

KOMENTARZ EKONOMICZNY

4 września 2018

Budżet nie bardzo wyborczy

Wg wstępnego projektu budżetu przyjętego przez rząd deficyt budżetowy w 2019 r. wyniesie 28,5 mld zł, najmniej od dekady, a deficyt całego sektora finansów publicznych ma wynieść 1,8% PKB. Pomimo kalendarza wyborczego wzrost wydatków jest umiarkowany, ze względu na ograniczenia wynikające z reguły stabilizującej. Plan dochodów wydaje się osiągalny, pomimo ambitnie wyglądających założeń dot. wpływów z VAT. W 2019 r. dość mocno ma wzrosnąć emisja netto krajowych SPW w związku z planowanym ograniczeniem finansowania zagranicznego. Odbiorcami większych emisji będą ponownie głównie krajowe banki.

Deficyt fiskalny założony w roku wyborczym na jednym z najniższych poziomów w historii to dobra wiadomość z punktu widzenia inwestorów, studząca obawy o ewentualny skręt polityki w stronę nadmiernej ekspansji fiskalnej przed wyborami. Choć oczywiście warto pamiętać, że niski deficyt zawdzięczamy w dużym stopniu wyjątkowo dobrej koniunkturze, a strukturalny wynik sektora finansów publicznych w Polsce jest wciąż (i zapewne pozostanie w 2019) jednym z najgorszych w UE.

Piotr Bielski
Grzegorz Ogonek
Konrad Soszyński

Rada Ministrów przyjęła wstępny [projekt ustawy budżetowej na rok 2019](#). Dokument zakłada deficyt budżetu państwa na poziomie 28,5 mld zł, najniższym od dekady, przy dochodach 386,9 mld zł i wydatkach 415,4 mld zł. Deficyt sektora finansów publicznych ma wynieść 1,8% PKB.

Założenia makroekonomiczne nie budzą poważnych zastrzeżeń

Główne założenia makroekonomiczne, na których oparto projekt ustawy, wydają się (podobnie jak rok temu) dość bezpieczne z punktu widzenia planowania budżetowego. Przewidywany wzrost PKB na przyszły rok to 3,8% (tyle samo założono rok temu na 2018), co jest w pobliżu konsensusu rynkowego i naszej prognozy. Na ten rok projekt wciąż zakłada dynamikę PKB na poziomie 3,8%, chociaż w świetle dostępnych danych wydaje się jasne, że będzie ona o ok. 1 pkt. proc. wyższa. Jeśli chodzi o składowe PKB, prognoza przyszłorocznych inwestycji wydaje się dość ambitna, za to konsumpcji zbyt konserwatywna. Wyraźnie wyższy od założonego może być też wzrost wynagrodzeń, ze względu na pogłębiający się deficyt rąk do pracy w gospodarce. W sumie implikuje to naszym zdaniem szanse na wyższą bazę podatkową, tworząc margines bezpieczeństwa dla planowanych dochodów budżetu. Założenia dot. przyszłorocznej inflacji i stóp NBP są realistyczne i zgodne z konsensusem (choć prognoza inflacji na 2018 r. jest nieco zawyżona). Największym ryzykiem dla prognozowanego scenariusza makro wydaje się ewentualna dekonunktura za granicą, której źródłem może być m.in. sytuacja geopolityczna i zmiany układu sił w międzynarodowych relacjach handlowych.

Przewidywane wykonanie 2018 (znowu) wyraźnie poniżej planu

Projekt przyszłorocznego budżetu zakłada, że deficyt budżetowy w roku 2018 wyniesie 23,8 mld zł, czyli kolejny rok z rzędu będzie wyraźnie poniżej poziomu zaplanowanego w ustawie budżetowej (41,5 mld zł). Dochody budżetu w tym roku mają być wg rządu o 11,7 mld zł wyższe od pierwotnego planu, podczas gdy wydatki o ok. 6 mld zł poniżej harmonogramu.

Przewidywane wykonanie tegorocznego deficytu jest mniej więcej zgodne z naszymi szacunkami. Korzystna sytuacja makroekonomiczna będzie naszym zdaniem sprzyjać realizacji dochodów na poziomie zbliżonym, a może nawet nieco wyższym od założonego przez rząd (lipcowy mocny spadek dynamiki podatków pośrednich uważamy za przejściowe zaburzenie, być może związane z wejściem w życie przepisów dot. split payment). O faktycznym poziomie deficytu na koniec roku może przesądzić tempo realizacji wydatków, które w całej I połowie roku było bardzo niemrawe (po czerwcu wydatki były o ponad 9 mld zł poniżej wstępnego harmonogramu MF). W lipcu nastąpił skokowy wzrost wydatków, jednak wynikał on głównie z dużo wyższych kosztów obsługi

Główne założenia makroekonomiczne do projektu budżetu

	2018 plan	2018 PW	2019 plan
PKB w cenach bieżących (mld zł)	2057,2	2104,6	2233,7
Wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,8	3,8
Konsumpcja prywatna	3,5	3,8	3,5
Inwestycje	7,6	9,1	8,4
Inflacja śr. (% r/r)	2,3	2,3	2,3
Place w sektorze przeds. (% r/r)	5,3	6,2	6,1
Place w gosp. narodowej (% r/r)	4,7	5,7	5,6
Zatrudnienie w gosp. narodowej (% r/r)	0,8	1,7	0,5
EURPLN, średnio	4,25	4,15	4,15
Stopa NBP, średnio	2,3	1,5	1,5
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-1,0	-0,6	-1,0

Źródło: Ministerstwo Finansów

"PW" = przewidywane wykonanie
"plan" = założenia z ustawy budżetowej

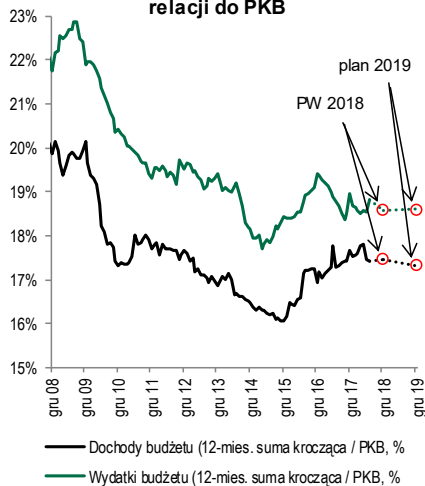
DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40
email: ekonomia@bzbwbk.pl Strona www: skarb.bzbwbk.pl
Piotr Bielski 22 534 18 87
Marcin Luźniński 22 534 18 85
Grzegorz Ogonek 22 534 19 23
Konrad Soszyński 22 534 18 86
Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30
Warszawa 22 586 8320/38
Wrocław 71 369 9400

Dochody i wydatki budżetu w relacji do PKB



długu, co mogło być efektem operacji księgowych (np. transakcji swap) i zapewne nie powtórzy się w kolejnych miesiącach (przeciwnie, koszty obsługi długu w dalszej części roku powinny być znacznie niższe). Sygnały z MF sugerują jednak, że w II półroczu powinien nastąpić wzrost nakładów związany z odblokowaniem dużych projektów inwestycyjnych. Dodatkowo, resort finansów może pod koniec br. podjąć działania zmierzające do „wygładzenia” ścieżki deficytu i odciążenia roku kolejnego (przyspieszenie niektórych wydatków i/lub zwrotów VAT). Dlatego deficyt w pobliżu 24 mld zł wydaje się nam założeniem realistycznym. Większe ryzyko widzimy jednak po stronie realizacji deficytu poniżej tego poziomu (jeśli „odblokowanie wydatków” nie okaże się jednak znaczące), niż powyżej.

Warto przypomnieć, że rok temu faktyczny deficyt budżetowy na koniec 2017 r. był o prawie 7,5 mld zł niższy od przewidywanego wykonania z rządowego projektu budżetu na 2018.

Planowane dochody – realistyczne czy na wyrost?

Dochody budżetu państwa w 2019 r. mają się zwiększyć o 19,5 mld zł, tj. o 5,3% wobec ich przewidywanego poziomu z br., przy czym lwią część tego przyrostu wynika z wyższych wpływów podatkowych (o 19,1 mld zł, tj. o 5,6%). W zestawieniu z prognozowanym nominalnym wzrostem PKB (nieco powyżej 6% w tym i w przyszłym roku), nie wygląda to na założenie kontrowersyjne. Jeśli jednak spojrzymy dokładniej na strukturę dochodów, plany zwiększenia wpływów z VAT (o 12,3 mld zł, tj. 7,3%) i PIT (o 4 mld zł, tj. 6,6%) wydają się dość ambitne. Z drugiej strony, przyrosty założone w pozostałych kategoriach są raczej ostrożne.

Szczególną uwagę zwracają wpływy z podatku od towarów i usług, których wzrost ma być szybszy niż w tym roku, pomimo tego, że dynamika PKB i konsumpcji będzie prawdopodobnie niższa. Dane historyczne wskazują na dużą cykliczność efektywnej stawki VAT. Wg naszych szacunków po I półroczu wzrosła ona do najwyższego poziomu od dekady (patrz wykres). Teraz jednak szczyt cyklu koniunkturalnego jest już zapewne za nami, co rodzi obawy, że wraz ze spowolnieniem PKB efektywna stawka VAT zacznie się obniżać. Tymczasem, realizacja założonych przez rząd w budżecie wpływów z VAT w 2019 r. wymagałaby utrzymania efektywnej stopy podatkowej na poziomie zbliżonym do lokalnego maksimum z połowy br.

Wyjaśnieniem tej zagadki jest zapewne przyjęte w projekcie budżetu założenie dot. efektów dalszego ograniczania luki podatkowej. Wg rządu działania te wygenerują w 2019 r. ok. 7,5 mld zł dodatkowych wpływów – ponad połowę całkowitego wzrostu przychodów z VAT. Gdyby udało się te plany w pełni zrealizować, faktycznie byłoby to w stanie skompensować „naturalny” spadek efektywnej stawki VAT wynikający z jej cyklicznego charakteru. Do tej pory rządowi udało się uczynić spore postępy na drodze do zwiększenia ściągłości podatków. Wg szacunków MF w 2017 r. wzrost ściągłości przyniósł 10,8 mld zł – mniej więcej tyle, ile zakładano w projekcie budżetu na ten rok. W 2018 kolejne działania miały przynieść dodatkowe 10,6 mld zł. Na razie trudno dokładnie ocenić jaki będzie końcowy efekt, ale raczej będzie to mniejsza kwota, biorąc pod uwagę, że całkowity wzrost wpływów z VAT wyniesie w tym roku niewiele ponad 10 mld zł (a przecież mamy szczyt cyklu koniunkturalnego). Założenie, że efekty dalszego ograniczenia luki podatkowej przyniosą w przyszłym roku aż 7,5 mld zł wpływów wydaje się dość ambitne, ale z drugiej strony nie można tego zupełnie wykluczyć – będą temu sprzyjały wprowadzane nowe rozwiązania (split payment, rozbudowa JPK, kasy fiskalne online). Poza tym, nawet jeśli efekty zwiększania ściągłości będą skromniejsze od założonych, to margines bezpieczeństwa dla dochodów z podatku VAT tworzy naszym zdaniem konserwatywne założenie dot. dynamiki konsumpcji, oznaczające, że baza podatkowa może być de facto wyższa.

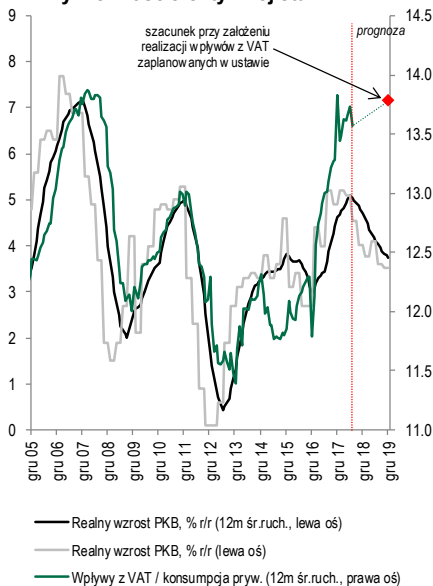
Podobnie jest z dochodami z PIT – realizacji założonego wzrostu (o 6,6%) będzie sprzyjać to, że faktyczny wzrost płac w gospodarce będzie naszym zdaniem wyższy niż założony w ustawie.

Wg projektu budżetu aż 12,3 mld zł dodatkowych dochodów mają przynieść w 2019 r. działania dyskrecyjne (a przynajmniej tak założono przy obliczaniu limitu wydatków wg stabilizującej reguły wydatkowej). Najbardziej znaczącą pozycją wśród tych działań będzie wspomniane już dalsze ograniczanie luki podatkowej. Drugim istotnym elementem jest tzw. opłata emisyjna (nowy podatek od sprzedaży paliw), z której wpływy mają wynieść 1,7 mld zł.

W budżecie (słusznie) założono brak wpłaty z zysku NBP za 2018 rok, aczkolwiek nie można wykluczyć, że z tej strony może pojawić się za rok pozytywna niespodzianka – przewidujemy, że kursy EURPLN i USDPLN zakończą ten rok powyżej poziomów z końca 2017, co by oznaczało, że NBP może wygenerować dodatni wynik z zarządzania rezerwami walutowymi z tytułu różnic kursowych.

W sumie, dochody zaplanowane w ustawie budżetowej na przyszły rok wydają się osiągalne i nie budzą naszym zdaniem poważnych obaw o przeszacowanie.

Cykliczność efektywnej stawki VAT

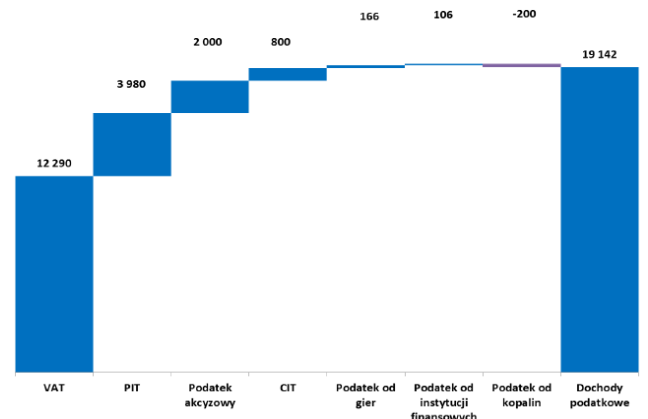


Główne parametry budżetu na 2019 r. (mld zł)

	2018 plan (1)	2018 PW (2)	2019 plan (3)	zmiana (3) / (2)
Łączne dochody	355,717	367,436	386,915	5,3%
Dochody podatkowe	331,673	340,589	359,731	5,6%
VAT	166,000	167,310	179,600	7,3%
CIT	32,400	34,000	34,800	2,4%
PIT	55,500	60,320	64,300	6,6%
akcyza	70,000	71,000	73,000	2,8%
podatek bankowy	4,569	4,445	4,551	2,4%
Dochody niepodatkowe	21,923	24,739	24,987	1,0%
Łączne wydatki	397,209	391,197	415,415	6,2%
Saldo	-41,492	-23,761	-28,500	19,9%

Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Główne źródła wzrostu dochodów podatkowych budżetu państwa w 2019 r. w porównaniu do 2018 r. (w mln zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów

Wpływ wybranych pozycji kosztowych na wzrost wydatków budżetu w 2019 r. (mld zł)

Waloryzacja rent i emerytur	+6,9
Podwyżki płac w budżetówce	+2,4
Podwyżki płac dla nauczycieli	+1,8
Wzrost wydatków na obronność	+3,5
Mały ZUS	+0,5
Obniżony wiek emerytalny	+3,0
Emerytury dla kobiet wielodzietnych	+0,8
RAZEM	+18,8

Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Wzrost wydatków trzymany w ryzach przez regułę

Wydatki budżetowe na 2019 r. zaplanowano w kwocie 415,4 mld zł, o 24,2 mld zł (6,2%) wyżej od przewidywanego wykonania tegorocznego i 18,2 mld zł (4,6%) powyżej planu z tegorocznej ustawy budżetowej. Biorąc pod uwagę kalendarz wyborczy oraz konieczność sfinansowania dodatkowych pozycji kosztowych, wynikających z obowiązujących przepisów i polityki rządu (szczegóły w tabeli obok), założony wzrost wydatków wydaje się niewygórowany. Jako ciekawostkę warto odnotować, że nie wszystkie rządowe programy generują dalszą presję na wzrost wydatków – przykładem jest program 500+, którego koszty mają się zmniejszyć w przyszłym roku o ok. 3 mld zł, m.in. za sprawą wzrostu wynagrodzeń (coraz mniej osób uprawnionych do świadczenia na pierwsze dziecko) oraz uszczelniania systemu.

W efekcie, trzeci rok z rzędu wydatki budżetowe mają rosnąć wolniej niż gospodarka, przez co ich udział w PKB powinien się obniżyć (do 18,6%, najniżej od 2015 r.).

Trudno jednak aby było inaczej, dopóki rząd utrzymuje w mocy stabilizującą regułę wydatkową, a ta narzuca ograniczenia na wzrost wydatków sektora publicznego, zgodnie z uśrednionym tempem wzrostu gospodarczego oraz ujemną korektą wynikającą z rozmiaru długu publicznego (przekracza 43% PKB). Nieprzekraczalny limit wydatków instytucji sektora publicznego, wynikający ze stabilizującej reguły wydatkowej, wynosi w 2019 r. 621,2 mld zł i rośnie o 24,2 mld zł względem wartości zapisanej w uzasadnieniu do ustawy budżetowej 2018. Wzrost wydatków wynikający z pozycji „sztywnych” i zdeterminowanych przepisami konsumuje na tyle dużą kwotę z limitu wyznaczonego przez regułę wydatkową, że miejsce na dodatkową przedwyborczą hojność ze strony budżetu państwa jest mocno ograniczone.

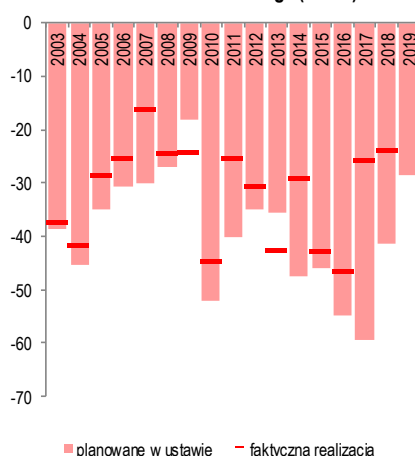
Deficyt blisko rekordowych minimów

Deficyt budżetu państwa ma wynieść 28,5 mld zł – nieco powyżej wykonania deficytu z tego i ubiegłego roku, ale jednocześnie byłby to najmniejszy deficyt planowany w ustawie od 2009 r. Deficyt całego sektora finansów publicznych wg metodologii UE (ESA2010) ma wynieść 1,8% PKB (wobec 1,7% w 2017 r. i prawdopodobnie zbliżonego poziomu w br.).

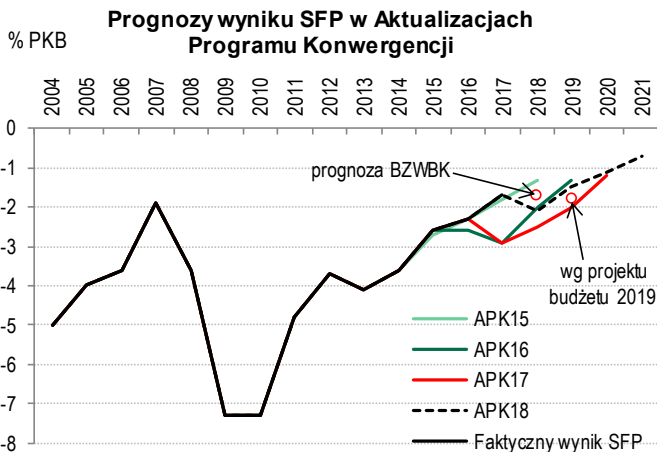
Deficyt fiskalny planowany w roku wyborczym na jednym z najniższych poziomów w historii powinien być dobrze przyjęty przez inwestorów, studząc obawy o ewentualny skręt polityki na stronę nadmiernej ekspansji fiskalnej przed wyborami. Z drugiej strony, warto pamiętać, że dobre saldo budżetu w ostatnich latach w dużym stopniu jest pochodną wyjątkowo dobrej koniunktury, natomiast strukturalny wynik sektora finansów publicznych w Polsce jest wciąż (i zapewne pozostanie w 2019) jednym z najgorszych w UE.

Dodatkowo, warto pamiętać, że omawiany dokument jest dopiero wstępnym projektem ustawy budżetowej. Rząd może jeszcze wprowadzić w nim zmiany przed końcem września, a potem projekt stanie się objektem dalszych prac w parlamencie. Jest dość prawdopodobne, że w toku tych prac pojawią się silne naciski na zwiększenie wydatków (np. hojniejsze podwyżki w sferze budżetowej). Parlament nie może wprowadzić zwiększenia deficytu powyżej limitu wskazanego przez rząd, więc propozycjom zwiększenia podatków musi towarzyszyć wskazanie źródeł wyższych dochodów. Dodatkowym ograniczeniem jest górny limit wydatków, wynikający z reguły stabilizującej, który jest już w zasadzie wyczerpany. Gdyby jednak polityczna wola zwiększenia wydatków okazała się naprawdę silna, można sobie wyobrazić np. gwałtowny wzrost optymizmu dot. szacowanych efektów dalszej redukcji luki podatkowej w 2019 r.

Saldo budżetu centralnego (mld zł)

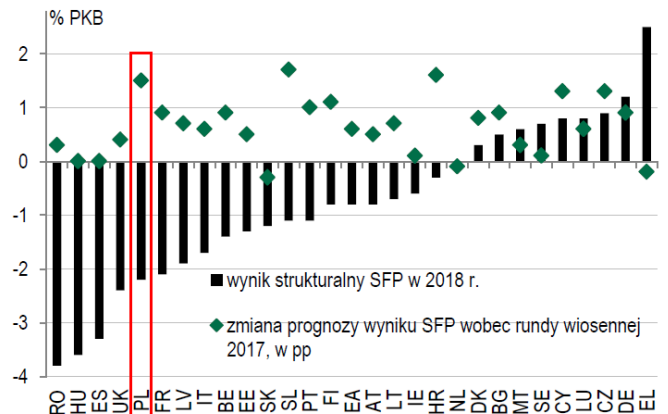


■ planowane w ustawie ■ faktyczna realizacja



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Wybrane prognozy fiskalne KE, runda wiosenna 2018



Źródło: Komisja Europejska, BZ WBK

Finansowanie potrzeb pożyczkowych

Według projektu budżetu potrzeby pożyczkowe netto w 2019 roku wyniosą 45,99 mld zł, wobec przewidywanego wykonania w br. na poziomie 39,7 mld zł (pierwotny plan wynosił 63,3 mld zł). Potrzeby brutto mają wynieść 163,71 mld zł, wobec szacowanej realizacji w br. 159,48 mld zł (planowano 181,7 mld zł). Wprawdzie łączne potrzeby pożyczkowe będą niewiele większe niż szacowane na ten rok, ale ze względu na planowane ograniczenie finansowania zagranicznego emisja netto obligacji na rynek krajowy ma wzrosnąć w znacznie większym stopniu – do 57,05 mld zł wobec 35,27 mld zł w tym roku. W ramach tej kwoty podaż netto złotych obligacji hurtowych ma wynieść 53,2 mld zł, a przyrost zadłużenia z tytułu obligacji oszczędnościowych niemal 4 mld zł.

Sądzymy, że podobnie jak w tym roku, w 2019 r. MF nie będzie emitować bonów skarbowych (choć jak zwykle w koszty obsługi długu wpisano pewną kwotę z tytułu dyskonta bonów emitowanych w trakcie roku). Uważamy, że instrument ten ma charakter awaryjny, jednak podobnie jak w latach ubiegłych Ministerstwo będzie starało się utrzymywać zapadalność długu w okolicach 5 lat, co powinno skutecznie zmniejszać motywację do emisji krótkich papierów. Ponadto do wydłużania zapadalności SPW powinien zachęcać niski spread 2L/10L, który naszym zdaniem pozostanie poniżej 160 pb.

Kto kupi polski dług w przyszłym roku? Przewidujemy, że – podobnie jak w tym roku – głównym odbiorcą podaży SPW będzie krajowy sektor bankowy. W ostatnich miesiącach krajowe banki znacząco zwiększały swoje zaangażowanie w obligacje rządowe – w okresie styczeń-czerwiec portfel krajowych papierów dłużnych w ich posiadaniu zwiększył się o 19,5 mld zł, wobec całkowitego przyrostu zadłużenia z tytułu rynkowych złotych SPW o nieco ponad 13 mld zł. Przypomnijmy, że na początku br. szacowaliśmy potencjalny popyt na SPW ze strony krajowych banków na ok. 35 mld zł i wygląda na to, że jesteśmy na dobrej drodze do realizacji tego scenariusza. Sądzymy, że w roku 2019 będziemy mieli do czynienia z analogiczną tendencją. Sprzyjać temu nadal będą regulacje związane z koniecznością utrzymywania przez banki płynnych aktywów na pokrycie depozytów na żądanie oraz krótkoterminowych (konieczność utrzymania na odpowiednim poziomie tzw. współczynnika LCR), oraz niskie stopy procentowe. Te ostatnie zniechęcają klientów do produktów bankowych o dłuższych terminach zapadalności.

Popyt na SPW powinien się też utrzymać ze strony niebankowych instytucji finansowych (fundusze inwestycyjne, firmy ubezpieczeniowe). W I połowie br. portfel krajowych obligacji rynkowych w ich posiadaniu powiększył się o 4,6 mld zł. Wprawdzie wydarzenia z ostatnich tygodni (problemy GetBack, wyprzedaż w Turcji) mogą przejściowo osłabić popyt klientów indywidualnych na produkty funduszy inwestycyjnych, ale zakładamy, że aktywa funduszy rynku długu i pieniężnego nadal będą stopniowo rosły w kolejnych kwartałach. Zresztą, ewentualny spadek zainteresowania klientów jednostkami TFI oznaczałby zapewne szybszy wzrost depozytów, a zatem potencjalnie jeszcze większy popyt na SPW ze strony krajowych banków.

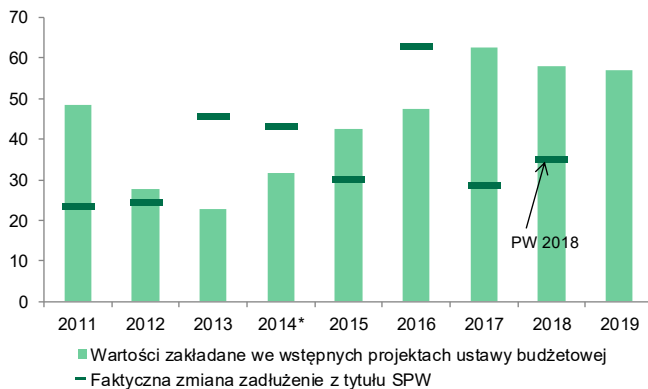
Inwestorzy zagraniczni mogą nadal redukować swoje zaangażowanie w polski dług w obliczu kontynuacji podwyżek stóp w USA i podwyższonej zmienności na rynkach rozwijających się. W okresie styczeń-czerwiec br. portfele SPW w ich posiadaniu skurczyły się o ponad 10,5 mld zł (a w ciągu ostatnich 12 miesięcy ok. 2x bardziej).

Finansowanie potrzeb pożyczkowych (mld zł)

	2018 plan (1)	2018 PW (2)	2019 plan (3)	zmiana mld zł (3) - (2)	zmiana % (3) / (2)
Potrzeby pożyczkowe netto	63,32	39,71	45,99	6,28	15,8%
Finansowanie potrzeb pożyczkowych:					
Krajowe, w tym	57,92	37,58	57,05	19,47	51,81%
- obligacje skarbowe	57,92	35,27	57,05	21,78	61,81%
- bony skarbowe	-	-	-	-	-
- inne	0,0	2,310	0,0	-2,31	-100,0%
Finansowanie zagraniczne	5,41	2,14	-11,06	-13,20	-642,1%
-obligacje	-1,79	-3,28	-5,57	-2,29	-

Źródło: Ministerstwo Finansów

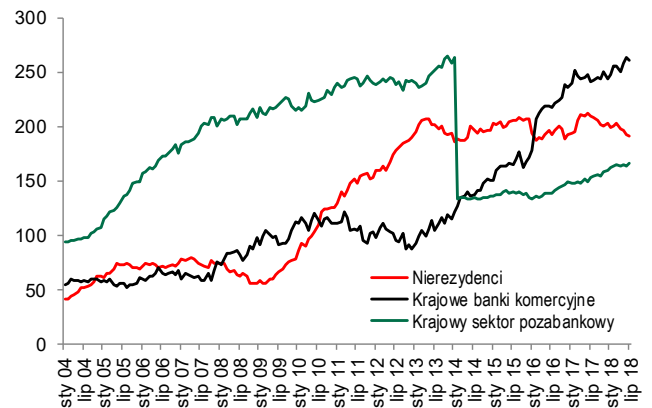
Potrzeby pożyczkowe netto, finansowanie krajowe – plany budżetowe i realizacja, w mld zł



* dane skorygowane o umorzenie obligacji w portfelach OFE

Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Krajowe SPW w posiadaniu poszczególnych grup podmiotów, w mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

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 obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A, Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl