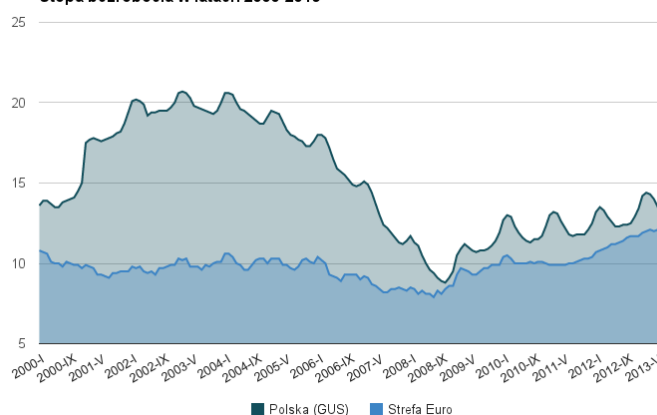


Polska. Pierwsze oznaki gospodarczego ożywienia.

W 2009r. Polska nazwana została „zieloną wyspą” jako, że jedyna spośród 27 krajów Unii Europejskiej odnotowała wzrost gospodarczy, a światowy kryzys zdawał się mieć mniejsze odbicie w rozwoju naszego kraju w porównaniu z resztą Starego Kontynentu. Pomimo, że Polska nie znalazła się w tak ciężkiej sytuacji jak niektóre kraje Strefy Euro (np. Grecja czy Hiszpania), to znaczne spowolnienie gospodarcze i jego najbardziej odczuwalne skutki pojawiły się w pierwszej połowie tego roku. To właśnie ten okres był, według przewidywań analityków, dnem cyklu koniunkturalnego. Szansą dla Polski w kolejnych latach będzie polityka spójności w ramach której otrzymamy 73 mld euro (na okres 2014-2020) dofinansowania z budżetu Unii, który wynosi na te lata 325 mld euro. Czyni to nasz kraj największym beneficjentem wśród krajów UE. Należy zadać pytanie czy Polska nie uzależni się od unijnych dotacji i co się stanie, gdy te się skończą? Rozwój kraju musi być samodzielny, a pieniądze z Unii powinny tylko wspomagać własne osiągnięcia. Środki te pomogą Polsce zmierzyć się z obecnymi problemami dotyczącymi przede wszystkim rynku pracy, gdzie w lutym tego roku stopa bezrobocia osiągnęła najwyższy poziom od 6 lat i wyniosła według Głównego Urzędu Statystycznego 14,4%. Kryzys przechodzi także sektor finansów publicznych – deficyt budżetowy na ten rok zostanie znacznie przekroczony, a zadłużenie państwa osiągnie alarmujący poziom. Zmusiło to rząd do przeprowadzenia nowelizacji ustawy budżetowej i cięć budżetowych. To co hamowało polską gospodarkę w ostatnich miesiącach to bardzo słaby popyt wewnętrzny i zmniejszające się inwestycje. Zbyt duża niepewność o przyszłość i ryzyko sprawia, że firmy realizują krótkoterminowe zamówienia, brakuje za to długofalowych umów, przynoszących stałe przychody, które pozwoliłyby na większe inwestycje. Pierwsze oznaki poprawy pojawiły się w czerwcowym odczycie o sprzedaży detalicznej. Bardzo prawdopodobne, że to pobudzenie jest efektem serii obniżek stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej, łącznie o 2 punkty procentowe od listopada ubiegłego roku. Od 6 miesięcy odnotowywany jest również wzrost realnych wynagrodzeń. Bardzo dobre wyniki osiągnął w tym roku polski eksport, któremu sprzyja osłabienie polskiego złotego – jednak czy to wystarczy, aby powrócić na dynamiczną ścieżkę wzrostu? To pokaże przyszłość.

Stopa bezrobocia w latach 2000-2013



Indeks Polskiego Złotego (1993r. = 100)



Historyczne zmiany na Warszawskim parkiecie. Czego obawiają się inwestorzy?

Od 23 września na GPW rozpocznie się publikacja nowego indeksu cenowego WIG30, który docelowo zastąpi obecny indeks 20 największych spółek, poszerzając go o 10 nowych. Ten nowy wskaźnik koniunktury ma precyzyjniej odzwierciedlać stan i różnorodność polskiej gospodarki, a także lepiej oddawać wielkość rynku i strukturę sektorową. W tym celu, w jego skład wchodzić będzie mogło jedynie 7 spółek z jednej branży, a dodatkowo udział jednej spółki w kapitalizacji indeksu nie będzie przekraczać 10%. W tabeli przedstawiony jest nowy skład głównego indeksu wraz z udziałami poszczególnych spółek, reprezentujących 13 branż – dwie nowe to media i przemysł metalowy. W marcu 2014r. transformacje przejdą także indeksy średnich i małych spółek: WIG40 i WIG80. Ich miejsce zajmą odpowiednio WIG50 i WIG100. Szczegóły tych zmian dobrze przedstawia [prezentacja](#) stworzona przez GPW. Wprowadzone zmiany z pewnością korzystnie wpłyną na rozwój rynku akcyjnego w Polsce. Większe możliwości rozwoju oraz lepsza płynność (szczególnie spółek debiutujących w głównym indeksie) powinna spowodowana być wzrostem zainteresowania ze strony inwestorów. Jest to również szansa pozyskania przez GPW największych spółek z regionu.

WIG 30	
SPÓŁKA	UDZIAŁ (%)
<i>PKO BP</i>	<i>10</i>
<i>PZU</i>	<i>10</i>
<i>PEKAO</i>	<i>10</i>
<i>KGHM</i>	<i>8,34</i>
<i>PKN ORLEN</i>	<i>7,42</i>
<i>PGE</i>	<i>5,94</i>
<i>PGNIG</i>	<i>5,56</i>
<i>BZWBK</i>	<i>5,02</i>
<i>LPP</i>	<i>3,57</i>
<i>BRE</i>	<i>3,05</i>
<i>TPSA</i>	<i>2,71</i>
<i>EUROCASH</i>	<i>2,55</i>
<i>TAURONPE</i>	<i>2,53</i>
<i>BOGDANKA</i>	<i>1,98</i>
<i>CYFRPLSAT</i>	<i>1,97</i>
<i>JSW</i>	<i>1,94</i>
<i>ASSECOPOL</i>	<i>1,88</i>
<i>INGBSK</i>	<i>1,77</i>
<i>HANDLOWY</i>	<i>1,74</i>
<i>ALIOR</i>	<i>1,64</i>
<i>AZOTYTARNOW</i>	<i>1,64</i>
<i>KERNEL</i>	<i>1,36</i>
<i>SYNTHOS</i>	<i>1,2</i>
<i>CCC</i>	<i>1,14</i>
<i>LOTOS</i>	<i>1,11</i>
<i>GTC</i>	<i>1,03</i>
<i>ENEA</i>	<i>0,98</i>
<i>TVN</i>	<i>0,94</i>
<i>NETIA</i>	<i>0,8</i>
<i>BORYSZEW</i>	<i>0,2</i>

Co zatem sprawia, że polska giełda zachowuje się tak niepewnie, oferując od początku roku ujemną stopę zwrotu? Pierwszą rzeczą, która negatywnie wpływała na sentyment inwestorów w ostatnim czasie była niepewność, co do decyzji rządu w sprawie reformy Otwartych Funduszy Emerytalnych. Decyzja zapadła, jednak rozwiązania zaproponowane przez rząd Donalda Tuska i Ministra Finansów nie zostały przyjęte zbyt optymistycznie i wywołały falę przecen spółek notowanych na warszawskim parkiecie, pomimo że rozwiązanie te są syntezą wcześniej zapowiedzianych wariantów. Główne założenia reformy to przeniesienie obligacyjnej części aktywów na poziomie odpowiadającym ich wycenie z końca 2012r. (51,5% - 121,2 mld zł.) z OFE do ZUS z jednoczesnym zakazem

kupowania obligacji skarbowych. Fundusze będą mogły teraz inwestować więcej m. in. w akcje i obligacje korporacyjne, co sprawi, że ich funkcjonowanie będzie przypominać agresywne TFI. Rząd wprowadza także tzw. zasadę dobrowolności, która daje Polakom możliwość wyboru pozostania w OFE i płacenia składki na poziomie 2,92% lub jeśli ktoś nie wyrazi takiej chęci to pozostanie domyślnie w ZUS – decyzję będzie trzeba podjąć w ciągu 3 miesięcy. Dla

ograniczenia tzw. ryzyka złej daty, wprowadzony zostanie obowiązek stopniowego przenoszenia aktywów zgromadzonych przez fundusz do ZUS już 10 lat przed emeryturą. Jaki zatem wpływ na państwo i na rynek będą miały te zmiany? Dług publiczny w relacji do PKB spadnie o 7-8% i według unijnej metodologii wyniesie około 50%, co nie zmienia faktu, że dług ten będzie istnieć, tylko że w formie ukrytej pod postacią zobowiązań ZUS'u. Niemniej jednak pieniądze te pozwolą w przyszłych latach na większą ilość inwestycji publicznych i dadzą przestrzeń do stymulacji fiskalnej, co będzie mieć wpływ na wzrost gospodarczy w kolejnych latach. Minister Rostowski nie obawia się także, spadku popytu na rządowe obligacje uzasadniając, że udziały OFE na tym polu to jedynie 12%, a zainteresowanie polskim długiem, zwłaszcza ze strony zagranicznych inwestorów jest zadowalające. Spowoduje to jednak, że nasz rynek długu będzie bardziej wrażliwy w czasach zawirowań i tąpnięć rynkowych.

Uzasadnieniem pozostawienia części akcyjnej funduszy, jest ich pozytywny wpływ na rynek kapitałowy w Polsce, a także fakt, że ich likwidacja niosła by za sobą poważne skutki. Wystarczy spojrzeć na dane prezentowane przez KNF, aby zdać sobie sprawę, że takie rozwiązanie będzie niosło poważne skutki. Wartość akcji zgromadzonych przez Fundusze przekracza 110 mld zł. (1/7 kapitalizacji spółek na GPW) i przekłada się to na udziały w 273 spółkach, z czego w 15 krajowych spółkach udział ten przekracza 40% (np. Bogdanka 60%). Wyprzedaż pakietów akcji OFE spowodowałaby długotrwałe przeceny i skłaniała innych poważniejszych udziałowców do wycofywania z niektórych spółek (zależało by to od okresu na jaki sprzedaż akcji została by rozłożona). Warszawski parkiet w ten sposób zostałby pozbawiony stabilnego dopływu gotówki – a na zainteresowanie prywatnych inwestorów nie można za bardzo liczyć, gdyż jest obecnie zbyt małe (w pierwszej połowie tego roku było to jedynie 14% - najmniej w historii GPW). Fundusze emerytalne nie tylko kierują na rynek strumienie kapitału, ale krzewią również dobre praktyki oraz dodają spółkom, jak i całemu rynkowi jakości poprzez tzw. *corporate governance* (ład korporacyjny). Są aktywnymi inwestorami, bardzo często biorą udział w walnych zgromadzeniach spółek portfelowych, podejmują świadome decyzje oraz sprzeciwiają się nieprawidłowościom. Buduje to zaufanie i wspiera dojrzewanie rynku, co doceniane jest przede wszystkim przez większych inwestorów np. zagraniczne fundusze inwestycyjne. Dalsze funkcjonowanie OFE uzależnione będzie od ilości osób, które zdeklarują się pozostać w II filarze. Według części analityków obecna przecena jest także wynikiem spekulacji, że fundusze będą chciały w przyszłości wyrównać swój portfel inwestycyjny, ograniczając alokację środków w papiery udziałowe do 50%, co spowoduje, że staną się źródłem podaży akcji o wartości około 30 mld zł. Możliwe, że liczba osób zapisujących się do OFE będzie stopniowo maleć i w perspektywie kilku lat będziemy świadkami ich całkowitej likwidacji.

Z technicznego punktu widzenia WIG20 przed

Warszawski Indeks Giełdowy 20 największych spółek

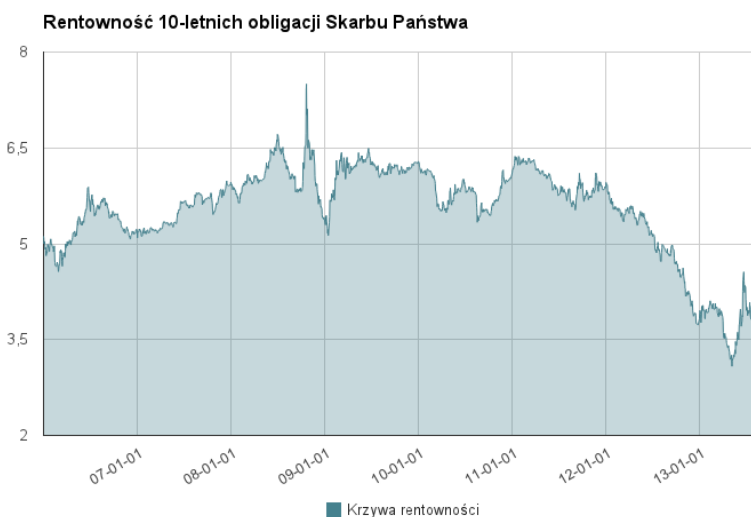


ogłoszeniem przez premiera decyzji w sprawie OFE zachowywał się całkiem dobrze i konsekwentnie odrabiał straty po czerwcowej przecenie. Obecne pogorszenie się sentymentu ponownie sprowadziło najważniejszy z indeksów w okolice 2160pkt i trudno ocenić, jak szybko sytuacja się unormuje. W okolicach 2100 pkt. znajduje się silne wsparcie, spadek notowań poniżej tego poziomu byłby sygnałem słabości rynku. Odrabianie strat może trwać kilka tygodni, a oporem dla przyszłych wzrostów jest linia trendu spadkowego rysowana po tegorocznych szczytach. Sygnałem do większych wzrostów będzie przełamanie tej linii. Możliwe, że nastroje na GPW się poprawią przez napływające dane z polskiej gospodarki, świadczące o tym, że prawdopodobnie dno cyklu koniunkturalnego mamy już za sobą. Pamiętać jednak trzeba, że inwestorzy są najbardziej wrażliwi na wieści z USA na temat QE.

Korekta po rekordowo niskiej rentowności polskich obligacji

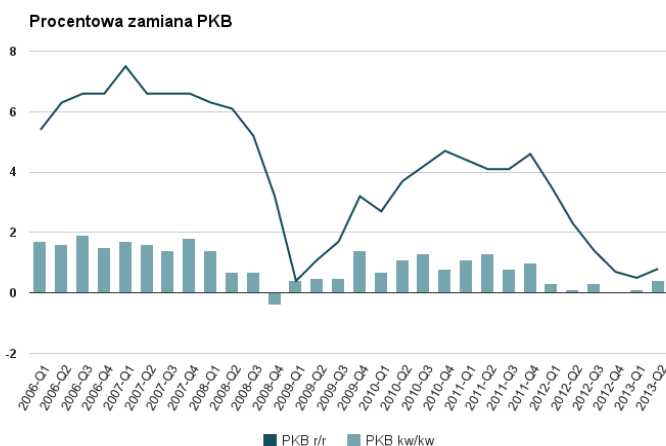
Od ponad 2 lat rentowności polskich 10-latek znajdują się w trendzie spadkowym, osiągając w maju tego roku rekordowo niski poziom, ustanawiając dno na 3,004%. Spowodowane jest to dostępem do taniego pieniądza, który lokowany jest w obligacjach na całym świecie, przyczyniając się do wzrostu ich cen. Na tle Europy polskie obligacje są atrakcyjne, bo z jednej strony dają wyższą realną stopę zwrotu niż niemieckie papiery skarbowe, a z drugiej są bezpieczniejsze niż hiszpańskie czy włoskie. Ratingi Polski według Moody's, S&P oraz Fitch to odpowiednio A2, A-, A-. Wysokie stopy procentowe oraz niski poziom inflacji powoduje duże zainteresowanie inwestorów zagranicznych polskim długiem i obecnie posiadają 53,6% zadłużenia Skarbu Państwa. Duża jego część to kapitał spekulacyjny, co stwarza zagrożenie szybkim jego odpływem, a ta proporcja może się jeszcze zwiększyć przez wycofanie OFE z tego rynku.

Obecne odreagowanie w okolice 4,8% może być wynikiem globalnej ucieczki od rynku długu oraz zamykania pozycji *carry trade* polegających na zadłużaniu się w walutach niskooprocentowanych i jednoczesnym kupowaniu instrumentów finansowych o potencjalnie wysokiej stopie zwrotu. W nadchodzących miesiącach rentowności powinny zostać dalej na niskich poziomach, chyba że FED lub Bank Japonii odetnie dopływ tanich pieniędzy.



PKB wzrosło pierwszy raz od 5 kwartałów. Najgorsze za nami?

W drugim kwartale tego roku polska gospodarka według GUS rozwijała się w tempie 0,8% r/r. Znaczący wpływ na dodatni rezultat miał zwiększony eksport netto. To co ciągle hamuje szybszy wzrost gospodarczy to spadek inwestycji. Spadały inwestycje prywatne przedsiębiorstw,



ale również inwestycje mieszkaniowe. Najprawdopodobniej nadal spadają inwestycje publiczne, dla których ten rok będzie bardzo trudny, podobnie zresztą jak kolejne lata, gdyż musi zostać ograniczona skala inwestycji sektora publicznego. Mimo tego analitycy spodziewają się coraz wyraźniejszego wzrostu w przyszłych kwartałach. Na uwagę zasługują także bezpośrednie inwestycje zagraniczne, które w latach 2006-2011 odgrywały ważną rolę. Według UNCTAD w tych latach bezpośrednie inwestycje zagraniczne wyniosły 94,9 mld dolarów co czyniło Polskę liderem wśród krajów Środkowej Europy. Należy dodać, że w 2012r. rynki wschodzące pierwszy raz były celem napływu BIZ większym niż rynki rozwinięte (52%). Ekonomiści Agencji Informacji i Inwestycji Zagranicznych (PAIiZ) liczą na inwestycje z Chin i z USA. Słaba Europa zwiększa szanse Polski na tym polu. Obecny rok powinien być podobny do poprzedniego, a na poprawę będzie można liczyć w latach 2014-2015.

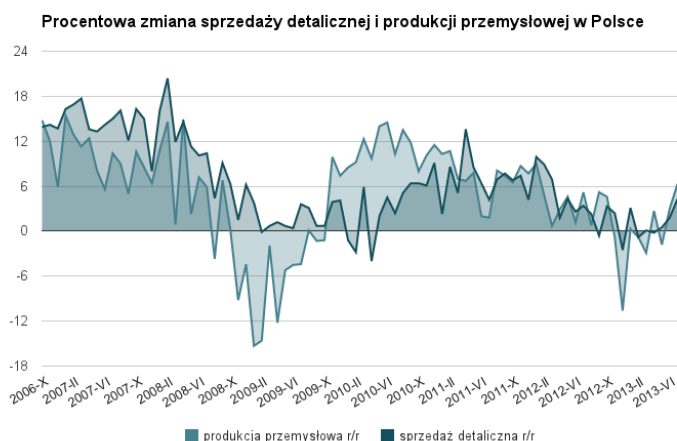
zagraniczne wyniosły 94,9 mld dolarów co czyniło Polskę liderem wśród krajów Środkowej Europy. Należy dodać, że w 2012r. rynki wschodzące pierwszy raz były celem napływu BIZ



Sprzedż detaliczna i produkcja przemysłowa lepsza od oczekiwań. Inflacja również zaskoczyła.

Lipcowe dane dotyczące sprzedaży detalicznej obudziły nadzieje, że popyt konsumencki znacznie się poprawiać i przyjmie stałą wzrostową tendencję. Poprawa o 4,3% r/r (wobec oczekiwań 3,1%) wraz ze zwiększeniem produkcji przemysłowej o 6,3% r/r (oczekiwane 5,1%) dają szanse na realizację scenariusza ożywienia w tej połowie roku. Wzrosła sprzedaż samochodów, ale także wyższe ceny paliwa mają dodatni wpływ na konsumpcję. W czerwcu odnotowano rekordowo niską inflację. Spadła ona do poziomu 0,2 proc., co sprawia, że nasza siła nabywcza wolniej maleje. Zakupom sprzyjają też niskie ceny kredytów. Rynek kredytowy

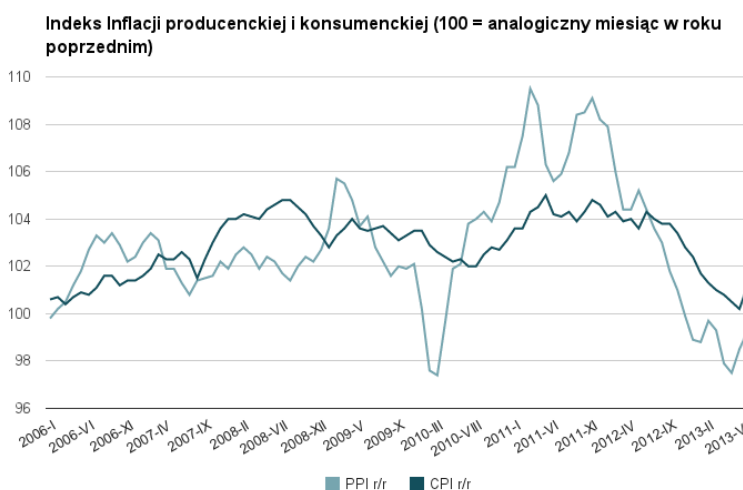
pobudzają przede wszystkim historycznie niskie stopy procentowe (główna stopa procentowa NBP wynosi 2,5 proc.). W lipcu inflacja CPI r/r przyspieszyła do 1/1%, jednak duży wpływ na wskaźnik miały zwiększone koszty wywozu śmieci (o 47,6%). W Polsce mamy obecnie do czynienia z niskim popytem konsumpcyjnym, co w połączeniu z dość wolno rosnącymi płacami sprawia, że aktualna presja inflacyjna jest niewielka. Stąd też uważamy, że w ciągu najbliższych kwartałów inflacja będzie się utrzymywać w okolicach 1,5%, co jest jednocześnie dolnym ograniczeniem pasma wahań wokół celu.



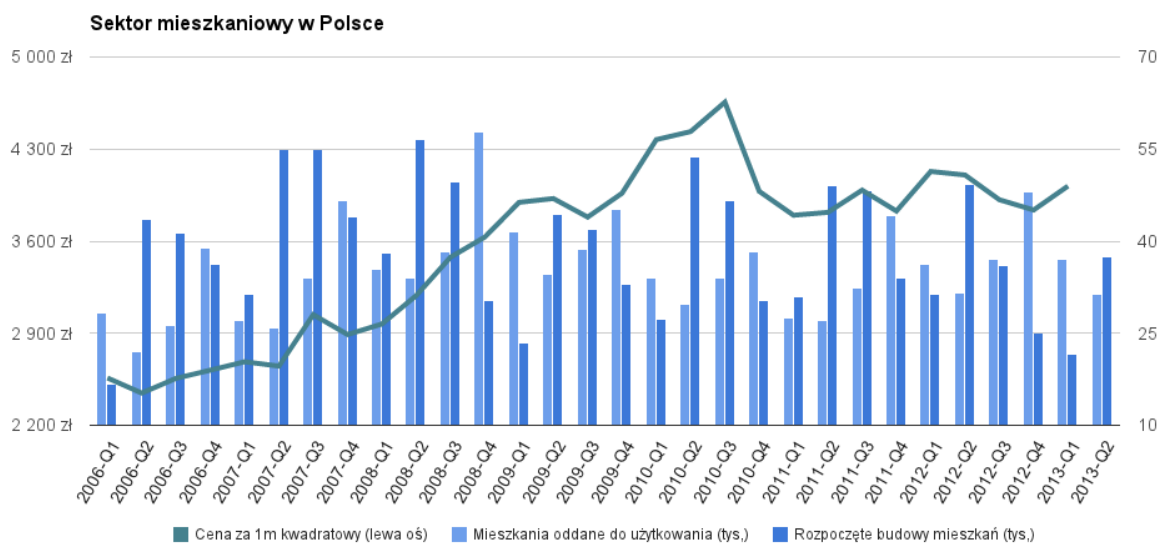
ytuacja na rynku mieszkaniowym również pozostawia wiele do życzenia. Przez pierwsze pół roku wybudowano o prawie 27% mniej nowych mieszkań niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Deweloperzy w Polsce mają dwa duże problemy. Po pierwsze prawie nikt nie chce kupować mieszkań ani budować domów, co jest wynikiem kiepskiej sytuacji na rynku pracy i ogólnej niepewności, po drugie ceny mieszkań spadają. Ryzyko inwestycji

jest więc wysokie, a banki coraz trudniej namówić na kredytowanie budowy mieszkań (kredytowanie developera). Sprzedaż kredytów hipotecznych w II kwartale tego roku spadła według Open Finance prawie o 9% rok do roku i jest to dziewiąty z rzędu negatywny odczyt. Na rynku można zaobserwować przestój związany między innymi z oczekiwaniem na początek roku 2014, w którym rozpocznie się program Mieszkanie dla Młodych. Przeszkodą dla poprawy sytuacji mieszkaniowej jest także restrykcyjne prawo dotyczące rynku mieszkań przeznaczonych na wynajem, które zniechęcają inwestorów - wolą oni inwestować w budynki przeznaczone pod działalność gospodarczą.

Są jednak spółki na warszawskim parkiecie, które z tą ciężką sytuacją dobrze sobie radzą. Poważnym problemem dla spółki deweloperskiej jest utrata płynności finansowej, dlatego popularnym i sprawdzonym sposobem jest pomiar stopnia uzależnienia spółki od kapitałów obcych za pomocą wskaźnika ogólnego zadłużenia. Dobrze na tym polu wygląda spółka Dom Development, a także Echo Investment, które w połowie finansują swoją działalność kapitałem zewnętrznym - co jest bezpiecznym poziomem. Przykładowo u spółki Gant Development, która doświadcza obecnie

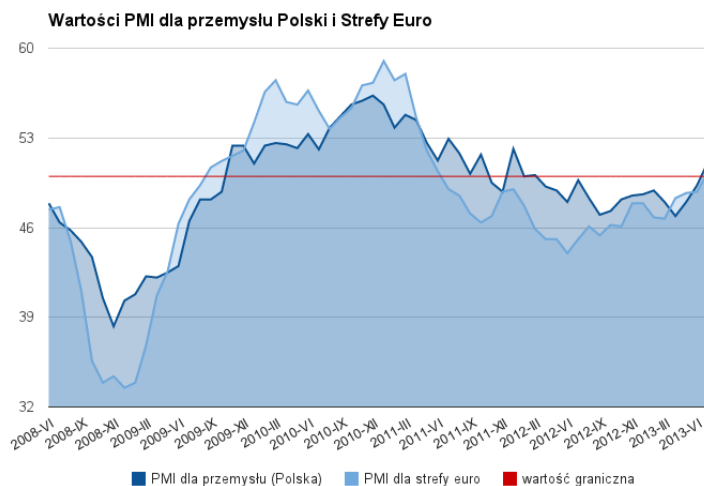


wielkiego kryzysu wskaźnik ten wynosi 76%. Warto także przyjrzeć się pod tym kątem mniejszym uczestnikom tego sektora jak np. LC Corp czy NFI Octava, które mogą pozytywnie zaskoczyć, gdy nastąpi wyczekiwana poprawa na rynku mieszkaniowym.



Przebudzenie w polskim sektorze przemysłowym

Początek III kwartału przyniósł dobre wieści z polskiego sektora przemysłowego. W lipcu pierwszy raz od marca 2012r. wskaźnik PMI przekroczył granicę 50 pkt oddzielającą wzrost od recesji. W sierpniu pozytywny trend został potwierdzony odczytem 52,6 pkt. Wpływało na to przyspieszone tempo wzrostu liczby nowych zamówień, dzięki wzmocnieniu popytu krajowego i zagranicznego. Szczególnie ten drugi był zauważalny przez przedsiębiorców w Polsce, którzy informowali, że ich produkty stają się coraz bardziej konkurencyjne na arenie międzynarodowej. Większa liczba zamówień przełożyła się na wzrost produkcji, to z kolei skłoniło producentów do podniesienia poziomu zatrudnienia pierwszy raz od roku. Firmy zwiększyły także aktywność zakupową. Ceny towarów gotowych ciągle spadają, co świadczy o nadal słabej presji cenowej w gospodarce.



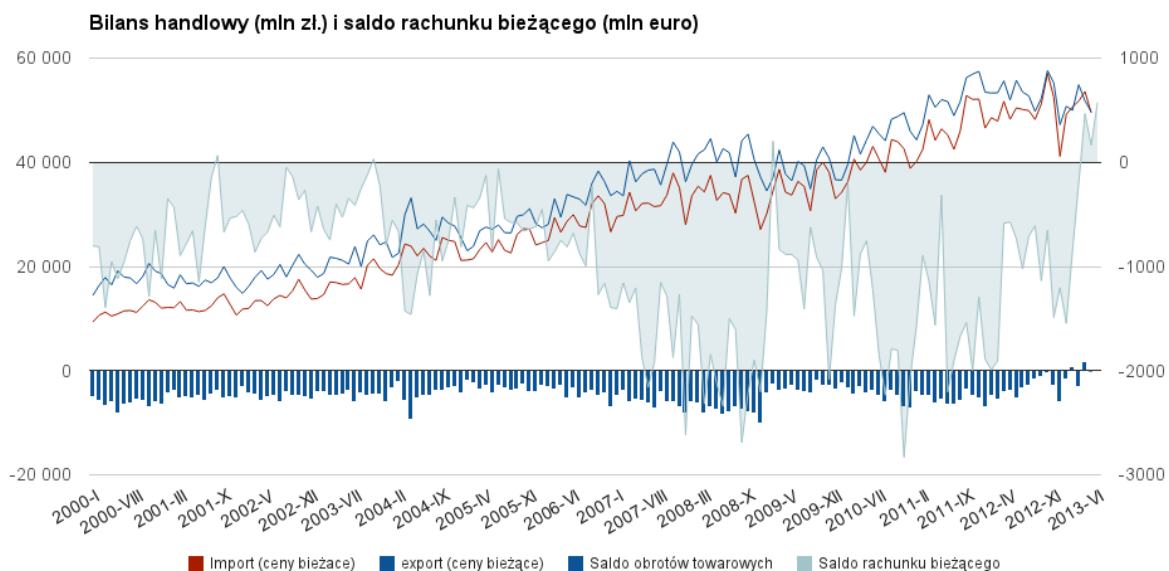
Badanie PMI, podobnie jak inne dane z polskiej gospodarki, wskazuje na dno spowolnienia w pierwszej połowie 2013 roku. Najważniejszym pytaniem pozostaje teraz tempo ożywienia w kolejnych kwartałach. Ciekawą hipotezą jest, że na potknięciu w Azji może

skorzysać Europa Środkowa, wskaźniki PMI to potwierdzają. Wśród krajów najsłabszych pod względem nowych zamówień znajdują się nie tylko Chiny, gdzie koszty pracy rosną, ale też Korea Południowa, Tajwan i Wietnam. A wśród najlepszych tuż za Polską są Czechy, a całkiem niedaleko Rosja. Możliwe zatem, że kraje Europy będą szukać partnerów handlowych wśród dostawców z Europy Środkowej zamiast Dalekiego Wschodu.

Jest to szansa na rozwój i poprawę wyników handlowych dla spółek, które posiadają dużą ekspozycję sprzedaży na rynki zagraniczne. Wyróżnić można tutaj takie spółki jak AC (przemysł lekki), która 60% przychodów generuje z zagranicy, czy spółka Plast-Box, która sprzedaje swoje produkty (opakowania z tworzyw sztucznych) w 30 europejskich krajach, co daje 70% udziału eksportu w ogólnej sprzedaży. Szansą dla tej drugiej jest odnotowany w pierwszym półroczu tego roku 70-procentowy wzrost sprzedaży na rynkach wschodnioeuropejskich. Innymi spółkami, które zyskują na rosnącym eksporcie są między innymi: AMICA, Relpol i Apator (z przemysłu elektromaszynowego), a także Grupa Kęty zyskująca na ożywieniu w Niemczech, czy też Zetkama opierająca w coraz większym stopniu swoje przychody na eksporcie.

Bilans Handlowy

W okresie styczeń–maj br. dynamika obrotów towarowych była słabsza niż przed rokiem. Eksport liczony w cenach bieżących był wyższy niż przed rokiem o 3,2% i wyniósł 254,7 mld zł, natomiast import zmniejszył się o 4,8% do 257,1 mld zł. W strukturze geograficznej obrotów odnotowano wzrost udziału krajów rozwijających się, przy spadku udziału krajów rozwiniętych (w tym krajów UE). Udział krajów Europy Środkowo-Wschodniej zwiększył się w eksporcie,

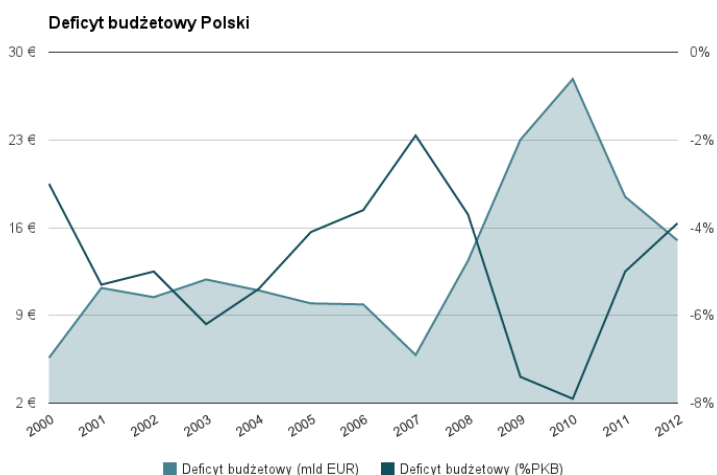
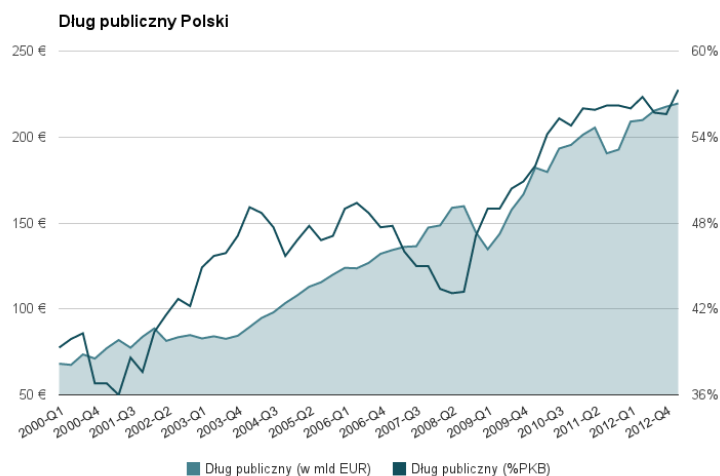


natomiast w imporcie obniżył się. Niemcy nadal są naszym głównym partnerem handlowym ich udział ogółem w eksporcie wynosi 25,4%, a w imporcie około 21%. Wśród naszych partnerów handlowych, kolejne pozycje po Niemczech zajmowały w eksporcie – Wielka Brytania (6,4%), Czechy (6,1%), Francja (5,8%), a w imporcie – Rosja (12,7%), Chiny (9,2%), Włochy (5,0%).

Saldo na rachunku bieżącym, które podsumowuje wszystkie transakcje z zagranicą, trzeci miesiąc z rzędu pokazuje, że więcej pieniędzy wpływa do Polski niż wypływa. Aby stwierdzić, czy nadwyżki na rachunku bieżącym są pozytywną oznaką i w przyszłości polskie PKB, dzięki konkurencyjności naszych produktów oparte będzie w większej części na eksporcie netto. Należy obserwować, czy tendencja ta zostanie zachowana. Inną przyczyną dodatniego salda może być niska konsumpcja gospodarstw domowych, co wpływa na słabszy import.

Przyjęto nowelizację budżetu. Zabraknie 24 mld zł.

Przyjęta 20 sierpnia nowelizacja budżetu jest czwartą w ciągu ostatnich 13 lat. Nietrafione przewidywania, co do wzrostu PKB i inflacji oraz znacznie mniejsze dochody z podatku CIT i VAT (przez słabą konsumpcję) sprawiły, że rząd nie zmieści się w planowanym na ten rok deficycie w wysokości 35,6 mld zł. Nowelizacja zwiększa dopuszczalny limit o blisko 16 mld zł. Wydatki z budżetu udało się zmniejszyć o 7,7 mld. Największe cięcia będą w ministerstwach: Obrony - 3,14 mld zł, Transportu - 1,12 mld, finansów - 0,9 mld; Gospodarki - 0,56 mld, Nauki i Rolnictwa - łącznie 0,5 mld. Aby takie operacje na budżecie były możliwe zniesiony został próg ostrożnościowy 50% oraz zawieszona została reguła wydatkowa. Nowelizacja świadczy o złym planowaniu tegorocznego budżetu, jednak sama w sobie nie jest zagrożeniem dla polskiej gospodarki.



Zobacz również ostatni raport z:



W opracowaniu wykorzystano materiały pochodzące z następujących źródeł:

- <http://www.paiz.gov.pl>
- <http://rafalhirsch.blogspot.com>
- <http://www.forbes.pl>
- <http://www.stefczyk.info>
- <http://www.markiteconomics.com>
- <http://www.nbp.pl>

Wykresy zostały sporządzone na podstawie danych zaczerpniętych z:

- <http://www.mf.gov.pl>
- <http://www.knf.gov.pl>
- <http://www.stat.gov.pl>
- <http://www.bankier.pl>