

**BRE BANK SA**[NAJLEPSZA INSTYTUCJA FINANSOWA
DLA WYMAGAJĄCYCH KLIENTÓW]

MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Luty 2009, Nr 91 (2)**SPIS TREŚCI**

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Gospodarka polska	s. 3
Polityka monetarna	s. 5
Polityka fiskalna	s. 8
Otoczenie zewnętrzne	s. 9
Euromonitor	s. 11
Na rynku	s. 12
Kalendarz	s. 13

WIESŁAW SZCZUKA
główny ekonomista
tel. (22) 829 15 39
wieslaw.szczuka@brebank.pl

ERNEST PYTLARCYK
główny analityk
tel. (22) 829 01 66
ernest.pytlarczyk@brebank.pl

RADOSŁAW CHOLEWIŃSKI
analityk
tel. (22) 829 12 07
radoslaw.cholewinski@brebank.pl

MARCIN MAZUREK
analityk
tel. (22) 829 01 83
marcin.mazurek@brebank.pl

- Dane GUS o wzroście stopy bezrobocia w styczniu 2009 r. do poziomu 10,5% są kolejnym potwierdzeniem, że sytuacja na rynku pracy pogarsza się w tempie dużo szybszym od oczekiwanego. Do końca tego roku liczba bezrobotnych może zwiększyć się o około 500 tysięcy, a stopa bezrobocia przekroczyć 13%. W połączeniu z oczekiwanym silnym spadkiem dynamiki płac będzie to miało bardzo negatywne reperkusje zarówno dla poziomu konsumpcji, jak i dla sytuacji w budżecie państwa.
- Przyczyn silnego osłabienia złotego można upatrywać zarówno w dynamice procesów rynkowych, jak i w czynnikach o bardziej fundamentalnym charakterze prowadzących do pogarszania się relacji między popytem i podażą na rynku walut. Istotną rolę odegrały również procesy związane z rozwiązywaniem problemu opcji walutowych. Nie sądzimy natomiast, aby za ważną przyczynę przyspieszenia deprecjacji złotego uznać należałoby również obniżki stóp procentowych dokonane przez Radę Polityki Pieniężnej. To nie zmiany dysparytetu stóp procentowych, ale rosnąca awersja do ryzyka i pogarszające się perspektywy polskiej gospodarki są zapewne głównym motywem skłaniającym do wycofywania kapitału z Polski. Podaż walut na rynku FX ograniczana jest natomiast, m.in., przez spadające wpływy z eksportu, malejące inwestycje zagraniczne i ujemne w ostatnim kwartale ub. roku saldo rozliczeń z UE.
- Uzyskana w styczniu nadwyżka w wysokości 2,9 mld zł nie daje żadnych szczególnych podstaw do optymizmu co do wyników tegorocznego budżetu państwa, gdyż była ona głównie wynikiem czynnikiem o charakterze jednorazowym, w tym zwłaszcza bardzo silnego wzrostu wpływów z podatku akcyzowego i przesunięcia z grudnia ub. roku części płatności podatku PIT. Na bardzo niskim poziomie ukształtowała się natomiast dynamika wpływów z CIT i VAT, co można uznać za pierwszy sygnał potwierdzający, że przyjęte w tegorocznym budżecie tempo wzrostu wpływów podatkowych jest zdecydowanie zawyżone. Osłabienie złotego spowoduje też zapewne konieczność skierowania dodatkowych środków na obsługę zagranicznych zobowiązań Skarbu Państwa.

Luty 2009

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Lip 08	Sie 08	Wrze 08	Paź 08	Lis 08	Gru 08	Sty 09
PKB i produkcja							
PKB			4,8%				
Popyt krajowy			4,3%				
Spożycie indywidualne			5,1%				
Nakłady brutto na środki trwałe			3,5%				
Wartość dodana			4,7%				
w przemyśle			3,1%				
w budownictwie			11,0%				
w sektorze usług rynkowych			5,4%				
Produkcja przemysłowa r/r	5,6%	-3,7%	6,8%	0,2%	-8,9%	-4,4%	-14,9%
Produkcja przemysłowa m/m	-3,4%	-8,1%	17,2%	2,9%	-13,1%	-3,7%	-5,8%
Sprzedaż detaliczna r/r	14,3%	7,7%	11,6%	7,9%	2,7%	2,5%	1,3%
Sprzedaż detaliczna m/m	1,8%	-3,9%	1,8%	0,1%	-9,0%	11,2%	-22,9%
Rynek pracy							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3228,98	3165,14	3171,65	3241,81	3320,94	3419,82	3215,75
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	11,6%	9,7%	10,9%	9,8%	7,4%	5,4%	8,1%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,4%	-2,0%	0,2%	2,2%	2,4%	3,0%	-6,2%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	4,7%	4,2%	4,1%	3,6%	3,1%	2,3%	0,7%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,2%	0,0%	0,1%	0,1%	-0,2%	-0,6%	0,4%
Stopa bezrobocia	9,4%	9,3%	8,9%	8,8%	9,1%	9,5%	10,5%
Handel zagraniczny							
Rachunek obrotów bieżących (w EUR)	-879	-1 300	-1 881	-2 012	-1 637	-1920	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (w EUR)	-1 635	-1 329	-1 249	-1 526	-1 519	-1 688	
Eksport na bazie transakcji y/y (w EUR)	22,8%	9,4%	20,9%	0,5%	-11,3%	-16,4%	
Import na bazie transakcji y/y (w EUR)	22,5%	17,8%	21,0%	4,8%	-8,3%	-13,5%	
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-4,9%	-5,0%	-5,2%	-5,3%	-5,5%	-5,4%	
Ceny							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	0,0%	-0,4%	0,3%	0,4%	0,2%	-0,1%	0,5%
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	4,8%	4,8%	4,5%	4,2%	3,7%	3,3%	3,1%
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r	2,2%	2,7%	2,9%	2,9%	2,9%	2,8%	2,6%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	0,0%	0,2%	0,2%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	1,7%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	2,3%	2,0%	2,1%	2,4%	2,2%	2,6%	3,0%
Agregaty monetarne							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	616,1	628,6	630,5	637,4	648,3	666,3	669,0
Podaż pieniądza r/r	16,8%	16,8%	17,3%	17,6%	18,1%	18,6%	17,7%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	30,5%	31,5%	33,5%	40,4%	37,9%	44,6%	45,3%
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	23,5%	25,2%	24,5%	26,8%	26,9%	28,9%	27,9%
Depozyty gospodarstw domowych r/r	24,7%	23,8%	24,1%	24,4%	25,0%	26,4%	24,2%
Depozyty przedsiębiorstw r/r	7,0%	3,1%	7,1%	4,3%	2,6%	4,0%	4,3%
Kursy walutowe							
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3,20	3,35	3,41	3,63	3,76	4,17	4,44
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	2,05	2,27	2,37	2,85	2,92	2,97	3,46
Stopy procentowe							
Stopa interwencyjna NBP	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	5,75%	5,00%	4,25%
Stopa lombardowa	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,25%	6,50%	5,75%
Stopa depozytowa	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,25%	3,50%	2,75%
WIBOR 3M	6,56%	6,50%	6,63%	6,85%	6,56%	5,88%	4,86%
Rentowność obligacji 2Y	6,53%	6,35%	6,23%	6,86%	5,87%	5,23%	4,81%
Rentowność obligacji 5Y	6,31%	6,17%	5,99%	6,82%	5,75%	5,25%	5,08%
Rentowność obligacji 10Y	6,25%	6,05%	5,82%	6,60%	5,89%	5,37%	5,49%
Gospodarka światowa							
Inflacja w strefie euro (r/r)	4,1%	3,8%	3,6%	3,2%	2,1%	1,6%	1,1%
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)			0,8%			-1,2%	
Stopa podstawowa ECB	4,25%	4,25%	4,25%	3,75%	3,25%	2,50%	2,50%
Inflacja w USA (r/r)	5,6%	5,4%	4,9%	3,7%	1,1%	0,1%	0,0%
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)			-0,3%			-3,8%	
Stopa docelowa Fed Funds	2,00%	2,00%	2,00%	1,00%	1,00%	0,00-0,25%	0,00-0,25%

Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Reuters, ECB, Rezerwa Federalna, BRE Bank S.A. Kursy wą oznaczono prognozy.

GOSPODARKA POLSKA

Rynek pracy pod presją spowolnienia

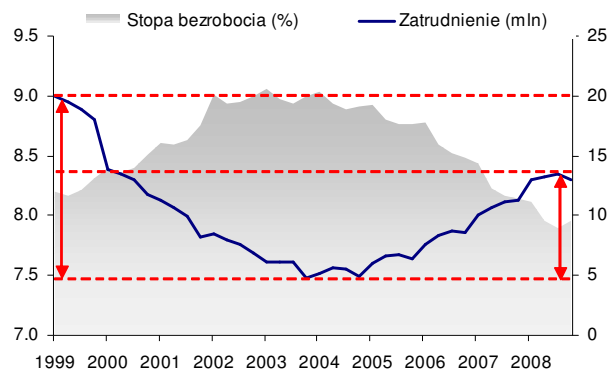
Oficjalne dane GUS potwierdziły wcześniejsze szacunki Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej wskazujące na wzrost stopy bezrobocia z 9,5% na koniec 2008 r. do 10,5% w styczniu tego roku. Ten pesymistyczny sygnał potwierdzają również dane dotyczące zmian w poziomie zatrudnienia. W poniższej analizie próbujemy przedstawić potencjalną skalę pogorszenia warunków na rynku pracy oraz jego konsekwencje dla sytuacji makroekonomicznej i budżetu państwa.

Liczba bezrobotnych wzrosła w styczniu o 160 tys. osób, znacznie więcej, niż wynikałoby z oddziaływania czynników o charakterze sezonowym (dla porównania, w styczniu 2008 r. bezrobocie wzrosło o 60 tys. osób). W grudniu ub. roku w sektorze przedsiębiorstw ubył ponad 30 tys. miejsc pracy, co również odbiega od sezonowego wzorca. Odnotowanego w styczniu niewielkiego wzrostu zatrudnienia (o ok. 21 tys. osób) nie należy porównywać z wynikami poprzedniego miesiąca, gdyż dane te są zniekształcone przez dokonywaną zawsze na początku roku zmianę próby przedsiębiorstw uwzględnianych w tym badaniu. Można szacować, że po pominięciu tego czynnika liczba miejsc pracy w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się w styczniu o ok. 50 tysięcy. Redukcje zatrudnienia dotyczą właściwie wszystkich działów: przetwórstwa przemysłowego, handlu i usług. W przetwórstwie przemysłowym w grudniu ub.r. wszystkie sekcje notowały spadki zatrudnienia, a w przypadku aż 13 sekcji przekraczały one 1% m/m, w skrajnych przypadkach sięgając nawet 4% m/m. Spadek zatrudnienia jest szczególnie widoczny w przedsiębiorstwach nastawionych na produkcję eksportową, w tym w przemysłach: elektromaszynowym, motoryzacyjnym, metalowym i meblowym.

Biorąc pod uwagę duży znaczący udział eksporterów w łącznym zatrudnieniu, redukcje zatrudnienia w tych przedsiębiorstwach będą szczególnie dotkliwe dla całego rynku pracy. Jak już wspomniano, podobne tendencje widoczne są również w handlu i usługach. W pierwszym z tych działów spadek liczby zatrudnionych dotyczy handlu hurtowego i był do tej pory częściowo kompensowany przez wzrost zatrudnienia w handlu detalicznym. Działanie tego buforu będzie jednak słabnąć w miarę postępującego spowolnienia sprzedaży detalicznej. W usługach (w części, w jakiej dostępne są miesięczne dane GUS, które nie obejmują, m.in., pośrednictwa finansowego) spadki zatrudnienia wystąpiły w obsłudze firm i nieruchomości. Biorąc pod uwagę rosnącą liczbę przedsiębiorstw zmuszonych do poszukiwania radykalnych oszczęd-

ności, tendencja ta może się jeszcze nasilić. Dane o zgłoszonych w urzędach pracy zwolnieniach zbiorowych oraz różne doniesienia prasowe wskazują na to, że problem redukcji zatrudnienia dotyczy również sektora finansowego.

Dynamika zmian na rynku pracy zaczyna niepokojąco przypominać okres z lat 1999-2001. W tym okresie zatrudnienie w całej gospodarce narodowej spadło o ok. 1 mln osób. Wzrost liczby bezrobotnych, mimo równoczesnego przejścia na emeryturę lub rentę z tytułu niezdolności do pracy blisko 400 tys. osób, przekroczył w tym czasie 1 mln osób. Przyczyniła się do tego demografia – na rynek pracy wchodziły roczniki wyżu z przełomu lat siedemdziesiątych i osiemdziesiątych. Oddziaływanie tendencji demograficznych zaznaczyło się jeszcze silniej w latach 2002-2004, gdy widoczne były już oznaki ożywienia gospodarki – stopa bezrobocia wzrosła wówczas do 20%.



Odnosząc zmiany na rynku pracy z lat 1999-2001 do sytuacji bieżącej trzeba pamiętać, że towarzyszyła im głęboka restrukturyzacja zatrudnienia w przedsiębiorstwach, powodując wzrost niezwiązanej wprost z przebiegiem cyklu koniunkturalnego. Pośrednim dowodem zmian restrukturyzacyjnych może być fakt, że spadek zatrudnienia utrzymał się w latach 2002-2003, kiedy polska gospodarka zaczęła już stopniowo się ożywiać. Łącznie, w latach 1999-2003 liczba pracujących (w podmiotach zatrudniających powyżej 9 osób, z wyłączeniem rolnictwa i służb mundurowych) spadła o ok. 1,5 mln osób, osiągając minimum na poziomie ok. 7,5 mln. Dla porównania, na koniec 2008 r. liczbę tę można było szacować na 8,3 mln osób (ostatnie dostępne dane dotyczą III kw.).

W tym przypadku porównanie poziomów zatrudnienia może dostarczać nie mniej informacji niż porównanie dynamik. Gdyby w 2009 r. miał powtórzyć się scenariusz z 2000 r., pierwszego roku spowolnienia, gdy ujemna dynamika zatrudnienia sięgnęła 7,5%, ozna-

Luty 2009

czaloby to spadek poziomu zatrudnienia około 7,7 mln osób. To poziom bardzo bliski minimum z 2003 r., na którym zatrzymał się czteroletni okres spadku zatrudnienia, przy czym blisko 40% całej redukcji miejsc pracy przypadło wówczas na 2000 rok. Tak gwałtowny spadek zatrudnienia w 2009 r. nie wydaje się prawdopodobny z dwóch powodów: wyższego obecnie produktu potencjalnego polskiej gospodarki oraz zmian restrukturyzacyjnych w przedsiębiorstwach. Uwzględniając te czynniki, spadek liczby etatów w tym roku można szacować na ok. 300-350 tys., co daje i tak ujemną dynamikę zatrudnienia rzędu 3,5-4,0%. Ostrożna korekta tej liczby o pracujących w podmiotach zatrudniających mniej niż 9 osób (ok. 40% wszystkich pracujących, w tej grupie znajdują się jednak też rolnicy i służby mundurowe) wskazuje na ok. 400-500 tys. osób zagrożonych bezrobociem.

Przechodzenie starszych pracowników na emeryturę w 2009 r. nie będzie w stanie zamortyzować tych zmian. Według najnowszej prognozy demograficznej GUS, liczba ludności w wieku produkcyjnym w 2009 r. właściwie nie ulegnie zmianie, natomiast w wyniku dokonanych zmian w przepisach ustawowych znacznie zmniejszyła się liczba osób uprawnionych do przejścia na wcześniejszą emeryturę. Otwartym pozostaje pytanie o wpływ migracji. Recesja w krajach Europy Zachodniej spowoduje zapewne spadek ujemnego salda migracji, ale niewiele lepsza sytuacja w Polsce i wciąż znaczne różnice w poziomach wynagrodzeń (pogłębione ostatnio przez silny spadek kursu złotego) mogą nie wystarczyć, by saldo to stało się dodatnie. Co więcej, osoby o dłuższym stażu pracy za granicą mogą korzystać z wyższych świadczeń dla bezrobotnych pozostając w dotychczasowych miejscach swego pobytu niż wracając do Polski.

Przyjmując, że wpływ reemigracji na wzrost bezrobocia pozostanie ograniczony, a łączny przyrost liczby bezrobotnych nie przekroczy istotnie 500 tys. osób, można szacować, że stopa bezrobocia na koniec 2009 r. wzrośnie do ok. 13%. Poziom ten nie wydaje się wprawdzie bardzo wysoki na tle doświadczeń lat 1999-2004, jednak szybkie tempo wzrostu liczby osób pozbawionych stałego zatrudnienia wskazuje na ryzyko znacznego wzrostu obciążeń dla finansów państwa. Można szacować, że wzrost liczby bezrobotnych o 500 tys. prowadzi do zwiększenia wydatków na same zasiłki o około 2-3 mld zł. Do tego należy doliczyć ok. 3-4 mld zł z tytułu finansowania z budżetu państwa składek na ubezpieczenia zdrowotne i emerytalno-rentowe. Równocześnie, znacząco zmniejszą się dochody budżetu z tytułu podatków bezpośrednich.

Perspektywa silnego wzrostu bezrobocia stawia pod wielkim znakiem zapytania tezę o stabilizującym wpływie konsumpcji na wzrost gospodarczy (na co zwracaliśmy już uwagę w analizie zamieszczonej w w poprzednim wydaniu MPM). W obliczu narastającej liczby zwolnień nie ma już wątpliwości, że w tym roku dojdzie do znacznego spadku dynamiki wynagrodzeń. Przy anemicznym wzroście płac i możliwej skali redukcji zatrudnienia rzędu 3,5-4,0%, dynamika funduszu wynagrodzeń może nawet spaść poniżej zera, dodatkowo ograniczając wzrost wydatków konsumpcyjnych (co z kolei niekorzystnie wpłynie na poziom dochodów budżetowych z tytułu podatków pośrednich). Przewidywany rozwój sytuacji na rynku pracy i jego niekorzystny wpływ na poziom konsumpcji są w naszym przekonaniu ważnym czynnikiem wskazującym na to, że rzeczywiste tempo wzrostu PKB w Polsce może być w tym roku istotnie niższe od przewidzianego w „pesymistycznym” scenariuszu rządu poziomu 1,7%.

POLITYKA MONETARNA

Zagadkowe osłabienie złotego

Głównych źródeł obserwowanej od sierpnia 2008 r. i znacznie przyspieszonej w ostatnich tygodniach deprecjacji złotego należałoby szukać przede wszystkim w pogarszającej się koniunkturze w Polsce, w regionie i w skali globalnej. Złoty ma wyraźne cechy waluty cyklicznej, która umacnia się wraz z poprawą perspektyw dla wzrostu gospodarczego w Polsce (i w regionie) oraz rosnącymi stopami zwrotu z inwestycji w polskie aktywa (w tym papiery udziałowe i obligacje) i traci na wartości wraz z pogarszaniem się perspektyw rozwoju naszej gospodarki.

Na ten podstawowy mechanizm wielu ekonomistów usiłuje w ostatnim czasie nałożyć dodatkowe czynniki mające wyjaśnić samą gwałtowność deprecjacji złotego. Warto przypomnieć, że skala osłabienia złotego w okresie ostatnich 12 miesięcy może się równać tylko z utratą wartości przez takie waluty, jak rosyjski rubel, czy korona islandzka. Jedną z dość często przedstawianych hipotez jest wskazywanie na negatywne skutki zawężania się dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską i strefą euro. Pojawiają się w związku z tym nawet opinie, że obniżki stóp procentowych NBP zapoczątkowane w listopadzie ub. roku były zbyt głębokie i/lub przeprowadzone w zbyt szybkim tempie (łączna redukcja sięgnęła 175 pb.).

Osoby przedstawiające takie opinie nie formułują ich zapewne w oparciu o analizę mechanizmów funkcjonowania rynków finansowych i zmian zachodzących na tych rynkach. Po pierwsze, rynki same już w ostatnich miesiącach ubiegłego roku wyceniły obniżki stóp procentowych jako naturalny sposób równoważenia polskiej gospodarki i środek służący jej powrotowi na ścieżkę szybszego wzrostu. Po drugie, ostatnie osłabienie złotego należy rozpatrywać w kontekście sytuacji w całym regionie. Kluczowe znaczenie mogły mieć zatem takie wydarzenia, jak choćby dewaluacja rosyjskiego rubla, czy też wyprzedaż węgierskiego forinta podyktowana obawami o stabilność tamtejszego systemu finansowego. W przypadku większości inwestorów zagranicznych wycena ryzyka odbywa się dla koszyków regionalnych. Nagła utrata wartości przez jedną z walut takiego koszyka i straty kapitałowe poniesione w danym kraju to sygnał do redukcji zaangażowania w całym regionie (w przypadku często stosowanych strategii dynamicznych przeważenie koszyka jest niemal automatyczne). Ze względu na dużą płynność polskiego rynku inwestorom zagranicznym najłatwiej jest wycofać kapitał właśnie z naszego kraju (co, np. w przypadku krajów bałtyckich jest praktycznie niemożliwe do przeprowadzenia). Mechanizm ten, naszym zdaniem, w dość

istotnym stopniu może wyjaśniać ostatnie osłabienie złotego.

Szukając przyczyn słabości polskiej waluty nie należy oczywiście również pomijać czynników o bardziej lokalnym charakterze, takich jak szybko pogłębiający się spadek aktywności gospodarczej w Polsce, niepewność co do dalszego rozwoju sytuacji w finansach publicznych i pojawiające się pytania o stabilność polskiego systemu bankowego. Wraz z biciem kolejnych rekordów przez złotego do euro (i franka szwajcarskiego) wzrasta ryzyko realizacji negatywnych scenariuszy dla sektora bankowego. Szczególne znaczenie mają tutaj kwestie kredytów walutowych i opcji walutowych oraz ich potencjalnego wpływu na wzrost ryzyka kredytowego. Złazszcza problem zawieranych na szeroką skalę z przedsiębiorcami transakcji opcyjnych mógł w istotny sposób przyczynić się do aktywnej gry spekulacyjnej na osłabienie złotego, przy czym nie bez znaczenia były też coraz bardziej negatywne dla naszej waluty rekomendacje analityków. Gra ta polegała na przebijaniu kolejnych technicznych poziomów, przy których uruchamiane są klientowskie stop-lossy (wymuszone zlecenia kupna obcej waluty). Spekulanci byli pewni swojej skuteczności zważywszy na płytkość rynku (czytaj niewielką płynność) i zmniejszającą się podaż walut z tytułu eksportu, inwestycji bezpośrednich i nawet funduszy unijnych (w trzech z ostatnich czterech miesięcy ub. roku odnotowano negatywne dla Polski saldo w rozliczeniach z UE). Kupione po niższych cenach euro udawało się im więc odsprzedać klientom zmuszonym do zamykania/zabezpieczania wcześniej wystawionych opcji.

Dalecy jednak jesteśmy od eksponowania w tej układance roli okresami zawężającej się (choć cały czas wynoszącej średnio 225 pb.) różnicy stóp procentowych między Polską a strefą euro. Przy obecnej zmienności złotego i perspektywach bardzo dużych zysków na kapitale, koszty finansowania długich pozycji w obcej walucie (inwestorzy spekulacyjnie muszą pożyczać wyżej oprocentowaną polską walutę aby kupić euro) są niemal zaniedbywalne. Różnica stóp procentowych jest wprawdzie czynnikiem, który w dłuższym okresie wpływa na kształtowanie się kursów walutowych, ale biorąc pod uwagę wyjątkową obecnie sytuację na rynkach globalnych (silna awersja do ryzyka i odpływ kapitału do krajów rozwiniętych) czynnik ten nie jest obecnie dominujący. Warto zauważyć, że bardzo rozpowszechnione do niedawna transakcje typu carry trade zawierane są zwykle na szeroką skalę przy niższej zmienności kursów walut i bardziej wyraźnym trendzie w ich kształtowaniu się. Można przypuszczać, że dopiero poziom krótkookresowych stóp zbliżony do (lub przekracza-

Luty 2009

jący) 10% stałby się dla inwestorów silną zachętą do kupowania złotego.

ERM2 - deklaracje rządu i niepewność co do postawy NBP

W momencie, kiedy liczni komentatorzy życia gospodarczego stracili już nadzieję na odwrócenie trendu deprecjacyjnego złotego, z niespodziewaną odsieczą przybył polski rząd i przedstawiciele głównej partii koalicyjnej. Najpierw premier Donald Tusk zapowiedział wymianę funduszy unijnych na rynku walutowym momencie, kiedy kurs przekroczył magiczną granicę 5 złotych za euro. Deklaracja ta nie zrobiła jednak większego wrażenia na rynku, gdyż zestawienie potencjalnej podaży euro z tego źródła z popytem choćby z tytułu opcji walutowych wypadło dość słabo. Kiedy jednak przewodniczący klubu parlamentarnego PO Zbigniew Chlebowski poinformował (jak się potem okazało nieco przedwcześnie), że rząd rozpoczął już negocjacje z Komisją Europejską w sprawie wejścia Polski do ERM2, rynek zaczął te z pozoru odrębne informacje traktować jako coś na kształt przemyślanej strategii w obronie złotego. Inwestorzy spekulacyjni zaniepokoiili się zapewne możliwością pojawienia się w niezbyt odległej perspektywie przeprowadzanych wspólnie z EBC mających ograniczać zmiany kursu złotego, które nie wynikałyby z czynników o charakterze fundamentalnym. W tej sytuacji wymiana nawet niewielkiej ilości euro na rynku przez BGK okazała się niezwykle efektywnym zabiegiem, który przyczynił się do umocnienia się polskiej waluty o prawie 3%.

Wydaje się, że w tym momencie fundamentalna debata na temat tego, czy koszty pobytu w ERM2 w warunkach spowolnienia gospodarczego i bardzo niestabilnych rynków nie będą zbyt wysokie, schodzi nieco na drugi plan, natomiast kluczową kwestią staje się efektywność ewentualnych interwencji walutowych.

Choć w dalszym ciągu istnieją jeszcze szanse na przyjęcie euro w terminie wskazanym przez rząd, to droga do realizacji tego celu wydaje się bardzo wyboista. Oprócz wątpliwości co do możliwości spełnienia kryterium stabilności kursu walutowego, za główny czynnik ryzyka uznać należy sytuację w finansach publicznych i duże prawdopodobieństwo, że deficyt fiskalny już w tym roku ponownie przekroczy poziom 3% PKB. Ze względu na przewidywania wskazujące na możliwość wystąpienia deflacji w znacznej części strefy euro problemem może okazać się też spełnienie kryterium odnoszącego się do stabilności cen. Istnieją wprawdzie opinie, że ze względu na obawy o stabilność systemów bankowych krajów Europy Środkowo-Wschodniej i negatywny wpływ ewentualnych trudności w tym obszarze na sytuację sektora bankowego w strefie euro, władze UE i EBC będą

niewiele przychylniej patrzeć na zabiegi nowych państw członkowskich o przyjęcie do obszaru wspólnej waluty. Naszym zdaniem, nie należy jednak wiązać z tym zbyt wielkich oczekiwań, gdyż nikt na razie nie zapowiada zmiany postanowień Traktatu z Maastricht, a ostatnia decyzja Komisji Europejskiej zapowiadająca uruchomienie procedury nadmiernego deficytu wobec sześciu państw członkowskich dość wyraźnie pokazuje, że władze UE nadal przywiązują dużą wagę do respektowania przepisów dotyczących dyscypliny fiskalnej.

Przed nami jedno z ciekawszych posiedzeń RPP

Silne osłabienie złotego nie pozostało bez wpływu na nastroje w Radzie Polityki Pieniężnej. Wydaje się, że wzrosnąć mogła liczba członków RPP autentycznie zatroskanych o rozwój sytuacji na rynku walutowym. Sytuację dodatkowo komplikuje niezbyt spójne podejście do kwestii interwencji walutowych – szef banku centralnego (przynajmniej do niedawna) zdawał się wykluczać takie interwencje, część członków Rady zajmuje w tej sprawie bardziej otwarte stanowisko, a szef rządu zapowiada wymianę środków z UE na rynku podając próg 5 zł za euro jako poziom, którego rząd chciałby bronić.

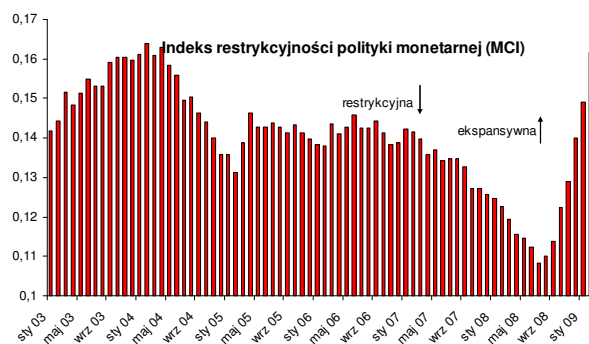
Naszym zdaniem całe to zamieszanie i niepewność co do natury osłabienia złotego (choć większość członków RPP nie wiąże tego z obniżkami stóp procentowych, to jednak Rada ma dość wyraźne trudności z ustaleniem przyczyn ostatnich wydarzeń na rynku FX) znacznie zawęża pole działania RPP w bieżącym miesiącu. Część członków RPP Rady już otwarcie wskazuje na ryzyko przerwania procesu dezinflacji i nadmiernie ekspansywną politykę monetarną (powołując się przy tym na skokowy wzrost indeksu MCI). W rzeczy samej gwałtowne osłabienie złotego odciśnie swoje piętno na najbliższych odczytach inflacji (wzrosną przede wszystkim ceny paliw, w mniejszym stopniu zaś słabszy złoty dotknie popytówą część koszyka). Nie oczekujemy jednak, aby zahamowany został spadek inflacji bazowej po wyłączeniu energii i cen żywności.

Bardzo niekorzystnie kształtujące się perspektywy polskiej gospodarki (na scenariusz dalszego spadku dynamiki PKB z pewnością wskazywać będzie również nowa projekcja NBP) utwierdzać mogą z kolei gołębie skrzydło RPP w przekonaniu o konieczności dalszego złagodzenia polityki monetarnej. Wydaje się również, że dalsze obniżanie stóp procentowych, ze względu na powiązanie kredytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw ze zmienną stopą Wibor przynieść może szybkie zmniejszenie kosztów obsługi kredytów. Nie trzeba chyba dodawać, że kredytobiorcy bardzo oczekują takiego wsparcia i że mogłoby to przyczynić się też do umocnienia konsumpcji,

Luty 2009

której zwykle przypisuje się kluczową rolę w podtrzymywaniu dynamiki PKB.

Oczekujemy, że ostatnie umocnienie złotego w połączeniu z coraz gorszymi danymi makro oraz przebiegiem nowej projekcji inflacyjnej mogą nadal skłonić RPP do obniżki stóp w skali 25-50pb. Należy jednak podkreślić, że sytuacja jest bardzo dynamiczna i zmiany kursu złotego w okresie bezpośrednio poprzedzającym decyzję będą miały na nią duży wpływ. Oznacza to, że nie można również wykluczyć, że postanowi zrobić krótką przerwę w rozpoczętym w listopadzie ub. roku cyklu obniżek stóp procentowych NBP.



POLITYKA FISKALNA

Nadwyżka w styczniu, deficyt w lutym

Uzyskana w styczniu nadwyżka w wysokości 2,9 mld zł nie daje żadnych szczególnych podstaw do optymizmu co do wyników tegorocznego budżetu państwa. Głównym źródłem tej nadwyżki był gwałtowny wzrost wpływów z akcyzy (o ponad 90% r/r), który wynikał zapewne w największym stopniu z decyzji podejmowanych przez firmy tytoniowe. Trudno jest liczyć na powtórzenie się tej sytuacji w kolejnych miesiącach, gdyż w skali całego roku wpływy z akcyzy mają się zwiększyć tylko o 15% (co i tak może być założeniem zbyt optymistycznym). Nie do powtórzenia w następnych miesiącach może się też okazać odnotowana w styczniu przyzwoita dynamika wpływów z PIT, gdyż wynik ten został zapewne zniekształcony przez związane z obniżką stawek tego podatku przesunięcie części wypłat wynagrodzeń i premii z grudnia na styczeń. Do dobrego wyniku budżetu w styczniu przyczyniła się też w pewnym stopniu dość niewielka kwota środków przekazanych do FUS, ale w miarę wyczerpywania się nadwyżek zgromadzonych przez ten fundusz na rachunkach bankowych i wraz z oczekiwanym spadkiem dynamiki wpływów ze składek na ubezpieczenia społeczne wielkość transferów do FUS będzie musiała stopnio-

wo wzrastać. Za pośrednie potwierdzenie tezy o dużym wpływie czynników o charakterze jednorazowym na wynik budżetu w styczniu uznać można zarówno zapowiedziane już wstępnie przez Ministerstwo Finansów pojawienie się ujemnego salda budżetu państwa w lutym, jak i podjęte przez rząd wysiłki w celu ograniczenia wydatków fiskalnych. Choć trudno jest zbyt wiele wyrokować na podstawie wyników tylko jednego miesiąca, to za niepokojące sygnały uznać można zarówno mizerną wielkość wpływów z CIT (-46% r/r w styczniu, podczas gdy na cały rok zaplanowano hurra-optymistycznie wzrost o blisko 22%), jak i słabą dynamikę wpływów z VAT. Te ostatnie wzrosły w styczniu o mniej niż 2% r/r, w porównaniu ze wzrostem o 13% r/r w styczniu 2007 r. i zaplanowanym na ten rok zwiększeniem wpływów z tego podatku aż o 16%. Po stronie wydatków warto zwrócić uwagę na bardzo silny (o ponad 33% r/r) wzrost kosztów obsługi długu publicznego. W przypadku długu zagranicznego wynikał on wyłącznie z osłabienia się złotego. Utrzymanie się niskich notowań polskiej waluty może spowodować, że nawet zaplanowany na ten rok wzrost wydatków na obsługę zobowiązań zagranicznych o ponad 20% okaże się dalece niewystarczający.

Wykonanie budżetu państwa w styczniu 2009 r.

	mln PLN	% planu	dynamika r/r
Dochody, w tym:	27670,4	9,1%	22,4%
Podatki pośrednie	22293,1	12,5%	25,8%
Akcyza	9043,2	15,6%	93,0%
CIT	303,5	0,9%	-46,3%
PIT	3016,9	7,5%	10,9%
Środki z Unii Europejskiej	215,8	0,6%	-34,7%
Wydatki	24756,0	7,7%	36,2%
Obsługa długu krajowego	1326,5	5,0%	53,4%
Obsługa długu zagranicznego	1222,6	19,8%	15,4%
Dotacja dla FUS	1250,0	4,0%	247,2%
Subwencja samorządowa	6073,3	13,4%	16,1%
Deficyt/Nadwyżka	2914,4	---	-34,3%

Źródło: Ministerstwo Finansów

OTOCZENIE ZEWNĘTRZNE

USA: Stopy bez zmian w obliczu deflacji, słabe dane ze sfery realnej

Zgodnie z oczekiwaniami, władze Rezerwy Federalnej postanowiły na styczniowym posiedzeniu pozostawić stopy procentowe na niezmiennym poziomie w przedziale od 0% do 0,25%. Komunikat po posiedzeniu Fed wskazuje, że okres niskich stóp procentowych może się wydłużyć, jeśli stan koniunktury będzie dalej się pogarszał. Nowy element w komunikacie – oczekiwane stopniowe ożywienie gospodarcze w drugiej połowie 2009 roku – pośrednio wskazuje na czas trwania tego okresu. Przy znacznych ryzykach, jakimi obarczona jest ta prognoza, trudno jednak rzetelnie ocenić prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza.

Trudności w ocenie perspektyw amerykańskiej gospodarki zwiększa niejednoznaczny wydźwięk bieżących danych. „Twarde” dane statystyczne wskazują na wciąż słabnącą kondycję sfery realnej. Grudzień ub.r. był kolejnym miesiącem spadku dochodów i wydatków konsumentów. Według wstępnych szacunków, PKB w IV kw. 2008 r. spadł o w ujęciu rocznym o 3,8%, czyli nieco mniej niż oczekiwano (- 5,5%). Ten lepszy od prognozowanego wynik był jednak w głównej mierze efektem silnie dodatniej kontrybucji zmiany stanu zapasów (ok. 1,3 pkt. proc.), co nie jest optymistyczną informacją z punktu widzenia krótkoterminowych perspektyw wzrostu gospodarczego w USA. Wzrost zapasów w ostatnim kwartale ubiegłego roku może dodatkowo obciążyć dynamikę PKB w I kwartale 2009 r.

Pewne ożywienie oczekiwań na poprawę sytuacji przyniosły styczniowe dane wskazujące na nieoczekiwany wzrost sprzedaży detalicznej (o 1,0% m/m wobec konsensusu na poziomie -0,8% m/m). Z dużym prawdopodobieństwem można jednak przyjąć, że było to jednak jednorazowe odchylenie od dotychczasowego trendu korygujące bardzo silny spadek z grudnia ub.r. Negatywną ocenę perspektyw konsumpcji umacnia niestety dalsze pogorszenie sytuacji na rynku pracy. W styczniu br. odnotowano rekordowy spadek liczby miejsc pracy (o 580 tys. osób), a stopa bezrobocia wzrosła do 7,6%. Pewnych nadziei dostarcza natomiast poprawa wskaźników koniunktury, w tym nieoczekiwany wzrost indeksu ISM dla przemysłu w styczniu, choć trzeba dodać, że indeks ten nadal pozostaje znacznie poniżej neutralnego poziomu 50 pkt. W styczniu odnotowano kolejny spadek produkcji przemysłowej - o 1,8% m/m i 10% w ujęciu rocznym. Szczególnie dotkliwy był spadek produkcji w przemyśle samochodowym, która zmniejszyła się w styczniu aż o 23,4%.

Silnym spadkiem aktywności w sferze realnej towarzyszy spadek inflacji do niezwykle niskiego poziomu. W styczniu odnotowano wręcz wzrost cen konsumpcyjnych o 0,3% m/m, ale w ujęciu rocznym oznaczało to, że inflacja była już tylko minimalnie wyższa od zera (osiągając 0,03%). Czynnikiem, który opóźnił pojawienie się deflacji był ponowny wzrost cen benzyny (o 6%). Od dalszego kształtowania się cen nośników energii zależeć będzie to, kiedy dojdzie do spadku wskaźnika cen konsumpcyjnych i jaka będzie jego skala, ale samego spadku nie da się zapewne uniknąć. Jak na razie, rynek nie oczekuje jednak, że deflacja utrzyma się przez dłuższy okres, w wyniku czego rentowności długoterminowych papierów dłużnych pozostawały dotychczas dość mało wrażliwe na działania zmierzające do łagodzenia polityki pieniężnej. Z tego powodu Fed utrzymał w mocy deklarację o gotowości do skupowania tego rodzaju instrumentów (element strategii *quantitative easing*), ale jak dotąd środek ten nie został wykorzystany. Nie można wykluczyć, że pewna zwłoka w podjęciu przez Rezerwę Federalną bardziej radykalnych działań była motywowana oczekiwaniem na ostateczny kształt pakietu fiskalnego nowej administracji prezydenta Obamy. Pakiet ten został jednak dość chłodno przyjęty przez ekonomistów i rynki, choć prawdopodobnie umożliwi on zahamowanie spadku konsumpcji i osiągnięcie dodatniej dynamiki PKB w II lub III kwartale tego roku.

Strefa euro: w oczekiwaniu obniżki

Na niezmiennym poziomie pozostały również stopy procentowe w strefie euro (2%). Komunikat po ostatnim posiedzeniu Rady Gubernatorów Europejskiego Banku Centralnego dość jasno wskazuje jednak, że mamy do czynienia tylko z przerwą w obniżkach uwarunkowaną, między innymi, cyklem publikacji prognoz makroekonomicznych. Nowe projekcje PKB i inflacji zostaną przedstawione na marcowym posiedzeniu Rady Gubernatorów EBC. Przestrzelenie dotychczasowych prognoz (w IV kw. PKB strefy spadł o 1,5% kw/kw po spadku o 0,2% kw/kw w III kw., wypełniając „techniczną” definicję recesji) sprzyja nasileniu oczekiwań spadku PKB w 2009 r. Zwiększa to przestrzeń do dalszego luzowania polityki monetarnej przez EBC.

Sprzymierzeńcem w dalszym cięciu stóp jest niewątpliwie postępująca dezinflacja: w styczniu roczna stopa inflacji HICP spadła do zaledwie 1,1% wobec 1,6% na koniec 2008 r. W komunikacie po ostatnim posiedzeniu Rady Gubernatorów Jean-Claude Trichet zdystansował się jednak od przykładania zbyt dużej wagi do tej miary, która w najbliższym czasie będzie prawdopodobnie obciążona znaczną zmien-

Luty 2009

nością. Istotną przesłanką przeciwko dalszym obniżkom stóp może być natomiast ich obecny poziom, sugerujący bliskość „pułapki płynności” i konieczności fizycznej stymulacji wzrostu podaży pieniądza działaniami określanymi jako *quantitative easing*. W ostatnim okresie uwidoczniła się pewna zmiana w podejściu Rady Gubernatorów EBC do tego rodzaju działań, do czego mogły w pewnej mierze przyczynić się poglądy jednego z członków tego gremium, Athanasiosa Orphanidesa.

Perspektywy gospodarek państw tworzących strefę euro – dalszy spadek PKB skoncentrowany w I poło-

wie roku przy braku wyraźnych sygnałów wskazujących na poprawę koniunktury (najważniejsze indeksy zaczęły się stabilizować, jednak na bardzo niskich poziomach, odległych od progu oddzielającego wzrost i kontrakcję) – wspierają realizację scenariusza, w którym na najbliższym, marcowym posiedzeniu EBC, zapadnie decyzja o obniżce stóp procentowych o 50 pkt.bazowych. Pogłębianie się recesji w strefie euro przemawia za kontynuacją przez EBC cyklu obniżek w II kw. 2009 r. i dalszym zmniejszaniem różnicy w wysokości stóp referencyjnych między tym obszarem i USA.

Luty 2009

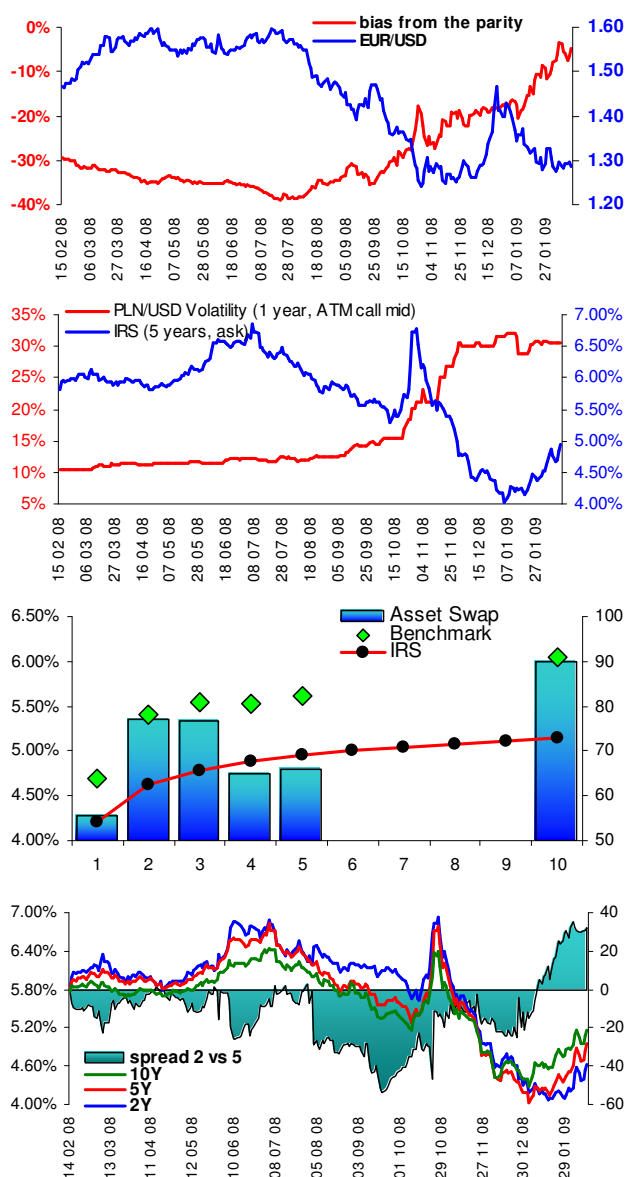
EUROMONITOR

	Kryteria konwergencji*		
		- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,1 (grudzień 2008) - Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 6,21% (styczeń 2008) - Deficyt budżetu: <3,0% PKB - Dług publiczny: < 60,0% PKB - Członkostwo w ERM2: 2 lata	Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% pasma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 – wokół kursu z początku okresu obserwacji)
Polska		- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,2% (grudzień 2008) - Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 6,01% (grudzień 2008) - Deficyt budżetu: 2,5% PKB (2008) - Dług publiczny: 45,5% PKB (2008) - Członkostwo w ERM2: nie	
Czechy		- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 6,3% (grudzień 2008) - Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 4,60% (grudzień 2008) - Deficyt budżetu: 1,2% PKB (2008) - Dług publiczny: 27,9% PKB (2008) - Członkostwo w ERM2: nie	
Węgry		- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 6,0% (grudzień 2008) - Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 8,38% (grudzień 2008) - Deficyt budżetu: 3,3% PKB (2008) - Dług publiczny: 71,9% PKB (2008) - Członkostwo w ERM2: nie	

***Kryteria konwergencji** ze strefą euro zostały ustalone w Traktacie z Maastricht z 1992 r. i obejmują pięć obszarów: stabilność cen (inflacja HICP w okresie 12 miesięcy poprzedzających okres kwalifikacyjny nie może przekraczać średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji o więcej niż 1,5 pkt. proc.), długookresowe stopy procentowe (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu nie może przekraczać średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji), stabilność finansów publicznych (brak procedury nadmiernego deficytu, co wymaga utrzymania deficytu fiskalnego poniżej 3% PKB, a długu publicznego poniżej 60% PKB), stabilność kursu walutowego (co najmniej dwa lata w systemie ERM2 bez poważnych napięć, czyli w granicach +/-15% od kursu centralnego) oraz zgodność legislacji (dostosowanie przepisów prawnych do wymogów UE). **W naszym zestawieniu** na bieżąco (w miarę publikacji danych przez Eurostat) monitorujemy stopień spełnienia pierwszych czterech kryteriów przez Polskę, Czechy i Węgry. Europejski Bank Centralny oraz Komisja Europejska co najmniej raz na dwa lata przygotowują raporty o konwergencji, oceniające stopień spełnienia kryteriów konwergencji, będący podstawą dla decyzji Rady UE o wyrażeniu zgody na przystąpienie danego państwa do strefy euro.

Luty 2009

NA RYNKU



F/X

Ostatnie tygodnie przyniosły intensywną przecenę złotego względem głównych walut. Od początku lutego, gdy kurs EUR/PLN kształtował się na poziomie ok. 4,40, a kurs USD/PLN odpowiednio 3,45, złoty osłabił się w stosunku do euro i dolara o ponad 10%. W szczytowym momencie kurs EUR/PLN sięgnął 4,92 i niewiele dzieliło go od historycznego maksimum z 2004 r. na poziomie 4,94. Rządowa sugestia interwencji walutowej przy poziomie kursu 5,00 zł za euro, zapowiedź wejścia do ERM2 bez zmiany konstytucji oraz rozpoczęcie wymiany środków unijnych na złote na rynku międzybankowym oddaliły test tego skrajnego poziomu i przyczyniły się do pewnego umocnienia złotego. Tego rodzaju działania mogą jednak okazać się niewystarczające do trwałej zmiany średniookresowego trendu spadkowego złotego. Nowym elementem stała się skoordynowana akcja banków centralnych Polski, Czech i Węgier, ale zbyt wcześnie jest na ocenę, w jakim stopniu wpłynie to na sytuację na rynku walutowym. W dalszym ciągu należy się liczyć z tym, że kurs złotego będzie podlegał silnym wahaniom.

Słabość złotego przyczyniła się do znacznej korekty oczekiwań dotyczących dalszych obniżek stóp procentowych NBP. Prawdopodobne ograniczenie skali i tempa tych obniżek może jednak tylko w ograniczonym stopniu przyczynić się do powstrzymania deprecjacji złotego. Naszej walucie nie sprzyja też słabość euro względem dolara (spadek kursu z poziomu 1,30 na początku lutego do ok. 1,25 w połowie miesiąca).

Fixed Income

Odpiływ kapitału zagranicznego z Polski spowodował znaczący wzrost rentowności krajowych papierów dłużnych na całej długości krzywej dochodowości. Najsilniej rosły rentowności papierów o krótkich terminach zapadalności – w przypadku obligacji 2-letniej przejściowo o ponad 100 pb., w okolicy poziomu 5,90%. To najwyższy poziom od końca listopada ub.r. W mniejszym stopniu wzrost rentowności dotyczył papierów z długiego końca, który już wcześniej znajdował się na relatywnie wysokim poziomie. W rezultacie, rentowności 10-letnich obligacji osiągnęły 6,00%, a krzywa dochodowości przejściowo wypłaszczyła się.

Poziomy rentowności, zwłaszcza na krótkim końcu krzywej, wydają nam się wysokie nawet przy obecnym poziomie stopy interwencyjnej NBP, stąd za prawdopodobną uważamy ich korektę i ponowne wystromienie krzywej.

Luty 2009

KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Luty 2009	Marzec 2009	Kwiecień 2009	Maj 2009
Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych	13	13	15	14
Produkcja sprzedana przemysłu i PPI	19	18	20	20
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	17	17	17	19
Szacunki PKB	–	2	–	–
Koniunktura gospodarcza (GUS)	20	20	22	22
Podaż pieniądza M3	13	13	14	14
Bilans płatniczy	12	13	14	15
Inflacja bazowa	–	20	22	21
Oficjalne aktywa rezerwowe	6	6	7	7
Posiedzenia RPP	24-25	24-25	28-29	26-27
Posiedzenia ECB	5	5, 19	2	7
Posiedzenia FED	–	17	28-29	–

Źródło: GUS, NBP, ECB, Rezerwa Federalna

KONTAKT:
Departament Rynków Finansowych
ul. Senatorska 18
00-950 Warszawa
fax: (22) 829 02 05

Kierujący Wydziałem Współpracy z Klientami

Bogusław Goleń +48 22 829 02 11 bogdan.golen@brebank.com.pl

Kierująca Wydziałem Klientów Finansowych

Inga Gaszkowska-Gębska +48 22 829 12 05 inga.gaszkowska-gebska@brebank.com.pl

Kierujący Wydziałem Transakcji Walutowych

Marcin Turkiewicz +48 22 829 01 84 marcin.turkiewicz@brebank.com.pl

Kierujący Wydziałem Transakcji Stóp Procentowych

Łukasz Barwicki +48 22 829 01 93 lukasz.barwicki@brebank.com.pl

Kierujący Wydziałem Instrumentów Strukturyzowanych

Jarosław Stolarczyk +48 22 829 01 67 jaroslaw.stolarczyk@brebank.com.pl

Niniejsze opracowanie stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów popartej informacjami z kompetentnych źródeł, jednakże nie możemy zagwarantować ich pełnej wiarygodności i kompletności. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają nasze opinie w dniu wydawania raportu. Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim treści. Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania jest możliwa jedynie za uprzednią zgodą autorów.