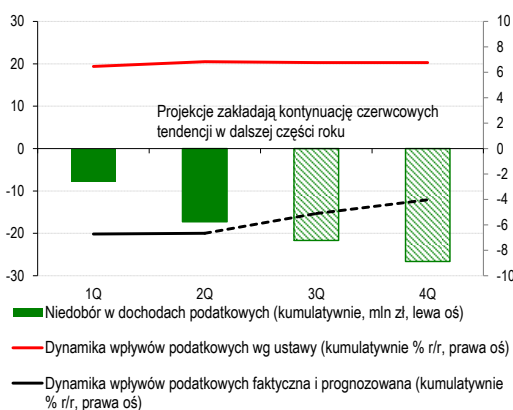


Ogłoszenie przez rząd nowelizacji budżetu spotkało się ze zrozumieniem rynku finansowego. Trudno nie zgodzić się z argumentem, że brak zacieśnienia fiskalnego na większą skalę (redukcja wydatków ma odpowiadać 1/3 ubytku w dochodach) sprzyjać będzie wychodzeniu z dołka koniunktury. Mamy jednak do czynienia ze znacznym wzrostem długu publicznego w ostatnich latach i przekroczeniem pierwszego progu ostrożnościowego (50% PKB), którego „zawieszenie” na dwa lata, zaproponowane przez ministra finansów, wydaje się nam bardzo kontrowersyjne. Po pierwsze, ma to mieć miejsce w trakcie roku, którego sankcje ustawy o finansach publicznych mają obowiązywać. Po drugie, tworzy to precedens podważający wiarygodność istnienia tych progów, co jest istotne również w kontekście zapowiadanego przez rząd obniżenia progu 55% o równowartość aktywów, które miałyby być przeniesione z OFE do sektora publicznego.

Nowelizacja budżetu nie powoduje znaczącego ryzyka dla finansowania tegorocznego budżetu. Jednak skala prefinansowania potrzeb pożyczkowych na 2014 będzie mniejsza, co wraz z koncentracją zapadalności obligacji na początku przyszłego roku (głównie w rękach inwestorów zagranicznych) oraz mniejszą aktywnością OFE, niesie pewne ryzyko dla rynku obligacji.

Szacunki niedoboru dochodów podatkowych w 2013 r.



Źródło: MF, BZ WBK

Deficyt większy o 16 mld zł z powodu niższych dochodów

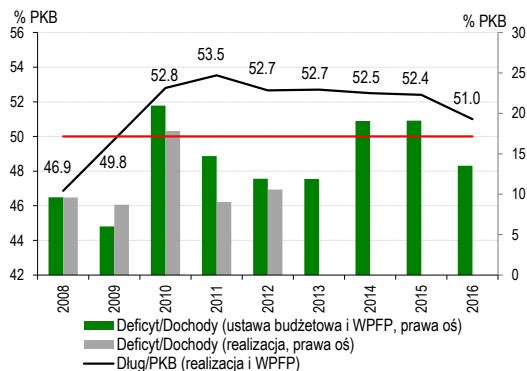
Na konferencji prasowej 16 lipca Premier Donald Tusk ogłosił, że rząd zamierza w tym roku dokonać nowelizacji ustawy budżetowej, ponieważ spowolnienie gospodarcze obniżyło dochody państwa. Według rządowych szacunków ubytek po stronie dochodowej budżetu (czyli w dochodach podatkowych i niepodatkowych łącznie) wyniesie w tym roku ok. 24 mld zł. Dochody niepodatkowe będą zapewne lepsze niż założone w ustawie budżetowej (wpłata z zysku NBP 5,2 mld zł i wyższe wpływy z dywidend spółek). To oznacza, że ubytek po stronie wpływów podatkowych to ponad 30 mld zł w całym roku. To więcej niż wynikało z naszych bazowych wyliczeń – oszacowany przez nas niedobór wpływów podatkowych w tym roku, przy założeniu utrzymania do końca roku ich dynamiki na poziomie z czerwca, wynosił ok. 26 mld zł. Natomiast w alternatywnym scenariuszu, przy przyjęciu mniej optymistycznych założeń, czyli że dynamika wpływów podatkowych w drugiej połowie roku będzie taka sama jak w pierwszej, nasz szacunek zwiększa się do 34 mld zł. Na tym tle można zatem stwierdzić, że szacunek rządowy jest ostrożny, ale nie nazbyt pesymistyczny.

Dziura w dochodach w wysokości 24 mld zł ma zostać zb obciążeniem wydatków o ok. 8,5 mld zł wobec pierwotnego planu i wzrostem deficytu budżetowego o 16 mld zł. Minister Rostowski stwierdził, że zwiększenie deficytu o tę kwotę jest stymulujące dla gospodarki, co mogłoby sugerować, że w wyniku nowelizacji rząd poluzuje politykę fiskalną. Tymczasem jest na odwrót – obcięcie wydatków publicznych jest zacieśnieniem tej polityki. No chyba, że minister Rostowski miał na myśli „stymulowanie” gospodarki w porównaniu z inną alternatywą, jaką byłoby bardziej znaczące obniżenie wydatków lub podniesienie podatków.

Jak podnieść deficyt, nie potykając się o próg?

Zgodnie z tym, co pisaliśmy w ostatnich miesiącach w naszych raportach, pole manewru rządu w zakresie nowelizacji budżetu jest ograniczone przez ustawę o finansach publicznych (UFP), a konkretnie jej zapisy mówiące o konsekwencjach przekroczenia przez dług publiczny progu 50% PKB (miało ono miejsce m.in. w roku 2011 i 2012 - wykres obok). UFP przewiduje, że jeśli w roku t nastąpiło

Relacja deficytu do dochodów budżetu a dług publiczny



Źródło: MF

takie przekroczenie, to *na kolejny rok (t+2) Rada Ministrów uchwala projekt ustawy budżetowej, w którym relacja deficytu budżetu państwa do dochodów budżetu państwa nie może być wyższa niż relacja deficytu do dochodów z roku bieżącego (t+1), wynikająca z ustawy budżetowej.* Problem w tym, że ustawa budżetowa na 2013 rok zakłada taki poziom deficytu i dochodów, że ich relacja jest już w zasadzie na poziomie z roku poprzedniego (11,9%). Dlatego każda nowelizacja budżetu zmniejszająca dochody i/lub zwiększająca deficyt powodowałaby naruszenie zapisów UFP.

W tej sytuacji, minister finansów Jacek Rostowski ogłosił, że rząd zamierza **zawiesić obowiązywanie sankcji wynikających z przekroczenia przez dług publiczny poziomu 50% PKB.** „Zawieszenie” ma obowiązywać przez dwa lata: 2013-2014. Jednocześnie pamiętajmy, że rząd przygotował projekt zmian w UFP, wprowadzający tzw. stabilizującą regułę wydatkową, w którym przewiduje się zniesienie obecnych sankcji wynikających z przekroczenia przez dług 50% PKB i zastąpienie ich regułą ograniczającą wzrost wydatków. Po co więc dodatkowe „zawieszenie”? Prawdopodobnie chodzi o czas – zmianę UFP polegającą tylko na zawieszeniu progu uda się zapewne uchwalić w trybie pilnym (do końca sierpnia), szybciej niż większą nowelizację, wprowadzającą nową, dość skomplikowaną, regułę determinującą wydatki publiczne. Terminy są kluczowe z punktu widzenia Ministerstwa Finansów – pamiętajmy, że do końca września rząd musi przesłać do Sejmu gotowy projekt budżetu na 2014 r.

Jaki sens mają progi, które można zawieszać?

Pomysł zawieszenia progu ostrożnościowego określonego przez UFP wydaje nam się bardzo kontrowersyjny.

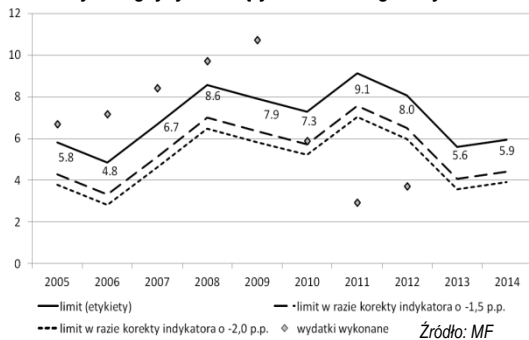
Po pierwsze, naszym zdaniem można mieć wątpliwości, czy nie jest to działanie sprzeczne z zasadą, wg której prawo nie może działać wstecz. Mamy bowiem do czynienia z sytuacją, gdy rząd zamierza zmienić restrykcję dotyczącą tegorocznego budżetu w sytuacji, gdy już ponad połowa tego roku za nami.

Po drugie, takie działanie tworzy precedens, który w ogóle podważa sens istnienia progów bezpieczeństwa i sankcji z nich wynikających w ustawie o finansach publicznych. Naszym zdaniem progi, które obowiązują tylko wówczas, gdy dług publiczny jest od nich daleko, a są „zawieszane”, gdy dług się do nich zbliża, stają się bezużyteczne. Jeżeli obecny rząd ma możliwość „zawieszenia” progu 50% i to już w trakcie roku, którego dotyczy jego działanie, nie ma podstaw by wierzyć, że w przyszłości to samo nie będzie dotyczyło progu 55% PKB. W tym kontekście tracą na znaczeniu deklaracje rządu, dotyczące tego, że wraz z reformą systemu emerytalnego również odpowiednie progi ostrożnościowe w UFP zostaną obniżone o wartość obligacji skarbowych, które ewentualnie zostaną przekazane z OFE do ZUS.

... i po co w ogóle są te progi?

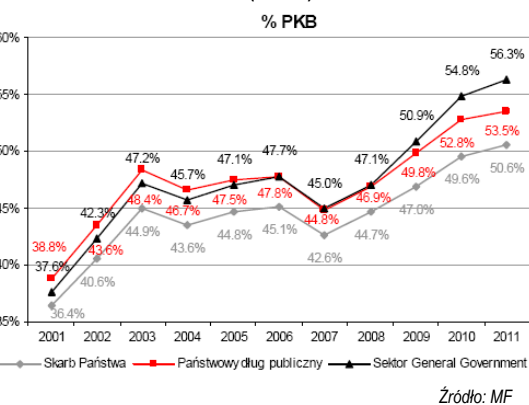
Warto przypomnieć, po co w ogóle w polskim prawie znalazły się zapisy, przewidujące sankcje w przypadku przekroczenia przez dług publiczny poziomów 50% i 55% PKB. Celem istnienia tych regulacji było zahamowanie wzrostowej tendencji zadłużenia państwa w sytuacji, gdy jego poziom zaczynał niebezpiecznie zbliżać się do granicy 60% PKB, której przekroczenia zabrania Konstytucja RP. Sankcje, uruchamiane automatycznie po przekroczeniu kolejnych progów ostrożnościowych – najpierw łagodniejsze, a potem znacznie bardziej dotkliwe – miały zapobiec dalszemu wzrostowi długu, tym samym minimalizując ryzyko, że nastąpi złamanie zapisu konstytucyjnego. Oczywiście rację ma Ministerstwo Finansów, że część z tych sankcji ma charakter procykliczny, wymuszając ostrzejszą politykę fiskalną w czasach dekoniunktury. Niemniej, jednym z czynników, które miały potencjalnie dyscyplinować finanse

Nominalne dynamiki wydatków publicznych faktyczne i teoretyczne gdyby obowiązywała nowa reguła wydatkowa



publiczne w Polsce w średnim terminie było założenie, że sama świadomość istnienia progów i konsekwencji wynikających z ich przekroczenia miała skłaniać rządzących do mniej rozrzućnej polityki fiskalnej w „dobrych czasach”, tak, aby nie były konieczne mocne cięcia w czasach trudnych. Okazuje się, że niestety było to założenie „na wyrost”. Obrazują to m.in. wyliczenia Ministerstwa Finansów, pokazujące faktyczny wzrost wydatków publicznych w Polsce na przestrzeni ostatnich lat na tle teoretycznego wzrostu wydatków, jaki wynikałby z zastosowania w tych latach stabilizującej reguły wydatkowej (wykres obok) – widać wyraźnie, że tempo wzrostu wydatków publicznych w latach dobrej koniunktury przed kryzysem 2008 r. wyraźnie przekraczało średniookresową dynamikę nominalnego wzrostu PKB, na podstawie której kształtowane są wydatki zgodnie z nową regułą.

Dług general government, dług publiczny i dług Skarbu Państwa (%PKB)

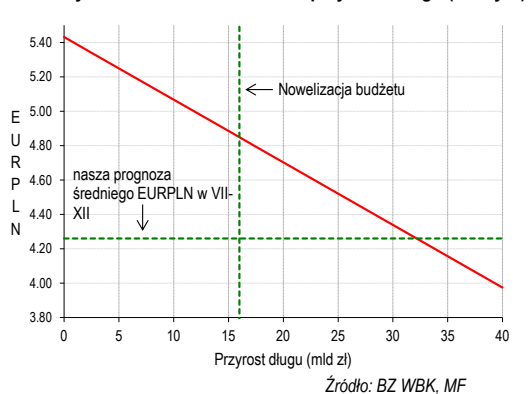


Warto też w tym miejscu przypomnieć uwagi, jakie Rządowe Centrum Legislacji zgłosiło w lipcu 2012 r. do zaproponowanej wówczas przez Ministerstwo Finansów nowelizacji UFP, wprowadzającej zmiany, które miały zmniejszyć ryzyko przekroczenia przez dług publiczny progów 55% PKB (m.in. przeliczanie długu wg średniego kursu, a nie na koniec roku, odliczanie od długu wartości prefinansowania deficytu na kolejny rok). Prawnicy RCL słusznie zauważyli, że przedłożona propozycja istotnie modyfikuje warunki stosowania procedur ostrożnościowych, w sposób mogący prowadzić do opóźnionego uruchomienia ustawowych środków służących zmniejszeniu wielkości długu publicznego. Będzie to w konsekwencji skutkowało zwiększeniem ryzyka przekroczenia przez państwowy dług publiczny poziomu 60% produktu krajowego brutto objętego konstytucyjnie umocowaną gwarancją ochrony (art. 216 ust. 5 Konstytucji). Zastosowanie proponowanej metody ponownego przeliczenia wielkości długu publicznego będzie prowadzić do sytuacji, w której środki ostrożnościowo-sanacyjne w określonych warunkach zostaną podjęte dopiero na etapie bliskim zrównania analizowanych relacji ustawowych z progiem 60% (art. 86 ust. 1 pkt 3 ustawy o finansach publicznych), a w skrajnych przypadkach procedury te mogą w ogóle nie znaleźć zastosowania.” Można założyć, że obecnie proponowane przez resort finansów zmiany w UFP spotkają się z podobnie krytyczną oceną rządowych prawników, co jednak, niestety – podobnie jak w poprzednim przypadku – może mieć niewielki wpływ na ostateczne decyzje rządu w tej kwestii.

Przekroczenie przez dług progów 55% PKB mało realne w 2013 r.

Po I kw. 2013 r. dług publiczny wzrósł do 54,3% PKB (najwyżej w historii!). Sytuacja I kwartału jest jednak o tyle specyficzna, że był to okres wyjątkowo wysokiej emisji długu, przy wyjątkowo niskim nominalnym wzroście PKB. W kolejnych kwartałach sytuacja pod tym względem będzie nieco lepsza, dlatego zbliżenie się do granicy 55% PKB na początku roku nie przesądza jeszcze o wyniku na koniec roku.

Przy jakim średnim kursie EURPLN w VII-XII dług/PKB przekroczy 55% w zależności od skali przyrostu długu (deficytu)



Ok. 30% długu jest denominowane w walutach obcych, co czyni je podatnymi na wahania kursu walutowego. Jednak po niedawnej zmianie ustawy o finansach publicznych kluczowy jest nie tyle poziom kursu na koniec roku, co kurs średnioroczny. Wg naszych szacunków, nawet zakładając, że średni kurs EURPLN w okresie lipiec-grudzień utrzymałby się blisko poziomu 4,30, tegoroczny deficyt finansów publicznych musiałby wzrosnąć o ok. 30 mld zł w porównaniu z planem, aby dług publiczny osiągnął próg 55% PKB. Już wiemy, że przyrost tegorocznego deficytu budżetowego będzie prawie o połowę niższy i nawet fakt, że w połowie będzie sfinansowany kredytami od międzynarodowych instytucji finansowych nie zwiększa znacząco ryzyka przekroczenia progów 55%. Nawet w przypadku mocnych zawirowań na rynku finansowym, średni kurs EURPLN musiałby utrzymywać się na poziomie ok. 4,85 w dalszej części roku (i jednocześnie wynieść tyle w ostatnim dniu roku), by część długu publicznego

denominowana w walutach obcych spowodowała wzrost relacji do PKB powyżej 55%. Naszym zdaniem jest to bardzo mało prawdopodobne. A zresztą, i tak próg 55% mógłby w razie potrzeby zostać zawieszony...

Czyja to wina?

Trudna sytuacja budżetu, wynikająca z przedłużającego się spowolnienia gospodarczego, jest faktem. Prawdą jest również, że aby pozostać w zgodzie z obowiązującymi regulacjami prawnymi, należałoby w tym roku obniżyć wydatki publiczne w sposób dość drastyczny, co miałyby zapewne niekorzystny wpływ na tempo wychodzenia gospodarki z dołka. Inną opcją było zwiększenie obciążeń podatkowych np. składki rentowej, choć zapewne rząd musiałby się zdecydować na taką możliwość wcześniej w trakcie roku, gdy już zapewne poważnie myślał o nowelizacji budżetu. Niemniej, naszym zdaniem trudno przyjąć to jako wystarczającą argumentację za zawieszeniem pierwszego (i de facto rozbrojeniem drugiego) progu ostrożnościowego w UFP.

Warto przypomnieć, że założenia do ustawy budżetowej na 2013 r. od początku oceniane były przez analityków jako optymistyczne. Co ciekawe, wątek potencjalnej nowelizacji budżetu pojawił się w wypowiedziach premiera Tuska i ministra Rostowskiego już w listopadzie i grudniu zeszłego roku, trudno zatem zrozumieć, dlaczego tak długo zwlekano ze zmianą założeń budżetowych (lub nowelizacją UFP, która miała wprowadzić regułę wydatkową i znieść próg 50%).

Dodatkowo, należy pamiętać, że finanse publiczne nie znalazłyby się obecnie w tak trudnej sytuacji, a dług publiczny nie byłby prawdopodobnie aż tak wysoki, gdyby w poprzednich latach nie zaniechano postulowanych od dawna przez ekspertów głębszych strukturalnych reform wydatków publicznych (dzięki którym np. obniżyłby się udział tzw. wydatków sztywnych, czyli zdeteminowanych prawnie w sumie wydatków publicznych). Zwróćmy uwagę, że wzrost relacji długu do PKB nie jest zjawiskiem nowym, które zupełnie niespodzianie zaskoczyło ministra finansów w tym roku – wzrostowa tendencja rozpoczęła się w 2008 r. i w jej wyniku państwowy dług publiczny wzrósł w ciągu ośmiu lat o ok. 8 pkt. proc. w relacji do PKB (z 44,8% w 2007 do 52,7% w 2012). Niewątpliwie cykliczne elementy miały w tym swój udział, ale nie bez znaczenia jest też brak wystarczająco odważnych działań po stronie rządu.

Niewątpliwie przedłużający się kryzys w strefie euro, który minister finansów wskazał jako winnego nowelizacji, przyczynił się do niższego wzrostu PKB w Polsce. Jednak, w świetle tego co napisaliśmy powyżej, trudno zgodzić się z ministrem finansów, że drugim winnym jest Rada Polityki Pieniężnej. Owszem, my również krytycznie odnosiliśmy się do zbyt późnego i zbyt łagodnego rozpoczęcia cyklu luzowania polityki pieniężnej. Jednak, naszym zdaniem, nawet przy szybszej i bardziej zdecydowanej reakcji RPP niedobór dochodów budżetowych byłoby w tym roku znaczący. Szkoda, że problem sygnalizowany (również przez przedstawicieli rządu) od wielu miesięcy, również w kontekście komplikacji związanych z przekroczeniem progu 50% w 2011 roku, został zaadresowany właściwie w ostatniej chwili i w to sposób budzący sporo zastrzeżeń – po prostu zawieszenie progu, który w obecnej chwili stanowi przeszkodę.

Warto też zauważyć, że wprowadzenie w najbliższych miesiącach planowanych przez rząd zmian będzie oznaczać, że w ciągu zaledwie dwóch lat ustawa o finansach publicznych zostanie znówelizowana aż trzy razy. Wyraźnie wskazuje to na fakt, że działania rządu mają charakter doraźnej reakcji na pojawiające się na horyzoncie problemy, a nie usuwania średnio- i długoterminowych zagrożeń w zakresie finansów publicznych. Trzeba przyznać, że na tym tle wyróżnia się zaproponowana niedawno stabilizująca reguła wydatkowa, której celem jest zapewnienie stabilności finansów publicznych w Polsce poprzez doprowadzenie do tego, aby w średnim okresie wydatki publiczne rosły mniej więcej zgodnie z

tempem wzrostu nominalnego PKB. Jednak, pomimo długookresowego charakteru tego rozwiązania, nie da się abstrahować od faktu, że jednym z elementów tego projektu było zniesienie sankcji za przekroczenie przez dług progu 50% PKB, co wydawało się w obecnej sytuacji istotniejszą kwestią z punktu widzenia ministra finansów niż antycykliczny charakter reguły w średnim okresie. Wydaje się, że lepiej byłoby wprowadzać w życie tę regułę w sytuacji, gdy dług publiczny uda się już nieco odsunąć od krytycznych poziomów, niż wtedy, gdy zbliżamy się do kolejnych progów ostrożnościowych.

Wyższe potrzeby pożyczkowe w tym roku

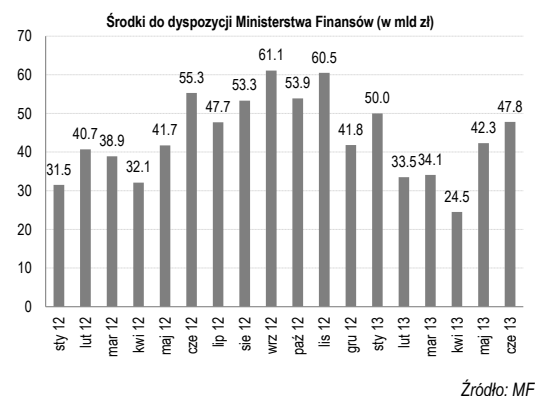
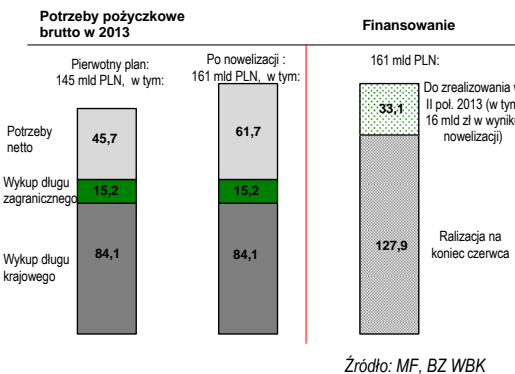
Wzrost deficytu budżetowego o 16 mld zł w wyniku nowelizacji tegorocznej ustawy budżetowej oznacza zwiększenie tegorocznych potrzeb pożyczkowych brutto o tę samą kwotę, tj. do 161 mld zł ze 145 mld zł wcześniej zakładanych. Do końca czerwca resort finansów sfinansował 88% tegorocznych potrzeb pożyczkowych brutto sprzed nowelizacji (prawie 130 mld zł). Po nowelizacji tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto będą zabezpieczone w prawie 80%.

Źródłem finansowania zwiększonych potrzeb pożyczkowych w tym roku będą zarówno emisje SPW (na rynek krajowy i zagraniczny), jak i kredyty/pożyczki od międzynarodowych instytucji finansowych. Z wypowiedzi przedstawicieli Ministerstwa Finansów wynika, że te ostatnie mają stanowić ok. 8 mld zł (tj. ok. 2 mld €). Warto zauważyć, że w III kw. resort finansów założył pozyskanie do 2 mld € od międzynarodowych instytucji finansowych (Bank Światowy, EBI) i środki te wg wiceministra Kowalczyka miały stanowić prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych w walutach obcych (dla przypomnienia w styczniu przypada wykup obligacji denominowanych w USD o wartości 1 mld, a w lutym denominowanych w EUR o wartości 1,75 mld). Po nowelizacji ustawy budżetowej środki te będą finansowały tegoroczne wyższe potrzeby pożyczkowe. Z podobną sytuacją możemy mieć do czynienia z emisjami na rynki zagraniczne, planowanymi na IV kw. Wcześniej wiceminister finansów Kowalczyk wskazywał na możliwość emisji długu denominowanego w USD, CHF czy też JPY w związku z planowanym prefinansowaniem potrzeb pożyczkowych w walutach obcych w 2014. W konsekwencji prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych w walutach obcych może okazać się mniejsze niż wcześniej planował resort finansów.

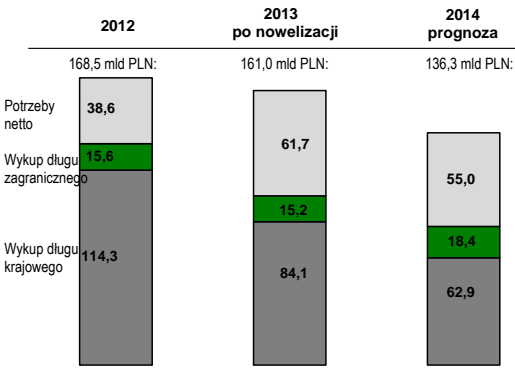
Jeśli chodzi o finansowanie krajowe, to o ile wartość emisji w III kw. została znacząco ograniczona (aukcje warunkowe w lipcu i sierpniu, a we wrześniu tylko jedna aukcja standardowa oraz możliwość przeprowadzenia aukcji zamiany), to w IV kw. resort może znacząco zwiększyć swoje plany emisyjne. Sprzyjać temu będzie sytuacja płynnościowa – w październiku na rynek wpłynie około 23 mld zł z tytułu wykupu obligacji DS1013 (22,1 mld zł) oraz PP1013 oraz prawie 10 mld zł z płatności odsetkowych od obligacji DS i październikowej serii PS. W rezultacie nie wykluczamy, że na koniec października tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto zostaną w pełni sfinansowane, a w ostatnich dwóch miesiącach tego roku resort będzie pozyskiwał środki na prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych, choć proces ten może rozpocząć się już we wrześniu, kiedy to na aukcji zamiany do odkupu mają być przedstawione obligacje zapadające w październiku 2013 oraz styczniu 2014.

W 2014 r. niższa kwota wykupów, ale też mniej prefinansowania

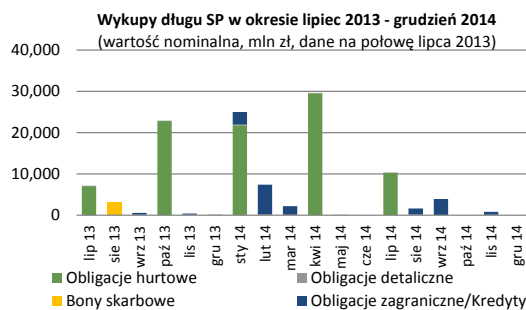
„Wieloletni Plan Finansowy Państwa 2013-2016” zakłada potrzeby pożyczkowe netto na poziomie 55 mld zł w 2014 r. Uwzględniając wartość wykupu długu krajowego i zagranicznego szacujemy, że potrzeby pożyczkowe brutto wyniosą ok. 136 mld zł, czyli o prawie 25 mld zł mniej niż tegoroczne potrzeby po



Potrzeby pożyczkowe brutto:



Źródło: MF, BZ WBK



Źródło: MF, BZ WBK

nowelizacji. Będzie to głównie efekt niższych wykupów krajowych (prawie 63 mld zł vs 84,1 mld zł w tym roku) oraz nieco niższych potrzeb pożyczkowych netto.

Na początku 2013 r. zaawansowanie finansowania potrzeb pożyczkowych brutto wynosiło 26% planu (wobec 18% planu w 2012 r.) w wyniku m.in. wyższych niż zakładano środków na koniec 2012 r. (24,2 mld zł) oraz rolowania obligacji w ramach przetargów zamiany w 2012 r. (13,2 mld zł). Na początku 2014 r. takiego wyniku raczej nie uda się powtórzyć, chociaż istnieje możliwość, że przyszły rok również rozpoczniemy z pewną nadwyżką (głównie w wyniku środków przechodzących z 2013 r., których wartość w naszej ocenie powinna kształtować się powyżej 10 mld zł).

Sądzymy, że podobnie jak i w tym roku Ministerstwo Finansów będzie dość elastycznie podchodzić do finansowania potrzeb pożyczkowych, uzależniając oferty od sytuacji rynkowej i popytu zgłaszanego przez inwestorów. W przyszłym roku wykupy krajowe kumulują się w pierwszych 4 miesiącach – 51,9 mld zł, z czego aż 29,1 mld zł obligacji znajduje się w rękach inwestorów zagranicznych. W samym kwietniu ministerstwo będzie musiało łącznie wykupić około 30 mld zł, co stanowi prawie 50% wartości wykupów krajowych ogółem. Natomiast wykupy zagraniczne kumulują się w I kwartale, w szczególności w lutym (1,75 mld €). W tym okresie można więc oczekiwać również kumulacji podaży SPW zarówno na rynek krajowy, jak i zagraniczny.

Tabela poniżej przedstawia strukturę wykupów długu według grup inwestorów. Udział nierezydentów w wartości wykupywanych obligacji w okresie lipiec – grudzień 2013 wynosi 51% (tj. prawie 19 mld zł), podczas gdy w 2014 r. rośnie do 60% wartości wykupywanych obligacji ogółem. To niesie dość duże ryzyko refinansowania, biorąc pod uwagę, że od przyszłego roku może z rynku zniknąć jeden z czołowych krajowych graczy (OFE).

Tabela 1. Wykupy obligacji wg inwestorów (dane na koniec maja 2013, w mln PLN)

	Inwestorzy zagraniczni	Krajowe banki	Firmy ubezpieczeniowe	Fundusze emerytalne	Fundusze inwestycyjne	Inni
OK0713	8 748	1 281	1 321	127	311	1 416
	66%	10%	10%	1%	2%	11%
DS1013	10 041	3 019	7 065	295	740	2 003
	43%	13%	31%	1%	3%	9%
Razem 2013	18 789	4 316	8 405	826	1 362	3 503
	51%	12%	23%	2%	4%	9%
OK0114	12 968	4 039	1 177	1 221	729	1 674
	59%	19%	5%	6%	3%	8%
PS0414	16 100	5 385	3 098	1 696	1 274	2 018
	54%	18%	10%	6%	4%	7%
OK0714	7 821	1 376	332	111	395	252
	76%	13%	3%	1%	4%	2%
Razem 2014	36 890	10 800	4 607	3 028	2 398	4 233
	60%	17%	7%	5%	4%	7%

Źródło: MF

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. 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. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. 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. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązujące ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon 22 586 8363, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl