



Makro i rynek

komentarz tygodniowy

4 grudnia 2023

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński

Ekonomista

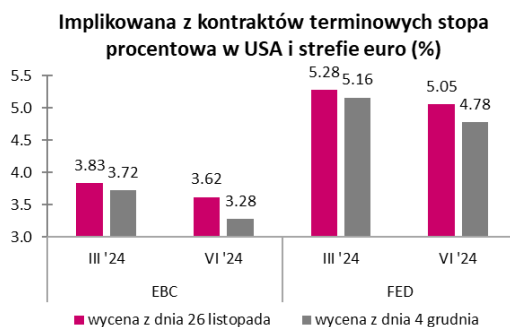
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg

Głębszy spadek inflacji w głównych gospodarkach nasilił oczekiwania na szybszy początek cyklu obniżek stóp procentowych przez EBC i Fed. Obecnie rynek coraz silniej wycenia scenariusz rozpoczęcia obniżek stóp w marcu 2024 r. Dodatkowo, inwestorzy bardziej agresywnie wyceniają skalę obniżek w kolejnych miesiącach, co znajduje odzwierciedlenie w wyraźnym spadku implikowanych stóp w czerwcu przyszłego roku.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3280	-0,7%
USD/PLN	3,9861	0,1%
CHF/PLN	4,5581	0,8%
EUR/USD	1,0859	-0,8%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,84	-1
WIBOR 3M	5,84	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,37	-5
5Y	5,27	-18
10Y	5,46	-18

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,98	-33
5Y	4,59	-30
10Y	4,71	-29

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,38	-20
US 10Y	4,25	-21

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	76319,1	2,5
S&P 500	4594,6	0,8
Nikkei 225	33231,3	-0,6

Źródło: LSEG Datastream

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

RPP zakończy 2023 r. decyzją o utrzymaniu stóp na obecnym poziomie

Głównym wydarzeniem tego tygodnia w krajowej gospodarce będzie posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, która w środę ogłosi decyzję odnośnie do parametrów polityki monetarnej. Oczekujemy, iż stopy procentowe utrzymane zostaną na niezmiennym poziomie. Taki jest także konsensus rynkowy. Po wyborach parlamentarnych RPP zmieniła retorykę w kierunku bardziej jastrzębiej i obecnie komunikuje chęć stabilizacji stóp. W naszej ocenie po agresywnym cięciu stóp o 100 pkt. baz. we wrześniu i październiku obecnie Rada będzie wstrzymywała się z kolejnymi obniżkami, chcąc ocenić skutki dotychczasowych decyzji. Rada oczekuje też zapewne na wykrystalizowanie się decyzji nowego rządu w zakresie działań osłonowych w obszarze cen energii elektrycznej i żywności, a także perspektyw polityki fiskalnej. Oczekiwany przez nas stopniowy spadek inflacji w średniookresowej perspektywie daje przestrzeń do obniżek stóp procentowych w 2024 r., jednak ich zakres jest niewielki. Oczekiwania odbudowy popytu konsumpcyjnego, niskie bezrobocie, utrzymująca się na wysokim poziomie dynamika płac (planowany wzrost płacy minimalnej o ponad 20%), a także odradzający się kredyt skłaniają do ostrożności w dozowaniu kolejnych cięć. Z drugiej strony, złoty, który od początku października umocnił się względem koszyka walut o niemal 7%, spowodował zaostrzenie warunków monetarnych i sprzyjać będzie dezinflacji. Inwestorzy będą oczekiwali na konferencję prezesa NBP, która powinna odbyć się w czwartek o godz. 15 (termin nie został jeszcze potwierdzony), choć w naszej ocenie nie powinna zmienić obecnych oczekiwań zakładających stabilizację stóp do marca przyszłego roku. Ze względu na nieczytelną funkcję reakcji RPP niepewność co do polityki pieniężnej pozostaje wysoka.

Czy amerykański rynek pracy dalej wytraca temperaturę?

Ubiegły tydzień w otoczeniu polskiej gospodarki to przede wszystkim publikacje danych inflacyjnych. Według wstępnego szacunku inflacja HICP w strefie euro obniżyła się w listopadzie do 2,4% r/r z 2,9% r/r w październiku, co okazało się odczytem wyraźnie niższym od konsensusu. Spadła także inflacja PCE w Stanach Zjednoczonych w październiku do 3,0% r/r z 3,4% r/r miesiąc wcześniej. W wyniku napływu tych danych rynki finansowe nasiliły oczekiwania na szybsze cięcia stóp procentowych. Obecnie według notowań kontraktów terminowych prawdopodobieństwo pierwszej obniżki przez EBC w marcu 2024 r. przekracza 50%. Również w przypadku amerykańskiej Rezerwy Federalnej prawdopodobieństwo pierwszego cięcia stóp w marcu 2024 r. jest wyższe niż 50%. W tym tygodniu kalendarium danych makroekonomicznych dla strefy euro nie jest bogate, w przeciwieństwie do licznych publikacji z USA. Koncentrują się one na rynku pracy, który obok inflacji, odgrywa naszym zdaniem kluczową rolę dla perspektyw polityki monetarnej. Najważniejsze dane poznamy w piątek. Według konsensusu prognoz zatrudnienie w sektorach poza rolnictwem wzrosło w listopadzie o 170 tys. m/m po wzroście o 150 tys. m/m w październiku. Ponadto oczekuje się utrzymania stopy bezrobocia na poziomie 3,9% i przyspieszenia wzrostu płac do 0,3% m/m, po wzroście o 0,2% m/m. W szczególności interesujące będą dane dla sektora usług, który obecnie jest głównym źródłem presji płacowej. Zrealizowanie się tych prognoz oznaczałoby stopniowe, aczkolwiek powolne zmniejszanie się napięć na amerykańskim rynku pracy. Byłoby to zgodne ze scenariuszem miękkiego ładowania gospodarki USA, co oznaczałoby utrzymanie stóp proc. na obecnym poziomie w najbliższych kilku miesiącach. W przypadku słabszych danych mogą dalej nasilić się oczekiwania na pierwszą obniżkę w marcu 2024 r.

Millennium
bank

Rynek walutowy

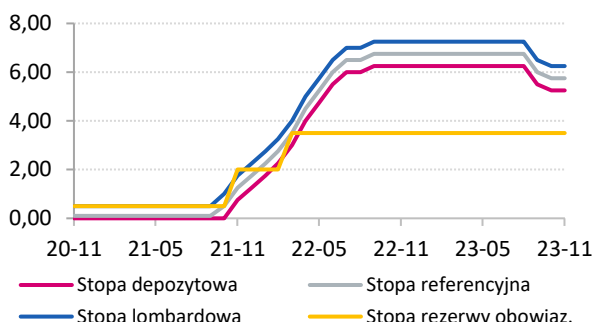
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↓	Niezmienne uważamy, iż złoty wciąż dysponuje potencjałem do umocnienia. Z uwagi na fakt, iż polska waluta umacnia się od ponad 1,5 miesiąca zakres możliwej aprecjacji jest już co prawda mocno wyczerpany, jednak cel tj. poziom 4,30 za EUR wciąż nie został osiągnięty. Wsparciem pozostają wyniki krajowej gospodarki, które wskazują na solidne odbicie koniunktury przy wciąż anemicznych wynikach gospodarek Europy Zachodniej. Co więcej, Rada Polityki Pieniężnej pozostaje istotnie mniej łagodna w stosunku do narracji sprzed wyborów parlamentarnych. W rezultacie ograniczenie skali możliwych cięć stóp procentowych wspiera wycenę złotego. Ryzykiem dla naszych oczekiwań pozostaje sytuacja globalna. Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia na rynkach zagranicznych będzie odczyt raportu z rynku pracy USA. Jego wymowa - kanałem eurodolara - rzutować może na sentyment do tzw. bardziej ryzykownych walut, do których zaliczany jest złoty. Z racji, iż dane non-farm payrolls poznamy dopiero w piątek, wpływ czynnika globalnego będzie widoczny dopiero na koniec tygodnia. Do tego czasu dominować zaś mogą wskazania techniczne. Te zaś są pozytywne dla złotego.
USD/PLN	↓	Spodziewane umocnienie złotego w połączeniu z możliwym umocnieniem dolara na rynkach międzynarodowych naszym zdaniem zadecyduje o kontynuacji zwwyżki kursu USD/PLN. Efektem będzie próba zbliżenia się notowań do psychologicznej bariery 4,00 za USD.
EUR/USD	↓	Zgodnie z naszymi oczekiwaniami z poprzedniego raportu wydarzenia ubiegłego tygodnia „rozbijały” notowania eurodolara. O ile spadki kursu EUR/USD z ostatnich dni wynikały w naszej ocenie przede wszystkim ze słabości euro (inwestorzy zintensyfikowali oczekiwania na szybkie i dość głębokie cięcia stóp procentowych w strefie euro w 2024 roku), o tyle w tym tygodniu uważamy, iż o kontynuacji zniżki eurodolara zadecyduje już siła dolara. Wynikać ona będzie przede wszystkim z faktu, iż członkowie amerykańskiej Rezerwy Federalnej konsekwentnie prezentują jastrzębią narrację. Zakładamy ponadto, że najważniejsze dane tego tygodnia (odczyty z rynku pracy USA) nie dadzą podstaw do istotnych przetasowań co do rynkowych oczekiwań na cięcia stóp procentowych. W rezultacie kurs EUR/USD dysponuje w naszej ocenie niewielkim potencjałem do spadku w tym tygodniu. Uważamy, iż wygasa on w okolicy 1,0830.

Rynek obligacji

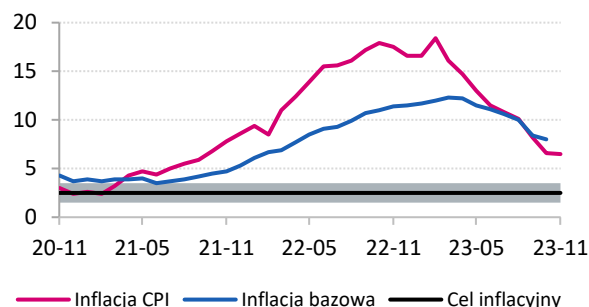
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↓	Krajowy rynek długu pozostaje pod dominującym wpływem sytuacji zewnętrznej. Na rynkach rozwiniętych natomiast trwa zniżka dochodowości związana z rosnącym przekonaniem inwestorów o zbliżających się obniżkach stóp procentowych w strefie euro i Stanach Zjednoczonych. Tym trendom, jak wspomnieliśmy, ulega polski rynek obligacji. Z tego powodu dochodowość 10-latkı oscyluje wokół poziomu 5,45% i jest najniższa od lipca tego roku. Jednocześnie następuje wypłaszczenie krzywej, tj. sytuacja, w której rentowność 2-latkı i 10-latkı „zbiegają” do siebie. Jak zauważyliśmy długi koniec krzywej obniża się w dochodowości. 2-latka natomiast pozostaje w łagodnym trendzie wzrostu rentowności wynikającym ze zmiany nastawienia Rady Polityki Pieniężnej na mniej łagodne. Nie bez znaczenia jest ponadto fakt, iż w grudniu odbędzie się zaledwie jeden przetarg sprzedaży długu i nie będzie przetargów zamiany. Oznacza to dość niewielki ciężar podaży na koniec roku. Co ciekawe, poziom prefinansowania potrzeb przyszłorocznych pozostaje dość skromny (na koniec listopada wyniósł ok. 7%). W naszej ocenie Ministerstwo Finansów prawdopodobnie skupi się w grudniu na odkupie długu. Tym bardziej, iż stan środków na rachunkach budżetowych resortu pozostaje dość imponujący (114 mld PLN po listopadzie).
10Y DE (%)	↓	Uważamy, iż brak jest obecnie przesłanek mogących odmienić kierunek notowań niemieckich obligacji. Pozostają one w dynamicznym trendzie spadkowym, jako konsekwencja rosnącego przekonania rynku o bliskich obniżkach stóp procentowych (marzec 2024). W tym tygodniu nie poznamy zaś danych mogących odmienić opinię uczestników rynku. Kalendarium publikacji makroekonomicznych koncentruje się bowiem na odczytach ze Stanów Zjednoczonych.
10Y US (%)	↔	Wycena amerykańskiego długu pozostanie naszym zdaniem stabilna przez większość tego tygodnia, z uwagi na wyczekiwanie na najważniejszą publikację tj. piątkowy raport z rynku pracy USA. Prognozyki raportu publikowane wcześniej (raport ADP i Challengeera, komponent zatrudnienia indeksu ISM dla sektora usług, liczba wakatów) nie powinny natomiast istotnie wpływać na zachowanie Treasuries. Jednocześnie uważamy, iż sytuacja na rynku pracy USA powinna wpisywać się w podkreślany przez prezesa Fed brak przesłanek do rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. W efekcie zniżka rentowności Treasuries widoczna wzdłuż całej krzywej powinna w naszej ocenie zostać zatrzymana w najbliższych dniach. W przypadku 10-latkı Stanów Zjednoczonych spodziewamy się, iż dochodowość fluktuować będzie przez większość tego tygodnia wokół poziomu 4,30%.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

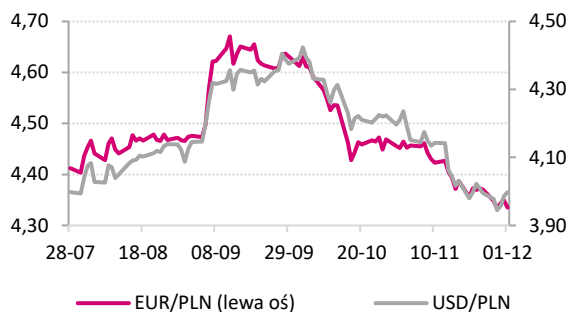


Ludwik Kotecki (30.11.2023)	<i>Inflacja - my nie załatwiliśmy sprawy inflacji jeszcze. Dzisiaj GUS opublikował flash za listopad. Wstępny odczyt inflacji w listopadzie to 6,5 proc. To jest niby mało (...) ale to jest ciągle dużo więcej niż byśmy chcieli widzieć. Tutaj jest problem, osiągnąć redukcję inflacji z 18 do 6 proc. było łatwiej niż 6 do 2,5 proc. Ona się stała uporczywa. Każdy z nas działa, jakbyśmy żyli w środowisku podwyższonej inflacji 6-7 proc. Trzeba sobie z tym jak najszybciej poradzić.</i>
Przemysław Litwiniuk (30.11.2023)	<i>Nie spodziewam się istotnych zmian, jeżeli chodzi o krajobraz w tym zakresie. Odczyt rdr (w listopadzie) może być na podobnym poziomie jak w październiku, 6,6 proc., 6,7 proc. może, rok do roku. Istotniejsze informacje to to, jak kształtuje się wzrost cen w ujęciu miesiąc do miesiąca. W moim przekonaniu, przynajmniej do marca, nie będzie żadnych ruchów, jeśli chodzi o stopy procentowe.</i>
Henryk Wnorowski (27.11.2023)	<i>Poziom CPI, jaki mamy osiągnąć w horyzoncie projekcji, jest więc umiarkowanie zadowalający. Wobec tego, jeśli w kolejnych projekcjach będziemy uzyskiwali potwierdzenia, że tempo schodzenia CPI do celu jest zbliżone do zakładanego obecnie, czyli nie będziemy widzieć przyspieszenia dezinflacji, to przestrzeni do obniżek stóp nie będzie przez dłuższy czas. Musimy pokazać, że determinacja Rady do sprowadzenia inflacji do celu jest duża.</i>
Joanna Tyrowicz (23.11.2023)	<i>Po ostatnich decyzjach RPP, inflacja zostanie z nami na dłużej, a i przed obniżkami nie zbiegała do celu do końca 2025 roku. Obecnie nie mamy nawet 50 proc. szans zacząć się na 3,5 proc. w 2025 roku, a 2,5 proc. jest nadal daleko poza zasięgiem. Wskazują na to kolejne projekcje NBP. Szczególnie symptomatyczna jest tu najnowsza projekcja, która uwzględnia już pierwsze obniżki stóp procentowych. Sytuacja w naszej gospodarce jest zbyt dobra, by pomogło to obniżyć inflację przy bieżącym poziomie stóp. Z perspektywy koniunktury 2024 będzie lepszy niż 2023, a rok obecny też do bardzo złych nie należy: charakteryzuje go stabilne zatrudnienie i dynamiczny wzrost płac realnych pomimo (dotąd) relatywnie słabego popytu konsumenckiego.</i>
Ireneusz Dąbrowski (22.11.2023)	<i>Coraz szybszy wzrost realnych wynagrodzeń, znacznie powyżej wzrostu wydajności pracy. Rosnąca presja popytowa może znacznie spowolnić procesy dezinflacji.</i>
Wiesław Janczyk (21.11.2023)	<i>Żeby zrealizować te wszystkie sformułowane w wyborach cele trzeba dostarczyć do budżetu i wydać szybko setki miliardów złotych. Ale nie wiemy, czy to były zobowiązania, czy tylko narracja z gatunku fikcji oraz festiwalu kłamstwa, czas przyniesie tę odpowiedź.</i>
Gabriela Masłowska (10.11.2023)	<i>Osobiście mam nadzieję, że dojdzie do dalszych obniżek stóp procentowych w następnych miesiącach kolejnego roku. Projekcja NBP przewiduje, że inflacja obniży się do poziomu ok. 5 proc. w przyszłym roku i do celu inflacyjnego tzw. 2,5 proc. +/- 1 pp., czyli w okolicach 3,5 proc., dojdziemy pod koniec 2025 r. Jest za duża doza niepewności i niewiedzy naszej, jak to będzie się dalej kształtować. W tej sytuacji mówienie o tym, co będzie dalej ze stopami procentowymi byłoby bardzo, bardzo nieodpowiedzialne, przedwczesne. Możemy z większą dozą prawdopodobieństwa, bardziej realnie, mówić dopiero w marcu, kiedy będzie nowa projekcja inflacji i kiedy będziemy wiedzieli, czy i jakie działania nowy rząd będzie realizował i w jakim tempie (...) Jest zbyt dużo niewiadomych, które w jakiś sposób się ujawnią w najbliższych tygodniach i miesiącach i będziemy mogli bardziej prawdopodobnie określić co będzie dalej ze stopami procentowymi z dużym prawdopodobieństwem w marcu, ale może już nawet w styczniu, lutym będziemy mieć jakieś dane, które pozwolą nam na obiektywną ocenę sytuacji.</i>
Adam Glapiński (09.11.2023)	<i>Po pierwsze, po wcześniejszym dostosowaniu przestrzeni do ewentualnych obniżek stóp procentowych w krótkim okresie wyraźnie się zmniejszyła. Dokonałiśmy szybkie dostosowania przez obniżenie o 75 pb. i 25 pb. Nadgoniliśmy to co było niezbędne, żeby nie dusić gospodarki. Po drugie, w ostatnim czasie istotnie wzrosła niepewność co do tempa dezinflacji w kolejnych kwartałach. Na obradach była zadziwiająca jak na 10 osób zgodność, odczucie (...), że jest niepewność i w obliczu tego utrzymanie stóp proc. na niezmienionym poziomie jest jedyną możliwą decyzją. Gdyby nie było wyborów, eskalacji wojny na Bliskim Wschodzie - to byłaby kontynuacja, nie wiem jak długo, obniżek stóp. Najnowsza projekcja pokazuje, że inflacja w Polsce będzie się nadal obniżać, chociaż jej dalszy spadek - jak przewidywaliśmy już poprzednio w projekcjach - będzie wolniejszy niż dotychczas. (...) Zgodnie z projekcją cel inflacyjny NBP, czyli 2,5 proc. +/- 1 pp. będzie osiągnięty dopiero pod koniec 2025 r.</i>

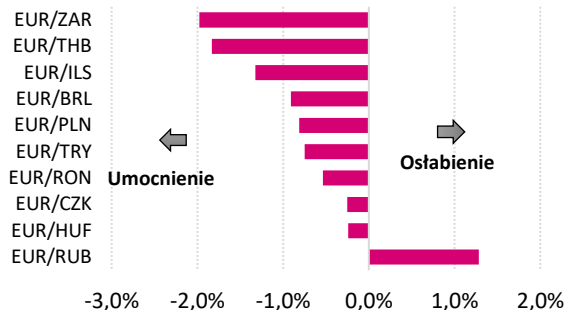
Źródło: PAP, LSEG Data & Analytics, Bloomberg

Wykresy rynkowe

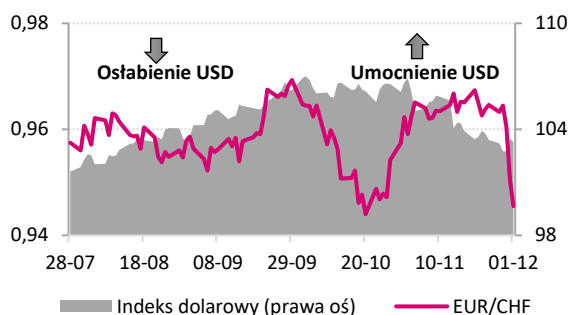
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



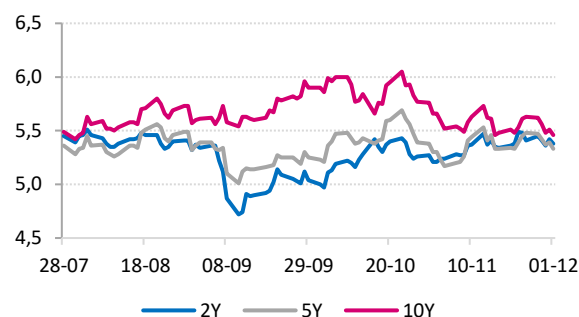
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



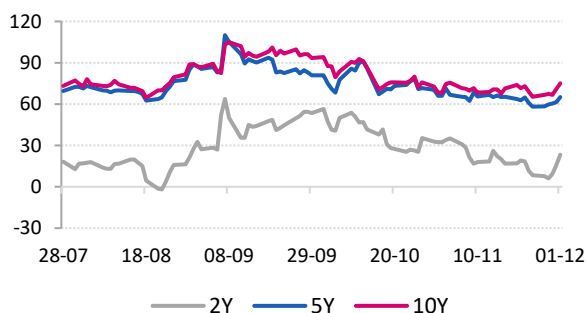
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



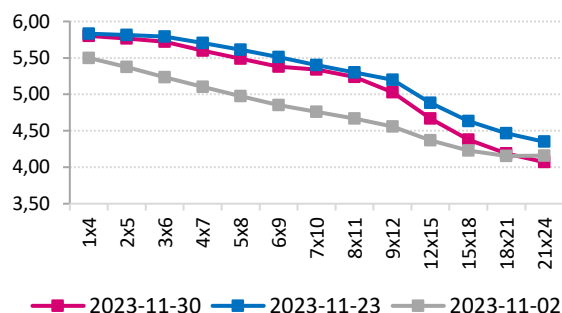
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



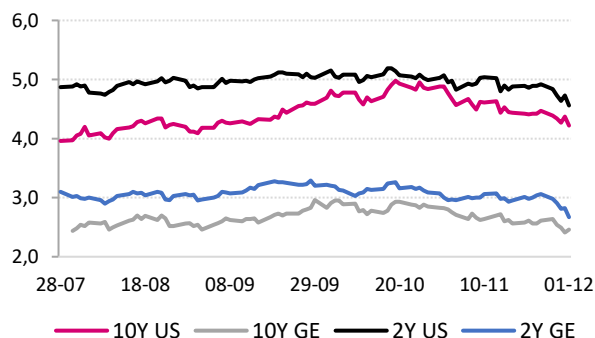
Krajowe stawki ASW [%]



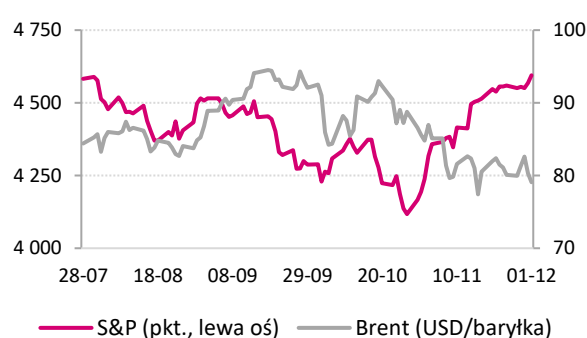
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, LSEG Datastream

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 04 grudnia					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Grudzień	18.6	-17.0	
16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m, fin.	USA	Październik	4.0%	-5.4%	
16:00 Zamówienia w przemyśle m/m	USA	Październik	2.8%	-2.5%	
Wtorek 05 grudnia					
02:45 Indeks PMI dla usług wg Caixin	Chiny	Listopad	50.4		
10:00 Indeks PMI dla usług, fin.	EZ	Listopad	47.8	48.7	
11:00 Inflacja PPI r/r	EZ	Październik	-12.4%	-9.5%	
16:00 Indeks ISM dla usług	USA	Listopad	51.8	52.0	
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Październik	9.55 mln	9.40 mln	
Środa 06 grudnia					
Decyzja ws. stóp procentowych Polska		Grudzień	5.75%	5.75%	5.75%
08:00 Zamówienia w przemyśle sa m/m	Niemcy	Październik	0.2%	0.1%	
11:00 Sprzedaż detaliczna sa m/m	EZ	Październik	-0.3%	0.1%	
14:15 Zatrudnienie wg ADP	USA	Listopad	113k	120k	
Czwartek 07 grudnia					
08:00 Produkcja przemysłowa sa m/m	Niemcy	Październik	-1.4%	0.4%	
11:00 PKB sa kw/kw, fin.	EZ	3Q	0.1%	-0.1%	
13:30 Raport Challengeera	USA	Listopad	36.84k		
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	1 grudnia	218k	225k	
Piątek 08 grudnia					
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Listopad			
14:30 Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem m/m	USA	Listopad	150k	170k	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Listopad	3.9%	3.9%	
14:30 Płaca godzinowa	USA	Listopad	0.2%	0.3%	
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan	USA	Grudzień	61.3	62.0	
Poniedziałek 11 grudnia					
Brak publikacji istotnych danych					

Dane i prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
PKB	% r/r	6.9	5.3	0.6	2.9	-0.3	-0.6	0.5	2.6	2.5	3.1	2.8	2.9
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.8	5.2	5.2	5.3	5.4	5.0	5.0	5.2	5.5	5.1	5.3	5.3
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	5.1	14.4	11.6	6.4	17.0	13.1	9.7	6.5	7.0	5.9	6.4	6.2
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	70.8	98.7	85.3	90.8	82.1	77.7	85.6	95.6	92.5	91.4	90.2	89.1
Stopa referencyjna	%, k.o.	1.75	6.75	5.75	4.75	6.75	6.75	6.00	5.75	5.50	5.25	5.00	4.75
WIBOR 1M	%, k.o.	2.23	6.93	5.65	4.80	6.84	6.86	6.04	5.65	5.50	5.30	5.00	4.80
WIBOR 3M	%, k.o.	2.54	7.02	5.80	4.65	6.89	6.90	5.77	5.80	5.45	5.20	4.95	4.65
WIBOR 6M	%, k.o.	2.84	7.14	5.60	4.55	6.95	6.95	5.63	5.60	5.30	5.05	4.80	4.55
EUR/PLN	k.o.	4.60	4.69	4.36	4.27	4.68	4.45	4.64	4.36	4.33	4.31	4.29	4.27
USD/PLN	k.o.	4.06	4.40	4.00	3.74	4.29	4.11	4.37	4.00	3.94	3.86	3.79	3.74
EUR/USD	k.o.	1.14	1.07	1.09	1.14	1.09	1.09	1.06	1.09	1.10	1.12	1.13	1.14
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0.57	2.13	4.00	3.20	3.04	3.58	3.95	4.00	3.75	3.60	3.40	3.20
SOFR 3M (następca LIBOR 3M USD od 07.2023)	%, k.o.	0.21	4.77	5.34	4.09	5.19	5.55	5.66	5.34	5.34	4.98	4.41	4.09

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium, śr.o. - średnio w okresie, k.o. - na koniec okresu
Źródło: GUS, NBP, LSEG Datastream, Macrobond, Bank Millennium SA

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.