



MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Luty 2011, Nr 107 (2)

SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Gospodarka polska	s. 3
Gospodarka globalna	s. 6
Euromonitor	s. 9
Na rynku	s. 10
Kalendarz	s. 12

ERNEST PYTLARCZYK
główny ekonomista
tel. (22) 829 01 66
ernest.pytlarczyk@brebank.pl

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

PAULINA ZIEMBIŃSKA
analityk
tel. (22) 829 10 62
paulina.ziembinska@brebank.pl

- Wzrost inflacji w Polsce w kolejnych miesiącach wydaje się niemal pewny. Niezaprzeczalnie rośnie presja popytowa. W najbliższym czasie ujawni się wpływ podwyżek stawek VAT oraz efekty rosnących ceny surowców. Czy jednak w 2011 czeka nas tak znaczny wzrost inflacji na jaki wskazują notowania instrumentów finansowych? Oczekiwana przez rynek ścieżka stóp procentowych jest, według naszych wyliczeń, tożsama ze wzrostem inflacji na przestrzeni najbliższych kwartałów do poziomu 4,3%. Jednocześnie nasze szacunki wskazują, że znaczna część szoków podaźowych już znalazła swoje odzwierciedlenie we wskaźniku inflacji, zawiązując jednocześnie statystyczną bazę na II połowę 2011 roku. Utrzymanie monotonicznie rosnącej ścieżki inflacji w całym 2011 roku wydaje się nam zatem mało prawdopodobne. Mało prawdopodobne jest również zacieśnienie monetarne w skali wycenianej obecnie przez rynek.
- Brytyjscy analitycy (ankieta Financial Times) oceniają, że plan konsolidacji fiskalnej przyniesie pozytywne rezultaty w długim terminie. W europejskiej dyskusji o długu publicznym pojawia się teza (wspierana m.in. przez prof. Balcerowicza), że zbyt duże wydatki socjalne są główną przyczyną kryzysu fiskalnego. Wielka Brytania może być przykładem utrzymania zaufania inwestorów i wyjścia z kryzysu na stabilną ścieżkę rozwoju dzięki skupieniu na wydatkach, a nie podatkach.
- Uważamy, że przestrzeń do dalszego wzrostu rentowności polskich obligacji jest już ograniczona (w przeciwnym wypadku musiały zostać spełnione warunki stałego dopływu negatywnych informacji), a ryzyko inflacyjne jest w dużej mierze odzwierciedlone w obecnych wycenach. (Najbardziej prawdopodobna naszym zdaniem) stabilizacja rentowności na obecnych poziomach (sami inwestorzy krajowi ze względu na brak wolnych środków rally nie wywołają, „zagranica” jest ostatnio dość chaotyczna, pewnym wsparciem mogą być mniejsze podaże i ostatnio zapowiedź Ministerstwa Finansów zamiany długookresowych płatności odsetkowych po stałej na zmienną stopę) jest już dostatecznym argumentem za pozycją długą w polskich obligacjach i wykorzystaniem znacznego roll-down.

Wskaźnik	2007	2008	2009	2010	2011P
PKB r/r	6,8	5,1	1,7	3,8	4,2
Inflacja (średnia w okresie)	2,5	4,2	3,5	2,8	3,5
Saldo na rachunku obrotów bież. (% PKB)	-4,5	-5,3	-1,6	-3,1	-3,8
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	11,2	9,5	12,1	12,3	10,9
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	5,00	5,00	3,50	3,75	4,25

Wskaźnik	2010				2011	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1P	Q2P
PKB r/r	3,0	3,5	4,2	4,5	4,2	3,8
Inflacja r/r (średnia w okresie)	3,0	2,1	2,6	2,9	3,3	3,4
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	3,50	3,50	3,50	3,75	3,75	4,00

P - prognoza

Luty 2011

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Cze 10	Lip 10	Sie 10	Wrz 10	Paź 10	Lis 10	Gru10	Sty11
PKB i produkcja								
PKB	3,5%			4,2%				
Popyt krajowy	3,9%			4,2%				
Spożycie indywidualne	3,0%			3,5%				
Nakłady brutto na środki trwałe	-1,7%			0,4%				
Wartość dodana	3,0%			3,8%				
w przemyśle	13,1%			10,2%				
w budownictwie	4,0%			6,1%				
w sektorze usług rynkowych	0,3%			2,0%				
Produkcja przemysłowa r/r	14,3%	10,5%	13,6%	11,8%	8,0%	10,0%	11,5%	9,9%
Produkcja przemysłowa m/m	6,8%	-5,9%	-1,8%	13,2%	-1,6%	-1,3%	-4,1%	
Sprzedaż detaliczna r/r	6,4%	3,9%	6,6%	8,6%	9%	8,3%	12,0%	8,5%
Sprzedaż detaliczna m/m	4,1%	3,2%	-1,6%	1,2%	4,3%	-6,7%	25,3%	
Rynek pracy								
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3 403,65	3 433,32	3 407,26	3 403,68	3440,22	3525,67	3847,91	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	3,5%	2,1%	4,2%	3,7%	3,9%	3,6%	5,4%	5,0%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	1,7%	0,9%	-0,8%	-0,1%	1,1%	2,5%	9,1%	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	1,1%	1,4%	1,6%	1,8%	2,1%	2,2%	2,4%	2,9%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,3%	0,3%	0,0%	0,2%	0,2%	0,1%	0,0%	
Stopa bezrobocia	11,7%	11,5%	11,4%	11,5%	11,5%	11,7%	12,3%	12,7%
Handel zagraniczny								
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-920	-1270	-1281	-1089	-1217	-2286	-1638	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (mln EUR)	-101	-606	-825	-537				
Eksport na bazie transakcji r/r (w EUR)	27,0%	17,5%	22,9%	17,9%				
Import na bazie transakcji r/r (w EUR)	23,9%	18,9%	26,2%	23,9%				
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,1%	-2,3%	-2,6%	-2,9%				
Ceny								
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	0,3%	-0,2%	-0,4%	0,6%	0,5%	0,1%	0,4%	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	2,3%	2,0%	2,0%	2,5%	2,8%	2,7%	3,1%	3,3%
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r	1,5%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,6%	1,8%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	1,0%	0,1%	-0,2%	0,1%	0,0%	0,4%	1,1%	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	2,1%	3,8%	4,0%	4,3%	3,9%	4,7%	6,1%	6,5%
Agregaty monetarne								
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	742,8	743,3	749,5	752,9	756,2	763,0	782,3	
Podaż pieniądza r/r	7,1%	7,8%	9,4%	8,9%	6,3%	9,0%	8,6%	9,1%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	13,1%	13,7%	15,5%	12,4%	10,0%	14,3%	13,9%	
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	-4,4%	-3,1%	-2,2%	-3,1%	-2,3%	-0,7%	-0,3%	
Depozyty gospodarstw domowych r/r	9,3%	9,4%	10,0%	9,7%	10,2%	10,1%	9,8%	
Depozyty przedsiębiorstw r/r	13,1%	12,1%	15,2%	12,9%	13,2%	10,7%	9,9%	
Kursy walutowe								
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4,14	4,01	4,00	3,97	3,97	4,02	3,96	3,93
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3,38	3,07	3,15	2,91	2,85	3,10	2,96	2,87
Stopy procentowe								
Stopa interwencyjna NBP	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,75%
Stopa lombardowa	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,25%
Stopa depozytowa	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,25%
WIBOR 3M	3,76%	3,72%	3,71%	3,74%	3,83%	3,85%	3,92%	3,91%
Rentowność obligacji 2Y	4,85%	4,75%	4,73%	4,76%	4,73%	4,85%	4,76%	4,99%
Rentowność obligacji 5Y	5,42%	5,41%	5,19%	5,09%	5,16%	5,41%	5,48%	5,73%
Rentowność obligacji 10Y	5,94%	5,88%	5,43%	5,50%	5,56%	5,83%	6,00%	6,27%
Gospodarka światowa								
Inflacja w strefie euro (r/r)	1,4%	1,7%	1,6%	1,8%	1,9%	1,9%	1,8%	2,4%
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)	1,9%			1,9%				
Stopa podstawowa ECB	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Inflacja w USA (r/r)	1,1%	1,2%	1,1%	1,1%	1,2%	1,1%	1,5%	
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)	1,7%			2,6%			3,2%	
Stopa docelowa Fed Funds	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%

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

GOSPODARKA POLSKA

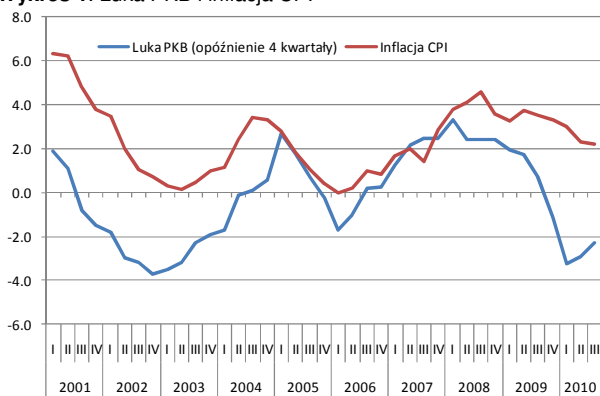
Inflacja – będzie rosła, ale jak szybko i jak długo?

Wzrost inflacji w Polsce w kolejnych miesiącach wydaje się niemal pewny. Niezaprzeczalnie rośnie presja popytowa. W najbliższym czasie ujawni się wpływ podwyżek stawek VAT oraz efekty rosnących cen surowców. Czy jednak w 2011 czeka nas tak znaczny wzrost inflacji na jaki wskazują notowania instrumentów finansowych? Oczekiwana przez rynek ścieżka stóp procentowych jest, według naszych wyliczeń, tożsama ze wzrostem inflacji na przestrzeni najbliższych kwartałów do poziomu 4,3%. Jednocześnie nasze szacunki wskazują, że znaczna część szoków podaży już znalazła swoje odzwierciedlenie we wskaźniku inflacji, zwyżając jednocześnie statystyczną bazę na II połowę 2011 roku. Utrzymanie monotonicznie rosnącej ścieżki inflacji w całym 2011 roku wydaje się nam zatem mało prawdopodobne. Mało prawdopodobne jest również zacieśnienie monetarne w skali wycenianej obecnie przez rynek.

Popytowa presja inflacyjna – ciągle w kategorii ryzyk

Polska gospodarka wchodzi w dojrzałą fazę ożywienia, ze wszystkimi tego faktu cyklicznymi konsekwencjami. Od kilku miesięcy obserwujemy przyspieszający wzrost zatrudnienia, płac realnych i konsumpcji. Systematycznie rośnie produkcja przemysłowa i wykorzystanie mocy wytwórczych. Naturalną konsekwencją dojrzałej fazy ożywienia gospodarczego powinien być również wzrost presji inflacyjnej.

Wykres 1. Luka PKB i inflacja CPI

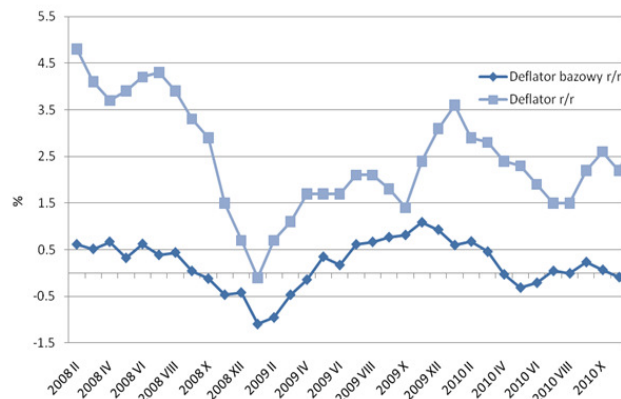


Źródło: GUS.

Należy podkreślić jednak, że cykliczny wzrost popytowej presji inflacyjnej w Polsce jawi się ciągle jedynie w charakterze przyszłych ryzyk, nie faktów dokonanych. Bieżąca diagnoza presji cenowej dokonana na podstawie deflatora sprzedaży detalicznej (po wyłączeniu cen paliw i żywności) wskazuje wręcz, że w ostatnich miesiącach dynamika cen w kategoriach popytowych obniżyła się! Ta obserwacja skłania nas ku tezie, że nieunikniony wzrost inflacji – w tym inflacji bazowej na początku 2011 roku – jeszcze w niewielkim stopniu utożsamiać będzie można ze wzrostem presji popytowej (gros wzrostu cen będzie generowana przez automatyczne po wprowadzeniu wyższej stawki VAT

i wzrosty w kategoriach kontrolowanych przez państwo i samorządy).

Wykres 2. Deflator agregatu sprzedaży detalicznej oraz deflator bazowy sprzedaży (po wyłączeniu sprzedaży żywności i paliw)



Źródło: Obliczenia własne.

Zagadkowo niskie ceny żywności na jesieni

Ostatnie dwa szacunki cen żywności GUS okazały się dla nas sporą niespodzianką. Daleko stąd jednak do nihilizmu statystycznego i stwierdzenia, że GUS ma problemy z liczeniem cen żywności (lub też mocniej: stara się wręcz kształtować rzeczywistość, co staje się ostatnio modnym tematem rynkowym). Poniżej zestawiamy tabelę, która porównuje inflację cen żywności na wybranych elementach koszyka inflacyjnego z inflacją liczoną na podstawie biuletynów Ministerstwa Rolnictwa.

Tabela 1. Wzrost cen żywności liczony od stycznia do grudnia 2010 – porównanie cen GUS oraz cen targowiskowych.

	GUS	Targowiska
Warzywa	19.9%	45.8%
Mąka	15.2%	25.8%
Pieczywo	9.7%	69%
Sery	4.9%	5.8%
Masło	4.5%	5.9%
Mleko	1%	1.8%
Jaja	-3.5%	-2.3%
Mięso wieprzowe	-3.5%	-1.2%
Wędliny	-1%	-0.2%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Rolnictwa i GUS.

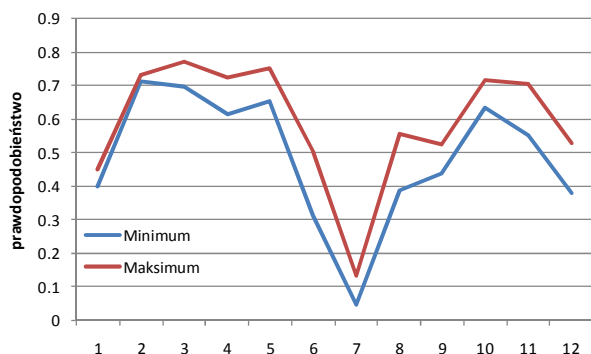
Różnice są największe w przypadku kategorii typowo sezonowych (warzywa, owoce) a także pieczywa i mąki. Nie są to jednak różnice sugerujące dążenie do tuszowania czegokolwiek. Jesteśmy je w stanie zaakceptować biorąc pod uwagę trudności w idealnej replikacji koszyka, zmienność marż detalicznych, występowanie promocji, opóźnienia w przełożeniu cen targowiskowych na ceny detaliczne

Luty 2011

(przedsiębiorstwa nie obserwują w sposób doskonały poziomu cen, w swoich działaniach zawierają elementy strategiczne, nakierunkowane na odparcie ataków konkurencji).

Z uwagi na ww. trudności do określenia zmian cen w danym miesiącu wykorzystujemy również modele ekonometryczne oparte na zmiennych sezonowych i cenowych wskaźnikach koniunktury. Nie są to jednak narzędzia doskonałe – na uwagę zasługuje fakt, że prawdopodobieństwo błędu prognozy z modeli zmienia się sezonowo. W szczególności wysokie błędy modeli zdarzają się wiosną i zimą, podczas gdy lato i jesień są miesiącami bardziej precyzyjnych szacunków. Stąd też ostatnie rozbieżności inflacji względem modelu wcale nie są nietypowe – w tych miesiącach szacunki są po prostu mało precyzyjne (proszę zwrócić uwagę, że największą precyzją prognozy charakteryzują się modele ekonometryczne w czerwcu, lipcu i sierpniu, kiedy ciężko jest wykorzystywać dane z biuletynów Ministerstwa Rolnictwa, „przybrudzone” zmianą koszyka konsumpcyjnego na odzwierciedlający większą konsumpcję artykułów sezonowych).

Wykres 3. Prawdopodobieństwo błędu prognozy z modelu (przedział) względem miesięcy.



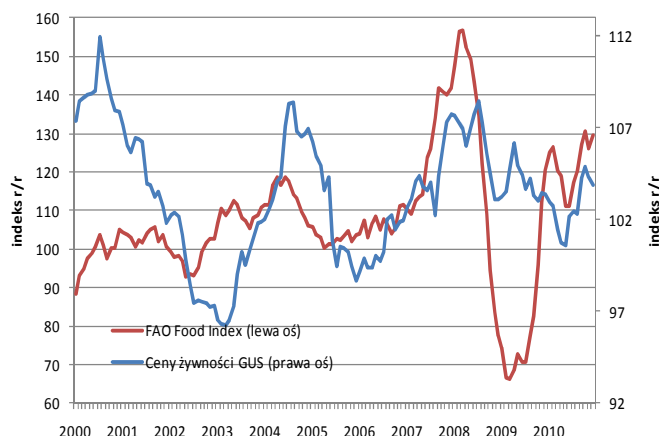
Źródło: Obliczenia własne.

Reasumując, błędy ostatnich szacunków mieszczą się w błędach stosowanych przez nas modeli (uwzględniając sezonowość pomyłek). Co więcej, również pierwsze trzy miesiące roku charakteryzują się prawdopodobieństwem wyższych błędów. Nie uprawnione jest jednak wnioskowanie, że wzrosły ceny żywności muszą się skumulować i zmateriałizować skokowo w statystykach GUS.

Szok żywnościowy i co dalej

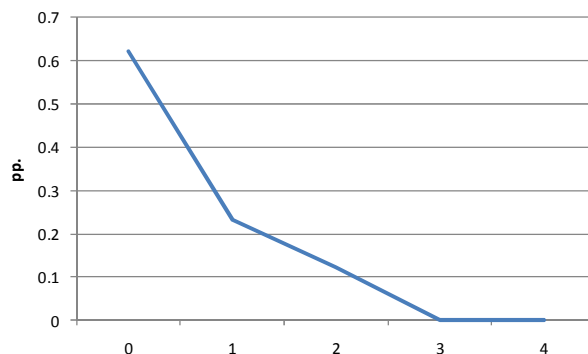
O ile wzrost presji popytowej na ceny konsumentów traktujemy w kategorii przyszłych ryzyk, zgoła odmiennie przedstawia się kwestia szoków podażowych i ich wpływu na ścieżkę inflacji. Nie oznacza to jednak, że czeka nas niekontrolowany wzrost inflacji powodowany podniesieniem cen żywności. Pierwszym argumentem na rzecz tej tezy jest fakt, że skala wzrostu żywności jest relatywnie niewielka biorąc pod uwagę poprzednie „szoki” żywnościowe (patrz wykres). Co więcej, należy uczciwie przyznać, że globalne tendencje cenowe na żywności są co prawda skorelowane ze zmianami cen w Polsce, jednak amplituda wahań jest zupełnie inna (patrz wykres). Katastroficzny wzrost cen żywności jest mało prawdopodobny.

Wykres 4. Dynamika cen żywności FAO i cen żywności GUS.



Źródło: Obliczenia własne.

Wykres 5. Odpowiedź na impuls (IRF) wskaźnika inflacji CPI na szok żywnościowy w wysokości jednego odchylenia standardowego w górę, który materializuje się w okresie 0, a następnie dynamika cen żywności wraca do średniej.



Źródło: Obliczenia własne.

Co więcej, nawet biorąc pod uwagę mało prawdopodobny scenariusz gwałtownego przyspieszenia żywnościowej części inflacji, szoki tego typu mają znikomą zdolność do utrwalania się we wskaźniku inflacji. Analiza przy wykorzystaniu modelu ekonometrycznego wskazuje, że szok żywnościowy (rozumiemy przez to nagły wzrost inflacji żywnościowej na jeden kwartał o jedno odchylenie standardowe w górę – obecnie jest to około 1.9pp.) dość szybko zanika na całkowitym wskaźniku inflacji. Mianowicie, niewiele ponad 31% całkowitego szoku pojawia się w sposób natychmiastowy (jest to nieco więcej niż waga żywności w koszyku, gdyż „reakcję” przejawiają także pozostałe komponenty wskaźnika inflacji, w których żywność jest istotnym składnikiem kosztów/nakładem produkcji), dalsze 12% kwartał później i 6% dwa kwartały później – brak dowodów statystycznych na to, że szok utrzymuje się w inflacji CPI dłużej niż 3 kwartały. Co więcej, mechanizm dystrybucji szoku żywnościowego jest stabilny, odporny na dodawanie kolejnych zmiennych objaśniających takich jak zmienność sezonową, czy luka popytowa. Na wykresie prezentujemy w jaki sposób przyspieszenie kwartalnej dynamiki cen żywności o 1.9pp. przyspieszałoby ogólny wskaźnik inflacji. Należy mieć na uwadze fakt, że „szok” żywnościowy generuje dokładnie przeciwny efekt bazowy w przyszłym roku.

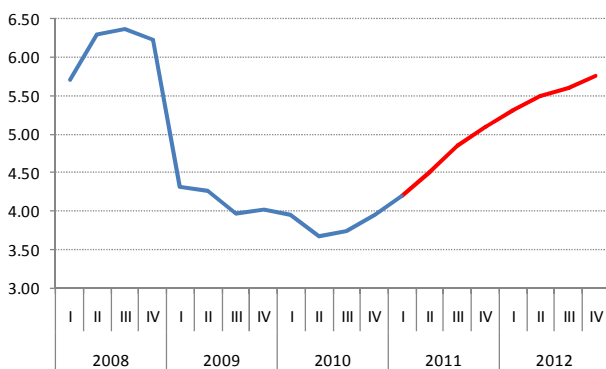
Luty 2011

Co więcej, skala przeniesienia szoku żywnościowego na inflację wynosi na najdłuższej próbie danych 49%, a więc mniej więcej połowa początkowego wzrostu cen pojawia się we wskaźniku inflacji. Skracając odpowiednio próbę (2001-2010, 2002-2010...) zauważalny jest jednak spadek skali „przeniesienia” szoku żywnościowego nawet do około 40%. Oznacza to, że gospodarka polska staje się z biegiem czasu bardziej elastyczna (mechanizm absorpcji szoków działa coraz sprawniej) lub też – niejako dodatkowo – polityka banku centralnego staje się coraz bardziej wiarygodna, co zapobiega przeniesieniu szoków podażowych na oczekiwania inflacyjne, a tym samym – utrwalenia ich w inflacji.

Inwestorzy obawiają się wzrostu inflacji

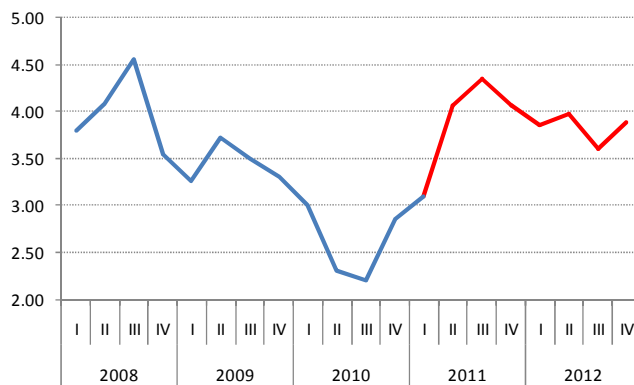
Przywołany już powyżej proces wchodzenia polskiej gospodarki w dojrzałą fazę ożywienia oraz płynące z tego faktu prawdopodobne inflacyjne skutki, słabsza niż oczekiwano waluta krajowa i globalne szoki podażowe, a także bierność RPP stały się silną przesłanką do zaliczenia Polski przez inwestorów do grupy krajów mających problem z kontrolą procesów inflacyjnych. W efekcie nastąpił istotny wzrost stawek FRA i wzrost rentowności obligacji (w zasadzie wzdłuż całej krzywej dochodowości, co nosi znamiona paniki). Obecnie wyceny można interpretować, w kategoriach prognozy wzrostu stóp NBP do poziomu 5,25-5,50% na przestrzeni dwóch lat. Pomimo iż skala wycenianych podwyżek jest zbliżona do tych w Czechach, Eurolandzie, Izraelu i Korei, ze względu na bieżący wyższy poziom stóp procentowych w Polsce normalizacja polityki pieniężnej wyceniana przez rynek jawi się jako wyjątkowo dotkliwa. Jeśli zestawimy te prognozy ścieżki stóp NBP z oszacowaną na danych historycznych funkcją reakcji RPP (zmodyfikowaną pod kątem dostępności danych w momencie decyzji RPP reguła Taylora), **implikowana przyszła inflacja powinna przekroczyć poziom 4.3%...aby poziom oczekiwanych przez rynek stóp procentowych był uzasadniony** (gdyby wystąpiła oczekiwana jednocześnie aprecjacja waluty – a na to wskazuje większość prognoz banków inwestycyjnych kupujących zabezpieczenie przed wzrostem stóp procentowych, **skala wzrostu inflacji musiałaby sięgnąć 5%**).

Wykres 6. Oczekiwana ścieżka stóp procentowych (WIBOR 3M), średnia w kwartale.



Źródło: Obliczenia własne.

Wykres 7. Oczekiwana ścieżka inflacji CPI wyliczona z reguły Taylora, przy założeniu rynkowej ścieżki stóp procentowych, dynamiki PKB oczekiwanej przez rynek (ankiety Bloomberg, Reuters, Parkiet), stałości kursu walutowego.



Źródło: Obliczenia własne.

Czy ryzyko wzrostu inflacji powyżej poziomu 4,3% jest rzeczywiście dominujące? Obecnie raczej nie ma twardych przesłanek uprawniających takie wnioskowanie. Po pierwsze ciągle brak bieżących oznak realizacji presji popytowej (patrz par. 1). Po drugie zidentyfikowany przez nas mechanizm propagacji szoków podażowych (żywnościowych) sugeruje szybkie wygasanie szoków w polskich warunkach (w tym szybkie wygaśnięcie niewielkiego szoku żywnościowego, który prawdopodobnie „przebrzmiał” już w danych inflacyjnych). Po trzecie, realizacja szoków podażowych w II połowie 2010 sugeruje wystąpienie negatywnych efektów bazowych, co z kolei wskazuje na możliwość obniżenia rocznego wskaźnika inflacji w II połowie 2011. Podobne efekty generować będzie podwyżka stawek VAT z początku 2011 roku. Wreszcie inwestorzy w swoich wycenach przyszłej ścieżki stóp NBP nie uwzględniają naszym zdaniem dwóch dość prawdopodobnych procesów o charakterze antyinflacyjnym: 1) procesu umocnienia złotego, 2) (nawet ograniczonej) konsolidacji fiskalnej.

Oceniamy zatem, że implikowany przez instrumenty stopy procentowej scenariusz realizacji praktycznie pełnego zestawu negatywnych ryzyk inflacyjnych w Polsce jest zbyt agresywny, a zrealizowany cykl zacieśnienia w Polsce okaże się znacznie skromniejszy.

Ernest Pytlarczyk
Marcin Mazurek

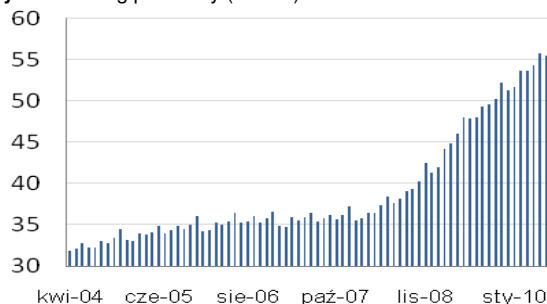
Luty 2011

GOSPODARKA GLOBALNA

Wielka Brytania: zamiast konsumpcji i zadłużania - oszczędności i inwestycje**Czarny scenariusz**

Hasło premiera Camerona przedstawione na szczycie w Davos w kontekście wprowadzonych w Wielkiej Brytanii reform to „oszczędności i inwestycje zamiast konsumpcji i zadłużania”.

Dług publiczny w grudniu 2010 roku wyniósł 59,3% PKB, co jest najwyższą wartością w powojennej historii kraju, przy deficycie utrzymującym się powyżej 10% PKB (Wykres 1). *Office for Budget Responsibility* (OBR, biuro powołane 17 maja 2010 roku przez ministra finansów Osborne'a w celu monitorowania i prognozowania budżetu) oszacowało, że bez zmian w polityce fiskalnej dług publiczny osiągnąłby w ciągu czterech lat poziom 74,4% PKB, zaś deficyt budżetowy utrzymywałby się stale powyżej 4% PKB. W roku fiskalnym 2014-15 koszt obsługi tego zadłużenia wzrósłby do £67 mld. rocznie (w 2010 roku wyniósł £43 mld, czyli ok. £120 mln dziennie).

Wykres 1. Dług publiczny (%PKB).

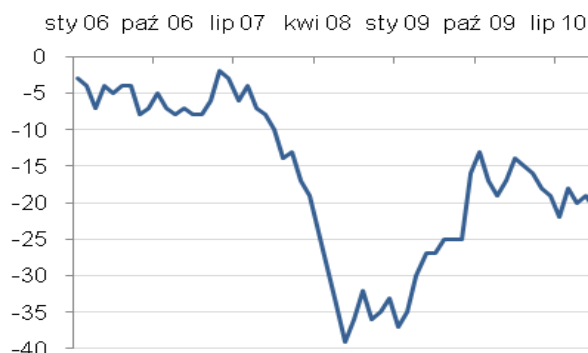
Źródło: ONS UK.

Dodatkowe oszczędności do 2015 roku

Plan konsolidacji finansów publicznych na lata 2011-15 zakłada dodatkowe względem wprowadzonych przez poprzedni rząd oszczędności £40 mld rocznie. W tym £32 mld rocznie z redukcji wydatków (średnio resorty rządowe muszą obniżyć wydatki o 25% do 2015 roku) oraz £8 mld z podwyżek podatków (wzrost stawki VAT do 20% oraz wzrost stawek podatku *Insurance Premium Tax* do 6% i 20%). Dodatkowo £11 mld. dzięki wprowadzeniu wchodzącej w życie od kwietnia 2011 roku reformy opieki społecznej (wprowadzającej jednorodne świadczenie tzw. „universal credit” udzielane w zależności od wykazanej podstawy opodatkowania, które ma zmniejszyć ryzyko nadużyć oraz zwiększyć aktywność zawodową) oraz zamrożenia pensji w sektorze publicznym. Zatem aż 77% oszczędności ma pochodzić z redukcji wydatków.

Prognozy OBR wskazują, że wykonanie tego planu oszczędnościowego obniży deficyt budżetowy do poziomu 1,1% PKB w roku fiskalnym 2015-16 oraz zmieni trend długu publicznego na malejący (osiągając maksymalny poziom 70,4% PKB w 2013-14 oraz malejąc do 67,4% PKB w 2015-16).

Oczywiście cięcia budżetowe wywołują sprzeciw społeczny – związki zawodowe zapowiedziały protesty, a wskaźnik zaufania konsumentów GfK osiągnął najniższy od marca 2009 poziomu -29 pkt. (aż o 12pkt. niższy niż przed rokiem, Wykres 2).

Wykres 2. Wskaźnik zaufania konsumentów GfK.

Źródło: Bloomberg

Jednak rynek dobrze przyjął plany konsolidacji fiskalnej. Tuż po ogłoszeniu budżetu 22 czerwca 2010 obserwowano spadek rentowności obligacji 10-letnich (Wykres 3).

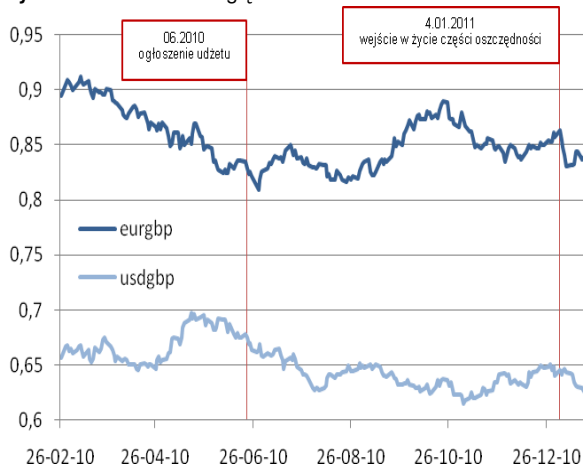
Wykres 3. Rentowność 10-letnich obligacji

Źródło: Bloomberg

Kurs EUR/GBP zareagował krótkoterminową aprecjacją, jednak większą pozytywną reakcją można obserwować na kursie USD/GBP (Wykres 4). Agencje ratingowe bardzo dobrze oceniły brytyjski plan konsolidacji finansów publicznych, ogłaszając że sprzyja on utrzymaniu najwyższych ratingów (np. AAA agencji Moody's). Na tle Europy jest to niespotykana skala oszczędności, jednak wraz z niepewnymi odczytami wskaźników brytyjskiej gospodarki pojawiają się głosy krytyki, przede wszystkim po stronie amerykańskiej.

Luty 2011

Wykres 4. Kurs funta względem euro i dolara

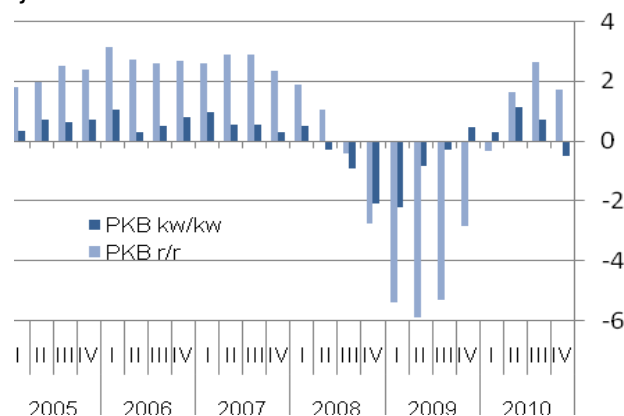


Źródło: Bloomberg

Niepełne dane

Grudniowy odczyt PKB za IV kwartał był zaskoczeniem – rynek spodziewał się wzrostu +0,5% r/r, zaś wstępne dane (oparte na 50% danych używanych do szacunków) wskazują spadek o 0,5% r/r (Wykres 5).

Wykres 5. PKB

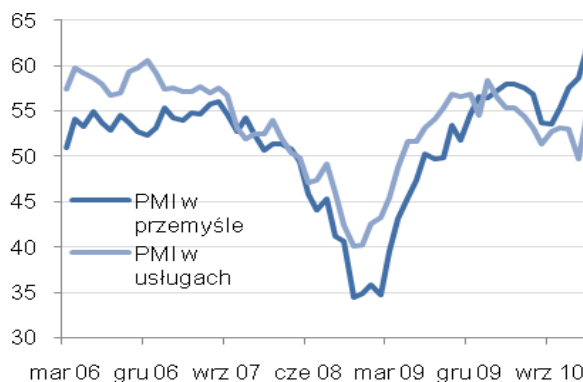


Źródło: Bloomberg

Jako jedną z przyczyn wymienia się ciężki atak zimy w grudniu, co stawia pod znakiem zapytania zwątpienie w stabilność tempa wzrostu Wielkiej Brytanii, tym bardziej, że wskaźniki PMI w przemyśle i usługach zaskoczyły wysokimi wynikami (odpowiednio: 62 pkt. przy oczekiwanych przez rynek 57,5pkt. oraz 54,5 pkt. wobec oczekiwanych 51,3 pkt., Wykres 6). Odczyty te są tym bardziej istotne, że wstępne dane PKB wskazały na ujemną dynamikę w usługach (-0,5% kw/kw), na których bazuje ok. 70% brytyjskiego wzrostu. Wzrost wskaźnika PMI w usługach powyżej oczekiwań i istotnie powyżej 50 pkt. (po spadku do poziomu 49,7 pkt. w grudniu) wskazuje na niedoszacowanie wstępnego wyniku PKB (co nie dziwi w kontekście obserwowanych od dłuższego czasu odstępstw wstępnych szacunków od odczytów finalnych). Produkcja przemysłowa powoli odbija się od dna recesji utrzymując od kilku miesięcy dynamikę roczną powyżej 3% r/r. Trwałość tych wzro-

stów w kontekście spadku dynamiki PKB zostanie oceniona dopiero 10 lutego po publikacji nowych danych. Niepokojący jest spadek rocznej dynamiki sprzedaży detalicznej (w grudniu dynamika m/m była ujemna pomimo spodziewanego nasilenia zakupów związanego z podwyżką VATu) oraz utrzymującej się wysokiej stopy bezrobocia (od czerwca 2009 na poziomie 7,7-7,9%).

Wykres 6. PMI w przemyśle i usługach

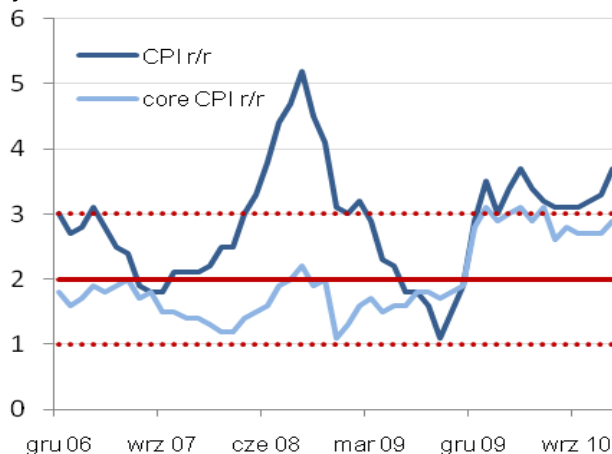


Źródło: Bloomberg

Trudna decyzja Banku Anglii

Problemem Wielkiej Brytanii jest także szalejąca inflacja, która od ponad roku przekracza górną granicę 3% (Wykres 7).

Wykres 7. CPI



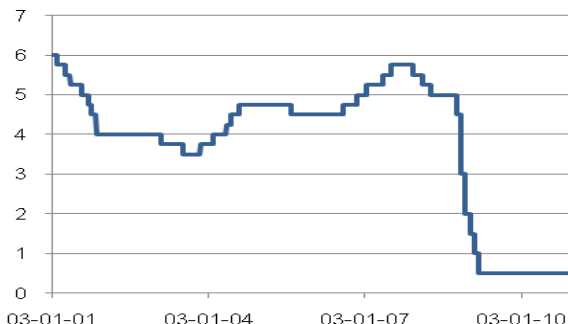
Źródło: Bloomberg

Prognozy brytyjskiego banku centralnego wskazują, że podobny (lub wyższy) poziom inflacji utrzyma się przynajmniej do końca 2011. Bank Anglii jako przyczynę tego stanu wskazuje wzrost podatków pośrednich, czynniki zewnętrzne w UE, długoterminową deprecjację funta (od połowy 2007 roku) podwyższającą ceny dóbr importowanych czy rekordowo wysokie ceny surowców. Czynniki te uznawane były do tej pory za przejściowe, co nie skłaniało banku centralnego do podwyższania stopy referencyjnej, która od marca 2009 jest utrzymywana na poziomie 0,5% (podobnie jak QE na poziomie 200 mld. funtów, Wykres 8). Na ostatnim posiedzeniu pojawiły się dwa jastrzębie głosy (Weale i Sentance) w stosunku do siedmiu utrzymujących,

Luty 2011

że czynniki podwyższające inflację są tymczasowe i w średnim terminie nastąpi zmiana trendu w kierunku celu 2% (wpłynąć na to mają stabilne oczekiwania inflacyjne oraz niewielka dynamika płac na poziomie ok. 2%).

Wykres 8. Stopa referencyjna BoE



Źródło: Bloomberg

Jastrzębi członkowie rady pozostaną przy swoich głosach utrzymując, że niższy wzrost jest jednorazowym wynikiem zjawisk pogodowych i sytuacji zewnętrznej, zaś gołębie z prezesem Kingiem na czele będą wskazywali na zagrożenia dla osłabionego już wzrostu (oraz konsolidacji fiskalnej), który także wpływa na zwiększenie wolnych mocy produkcyjnych i stabilizuje wewnętrzną presję inflacyjną, tym bardziej że ustawowym celem rady jest nie tylko poziom inflacji ale także utrzymanie stabilnego poziomu wzrostu i zatrudnienia.

Podwyżka stóp na najbliższym posiedzeniu wydaje się mało prawdopodobna, rada poczeka na dane z początku 2011 roku oraz oceni jaki faktyczny wpływ na wzrost mają cięcia fiskalne. Zagrożeniem dla Wielkiej Brytanii może być także pogłębienie kryzysu w strefie Euro, będącej największym rynkiem brytyjskiego eksportu.

Dobry przykład Wielkiej Brytanii?

Brytyjscy analitycy (ankieta Financial Times) oceniają, że plan konsolidacji fiskalnej przyniesie pozytywne rezultaty w długim terminie. W europejskiej dyskusji o długu publicznym pojawia się teza (wspierana m.in. przez prof. Balcerowicza), że zbyt duże wydatki socjalne są główną przyczyną kryzysu fiskalnego. Wielka Brytania może być przykładem utrzymania zaufania inwestorów i wyjścia z kryzysu na stabilną ścieżkę rozwoju dzięki skupieniu na wydatkach, a nie podatkach.

Paulina Ziemińska

Luty 2011

EUROMONITOR

		Kryteria konwergencji*	
		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 2,43% (grudzień 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 6,14% (grudzień 2010) 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		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 2,7% (grudzień 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,98% (grudzień 2010) Deficyt budżetu: 7,2% PKB (2009) Dług publiczny: 50,9% PKB (2009) Członkostwo w ERM2: nie 	
Czechy		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 1,2% (grudzień 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 3,89% (grudzień 2010) Deficyt budżetu: 5,8% PKB (2009) Dług publiczny: 35,4% PKB (2009) Członkostwo w ERM2: nie 	
Węgry		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,7% (grudzień 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,92% (grudzień 2010) Deficyt budżetu: 4,4% PKB (2009) Dług publiczny: 78,3% PKB (2009) Członkostwo w ERM2: nie 	

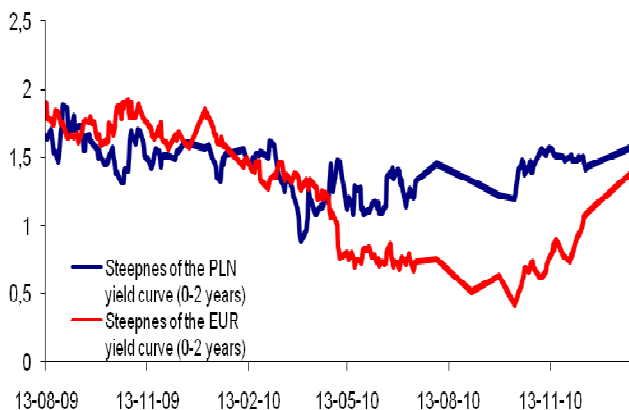
***Kryteria konwergencji** ze strefą euro zostały ustalone w Traktacie z Maastricht z 1992 r. i obejmują pięć obszarów: stabilność cen (inflacja HICP w okresie 12 miesięcy poprzedzających okres kwalifikacyjny nie może przekraczać średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji o więcej niż 1,5 pkt. proc.), długookresowe stopy procentowe (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu nie może przekraczać o więcej niż 2 pkt. proc. 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 2011

NA RYNKU

W styczniu, wbrew naszym oczekiwaniom, kontynuowana była wyprzedaż polskich obligacji. Przesłankami do wzrostu rentowności były zarówno czynniki lokalne (brak aktywności ze strony OFE) oraz czynniki zewnętrzne i efekty substytucyjne – wzrost zainteresowania papierami peryferii strefy euro, a w ostatnim okresie rally na obligacjach węgierskich. Bardzo istotny okazał się również inspirowany globalnie wzrost obaw o przyszłą presję inflacyjną. Podwyżka stóp przez RPP tylko na krótko doprowadziła do wypłaszczenia krzywej dochodowości i pewnej redukcji rentowności dłuższych papierów. Pod koniec stycznia polskie obligacje ponownie traciły ze względu na brak atrakcyjnego lokalnego „story” i obawy o wzrost przyszłej inflacji i nieodpowiedzialność polskiej RPP.

Obecnie, ciągle negatywny sentyment na polskim rynku obligacji to przede wszystkim wpływ substytucji polskich papierów mocniej przecenionymi papierami węgierskimi oraz wpływ globalnego *inflation trade* (trzeba przyznać, że do tego ostatniego Polska pasuje idealnie – rosnący z miesiąca na miesiąc wskaźnik inflacji, rosnąca konsumpcja i płace, rosnący deficyt na rachunku obrotów bieżących). Charakterystyczny jest także **brak wyraźnego, pozytywnego lokalnego „story”** – gra na kompresję premii za ryzyko w związku z wyższym wzrostem nie jest obecnie popularna, poprawa wskaźników fiskalnych w związku ze zmniejszeniem składki przekazywanej do OFE również nie przykuwa uwagi inwestorów, agencje ratingowe są coraz bardziej krytyczne wobec Polski, ciągle istotnym czynnikiem jest nieaktywność na rynku dłużnym samych OFE. Wreszcie niemal pewne jest, że nie będzie wcześniejszych wyborów i szybszej konsolidacji fiskalnej. **Wyceniana skala zacieśnienia w Polsce** (prawie 200pb w całym rozciągniętym na 2 lata cyklu, co równoznaczne byłoby z reakcją RPP na wzrost inflacji do poziomu grubo powyżej 4% r/r) **wcale jednak aż tak mocno nie razi jeśli odniesiemy ją do innych gospodarek**. Ostatnio zanotowany wzrost krótkich stóp rynkowych w strefie euro skutecznie, pomimo oczywistego umocnienia euro do USD zablokował umocnienie złotego względem euro łamiąc dotychczasową korelację między crossami. **Stromizna polskiej krzywej w sektorze do dwóch lat jest obecnie zbliżona do tej w strefie euro** co sugeruje, że inwestorzy w pierwszej kolejności będą chcieli wykorzystać właśnie carry na stopach euro lub ewentualnie grać na korektę wycenianej tam skali zacieśnienia/normalizacji stóp procentowych.



W najbliższym okresie nie nastąpi więc prawdopodobnie zwiększony napływ kapitału portfelowego w związku z carry trades na złotym. Polska waluta może przez najbliższe tygodnie w najlepszym przypadku pozostać stabilna. Stabilny ewentualnie słabszy złoty (i brak antyinflacyjnego oddziaływania kursu walutowego) może z kolei sprzyjać utrzymaniu oczekiwań na większą skalę zacieśnienia w Polsce. Dodać należy, że nieustannie analitycy zagranicznych instytucji finansowych stymulują negatywne oczekiwania - oczekiwania, że polska inflacja za styczeń może zbliżyć się, a nawet przekroczyć górny przedział celu NBP (3,5%). Kolejne analizy publikowane przez zagraniczne banki wskazujące na błędy RPP i problemy fiskalne Polski potęgują strach przed negatywnym scenariuszem.

Czy jednak to wystarczy do dalszego wzrostu rentowności polskich obligacji? **Uważamy, że przestrzeń do dalszego wzrostu rentowności jest już ograniczona** (w przeciwnym wypadku musiałby zostać spełniony warunek stałego dopływu negatywnych informacji), **a ryzyko inflacyjne jest w dużej mierze odzwierciedlone w obecnych cenach obligacji.** (Najbardziej prawdopodobna naszym zdaniem) **stabilizacja rentowności na obecnych poziomach** (sami inwestorzy krajowi ze względu na brak wolnych środków rally nie wywołają, zagranica jest ostatnio dość chaotyczna, pewnym wsparciem mogą być mniejsze podaże i ostatnio zapowiedź Ministerstwa Finansów zamiany długookresowych płatności odsetkowych po stałej na zmienną stopę) **jest już dostatecznym argumentem za pozycją długą w polskich obligacjach** i wykorzystaniem znacznego roll down. Argumentem za taką pozycją jest również relatywna atrakcyjność polskich papierów na tle regionu i **niespotykana na przestrzeni ostatnich 12 miesięcy dywergencja pomiędzy rentownościami polskich i węgierskich obligacji**. Spread pomiędzy rentownością 10 letnich papierów węgierskich i polskich jest najmniejszy od ponad 5 lat. Polska krzywa charakteryzuje się obecnie również znacznie większą stromizną w sektorze 2-10 lat niż węgierska (130 vs. 90pb). Ewentualna korekta oczekiwań na skalę zacieśnienia w strefie euro, mimo iż nie musiałaby skutkować znacznym i natychmiastowym umocnieniem złotego może wspierać pewną racjonalizację oczekiwań co do cyklu zacieśnienia monetarnego w Polsce.

Jeśli nasze prognozy okażą się trafne (przede wszystkim inflacja na poziomie 3,2-3,3% r/r w styczniu wobec konsensusu na poziomie 3,3-3,5%) istnieje szansa na przejściową ale dynamiczną korektę oczekiwań co do skali zacieśnienia monetarnego. Oczekujemy, że najwyższe stopy zwrotów mogą przynieść najdłuższe obligacje, gdyż są najbardziej atrakcyjne z punktu widzenia carry. Dodatkowo ewentualna korekta (zmniejszenie ryzyka inflacyjnego, czy też ogólna poprawa sentymentu) spowodowałaby prawdopodobnie równoległe przesunięcie całej krzywej rentowności w dół.

Luty 2011



Wydłużając nieco horyzont analizy, obstawiamy, że scenariuszem na najbliższe kilka miesięcy będzie jednak wykorzystanie atrakcyjnych w ujęciu absolutnym rentowności i skorzystanie z atrakcyjnego dla lokalnych inwestorów carry w związku ze znaczną stromizną krzywej rentowności. W kolejnych miesiącach rośnie szansa na pojawienie się wyraźnego (my obstawiamy, że również bardziej pozytywnego) lokalnego stopy dla Polski (inflacja obniży się nieco w drugiej połowie roku, złoty umocni się, Polska będzie zmuszona zacieśnić politykę fiskalną a uwaga rynku przesunie się na 2012 rok, rok nieco niższego wzrostu gospodarczego).

Ernest Pytlarczyk

KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Luty 2011	Marzec 2011	Kwiecień 2011
POLSKA			
Inflacja CPI	15	15	13
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	18	17	19
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	16	16	18
PKB	-	2	-
Koniunktura gospodarcza (GUS)	21	22	21
Podaż pieniądza M3	14	14	14
Bilans płatniczy	11	14	13
Inflacja bazowa	-	22	20
Oficjalne aktywa rezerwowe	7	7	7
Posiedzenie RPP	-	1-2	4-5
EUROPE			
Inflacja HICP	28	16	15
PKB	15	3	6
Wskaźnik koniunktury ZEW	15	15	12
Posiedzenie ECB	3	3	7
USA			
Inflacja CPI	17	17	15
PKB	25	25	28
Zmiana zatrudnienia poza rolnic- twem i stopa bezrobocia	4	4	1
Zamówienia na dobra trwałe	24	24	27
Wskaźnik koniunktury w prze- twórstwie ISM	1	1	1
Posiedzenie FED	-	15	26-27

Źródło: GUS, NBP, Bloomberg.

Luty 2011

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.pl

Kierująca Wydziałem Klientów Finansowych

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

Kierujący Wydziałem Transakcji Walutowych

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

Kierujący Wydziałem Transakcji Stóp Procentowych

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

Kierujący Wydziałem Instrumentów Strukturyzowanych

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

UWAGA!

NINIEJSZA PUBLIKACJA ZOSTAŁA PRZYGOTOWANA W CELU PROMOCJI I REKLAMY ZGODNIE Z DEFINICJĄ ZAWARTĄ W PARAGRAFIE 9, USTĘP 1 ROZPORZĄDZENIA MINISTRA FINANSÓW Z DNIA 20. LISTOPADA 2009 W SPRAWIE TRYBU I WARUNKÓW POSTĘPOWANIA FIRM INWESTYCYJNYCH, BANKÓW, O KTÓRYCH MOWA W ART. 70 UST. 2 USTAWY O OBROTCIE INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI, ORAZ BANKÓW POWIERNICZYCH. OPRACOWANIE STANOWI WYRAZ NAJLEPSZEJ WIEDZY AUTORÓW POPARTEJ INFORMACJAMI Z KOMPETENTNYCH RYNKOWYCH ŹRÓDEŁ, JEDNAKŻE NIE MOŻEMY GWARANTOWAĆ ICH PEŁNEJ WIARYGODNOŚCI I KOMPLETNOŚCI. WSZELKIE OCENY ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE WYRAŻAJĄ NASZE OPINIE W DNIU WYDANIA RAPORTU I MOGĄ BYĆ ZMIENIONE PRZEZ AUTORÓW BEZ UPRZEDNIEGO POWIADOMIENIA. INFORMACJE, NA KTÓRE POWOŁUJĄ SIĘ W NINIEJSZYM OPRACOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRACOWANIU SĄ ŚREDNIMI POZIOMAMI ZAMKNIĘCIA RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO Z DNIA POPRZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY. NIE SĄ ZATEM PORADĄ, REKOMENDACJĄ, OFERTĄ DOTYCZĄCĄ KUPNA LUB SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH I NIE NALEŻY ICH TAK TRAKTOWAĆ. PROGNOZY WSKAZANE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE GWARANTUJĄ OSIĄGNIĘCIA ZYSKÓW PRZEZ INWESTORA DZIAŁAJĄCEGO NA ICH PODSTAWIE. BRE BANK S.A. (LUB JEGO PRACOWNICY) MOŻE POSIADAĆ NA RACHUNKU WŁASNYM LUB MOŻE ZAWIERAĆ TRANSAKCJE KUPNA/SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW OPISANYCH W NINIEJSZEJ PUBLIKACJI. AUTORZY OŚWIADCZAJĄ, ŻE INWESTOR NIE POWINIEN DZIAŁAĆ WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE NINIEJSZEGO OPRACOWANIA, BEZ ZASIĘGNIĘCIA NIEZALEŻNEJ PROFESJONALNEJ PORADY INWESTYCYJNEJ. JAKAKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, JEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIA PISEMNA ZGODA AUTORÓW.