

Codziennik – przegląd wiadomości

Raport o inflacji dość gołębi

2 września 2005

Na polski rynek obligacji i giełdę napłynęła wczoraj fala optymizmu (kapitału). Złoty umocnił się przy rosnącym kursie EURUSD, dla którego kluczowe będą dzisiejsze dane o zatrudnieniu w USA.

Ocena sytuacji gospodarczej zaprezentowana w *Raporcie o inflacji* potwierdziła ‘gołębie’ stanowisko Rady wyrażone w ostatnich decyzjach. Wydźwięk raportu był podobny do środowowego komunikatu Rady po obniżce stóp o 25 pb i utrzymaniu łagodnego nastawienia. W raporcie opublikowano również wyniki głosowań Rady w II kwartale. Dość nieoczekiwanie, Stanisław Nieckarz postrzegany przez rynki jako najbardziej „gołębi” w Radzie, dołączył w maju do obozu „jastrzębi”, co pozwoliło na odrzucenie wniosku o zmianę nastawienia w polityce pieniężnej na łagodne (tuż po tym jako zostało ono zmienione na neutralne w kwietniu). Tym samym, czerwcową decyzją Rady o jednoczesnej obniżce stóp i zmianie nastawienia na łagodne zaskoczyła rynek. Takie wewnętrzne podziały z pewnością nie ułatwiają przewidywania kolejnych decyzji Rady – nigdy nie wiadomo który członek Rady zmieni nieoczekiwanie (na chwilę) swe zdanie.

Ministerstwo Finansów przedstawiło wczoraj podwyższone prognozy inflacji. Oczekiwany jest teraz wzrost do 1,6% w sierpniu (my oczekujemy 1,5%), a następnie stabilizacja/wzrost (1,6-1,7%) we wrześniu i spadek do 1,3% w październiku-listopadzie i do 1,2% w grudniu. Nasza prognoza na koniec roku jest nieco wyższa.

Gorące wydarzenia

Nowy raport o inflacji zawiera wiele gołębich argumentów

We wczorajszym Codzienniku opisaliśmy najważniejsze elementy nowego raportu o inflacji, czyli nową projekcję inflacji i PKB. Dziś prezentujemy więcej szczegółów raportu. Pierwszą zmianą rzucającą się w oczy przy lekturze raportu jest zmiana osoby kierującej pracami nad Raportem o inflacji. Nowy raport został przygotowany pod kierownictwem Adama B. Czyżewskiego zamiast wiceprezesa NBP Krzysztofa Rybińskiego, który nadzorował prace nad poprzednimi raportami. Trudno powiedzieć, czy i w jaki sposób mogło to wpłynąć na główne wnioski zawarte w raporcie. W każdy razie warto zauważyć, że niedawno media spekulowały o możliwości rezygnacji Rybińskiego z zajmowanego stanowiska. Dzisiejsza *Rzeczpospolita* donosi, że bank centralny odmawia komentarza w tej sprawie.

W sumie ton raportu był podobny do wydźwięku komunikatu po posiedzeniu RPP w tym tygodniu, czyli był on dość gołębi. Kluczowe elementy raportu według naszego wyboru oraz nasze komentarze na ich temat są zawarte w tabeli na następnej stronie.

Konkluzja: Ocena sytuacji ekonomicznej zaprezentowana w nowym *Raporcie o inflacji* potwierdziła „gołębi” pogląd bankierów centralnych na perspektywy inflacji, odzwierciedlony w ostatnich decyzjach RPP.

Wiceprezes NBP Krzysztof Rybiński nie kierował pracami nad nowym Raportem o inflacji

...a biuro prasowe NBP odmówiło komentarza w tej sprawie

Ton raportu jest podobny „gołębiego” wydźwięku środowowego komunikatu Rady

Maciej Reluga Główny Ekonomista (22) 586 8363

Piotr Bielski (22) 586 8333

Piotr Bujak (22) 586 8341

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Wybrane fragmenty Raportu o inflacji:	Nasz komentarz:
Wyniki badań koniunktury NBP wskazują na umiarkowany wzrost płac w przedsiębiorstwach w III kw. br.	Szybszy wzrost płac będzie ograniczał pole do obniżek stóp procentowych.
Dane o wroście gospodarczym w I półroczu br., przy założeniu niezmienności szacunków potencjalnego PKB, wskazują, że okres stopniowego domykania się luki popytowej będzie dłuższy niż przewidywano w majowym Raporcie, co będzie czynnikiem ograniczającym inflację. Charakteryzująca się umiarkowanym tempem wzrostu spożycia oraz wysoką dynamiką eksportu struktura wzrostu PKB powinna także wpływać na ograniczenie presji inflacyjnej.	Dane o PKB i jego strukturze najbardziej zmieniły obraz sytuacji i dały pole do manewru stopami. Sugeruje to, że RPP może chcieć zacząć z następnymi decyzjami na kolejne dane o PKB publikowane pod koniec listopada.
W kolejnych kwartałach spodziewać się można rosnącego wykorzystania funduszy z UE. Powinno to przyczynić się do przyspieszenia wzrostu nakładów inwestycyjnych. Za wzrostem inwestycji przemawiają również utrzymująca się dobra koniunktura w budownictwie mieszkaniowym oraz obserwowane od połowy 2004 r. ożywienie w całej sekcji produkcja budowlano-montażowa. Wśród czynników, które mogą ograniczyć inwestycje w II półroczu br. należy wymienić ryzyko polityczne (nieznany kształt polityki gospodarczej realizowanej po wyborach), rosnące ceny ropy naftowej, niższy niż na to wskazują obecne prognozy wzrost popytu krajowego, a także niższy niż się obecnie przewiduje wzrost w strefie euro. (...) Badania koniunktury NBP18 sugerują poprawę klimatu inwestycyjnego w sektorze przedsiębiorstw w kolejnych miesiącach II połowy br. (...) Czynnikiem przemawiającym za wzrostem inwestycji jest także rosnące zainteresowanie kredytem. (...) Wzrostowi inwestycji powinna również sprzyjać dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw.	Dane o inwestycjach są dla RPP bardzo istotne, co Rada stwierdziła wprost w raporcie pisząc, że w analizowanym okresie Rada poświęciła wiele uwagi bieżącej i oczekiwanej w przyszłości dynamice inwestycji. RPP wymieniła wiele argumentów zarówno za, jak i przeciw przyspieszeniu wzrostu inwestycji. W tym kontekście bardzo istotne będą dane o PKB za III kwartał. Dotychczas dane o inwestycjach przez wiele kwartałów były rozczarowujące.
W ocenie NBP, w najbliższych miesiącach można się spodziewać stopniowego ożywienia produkcji przemysłowej. Na wzrost produkcji powinny korzystnie wpływać zarówno czynniki podażowe (efekt ubiegłorocznego silnego wzrostu inwestycji w przetwórstwie), jak i popytowe (oczekiwana stopniowa poprawa popytu inwestycyjnego i konsumpcyjnego).	RPP oczekuje przyspieszenia wzrostu produkcji przemysłowej. Lepsze wskaźniki aktywności ekonomicznej w najbliższych miesiącach nie powinny więc być zaskoczeniem dla Rady. Ważna będzie jednak skala przyspieszenia.
Wzrost realnych stóp procentowych w analizowanym okresie w połączeniu ze względna stabilizacją realnego efektywnego kursu walutowego oznacza utrzymanie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej (mierzonej wskaźnikiem MCI) pomimo dokonanych przez Radę obniżek nominalnych stóp procentowych.	Dalsze zmiany kursu walutowego będą determinować kolejne zmiany stóp procentowych.
Pogorszyły się perspektywy ograniczenia deficytu sektora finansów publicznych i tempa narastania długu publicznego w 2006 r. i latach następnych. (...) Czynniki pogarszające perspektywy stabilności finansów publicznych mogą oddziaływać w kierunku wzrostu rentowności skarbowych papierów wartościowych, a także zwiększenia zmienności kursu złotego.	RPP widzi pewne ryzyko dla kursu złotego. Sytuacja na rynku walutowym po wyborach będzie dla RPP jednym z kluczowych czynników.
Umocnienie kursu było m.in. skutkiem tego, że wzrost premii za ryzyko związane z okresem przedwyborczym okazał się niższy niż na to wskazywały wcześniejsze szacunki autorów projekcji. Ścieżka kursu walutowego przewidywana w aktualnej projekcji jest mocniejsza niż w projekcji majowej.	Ostatnie wydarzenia na rynku walutowym (relatywnie mocny złoty pomimo zbliżających się wyborów) przekonują RPP, że nie należy się nadmiernie obawiać silnej deprecjacji złotego w związku ze wzrostem ryzyka politycznego.
Utrzymująca się poprawa salda na rachunku obrotów bieżących może być czynnikiem sprzyjającym umocnieniu kursu złotego i przez to oddziałującym w kierunku obniżenia inflacji.	Ten element nie był obecny w poprzednim raporcie.
Wzrost udziału w przywozie tych wyrobów krajów o niższych kosztach produkcji, przede wszystkim Chin oraz Indii. Zwiększenie presji konkurencyjnej ze strony tych krajów może również oddziaływać w kierunku obniżenia cen towarów konsumpcyjnych w grupie odzież i obuwi. (...) Takie czynniki jak ciągle wysokie bezrobocie, prawdopodobny wzrost elastyczności rynku pracy oraz rosnąca konkurencja na rynkach dóbr i usług otwartych na wymianę międzynarodową oddziałują w kierunku ograniczenia wzrostu jednostkowych kosztów pracy. (...) Możliwość występowania przyspieszonych zmian strukturalnych zachodzących w polskiej gospodarce (prawdopodobny wzrost elastyczności rynku pracy, restrukturyzacja przedsiębiorstw oraz wzmożona konkurencja międzynarodowa).	Raport zawierał wyjaśnienie pojęcia strukturalnych zmian w gospodarce, które uzasadniało opinię Rady zaprezentowaną w czwartkowym komunikacie, że presja inflacyjna w przyszłości może być ograniczona. Był to jeden z argumentów stojących za faktem, że ocena perspektyw inflacji przez RPP była bardziej korzystna niż w projekcji.
W ocenie Rady, dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw, stopniowo domykająca się, ale ciągle ujemna luka popytowa oraz zagraniczna presja konkurencyjna mogą ograniczać skalę, w jakiej przedsiębiorstwa będą przenosić wyższe koszty produkcji na ceny towarów i usług konsumpcyjnych. (...) Do tej pory proinflacyjne oddziaływanie wysokich cen ropy było kompensowane przez niski wzrost popytu krajowego, aprecjację złotego oraz niską dynamikę jednostkowych kosztów pracy.	Istnieją pewne powody, dla których część członków RPP nie postrzega wysokich cen ropy jako poważnego zagrożenia dla inflacji. Wydaje się, że obecnie jest to główny nurt w Radzie.
Chociaż zmiana nastawienia nie oznacza zapowiedzi obniżek stóp procentowych, lecz tylko, że są one bardziej prawdopodobne niż ich podwyższenie, przyjęcie nastawienia łagodnego zostało zinterpretowane przez analityków jako zapowiedź kontynuacji cyklu obniżek stóp procentowych.	Cóż, biorąc pod uwagę decyzje Rady w okresie lipiec-sierpień wnioski wyciągane przez rynek były słuszne.
Przyrost [poziomu produktu potencjalnego] będzie wolniejszy niż przewidywano w projekcji majowej, co jest związane przede wszystkim z obniżeniem prognozowanej ścieżki inwestycji. Równocześnie wobec jeszcze silniejszego obniżenia oczekiwanego tempa	Rada uważa, że w porównaniu z poprzednią projekcją luka popytowa będzie zamykać się dłużej. Taka opinia sugeruje, że wielu członków RPP nie będzie

wzrostu PKB (wobec projekcji majowej) w całym horyzoncie projekcji, luka popytowa pozostanie ujemna i będzie się domykać w tempie wolniejszym niż przewidywano w maju. W rezultacie, w horyzoncie projekcji czynniki popytowe będą oddziaływać w kierunku obniżenia inflacji.	postrzegać presji inflacyjnej jako znaczącej przez dłuższy okres czasu.
W okresie do I kw. 2007 r. włącznie prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji poniżej celu inflacyjnego jest znacznie wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie powyżej celu, natomiast w późniejszym okresie oba prawdopodobieństwa są do siebie zbliżone.	W poprzednim raporcie zbliżone prawdopodobieństwo inflacji poniżej celu inflacyjnego oraz powyżej celu występowała już w połowie 2006 r.

Kolejny członek RPP nieoczekiwanie zmienia zdanie

O ile obniżka stóp w czerwcu o 50pb była przegłosowana jednomyślnie, przyjęcie łagodnego nastawienia przegłosowano stosunkiem 6-4 (przewodniczący RPP został przegłosowany)

...ale łagodne nastawienie wnioskowano już w maju (tuż po tym, gdy przyjęto neutralne nastawienie w kwietniu)

Wniosek nie został zaakceptowany ponieważ Stanisław Nieckarz (radikalny gołąb) nieoczekiwanie wsparł obóz jastrzębi

Uczestnicy rynku powinni zwracać więcej uwagi na komentarze członków RPP z głównego nurtu i tzw. swing voters

Raport o inflacji zawierał również wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w drugim kwartale tego roku. Na początku tego tygodnia podana była informacja, że Rada głosowała jednogłośnie za obniżką stóp procentowych o 50 pkt. bazowych w czerwcu. Jednak wyniki szczegółowe głosowania na tym posiedzeniu, że zmiana nastawienia na łagodne nastąpiła nieznaczną przewagą głosów 6 do 4, po tym jak jednogłośnie Rada przyjęła nastawienie neutralne w kwietniu. Jednak Rada głosowała nad zmianą nastawienia z powrotem na łagodne już w maju (jeszcze przed danymi o PKB za I kwartał), co pokazuje, że niektórzy członkowie Rady chcieli szybko naprawić popełniony w kwietniu błąd (neutralne nastawienie). Jednak wniosek ten nie został zaakceptowany, gdyż jeden z członków Rady dość nieoczekiwanie (i jak się później okazało chwilowo) zmienił swoje poglądy. Podobne sytuacja miała miejsce na początku roku, kiedy to Stanisław Owsiak w lutym zagłosował za przyjęciem łagodnego nastawienia bezpośrednio z restrykcyjnego, po tym jak zagłosowała przeciwko neutralnemu nastawieniu w styczniu. Tym razem sytuacja dotyczyła Stanisław Nieckarza, który dołączył do zwolenników bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej (Leszek Balcerowicz, Dariusz Filar, Marian Noga, Halina Wasilewska-Trenkner), co pozwoliło na utrzymanie neutralnego nastawienia, dzięki decydującemu głosowi prezesa w przypadku remisu 5-5. Jednak już miesiąc później Nieckarz zmieniła zdanie i zagłosował za zmianą nastawienia na łagodne i jednoczesną obniżą stóp o 50 pb. O ile jego czerwcową decyzją raczej nie powinna dziwić (jest postrzegany przez rynek jako jeden z najbardziej zagorzałych zwolenników obniżek stóp), to jego majowe stanowisko nie jest jasne (jest co najmniej dziwne), szczególnie w kontekście jego majowych wypowiedzi. Trzynastego maja bowiem w wywiadzie dla PAP powiedział, że obniżki stóp są potrzebne dla stopniowego zbliżania naszych stóp procentowych do stosowanych w krajach UE i podkreślał dobre perspektywy inflacji. Tak czy inaczej, wyniki głosowania pokazały (potwierdziły), że poglądy czworga wymienionych wyżej zwolenników bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej nie są kluczowe dla decyzji Rady w chwili obecnej, chyba że zdołają oni przekonać do swoich jeszcze jednego członka. Tak więc uczestnicy rynku powinni zwracać szczególną uwagę na wypowiedzi członków Rady, którzy dziś decydują o polityce pieniężnej, jak również na tych którzy są potencjalnymi tzw. swing voters. Choć należy pamiętać, że przykład Stanisław Nieckarza pokazuje, że nawet wydawałoby się radykalnie „gołębie” mogą nieoczekiwanie zmienić zdanie w ciągu kilku tygodni i z nieznanymi nam powodów dołączyć do frakcji „jastrzębi”.

Konkluzja: Okazało się, że kolejny członek Rady potrafi nieoczekiwanie zmienić zdanie na temat polityki pieniężnej. Utrudnia to przewidywanie kolejnych decyzji Rady, gdyż nigdy nie wiadomo kto następny może na chwilę dołączyć do „jastrzębi” na kolejnym posiedzeniu.

Monitor rynku

Notowania złotego (01.09.2005)

	Min	Max	Fixing
EUR	3.9680	4.0150	3.9818
USD	3.1920	3.2540	3.2171

Kursy walutowe (dzisiejsze otwarcie)

EURUSD	1.2481	CADPLN	2.6932
USDPLN	3.1909	DKKPLN	0.5340
EURPLN	3.9860	NOKPLN	0.5091
CHFPLN	2.5811	SEKPLN	0.4278
JPYPLN*	2.9021	CZKPLN	0.1355
GBPPLN	5.8470	HUFPLN*	1.6332

*100 jednostek

Rentowności na rynku wtórnym (01.09.2005)

Bony	Rentowność	Zmiana (pb)
3M	4.30	0
6M	4.22	-3
9M	4.22	-3
12M	4.20	-3
Obligacje	Yield	Change (bp)
2L	4.29	-7
3L	4.37	-6
4L	4.51	-5
5L	4.57	-4
8L	4.63	-11
10L	4.64	-9

Stawki WIBOR (01.09.2005)

Termin	Stawki	Zmiana (pb)
O/N	4.60	-7
T/N	4.60	-10
SW	4.59	-10
2W	4.59	-10
1M	4.59	-9
3M	4.55	-6
6M	4.51	-6
9M	4.47	-8
1L	4.45	-10

Polski rynek finansowy doświadczył wczoraj gwałtownego umocnienia. Dotyczyło ono wszystkich segmentów rynku, czyli zarówno obligacji oraz akcji, jak i krajowej waluty. To ostatnie było wynikiem dwóch poprzednich zjawisk. W rezultacie bardziej gołębiego niż oczekiwano komunikatu RPP i *Raportu o inflacji*, rynkowe stopy procentowe kontynuowały ruch w dół wzdłuż całej krzywej dochodowości. Rentowności obligacji 5-letnich wyniosła 4,5%, czyli najmniej od początku lipca, choć po południu nastąpiła częściowa realizacja zysków. Ponieważ niemieckie obligacje zanotowały wyraźne umocnienie (rentowność papierów 10-letnich zanotowała najniższy w historii poziom 3,1%), długi koniec polskiej krzywej dochodowości zanotował znaczny ruch w dół o ok. 10 pb. W rezultacie spread 5X5 pomiędzy krzywą polską a w strefie euro ustabilizował się na poziomie 75 pb.

W wyniku przepływu funduszy na rynku długu i akcji kurs złotego doświadczył mocnej aprecjacji i przełamał psychologiczną barierę 4,0 wobec euro już na początku wczorajszej sesji. Przy zwiększonej aktywności zagranicznych graczy, kurs złotego umacniał się nadal w dalszej części dnia (także dzięki uruchomieniu zleceń typu stop-loss) i najsilniejszym punkcie chwilowo osiągnął poziom 3,9685. Wydaje się, że poziom 3,97 stanowi ważną barierę i jeśli zostanie przełamany, to aprecjacja złotego może być kontynuowana nawet do poziomu 3,90. Jeszcze silniejsze jest umocnienie złotego wobec dolara (w tym przypadku różnica między czwartkowym z środowym fixingiem NBP wyniosła aż 10 groszy, czyli 3%), czemu sprzyja osłabienie dolara na rynkach zagranicznych. Po środowej publikacji słabszego od oczekiwań wskaźnika Chicago PMI, wczoraj rozczarowanie okazał się również indeks ISM dla przemysłu, co przyczyniło się do przeceny dolara. Kluczowe dla kursu EURUSD będzie dzisiejsza publikacja raportu o zatrudnieniu w USA. Jeśli chodzi o złotego, nadal widzimy możliwość powrotu kursu do 4,0 wobec euro w obliczu zbliżających się wyborów. W międzyczasie zaprezentowany zostanie ze szczegółami projekt przyszłorocznego budżetu. Z drugiej strony duża prywatyzacja PGNiG zaplanowana na 23 września jest w oczach inwestorów czynnikiem przyciągającym znaczne ilości zagranicznego kapitału. Na dzisiejszym otwarciu kurs złotego wyniósł 3,99 wobec euro i poniżej 3,19 za dolara, co oznacza dalsze umocnienie wobec amerykańskiej waluty z powodu jest osłabienia na rynkach zagranicznych (do powyżej poziomu 1,25).

Ministerstwo Finansów opublikowało kalendarz emisji obligacji na wrzesień. W tym miesiącu zaoferowane zostaną obligacje 2-letnie za 2,0-2,5 mld zł (7 września), obligacje 5-letnie za 1,8-2,8 mld zł (21 września) oraz obligacje 20-letnie za 1-2 mld zł (14 września). Ministerstwo zamierza również w połowie września uplasować na rynkach zagranicznych obligacje denominowane w dolarach o wartości 1-1,5 mld \$.

Konkluzja: *Polski rynek doświadczył wczoraj wyraźnego umocnienia na rynku długu i akcji, co przełożyło się na gwałtowną aprecjację złotego. Nałożył się na to wzrost kursu EURUSD, dla którego kluczowe będą dzisiejsze dane o zatrudnieniu w USA.*

Przegląd międzynarodowy

Europejski Bank Centralny podjął wczoraj decyzję o utrzymaniu wszystkich stóp procentowych na poziomie 2%, co było zgodne z oczekiwaniami. Z komentarzy EBC wynika, że taki poziom stopy procentowej będzie utrzymany przez pewien czas, choć warto zauważyć, że nie poświęcono wiele uwagi wysokiej dynamice statystyk pieniężnych. Mimo że istnieje sporo czynników ryzyka dla inflacji, obecne są również czynniki zagrożenia dla dotychczasowych prognoz wzrostu gospodarczego.

Amerykański indeks ISM dla przemysłu zanotował w sierpniu spadek do 53,6 pkt. z 56,6 pkt. w lipcu. Wynik ten był gorszy od oczekiwań na poziomie 56,6, ale po publikacji rozczarowującego wskaźnika Chicago PMI brano pod uwagę słabszy wynik indeksu ISM.

Dziś główne rynki zagraniczne skupią się na danych o zatrudnieniu w USA. W lipcu zatrudnienie wzrosło o 207 tys. osób, co było wynikiem nieznacznie lepszym od oczekiwań, szczególnie że w górę zrewidowano również dane za poprzednie dwa miesiące. Rynek oczekuje, że w sierpniu nastąpił kolejny solidny wzrost na poziomie 188 tys., a stopa bezrobocia pozostała na poziomie 5,0%.

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. lub Grupy AIB w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Pion Skarbu, Zespół Głównego Ekonomisty, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon (22) 586 8363, 586 8333, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl



Bank Zachodni WBK S.A. jest członkiem Allied Irish Banks Group