobnym tonie wypowiadali się Dariusz Filar, Marian Noga i Andrzej Wojtyna, którzy nie widzieli powodu do odsuwania podwyżek, a czasami wyrażali chęć podwyższania dwukrotnie (Filar). Prawdopodobnie głosowali oni za podwyżką w sierpniu i zgłoszą taki sam wniosek we wrześniu.

Gołębie chcą czekać, a później obniżyć

W wypowiedziach członków Rady znajdujących się po drugiej stronie indeksu restrykcyjności pojawiają się możliwości obniżek stóp. Stanisław Nieckarz powiedział, że pożądanym jest obecnie okres co najmniej stabilizacji stóp procentowych a w przyszłym roku może pojawić się szansa na obniżki. Stanisławowi Owiakowi niełatwo sobie wyobrazić podwyżki stóp procentowych jeśli inflacja i tempo wzrostu PKB zaczną spadać, a głębsza skala tego spadku może wymagać obniżek (w 2009 r.). Mirosław Pietrewicz mówi raczej o stabilizacji stóp, a Prezes Sławomir Skrzypek o konieczności dalszego obserwowania rozwoju sytuacji w Polsce i na świecie.

Czekał i Sławiński: kolejne podwyżki niewykluczone

Jak wiadomo, kluczowymi dla uzyskania większości w Radzie Polityki Pieniężnej są prof. Jan Czekał i prof. Andrzej Sławiński. Rynki finansowe powinny się głównie wsluchiwać w ich głosy. Od publikacji naszego poprzedniego raportu mieliśmy do czynienia z ich kilkoma wypowiedziami, które można określić jako spójne z komunikatami Rady i nie wykluczające kolejnych podwyżek stóp w zależności od publikacji dalszych danych.

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi Ministerstwa Finansów nt. założeń makroekonomicznych budżetu na 2009 r.

Katarzyna Zajdel-Kurowska, wiceminister finansów (TVN CNBC, 3 września)

„Pracujemy nad scenariuszem pomiędzy 4,6 a 5,0% wzrostu PKB w 2009 r. (...) W 2009 roku średnioroczny kurs złotego wobec euro może być zbliżony do bieżącego.

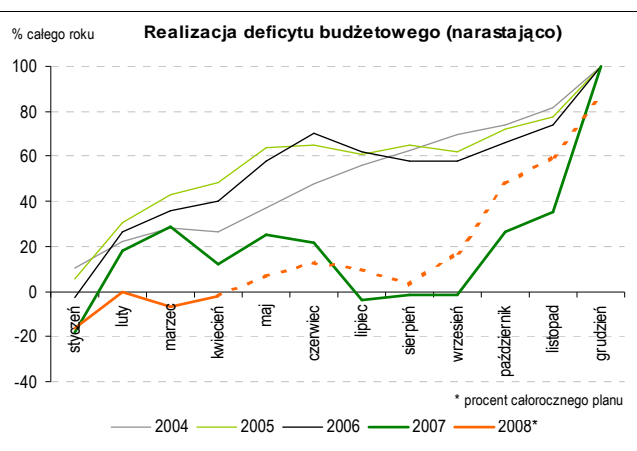
Katarzyna Zajdel-Kurowska, wiceminister finansów (Reuters, 1 września): Bilans ryzyk dla inflacji się poprawił w kierunku niższej inflacji. Biorąc pod uwagę sytuację na rynku żywnościowym i rynku paliw nie widzimy potrzeby zmiany tej prognozy. Jest to prognoza realistyczna, biorąc także pod uwagę ceny administracyjne. (...) Z naszej oceny sytuacji wynika, że bilans ryzyk jest po stronie niższego PKB niż podawaliśmy, ale MF nie podjął ostatecznej decyzji co do dynamiki i struktury. PKB może być niższe niż założone wcześniej 5,0 procent. Piątkowe dane z GUS dotyczące struktury PKB wpływają na opóźnienie tej prognozy. (...) prace nad założeniami makro i stroną dochodową budżetu powinny zakończyć się w tym tygodniu.

Prognoza PKB niżej, inflacji bez zmian

▪ W ubiegłym miesiącu pisaliśmy, że na przełomie sierpnia i września może dojść do rewizji założeń makroekonomicznych budżetu. Ministerstwa zapowiadało, że prace zakończą się do 5 września, co było jednocześnie datą zamknięcia naszego raportu. Prawdopodobnie ministerstwo czekało z ogłoszeniem nowych prognoz na ich zatwierdzenie przez Radę Ministrów.

▪ Według *Rzeczpospolitej*, MinFin zrewidowało prognozę PKB na 4,8% z 5,0%. Byłoby to ruchem w dobrym kierunku, choć wciąż nie na tyle istotnym, aby prognozę uznać za konserwatywną.

▪ Jednocześnie ministerstwo utrzymuje optymistyczny szacunek inflacji średniorocznej później 3%. Gdyby rzeczywiście inflacja miała spaść do takiego poziomu, to przy mniejszym wzroście PKB, zaplanowane wysokie dochody budżetowe mogłyby być zagrożone.



Tegoroczny budżet nadwyczaż dobrze

▪ Deficyt budżetowy wyniósł po lipcu 2,7 mld zł co oznacza że odnotowano miesięczną nadwyżkę. Co więcej, według ministerstwa po sierpniu deficyt wyniósł niecały miliard złotych.

▪ Oznacza to, że deficyt jest znacznie poniżej wartości prognozowanych przez MF jakiś czas temu. Wynika to z niezrealizowanych wydatków (rzędu kilkudziesięciu miliardów zł), co jest głównie związane z wykorzystywaniem funduszy unijnych poniżej planu. Jednocześnie dochody rosną wolniej niż założone w ustawie (po lipcu niecałe 10% r/r wobec planu 19,5%). Wynika to w znacznej mierze z przepływów funduszy unijnych, jednak wpływy z podatków pośrednich są również poniżej planu (po lipcu 9,3% w porównaniu z planem 12,7%).

▪ Ministerstwo zakłada, że deficyt na koniec roku wyniesie 20-24 mld zł. Według nas będzie to bliżej górnej granicy tego przedziału.

Główne cele projektu ustawy o finansach publicznych

1. Wzmocnienie oraz poprawa przejrzystości finansów publicznych (ograniczenie form organizacyjno – prawnych sektora finansów publicznych)
2. Wprowadzenie Wieloletniego Planu Finansowego Państwa oraz wieloletniej prognozy finansowej w jednostkach samorządu terytorialnego
3. Wprowadzenie rozwiązań w zakresie budżetu zadaniowego
4. Przyjęcie stabilnych rozwiązań sprzyjających prowadzeniu racjonalnej gospodarki finansowej w budżecie państwa oraz w budżetach jednostek samorządu terytorialnego
5. zaproponowanie nowych regulacji usprawniających oraz wzmacniających system audytu wewnętrznego
6. wzmocnienie norm ostrożnościowych w budżecie państwa oraz w budżetach jednostek samorządu terytorialnego
7. Wprowadzenie zmian w zakresie gospodarowania środkami europejskimi i innymi środkami pochodzącymi ze źródeł zagranicznych, bezzwrotnych

W przypadku, gdy wartość relacji kwoty państwowego długu publicznego do PKB jest większa od:

1. 47% ale mniejsza od 52% - to w projekcie ustawy budżetowej uchwalonym przez rząd na nowy rok budżetowy deficyt budżetu państwa nie może być wyższy niż deficyt budżetu państwa wynikający z ustawy budżetowej na aktualny rok budżetowy,
2. 52% ale mniejsza niż 55% - rząd uchwała projekt ust. budż., w którym przyjmuje się poziom różnicy dochodów i wydatków budżetu państwa, zapewniający, że relacja długu Skarbu Państwa do PKB przewidywana na koniec roku budżetowego, którego dotyczy projekt ustawy, będzie niższa od relacji ogłoszonej do 31 maja za poprzedni rok budżetowy oraz nie przewidyuje się wydatków na nowe inwestycje, których wartość jednostkowa przekracza 500 mln zł, a okres realizacji przekracza 2 lata,
3. 55% ale mniejsza od 60% - nie przewiduje się wzrostu wynagrodzeń pracowników państwowej sfery budżetowej, dokonywania wydatków na nowe inwestycje oraz ogranicza się waloryzację emerytur i rent do poziomu wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych za poprzedni rok budżetowy a także wprowadza się zakaz udzielania pożyczek i kredytów z budżetu państwa.

Nowa ustawa o finansach publicznych

▪ Projekt nowej ustawy o finansach publicznych przewiduje zmiany w trzech głównych obszarach: zmianę progów ostrożnościowych odnośnie długu publicznego do PKB, wprowadzenie Wieloletniego Planu Finansowego (WPF) oraz zmiany w zakresie organizacji sektora finansów publicznych.

▪ WPF ma być przygotowywany w horyzontach czteroletnich dla sektora rządowego i samorządowego. Rząd byłby zobowiązany do ustalenia poziomu deficytu na kolejny rok budżetowy na poziomie wynikającym z WPF (w sytuacjach szczególnie uzasadnionych dozwolone byłoby przyjęcie wyższego deficytu).

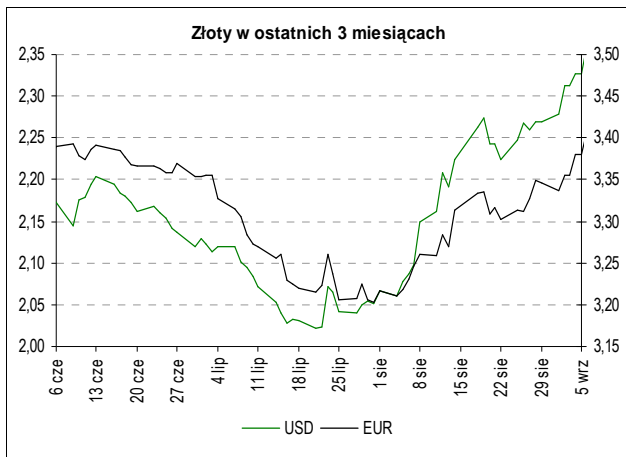
▪ W przypadku organizacji sektora chodzi m.in. o likwidację gospodarstw pomocniczych, zakładów budżetowych, funduszy celowych oraz wprowadzenie budżetowania zadaniowego oraz usprawnienie i wzmocnienie systemu audytu wewnętrznego.

... i nowe progi ostrożnościowe dla długu publicznego

▪ Projekt wprowadza dwa dodatkowe progi ostrożnościowe na poziomie 47% i 52% zamiast progów na poziomie 50%. Przy przekroczeniu 55% rząd dodatkowo dokonuje przeglądu wydatków i inwestycji wieloletnich. Ostatni czwarty próg konstytucyjny (60%) wymaga przedstawienia programu sanacyjnego oraz brak deficytu, poręczeń i gwarancji JST.

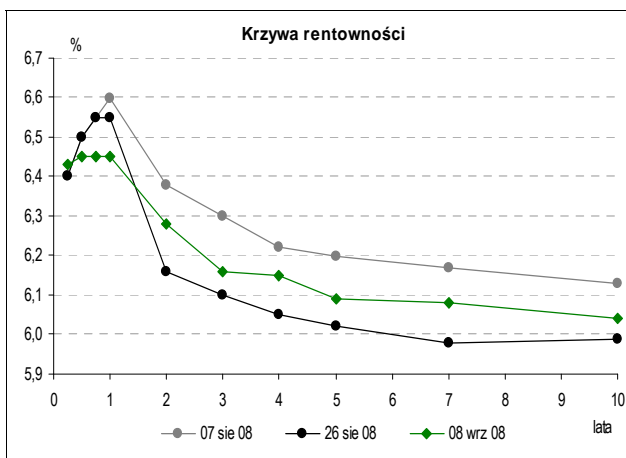
▪ Zmiany powyższe mają zwiększyć wiarygodność Polski i zmniejszyć koszty obsługi długu (500 mln zł w ciągu roku). Ta skala oszczędności nie jest weryfikowalna, jednak pozytywnie oceniamy proponowane zmiany i stopniowe zwiększanie obostrzeń dla rządu przy uchwalaniu projektów budżetowych po przekroczeniu kolejnych progów. Również pozytywnie jest zwiększenie racjonalności gospodarowania środkami, wiarygodności, przejrzystości i przewidywalności polityki fiskalnej.

Monitor rynku



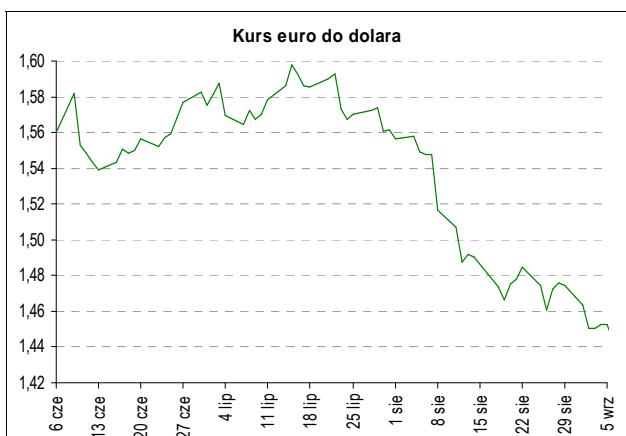
Fala wyprzedaży złotego

- Po osiągnięciu rekordowego poziomu 3,20 wobec euro złoty zaczął tracić na wartości od początku sierpnia, a tendencja ta przybrała na sile na początku września, kiedy zaczął zbliżać się do poziomu 3,50 i 2,50 do dolara. Do deprecjacji krajowej waluty przyczynił się zyskujący na globalnym rynku dolar. Ruch EURPLN w górę notowany od początku sierpnia jest największym (ok. 9%) i najdłuższym od ok. 2 lat.
- Sądzymy, że obecna sytuacja na rynku walutowym jest przejściowa. Perspektywy gospodarki polskiej nie zmieniły się znacząco w ostatnim miesiącu, a ruch złotego jest korektą po nadzwyczajnym umocnieniu w lipcu. Przereagowanie rynku mogło też uruchomić stop-lossy zwiększając element niepewności na rynku. Wg nas złoty powinien zacząć odrabiać straty, choć odreagowanie może być hamowane w przypadku dalszej aprecjacji dolara wobec wspólnej waluty europejskiej.



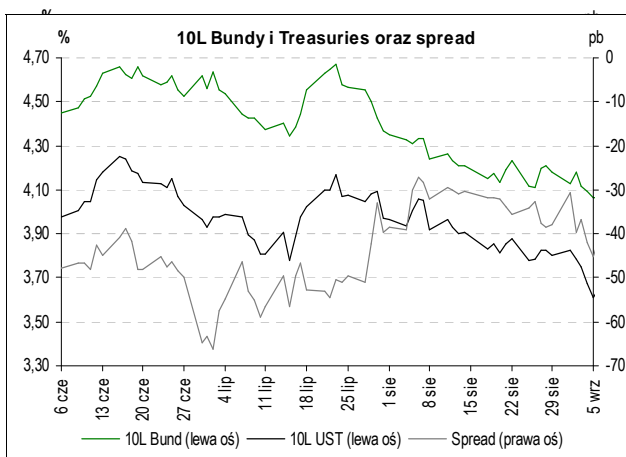
Kontynuacja umocnienia na rynku długu

- Na krajowym rynku walutowym w ciągu miesiąca zanotowano spadek rentowności na całej krzywej o ok. 10-15 pb przy nieco większym wzroście cen na dłuższym jej końcu. Do umocnienia przyczyniła się m.in. sytuacja na bazowych rynkach długu, gdzie odnotowano znaczące umocnienie. Do wzrostów cen przyczyniły się też komentarze członków RPP, których ton złagodził, wstępny szacunek inflacji MF za sierpień oraz dane o produkcji.
- Biorąc pod uwagę nasz scenariusz bazowy na dalsze ruchy Rady Polityki Pieniężnej nie spodziewamy się dalszego znaczącego umocnienia. Wobec rozważań nt. spowolnienia gospodarczego kluczowe znaczenie dla rynku mogą mieć dane o aktywności ekonomicznej (możliwy spadek produkcji w ujęciu rocznym). Z kolei przeciw umocnieniu będą działać dane dotyczące inflacji. Sporo będzie zależeć od rynków bazowych i danych z zagranicy, które zyskują na znaczeniu dla RPP.



Gwałtowne odreagowanie dolara

- W ostatnim miesiącu zanotowano dalszy spadek cen ropy nawet do 101\$ za baryłkę w związku z uspokojeniem obaw o negatywne skutki huraganu Gustav oraz braku eskalacji konfliktu Rosja-EU w związku z wojną w Gruzji. Ten czynnik oraz zwiększenie obaw, że spowolnienie gospodarcze dotknie w większym stopniu także inne gospodarki poza amerykańską spowodowało gwałtowne umocnienie dolara. Od połowy lipca kurs EURUSD spadł o 12,5%, a od poł. sierpnia o 8%.
- Umocnienie dolara przyszło nieco wcześniej niż się spodziewaliśmy. Podtrzymujemy opinię, że w dłuższej perspektywie dolar powinien się umacniać wobec euro, choć w wolniejszym tempie (do 1,40 na koniec roku). W najbliższych tygodniach mogą pojawić się korekty kursu EURUSD w górę z możliwością dojścia do poziomu 1,45 (ważny poziom oporu).

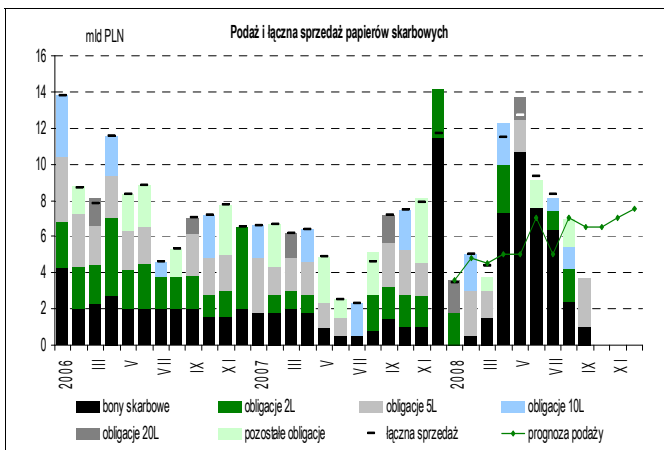
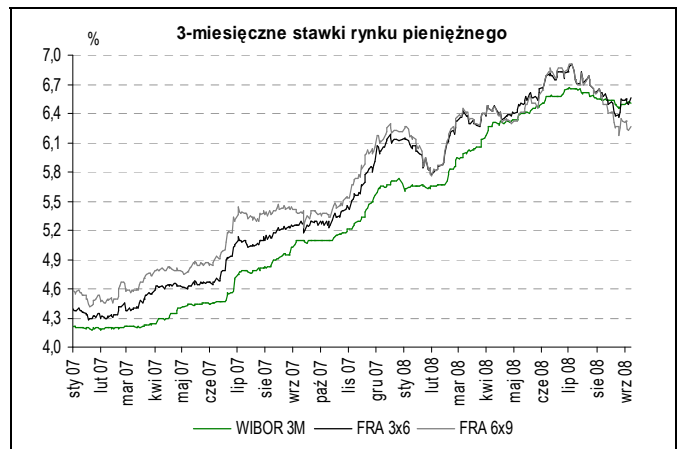
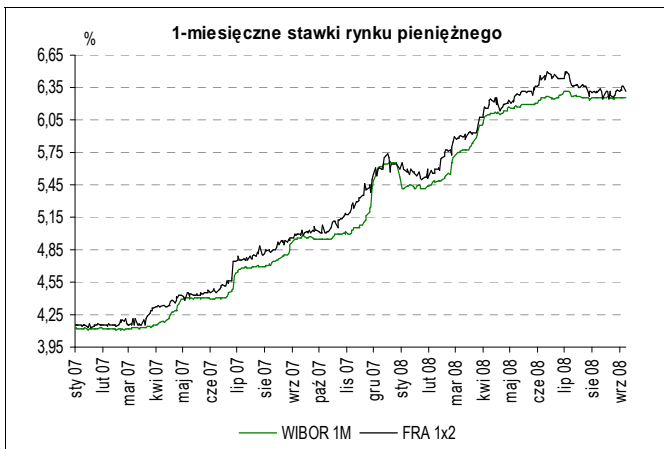
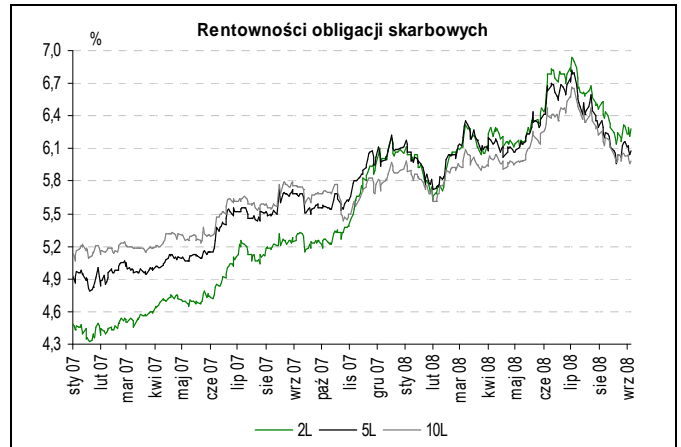
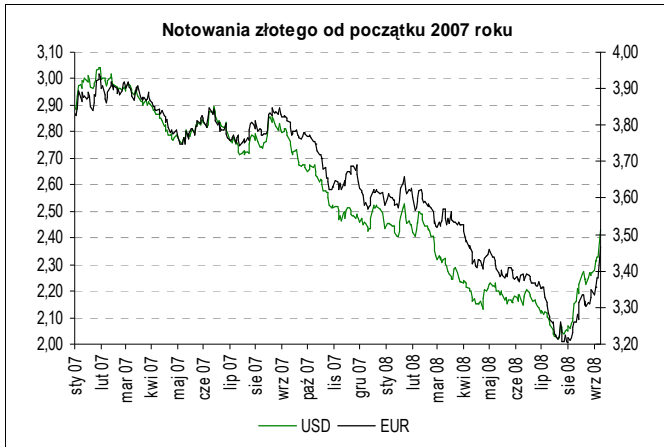


Spadek stawek na rynkach bazowych

- Na bazowych rynkach długu doszło do znaczącego umocnienia. Rentowności 10-letnich amerykańskich Treasuries spadły o 30 pb do 3,74%, a Bundów o 25 pb do 4,07%. Umocnieniu obligacji sprzyjały spadki cen ropy, które korzystnie wpłynęły na perspektywy inflacyjne, słabe dane z USA (m.in. z rynku pracy), negatywne informacje z sektora finansowego oraz spadki na rynkach akcji jak również słabe dane z gospodarki strefy euro (lfo, obniżki prognoz PKB dla EMU).
- Jeśli inflacja spadnie szybko pod wpływem obniżenia cen paliw to spowolnienie gospodarcze w strefie euro może przyczynić się do obniżek stóp procentowych przez EBC w 2009 r. Taka perspektywa może powodować dalszy stopniowy spadek stóp rynkowych w strefie euro. W Stanach Zjednoczonych stopy procentowe pozostaną bez zmian być może nawet do końca 2009 r., co w krótkim terminie może również spowodować wzrost cen. Duży wpływ na zachowanie rynków będzie miał też rozwój wydarzeń na rynku ropy.

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.
09.06.2008	1400/1320	-	1400/1577	-	-	-
16.06.2008	1400/1443	-	1400/1449	-	-	-
07.07.2008	1200/965	-	500/709	-	-	-
14.07.2008	1200/1298	-	500/629	-	-	-
21.07.2008	-	1000/1000	500/500	-	-	-
28.07.2008	-	1000/1023	500/526	-	-	-
04.08.2008	1200/1200	1200/1200	-	-	-	-
11.08.2008	700/700	700/700	-	-	-	-
18.08.2008	500/500	500/500	-	-	-	-
01.09.2008	500/500	500/502	-	-	-	-
08.09.2008	500/500	500/500	-	-	-	-
15.09.2008	0-2000	0-2000	-	-	-	-
13.10.2008	0-2000	0-2000	-	-	-	-

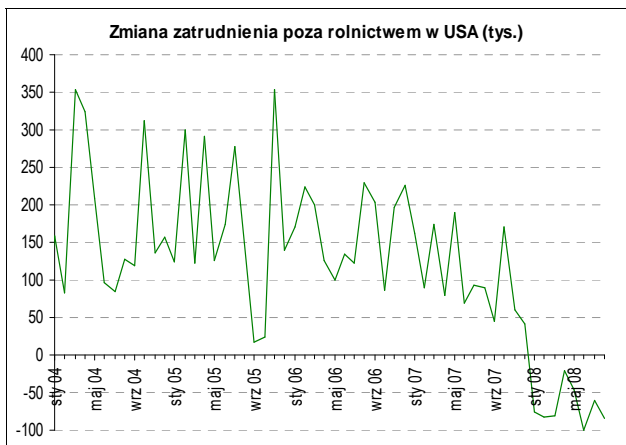
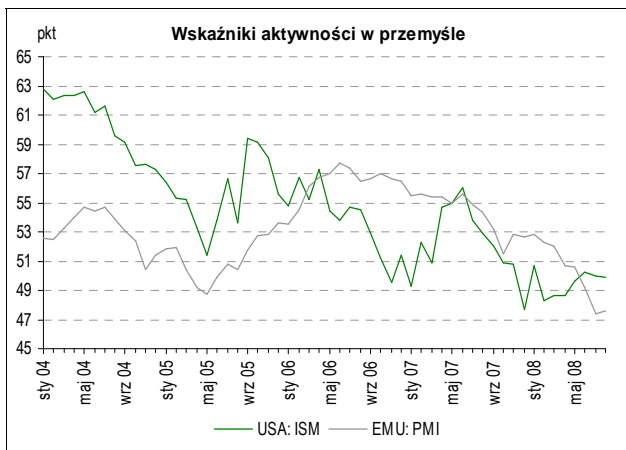
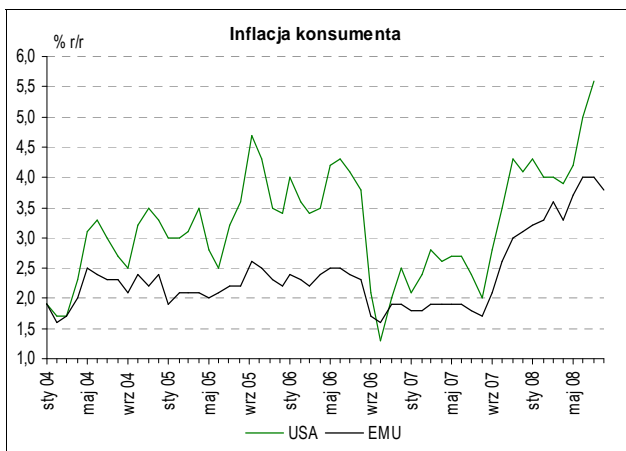
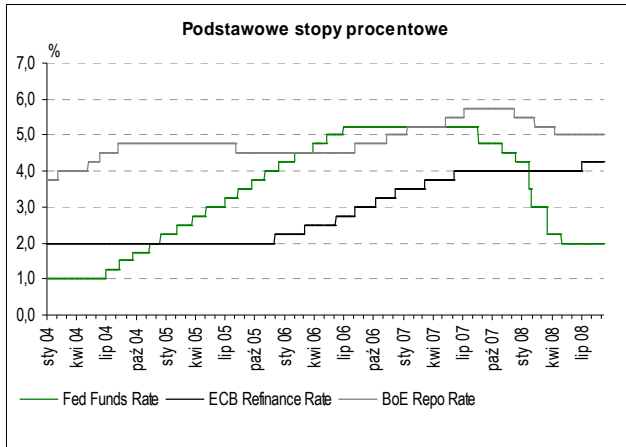
* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

Przetargi obligacji skarbowych w 2008 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg			II przetarg			Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	data	obligacje	oferta	data	obligacje	sprzedaż
styczeń	02.01	OK0710	1 800	09.01	WS0922	1 800	16.01	PS0413 / IZ0816 /	524 / 766 / 431
lut	06.02	PS0413	2 500	13.02	DS1017	2 000	20.02	WZ0816 / WZ0118	855 / 914
marzec	05.03	PS0413	1 500	12.03	WS0437	700	19.03	PS0413/WZ0118/WS0922	1632 / 340 / 369
kwiecień	02.04	OK0710	2 700	09.04	DS1017	2 300	23.04	PS0413/DS1017	3399/2804
maj	07.05	PS0413	1 800	14.05	WS0922	1 200	21.05	OK0710/PS0413/DS1017	0/0/0
czerwiec	04.06	IZ0816/WZ011	500/1000	-	-	-	11.06	przetarg nie został zorganizowany	
lipiec	02.07	OK0710	1 000	09.07	DS1017	700	23.07	PS0413	1558
sierpień	06.08	OK0710	1 800	13.08	WZ0118 IZ0823	1 000 500	22.08	DS1017	1244
wrzesień	03.09	PS0413	2 640	10.09	WS0429	1 000	-	-	-
październik	01.10	5L	-	08.10	10L	-	-	-	-
listopad	05.11	5L	-	12.11	12L CPI 10L	-	-	-	-
grudzień	03.12	2L	-	-	-	-	-	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym

Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, EBC, Rezerwa Federalna

Stopy procentowe w USA i EMU bez zmian

▪ W *minutes* z ostatniego posiedzenia Fed napisano, że jeśli dojdzie do następnego ruchu na stopach procentowych, będzie to ruch w górę. W dokumencie stwierdzono też, że część członków Fed wyraża obawę, iż inflacja bazowa nie wróci do pożądanych poziomów, chyba że dokonane zostanie zaostrożenie polityki monetarnej, szybsze niż spodziewałby się tego rynek. Fed podkreślił, iż wszystko zależy od dalszego rozwoju sytuacji na rynkach finansowych i w gospodarce.

▪ EBC zgodnie z oczekiwaniami pozostawił stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna na poziomie 4,25%). Ton komentarzy prezesa EBC sugerował małe szanse na cięcia stóp w EMU w najbliższym czasie. Trichet podkreślił, że głównym celem EBC jest zachowanie stabilności cenowej oraz zapobieżenie efektom drugiej rundy, które mogą wynikać z utrzymującej się podwyższonej inflacji w obliczu presji płacowej.

Spadek inflacji w EMU, dalszy wzrost w USA

▪ Finalne dane o inflacji HICP w strefie euro za lipiec pokazały nieco niższą dynamikę (4,0% r/r) od wstępnych szacunków (4,1% r/r). Inflacja bazowa pozostała na poziomie 2,5%. Wg wstępnych prognoz za sierpień inflacja spowolniła do 3,8% r/r, do czego mogły przyczynić się znaczne spadki cen ropy. Indeks PPI wzrósł o 1,1% m/m (9,0% r/r). EBC podwyższył jednak prognozy inflacji na lata 2008 i 2009 do 3,5% r/r i 2,6% z 3,4% i 2,4%,

▪ CPI w USA wzrósł w lipcu o 0,8% m/m (5,6% r/r) wobec konsensusu rynkowego na poziomie 0,4%. Inflacja bazowa wyniosła zgodnie z oczekiwaniami 0,3% m/m. Indeks PPI wzrósł o 1,2% m/m (9,8% r/r – najwyższa dynamika od 27 lat) wobec oczekiwań na poziomie 0,6%. Wskaźnik bazowy PPI także był wyższy od prognoz (0,2% m/m) i zanotował wzrost o 0,7% m/m (3,5% r/r - najwyższej od 17 lat). Dane potwierdziły narastanie presji kosztowych w amerykańskiej gospodarce.

Słabsze prognozy PKB dla strefy euro

▪ Wg Beżowej Księgi Fed, w większości regionów w USA zanotowano w ostatnim miesiącu osłabienie wzrostu aktywności gospodarczej i utrzymującą się presję cenową. Amerykański ISM dla sektora przemysłowego okazał się jedynie nieznacznie gorszy od oczekiwań na poziomie 50 pkt i wyniósł 49,9 pkt. Odnotowano przy tym miesięczny spadek indeksu cen płaconych największy od października 2006 r. Amerykański indeks aktywności wzrósł w sierpniu do 50,6 pkt z 49,5 pkt w lipcu. Dane o PKB w USA za III kw. zostały zrewidowane wyraźnie w górę do 3,3%.

▪ Sprzedaż detaliczna w Niemczech była w lipcu słabsza od prognoz (spadek w lipcu o 1,5% m/m wobec prognoz -0,3% m/m). Indeks PMI w przemyśle dla strefy euro wzrósł w sierpniu do 47,6 pkt z 47,4 pkt w lipcu, jednak wciąż utrzymuje się w pobliżu najniższych poziomów od 5 lat. Komponenty indeksu wskazywały na wzrost indeksu zapasów wyrobów gotowych do najwyższego poziomu od 1997 r. Dane dla usług pokazały spadek aktywności, choć PMI wzrósł w lipcu powyżej prognoz do 48,5 pkt. Dane o wzroście gospodarczym opublikowane przez Eurostat potwierdziły spadek PKB o 0,2% kw./kw w II kwartale. EBC we wrześniu obniżył prognozy wzrostu gospodarczego na lata 2008-2009 do 1,4% r/r i 1,2% z 1,8% i 1,5%.

Dane z rynku pracy USA znów rozczarowały

▪ Dane z amerykańskiego rynku pracy pokazały spadek zatrudnienia poza rolnictwem w sierpniu o 85 tys. wobec oczekiwań na poziomie -75 tys. Ponadto dane za dwa poprzednie miesiące zostały zrewidowane w dół o ok. 60 tys. Stopa bezrobocia wzrosła z kolei do 6,1% wobec oczekiwanego braku zmian z 5,7%. Dane z rynku pracy w USA odzwierciedlają pogorszenie koniunktury w amerykańskiej gospodarce.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
8 września <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i>	9 US: Niezakończona sprzedaż domów (VII) US: Zapasy hurtowe (VII)	10 <i>PL: Aukcja obligacji 20-letnich</i>	11 US: Ceny w handlu zagranicznym (VIII) US: Bilans handlowy (VII)	12 <i>PL: Bilans płatniczy (VII)</i> <i>PL: Podaż pieniądza (VIII)</i> EZ: Produkcja przemysłu (VII) US: PPI (VIII) US: Sprzedaż detaliczna (VIII) US: Wstępny Michigan (IX)
15 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>PL: CPI (VIII)</i> <i>PL: Płace i zatrudnienie (VIII)</i> US: Indeks NY Fed (IX) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (VIII) US: Produkcja przemysłu (VIII)	16 DE: Indeks ZEW (IX) EZ: Finalny HICP (VIII) US: CPI (VIII) US: Raport o przepływach kapitału (VII) US: Posiedzenie Fed - decyzja	17 US: Liczba nowych budów domów (VIII) US: Liczba pozwoleń na budowę (VIII)	18 <i>PL: Produkcja przemysłowa (VIII)</i> <i>PL: PPI (VIII)</i> <i>PL: Minutes RPP (VIII)</i> JP: Spotkanie BoJ – decyzja CH: Spotkanie SNB – decyzja US: Wskaźniki wyprzedzające koniunktury (VIII) US: Indeks Philadelphia Fed (IX)	19
22 <i>PL: Inflacja bazowa (VIII)</i>	23 <i>PL: Wskaźniki koniunktury (IX)</i> <i>PL: Spotkanie RPP</i> JP: Dzień wolny EZ: Wstępny PMI - sektor przetwórczy (VIII) EZ: Wstępny PMI - sektor usług (VIII)	24 <i>PL: Spotkanie RPP – decyzja</i> DE: Indeks Ifo (IX) US: Sprzedaż domów (VIII)	25 DE: Indeks GfK (X) EZ: Podaż pieniądza M3 (VIII) US: Zamówienia na dobra trwałe (VIII) US: Sprzedaż nowych domów (VIII)	26 <i>PL: Sprzedaż detaliczna (VIII)</i> <i>PL: Bezrobocie (VIII)</i> US: Finalny PKB (II kw.) US: Bazowy PCE (II kw.) US: Deflator PKB (II kw.) US: Finalny Michigan (IX)
29 EZ: Indeksy nastrojów (IX) US: Bazowy PCE (VII) EZ: Wstępny HICP (IX)	30 <i>PL: Bilans płatniczy (II kw.)</i> US: Indeks cen nieruchomości Case/Shiller US: Chicago PMI (IX) US: Zaufanie konsumentów (IX)	1 października <i>PL: Aukcja obligacji 5-letnich</i> <i>PL: PMI (IX)</i> EZ: PMI - sektor przetwórczy (IX) US: Raport ADP (IX) US: ISM - sektor przetwórczy (IX)	2 EZ: PPI (VIII) EZ: Decyzja EBC US: Zamówienia w przemyśle (VIII)	3 EZ: PMI - sektor usług (IX) EZ: Sprzedaż detaliczna (VIII) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (IX) US: Bezrobocie (IX) US: ISM - sektor usług (IX)
6	7 US: Protokół z posiedzenia FOMC	8 <i>PL: Aukcja obligacji 10-letnich</i> JP: Spotkanie BoJ - decyzja EZ: Zrewidowany PKB (II kw.) US: Niezakończona sprzedaż domów (VIII)	9 GB: Decyzja Banku Anglii US: Zapasy hurtowe (VIII)	10 US: Ceny w handlu zagranicznym (IX) US: Bilans handlowy (VIII)

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	25	26	26	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	16	15	17	15	16	16	15	18	15	15	18	15
Bezrobocie	24	25	26	22	28	24	25	26	26	-	-	-
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	13	12	-
Podaż pieniądza	14	14	14	14	14	13	14	14	12	14	14	-
Bilans NBP	7	7	7	7	7	6	7	7	5	7	7	-
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

		sie 07	wrz 07	paź 07	lis 07	gru 07	sty 08	lut 08	mar 08	kwi 08	maj 08	cze 08	lip 08	sie 08	wrz 08
Produkcja przemysłowa	% r/r	8,9	5,4	10,8	8,5	6,4	10,7	15,0	1,0	15,1	2,4	7,3	5,6	0,0	8,2
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	17,4	14,2	19,4	19,2	12,4	20,9	23,8	15,7	17,6	14,9	14,2	14,3	12,0	16,1
Stopa bezrobocia	%	11,9	11,6	11,3	11,2	11,4	11,7	11,5	11,1	10,5	10,0	9,6	9,4	9,3	9,2
Place brutto ^{b c}	% r/r	10,5	9,5	11,0	12,0	7,2	11,5	12,8	10,2	12,6	10,5	12,0	11,6	11,0	12,9
Zatrudnienie ^b	% r/r	4,8	4,7	5,0	5,0	4,9	5,9	5,9	5,8	5,6	5,4	4,8	4,7	4,4	4,3
Eksport (w euro) ^d	% r/r	14,9	8,2	13,5	13,1	8,7	23,2	30,2	12,0	33,9	12,0	16,1	13,5	5,1	15,9
Import (w euro) ^d	% r/r	13,4	13,7	17,7	15,4	15,4	18,7	32,5	13,9	31,8	14,2	20,2	15,2	17,4	19,1
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-472	-917	-859	-783	-1645	-535	-840	-1402	-1075	-1280	-1706	-1643	-1615	-1381
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-576	-546	-1183	-67	-2061	-962	-1347	-1738	-1455	-1673	-2292	-1693	-1915	-1406
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-3,6	-3,8	-3,8	-3,5	-3,7	-3,7	-3,8	-4,1	-4,2	-4,3	-4,5	-4,5	-4,8	-5,0
Saldo budżetu (narastająco)	mln PLN	0,3	0,2	-4,4	-6,0	-16,9	4,4	0,0	1,9	0,6	-1,9	-3,5	-2,7	-0,9	-4,8
Saldo budżetu (narastająco)	% planu ^e	-1,6	-1,2	26,2	35,5	100,0	-16,4	-0,1	-6,9	-2,2	6,8	12,8	9,9	3,2	17,8
Inflacja (CPI)	% r/r	1,5	2,3	3,0	3,6	4,0	4,0	4,2	4,1	4,0	4,4	4,6	4,8	5,1	4,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1,8	1,8	2,0	2,5	2,3	2,9	3,2	2,9	2,5	2,7	2,6	2,3	2,1	2,2
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	16,1	14,4	13,8	13,6	13,4	12,9	13,5	13,6	15,0	15,1	16,3	16,5	16,0	16,4
Depozyty	% r/r	16,3	15,4	15,2	15,1	14,5	14,3	14,7	15,3	16,7	17,4	18,5	19,3	18,7	18,3
Kredyty	% r/r	31,1	31,0	30,6	30,1	30,0	30,3	29,5	29,7	28,3	27,6	27,7	25,2	25,0	24,9
USD/PLN	PLN	2,80	2,73	2,61	2,49	2,47	2,46	2,43	2,28	2,19	2,19	2,17	2,07	2,19	2,35
EUR/PLN	PLN	3,81	3,79	3,71	3,66	3,60	3,61	3,58	3,54	3,45	3,40	3,37	3,26	3,29	3,39
Stopa interwencyjna ^a	%	4,75	4,75	4,75	5,00	5,00	5,25	5,50	5,75	5,75	5,75	6,00	6,00	6,00	6,00
Stopa lombardowa ^a	%	6,25	6,25	6,25	6,50	6,50	6,75	7,00	7,25	7,25	7,25	7,50	7,50	7,50	7,50
WIBOR 3M	%	4,80	5,09	5,13	5,36	5,67	5,64	5,74	6,03	6,29	6,41	6,58	6,62	6,52	6,50
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,80	5,01	5,04	5,30	5,78	5,75	5,66	6,09	6,10	6,10	6,63	6,70	6,60	6,50
Rentowność obligacji 2L	%	5,23	5,25	5,30	5,77	6,06	5,92	5,90	6,17	6,20	6,27	6,73	6,66	6,32	6,30
Rentowność obligacji 5L	%	5,61	5,60	5,59	5,90	6,07	5,94	5,93	6,20	6,12	6,25	6,62	6,53	6,15	6,10
Rentowność obligacji 10L	%	5,68	5,69	5,64	5,70	5,85	5,81	5,82	5,98	5,98	6,10	6,41	6,43	6,10	6,05

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	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08
PKB	mld PLN	1 060,0	1 167,8	1 280,1	1 387,3	267,7	281,5	288,5	330,1	294,1	308,5	316,9	360,7
PKB	% r/r	6,2	6,6	5,3	4,5	7,3	6,5	6,5	6,4	6,1	5,8	4,8	4,8
Popyt krajowy	% r/r	7,3	8,3	6,4	6,3	9,3	9,2	8,4	6,5	6,3	6,2	6,5	6,7
Spożycie indywidualne	% r/r	5,0	5,0	5,5	5,5	6,8	4,9	4,8	3,6	5,6	5,6	5,5	5,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	14,9	17,6	13,2	11,4	23,8	19,0	16,7	15,2	15,7	15,2	13,5	11,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,5	9,7	6,7	6,1	13,0	8,5	8,1	9,6	8,5	8,5	4,6	5,0
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	11,9	14,0	11,8	11,8	17,4	14,1	12,8	12,2	16,0	11,1	9,8	10,5
Stopa bezrobocia ^a	%	14,8	11,4	9,5	8,0	14,3	12,3	11,6	11,4	11,1	9,6	9,2	9,5
Place realne brutto ^c	% r/r	4,2	6,7	6,6	4,9	5,9	6,5	8,1	6,5	7,2	7,7	6,6	5,5
Zatrudnienie ^c	% r/r	3,2	4,6	4,8	2,6	4,2	4,5	4,8	5,0	5,9	5,2	4,5	3,8
Eksport (w euro) ^b	% r/r	20,4	12,8	15,0	6,0	13,4	12,7	13,1	12,0	21,3	20,4	11,6	8,0
Import (w euro) ^b	% r/r	24,0	17,9	18,0	11,0	19,5	19,7	16,6	16,2	21,1	21,9	17,3	12,5
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-5 539	-11 311	-16 444	-24 336	-2 322	-3 029	-2 684	-3 276	-2 769	-4 061	-4 639	-4 975
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-7 283	-11 577	-20 197	-28 489	-2 468	-3 434	-2 376	-3 299	-4 038	-5 420	-5 014	-5 725
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,7	-3,8	-5,4	-6,9	-2,9	-3,5	-3,8	-3,7	-4,1	-4,5	-5,0	-5,4
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-25,1	-16,9	-23,6	-18,2	-4,8	-3,7	0,2	-16,9	1,9	-3,5	-4,8	-23,6
Deficyt budżetowy	% PKB	-2,4	-1,4	-1,8	-1,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	1,0	2,5	4,4	3,7	2,0	2,4	2,0	3,5	4,1	4,3	4,9	4,2
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	1,4	4,0	4,1	3,6	2,5	2,6	2,3	4,0	4,1	4,6	4,7	4,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,5	2,3	2,7	3,2	3,3	2,0	1,7	2,3	3,0	2,6	2,2	3,1
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	16,0	13,4	13,9	10,5	18,0	14,7	14,4	13,4	13,6	16,3	16,4	13,9
Zobowiązania ^a	% r/r	15,2	14,5	15,0	10,0	17,7	15,2	15,4	14,5	15,3	18,5	18,3	15,0
Należności ^a	% r/r	23,4	30,0	21,1	13,8	26,8	29,2	31,0	30,0	29,7	27,7	24,9	21,1
USD/PLN	PLN	3,10	2,77	2,28	2,39	2,97	2,82	2,76	2,52	2,39	2,18	2,21	2,36
EUR/PLN	PLN	3,90	3,78	3,41	3,34	3,89	3,80	3,79	3,65	3,58	3,41	3,31	3,34
Stopa interwencyjna ^a	%	4,00	5,00	6,25	6,25	4,00	4,50	4,75	5,00	5,75	6,00	6,00	6,25
Stopa lombardowa ^a	%	5,50	6,50	7,75	7,75	5,50	6,00	6,25	6,50	7,25	7,50	7,50	7,75
WIBOR 3M	%	4,21	4,73	6,36	6,52	4,20	4,42	4,89	5,39	5,80	6,43	6,55	6,68
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,18	4,69	6,25	6,20	4,14	4,40	4,84	5,37	5,84	6,28	6,60	6,30
Rentowność obligacji 2L	%	4,57	5,23	6,28	6,14	4,47	4,78	5,21	5,71	5,99	6,40	6,43	6,30
Rentowność obligacji 5L	%	5,03	5,52	6,20	6,10	4,95	5,19	5,57	5,85	6,02	6,33	6,26	6,20
Rentowność obligacji 10L	%	5,22	5,56	6,08	6,03	5,17	5,36	5,66	5,73	5,87	6,16	6,19	6,10

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 05.09.2008 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.

