



### PODSUMOWANIE

#### Nadchodzi czas na małe spółki?

**Makro.** Za nami miesiąc mieszanych informacji ze sfery makro. Z jednej strony, wieści z krajowej gospodarki nie dały inwestorom powodów do radości. Dynamika produkcji przemysłowej wyhamowała do 1,7% r/r w czerwcu względem 4,5% r/r w maju, natomiast sprzedaż detaliczna wzrosła zaledwie 1,8% r/r, podczas gdy miesiąc wcześniej było to 4,3%. Oba wskaźniki okazały się najniższe od maja zeszłego roku. Słabe odczyty dotyczące czy zaogniający się konflikt handlowy z Rosją nie będą służyć najlepiej inwestorom giełdowym. Z drugiej strony, informacje z regionu nie były już tak ponure, a miejscami zawierały wręcz nutę optymizmu.

**Obligacje.** Inflacja w Polsce nie przestaje notować rekordowo niskich odczytów. Te ostatnie plasują się już w okolicach zera (0,3% r/r w czerwcu), więc rośnie obawa, że inflacja może przeobrazić się w deflację. Ostatnia projekcja inflacyjna była wyjątkowo gołębia, jednak zakładała stopniowy powrót tempa wzrostu cen żywności do normy, oraz kontynuację ożywienia gospodarczego. Tymczasem jednak, ostatnie odczyty ze sfery makro przestają sprawiać wrażenie jednorazowych, a embargo na żywność raczej wyklucza możliwość, że ceny żywności zaczną szybko rosnąć. W rezultacie, rynki już wyceniają obniżkę stóp procentowych o 50 p.b. Naszym zdaniem te oczekiwania mogą okazać się przesadzone. Wydaje się, że inflacja pozostanie niska, jednak dodatnia, a dodatkowo, niektóre wskaźniki, jak choćby presja płacowa, nieśmiało zaczynają sugerować odbicie.

**Akcje.** Krajowy rynek akcji wciąż rozczarowuje inwestorów. Duże spółki nieustannie tkwią w marazmie, jednak prawdziwy zawód sprawiają jednak średniaki i maluchy. Powodów słabej koniunktury na warszawskim parkiecie należy upatrywać w trzech obszarach. Po pierwsze, korekta trwa również na rynkach. Po drugie, nie bez znaczenia są rozczarowujące dane makro. Po trzecie wreszcie, cieniem kładą się ryzyka polityczne. Z naszego punktu widzenia, obecną przecenę warto wykorzystać jednak do zwiększenia alokacji, szczególnie w odrzucanym segmencie małych spółek. Perspektywy fundamentalne wciąż oceniamy jako korzystne, a poziomy wycen stała się coraz bardziej atrakcyjna.

#### Spis treści

Podsumowanie	1
Komentarz makroekonomiczny	2
Rynek akcji	3
Obligacje i rynek pieniężny	4
Chartbook	5
Notowania rynkowe	6-7
Wyceny funduszy	8

### RYNKI AKCJI

Państwo	Indeks	Wartość	1M%	12M%
Polska	WIG	50 398,54	-1,35	2,59
Polska	WIG30	2 519,55	-0,62	-1,16
Polska	WIG50	2 896,34	-3,60	0,25
Polska	WIG250	1 124,80	-5,77	-4,79
Polska	NCIndex	316,51	-4,21	2,51
Czechy	PX50	965,28	0,49	-0,72
Węgry	BUX	17 274,00	-3,51	-7,66
USA	S&P500	1 936,92	-1,56	14,51
UK	FTSE100	6 632,82	-0,86	0,75
Francja	CAC40	4 197,70	-2,75	2,97
Rosja	RTS	1 203,67	-12,98	-9,21
Japonia	Nikkei225	15 130,52	-0,22	11,92
Chiny	SSE Comp	2 224,65	8,68	5,87

### WALUTY

Państwo	Indeks	Kurs	5D%	12M%
USA	Dolar	3,13	-2,92	0,60
Strefa euro	Euro	4,20	-1,29	-0,02
UK	Funt bryt.	5,26	-1,00	-7,35
Szwajc.	Frank szw.	3,46	-1,34	-1,46

### SUROWCE

Towar	Cena (USD)	5D%	12M%
Ropa Brent	104,55	-1,98	-3,39
Złoto	1 307,50	-2,24	-0,41
Miedź	7 004,75	-1,84	-2,30

### STOPY PROCENTOWE

Państwo	Wskaźnik	Wartość (%)
Polska	WIBOR 1M	2,50
Polska	WIBOR 3M	2,57
Polska	WIBOR 1R	2,62
Polska	Obligacje 2-letnie	2,33
Polska	Obligacje 5-letnie	2,83
Polska	Obligacje 10-letnie	3,34

### WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

Państwo	Wskaźnik	Wart. (%)	Data
Polska	GDP	3,4	2014-03-31
Polska	Inflacja	0,3	2014-06-30
Polska	Bezrobocie	12,0	2014-06-30
Strefa euro	GDP	0,9	2014-03-31
Strefa euro	Inflacja	0,4	2014-07-31
Strefa euro	Bezrobocie	11,5	2014-06-30
USA	GDP	2,4	2014-06-30
USA	Inflacja	2,1	2014-06-30
USA	Bezrobocie	6,2	2014-07-31



## KOMENTARZ MAKROEKONOMICZNY

### KOMENTARZ

#### Polska gospodarka hamuje

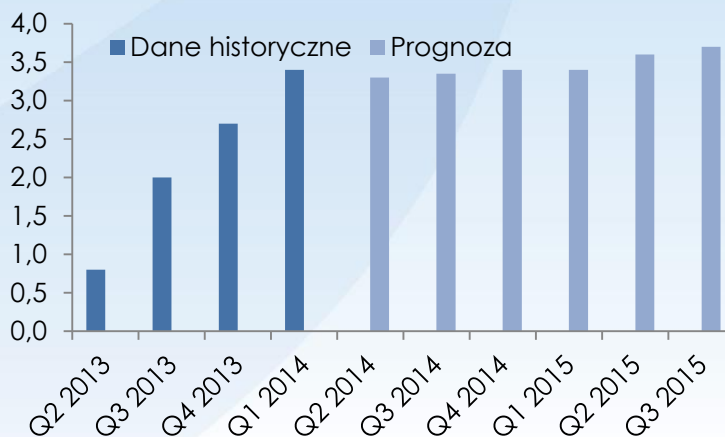
Za nami miesiąc mieszanych informacji ze sfery makro. Z jednej strony, wieści z krajowej gospodarki nie dały inwestorom powodów do radości. Słabe odczyty dotyczące produkcji przemysłowej czy zaoznający się konflikt handlowy z Rosją nie będą służyć najlepiej inwestorom giełdowym. Z drugiej strony, informacje ze strefy euro i regionu nie były już tak ponure, a miejscami zawierały wręcz nutę optymizmu.

Ubiegły miesiąc przyniósł dalsze spowolnienie polskiej gospodarki. Dynamika produkcji przemysłowej wyhamowała do 1,7% r/r w czerwcu względem 4,5% r/r w maju, natomiast sprzedaż detaliczna wzrosła o zaledwie 1,8% r/r, podczas gdy miesiąc wcześniej było to 4,3%. Oba wskaźniki okazały się najniższe od maja zeszłego roku. Wprawdzie jednak jaskółka wiosny nie czyni, a dane z miesiąca na miesiąc potrafią być bardzo zmienne. Niemniej jednak, trudno oprzeć się wrażeniu, że krajowa gospodarka traci momentum.

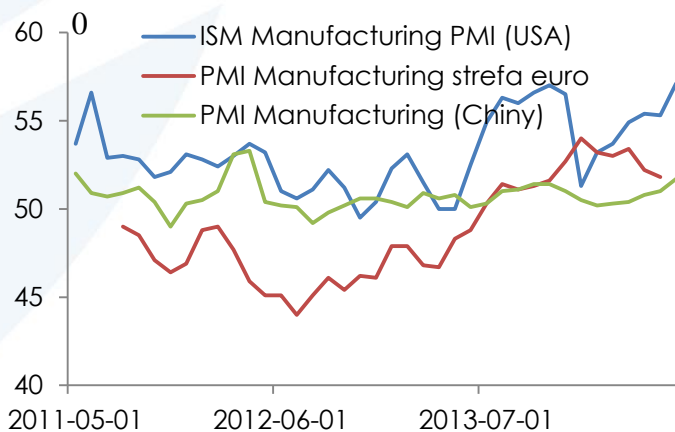
Co ciekawe, cała Europa Środkowa i Wschodnia wcale nie radzi sobie aż tak źle. Średnioważony wskaźnik PMI dla regionu wzrósł w lipcu do 50,6 względem 49,9. Niestety, wzrosty te miały źródło przede wszystkim w gospodarkach naszych sąsiadów: Rosji, Czech czy Węgier. W przypadku Polski odnotowaliśmy kolejny spadek, i to poniżej magicznej granicy 50 pkt (49,4).

Nienajgorsze wieści płyną też ze strefy euro. Po pierwsze, ostatnie badanie EBC w zakresie kredytów wykazało, że sytuacja sektora finansowego się poprawia, a lepsza płynność w końcu zaczyna oddziaływać na gospodarkę. Po drugie, Hiszpania, która jeszcze niedawno była europejskim bękartem, powoli wysuwa się na czoło pelletonu. Wzrost gospodarczy na poziomie 1,5% w tym roku może ją uplasować w europejskiej czołówce. Niestety, na tle tego wszystkiego niepokoi postawa EBC. Europejski Bank Centralny wciąż nie jest skłonny zdecydować się na szczególne kroki, aby udzielić wsparcie gospodarcze na starym kontynencie.

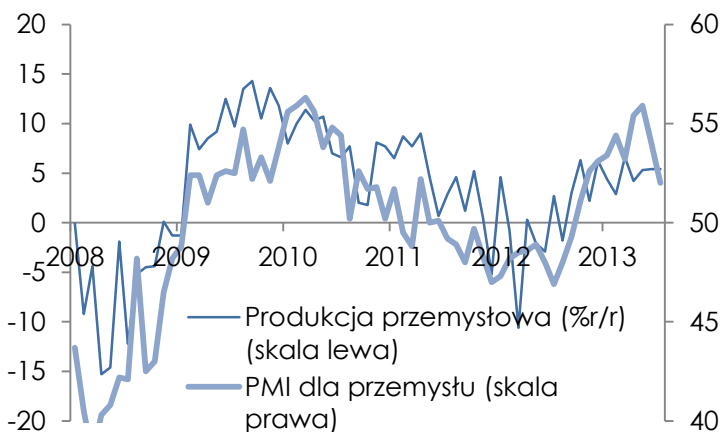
### ŚREDNIA PROGNOZ DLA POLSKIEGO PKB



### INDEKSY PMI NA ŚWIECIE



### PMI I PRODUKCJA PRZEMYSŁOWA W POLSCE





## RYNEK AKCJI

### KOMENTARZ

#### OFE pozytywnie zaskoczyły

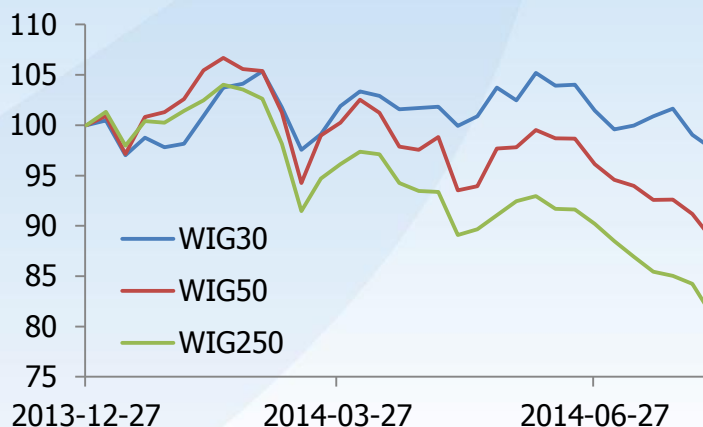
Krajowy rynek akcji wciąż rozczarowuje inwestorów. Duże spółki nieustannie tkwią w marazmie, a w ciągu ostatnich 30 dni ich wartość zmniejszyła się o ponad pół procenta. Prawdziwy zawód sprawiają jednak średniaki i maluchy. Nożyce pomiędzy wycenami dużych i małych spółek otwierają się coraz bardziej.

Powodów słabej koniunktury na warszawskim parkiecie należy upatrywać w trzech obszarach. Po pierwsze, korekta trwa również na rynkach zagranicznych. Na przykład niemiecki DAX od historycznego maksimum w lipcu osunął się już niemal 10%. Wyjątkiem jest tu rynek amerykański, jednak tam ceny akcji wspierane są przez systematyczną poprawę sfery makro. Po drugie, nie bez znaczenia są rozczarowujące dane makro. Część ekonomistów zaczyna sugerować, że nawet już w II kwartale gospodarka może zacząć spowalniać, zamiast przyspieszać. Po trzecie wreszcie, cieniem kładą się ryzyka polityczne. Konflikt na Ukrainie dał inwestorom sporo pretekstów, by szukać okazji w bezpieczniejszych aktywach, czego wyrazem są chociażby rekordowo wysokie ceny obligacji.

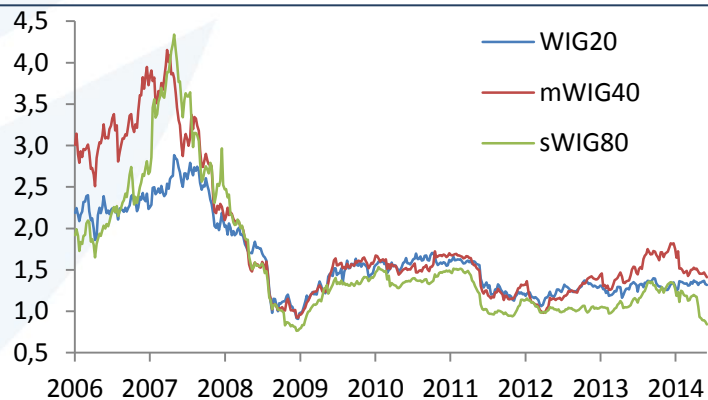
Z naszego punktu widzenia, obecną przecenę warto wykorzystać jednak do zwiększenia alokacji, szczególnie w odrzucanym segmencie małych spółek. Perspektywy fundamentalne wciąż oceniamy jako korzystne, a poziomy wycen – po kolejnych spadkach – stają się coraz bardziej atrakcyjne. Wskaźnik ceny do wartości księgowej dla indeksu sWIG80 (czyli dawnego indeksu małych spółek) wynosi obecnie zaledwie 0,85. Do tej pory wskaźnik ten był niższy jedynie raz w historii – na wiosnę 2009 roku, czyli zaraz po Wielkim Kryzysie Finansowym.

Wydaje się, że do odbicia rynek potrzebuje odpowiedniego impulsu popytowego. Takim mogłyby się okazać chociażby zwiększone zakupy ze strony OFE. W czasie gdy powstaje ten komentarz, do OFE zapisało się już 2,3 mln zł. Wygląda na to, że najczarniejszy scenariusz nie zrealizował się, a OFE będą miały dość pieniędzy, żeby znów stać się siłą popytową na GPW.

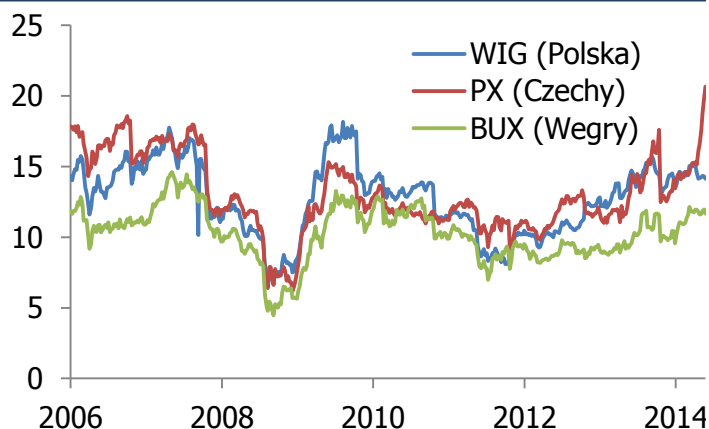
### INDEKSY AKCJI W POLSCE



### WSKAŹNIK CENY DO WARTOŚCI KSIĘGOWEJ



### WSKAŹNIK CENY DO PROGNOZOWANEGO ZYSKU





## OBLIGACJE I RYNEK PIENIĘŻNY

### KOMENTARZ

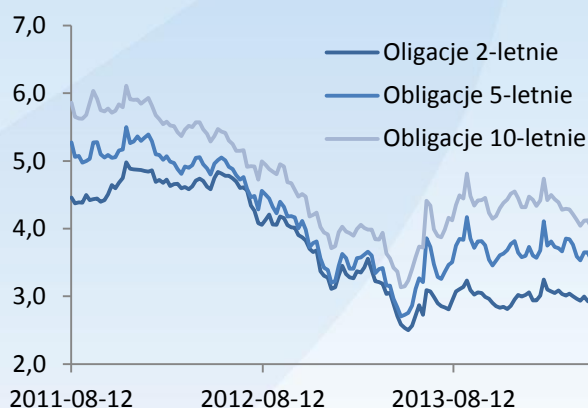
#### Kolejne rekordy na rynku obligacji

Inflacja w Polsce nie przestaje notować rekordowo niskich odczytów. Te ostatnie, plasują się już w okolicach zera (0,3% r/r w czerwcu) i rośnie obawa, że może przeobrazić się w deflację. Ostatnia projekcja inflacyjna była i tak już wyjątkowo gołębia, jednak zakładała stopniowy powrót tempa wzrostu cen żywności do normy, oraz kontynuację ożywienia gospodarczego. Tymczasem jednak, ostatnie odczyty ze sfery makro przestają sprawiać wrażenie jednorazowych, a embargo na żywność raczej wyklucza możliwość, że ceny żywności zaczną szybko rosnąć. W rezultacie, rynki już wyceniają obniżkę stóp procentowych o 25-50 punktów bazowych. Naszym zdaniem te oczekiwania mogą okazać się przesadzone. Wydaje się, że inflacja pozostanie niska, jednak dodatnia, a dodatkowo, niektóre wskaźniki, jak choćby presja płacowa, nieśmiało zaczynają sugerować odbicie.

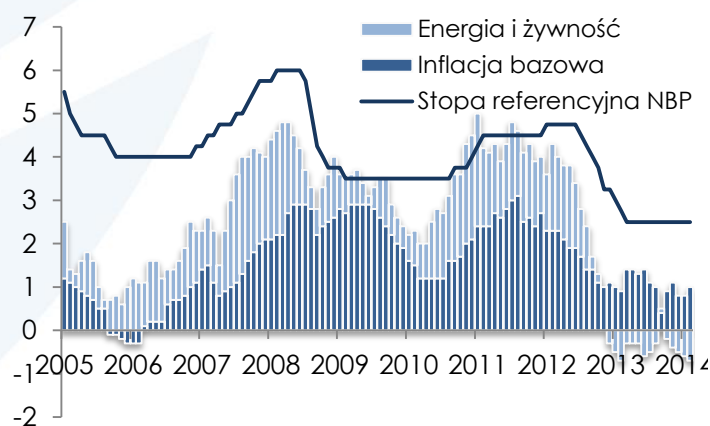
Ceny polskich obligacji na krótkim końcu zanotowały w sierpniu kolejne rekordy. Oprocentowanie dwulatek spadło do poziomu zaledwie 2,3%, czyli właściwie najniższego w historii. Co ciekawe, krzywa nieznacznie się „wystromiła”, w rezultacie czego dochodowość 10-latek wynosi obecnie 3,4%. Nie jest wprawdzie rekordowo niska, ale do historycznego minimum nie brakuje wiele.

Pomimo silnego trendu, podtrzymujemy raczej defensywne nastawienie dla polskich obligacjach. Obecne notowania wyceniają już zarówno spadek momentum w gospodarce, obniżki stóp procentowych, a rosnące ryzyko polityczne. Szczególnie ten ostatni czynnik wydaje się istotny. Niedawne wyższe cen obligacji są w dużej mierze wynikiem agresywnych zakupów ze strony inwestorów zagranicznych, którzy poszukiwali inwestycji bardziej zyskowych, niż te denominowane w walucie euro, a jednocześnie uciekali przed ryzykiem politycznym na rynki bezpiecznych aktywów. W naszej opinii wszystkie te informacje są już obecnie wycenione i wyceny nie stwarzają dużego pola do dalszych spadków rentowności. Wręcz przeciwnie, negatywne wieści, jak choćby przeciągający się brak cięć stóp przez RPP, mogą okazać się pretekstem do wyprzedzaży.

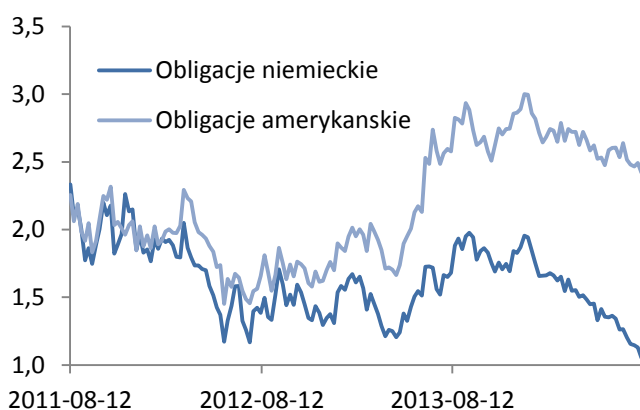
### RENTOWNOŚCI OBLIGACJI W POLSCE (%)



### INFLACJA W POLSCE (%)

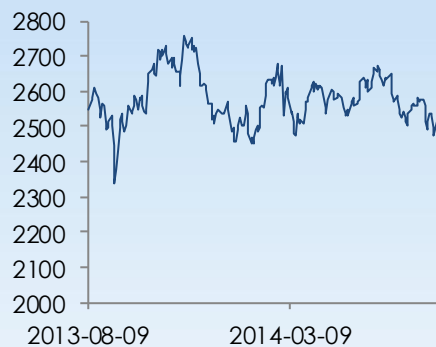


### RENTOWNOŚCI OBLIGACJI 10-LETNICH (%)





### WIG30



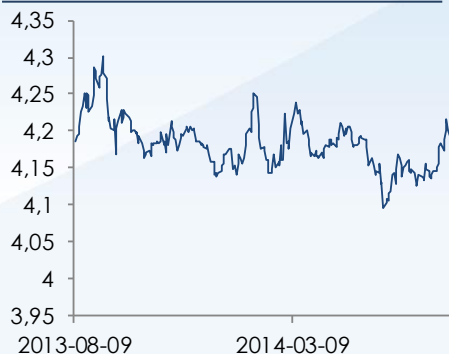
### S&P500



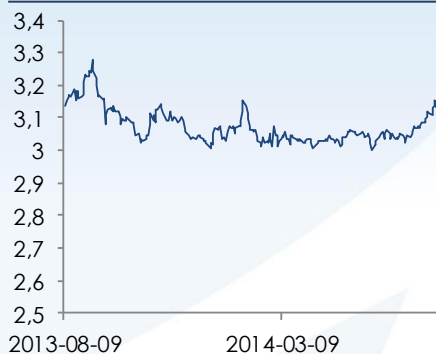
### DAX



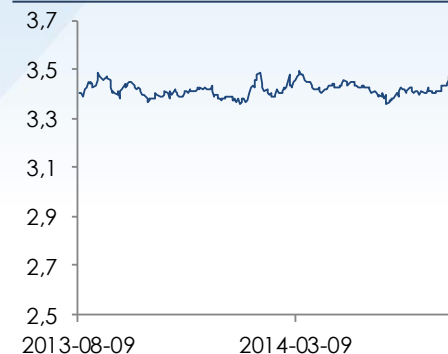
### EUR/PLN



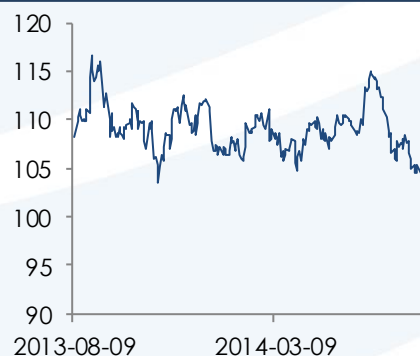
### USD/PLN



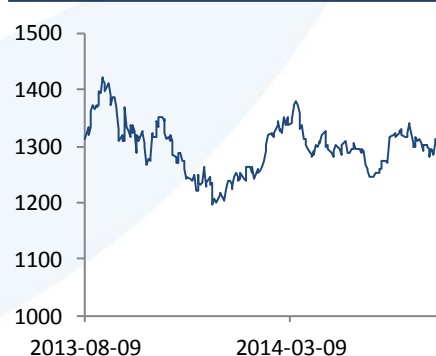
### CHF/PLN



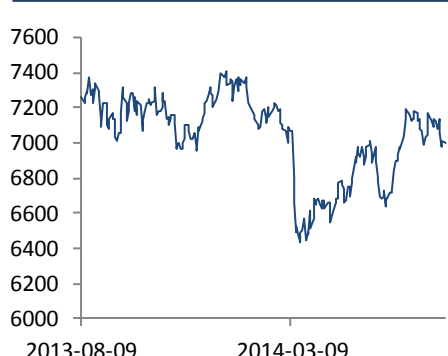
### ROPA (USD/BARYŁKA)



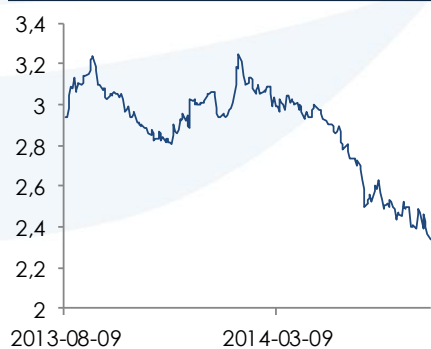
### ZŁOTO (USD/UNCJA)



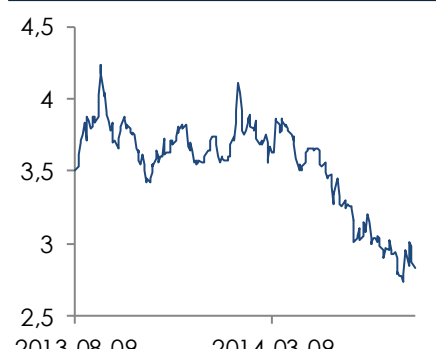
### MIEDŹ (USD/TONA)



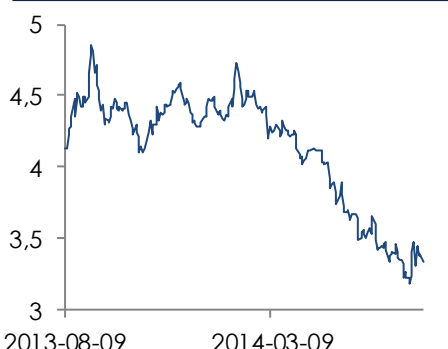
### OBLIGACJE 2-LETNIE (%)



### OBLIGACJE 5-LETNIE (%)



### OBLIGACJE 10-LETNIE (%)





### RYNEK AKCJI - POLSKA

Państwo	Indeks	Wartość	1M%	3M%	6M%	12M%	24M%	36M%	60M%
Polska	WIG	50 398,54	-1,35	-0,11	-4,15	2,59	20,35	29,44	42,82
Polska	WIG30	2 519,55	-0,62	-0,57	-2,57	-1,16	7,95	9,67	20,24
Polska	WIG50	2 896,34	-3,60	-3,12	-14,69	0,25	-	-	-
Polska	WIG250	1 124,80	-5,77	-8,04	-20,15	-4,79	-	-	-
Polska	NCIndex	316,51	-4,21	-7,98	-14,42	2,51	-8,76	-29,44	-28,86

### RYNKI AKCJI – GOSPODARKI ROZWINIĘTE

Państwo	Indeks	Wartość	1M%	3M%	6M%	12M%	24M%	36M%	60M%
USA	S&P500	1 936,92	-1,56	3,11	6,44	14,51	37,77	65,18	94,79
USA	Nasdaq Com	4 401,33	-0,32	8,09	5,02	20,25	45,70	76,57	123,45
Europa	EuroStoxx50	3 037,35	-4,11	-4,70	-0,83	7,92	25,45	40,41	12,58
UK	FTSE100	6 632,82	-0,86	-2,67	-0,60	0,75	13,44	28,47	41,99
Francja	CAC40	4 197,70	-2,75	-6,24	-2,00	2,97	22,18	35,86	21,45
Niemcy	DAX	9 180,74	-5,02	-4,18	-3,14	10,10	32,20	58,35	73,69
Szwajcaria	SMI Index	8 329,86	-1,64	-2,12	-0,38	4,42	28,48	65,51	40,00
Japonia	Nikkei225	15 130,52	-0,22	6,93	2,23	11,92	70,17	68,80	45,00
Australia	AS30	5 449,44	-0,46	0,38	2,44	6,98	26,65	28,59	25,39

### RYNKI AKCJI – GOSPODARKI WSCHODZĄCE

Państwo	Indeks	Wartość	1M%	3M%	6M%	12M%	24M%	36M%	60M%
Czechy	PX50	965,28	0,49	-3,92	-3,67	-0,72	4,20	-2,24	-13,32
Węgry	BUX	17 274,00	-3,51	-4,86	-5,59	-7,66	-3,17	-2,66	-2,64
Turcja	ISE100	77 271,25	-2,64	2,26	20,21	5,07	18,65	48,55	76,91
Rosja	RTS	1 203,67	-12,98	-2,36	-10,30	-9,21	-15,67	-22,08	16,44
Chiny	SSE Comp.	2 224,65	8,68	8,37	5,44	5,87	2,57	-14,21	-28,53
Hong Kong	Hang Seng	24 646,02	6,08	10,71	10,59	10,66	22,40	25,62	20,61
Indie	Sensex	25 519,24	1,98	10,98	25,32	35,82	45,34	49,59	69,29
Brazylia	BOVESPA	56 613,32	3,34	6,62	16,82	13,51	-4,50	6,13	1,53
Meksyk	IPC	44 679,16	2,75	7,30	9,62	4,76	9,37	33,01	60,71

### WALUTY

Państwo	Waluta	Kurs	1M%	3M%	6M%	12M%	24M%	36M%	60M%
USA	Dolar	3,13	-2,92	-3,04	-2,40	0,60	5,70	-7,14	-5,95
Europa	Euro	4,20	-1,29	-0,32	-0,54	-0,02	-2,93	-1,18	-0,58
UK	Funt bryt.	5,26	-1,00	-2,57	-4,35	-7,35	-1,20	-10,23	-7,68
Szwajcaria	Frank szw.	3,46	-1,34	-0,98	-1,49	-1,46	-1,91	10,53	-21,18
Czechy	Korona czeska	0,15	0,27	1,33	0,73	7,84	7,77	13,48	7,44
Węgry	Forint (100)	1,34	-0,20	2,98	0,62	5,42	9,84	13,20	14,56
Norwegia	Korona norw.	0,51	-2,88	1,28	-1,52	5,92	10,51	3,79	-6,80
Szwecja	Korona szw.	0,46	-1,65	1,51	4,21	5,83	9,19	-1,58	-11,58
Kanada	Dolar kanad.	2,87	-1,19	-2,77	-3,13	6,63	16,51	3,05	-6,73



**SYTUACJA NA RYNKACH**

13 sierpnia 2014 roku

**INDEKSY RYNKU SUROWCÓW**

Indeks	Sektor	Wartość	1M%	3M%	6M%	12M%	24M%	36M%	60M%
SP-GSCI TR	Indeks globaln	4 800,84	-2,08	-3,54	-0,98	-0,73	-3,67	-1,38	11,60
SP-GSCI TR	Rolny	562,22	-0,94	-20,58	-9,40	-11,62	-33,77	-28,57	-1,41
SP-GSCI TR	Energia	1 113,99	-3,83	-1,70	-1,22	1,54	3,19	13,32	11,13
SP-GSCI TR	Metale przem.	1 413,15	-0,12	6,80	6,89	3,01	-3,89	-21,61	-5,59
SP-GSCI TR	Metale szlach.	1 645,74	-2,71	1,97	1,13	-0,70	-21,30	-30,16	33,74

**SUROWCE**

Rynek	Cena (USD)	Wartość	1M%	3M%	6M%	12M%	24M%	36M%	60M%
ICE	Ropa brent	104,55	-1,98	-3,10	-3,80	-3,39	-7,44	-3,21	44,29
CMX	Olej opałowy	288,30	0,77	-0,82	-4,79	-3,69	-4,55	-0,56	50,81
LME	Miedź	7 004,75	-1,84	3,44	-2,63	-2,30	-7,26	-20,07	13,97
LME	Aluminium	2 023,25	5,65	17,12	20,34	12,46	7,61	-14,13	1,54
CMX	Złoto	1 307,50	-2,24	1,55	1,35	-0,41	-19,28	-25,23	38,24
CMX	Srebro	20,02	-6,50	4,94	-0,66	-1,90	-28,66	-48,23	39,56
CBOT	Kukurydza	356,75	-10,76	-29,36	-19,20	-23,40	-55,41	-49,22	9,26
CBOT	Soja	1 314,75	1,47	-12,41	-1,50	-1,94	-23,09	-1,42	8,08
LIFFE	Cukier	436,20	-2,70	-7,03	-0,59	-12,39	-24,60	-41,82	-22,11
LIFFE	Kawa	1 986,00	-0,70	-5,34	9,54	1,17	-8,35	-9,32	36,78
LIFFE	Kakao	2 026,00	3,42	14,40	8,87	22,94	22,79	10,47	13,18
NYB-ICE	Bawełna	64,13	-6,71	-30,57	-27,68	-27,98	-12,03	-34,42	3,04
CME	Żywiec	152,58	2,31	10,52	6,85	24,55	26,51	31,02	83,16

**OBLIGACJI I RYNEK PIENIĘŻNY – POLSKA**

Państwo	Wskaźnik	Wartość (%)	Wart. sprzed mies.	Wart. sprzed roku
Polska	WIBOR 1M	2,50	2,51	2,51
Polska	WIBOR 3M	2,57	2,58	2,60
Polska	WIBOR 1R	2,62	2,63	2,64
Polska	Obligacje 2-letnie	2,33	2,46	2,94
Polska	Obligacje 5-letnie	2,83	2,96	3,50
Polska	Obligacje 10-letnie	3,34	3,41	4,12

**OBLIGACJI I RYNEK PIENIĘŻNY – ZAGRANICA**

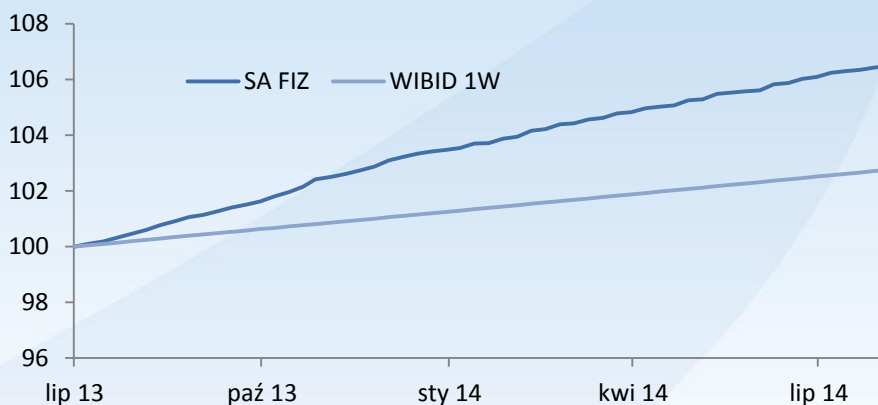
Państwo	Wskaźnik	Wartość (%)	Wart. sprzed mies.	Wart. sprzed roku
Europa	EURIBOR3M	0,20	0,20	0,23
Niemcy	Obligacje 2-letnie	0,00	0,02	0,16
Niemcy	Obligacje 5-letnie	0,26	0,31	0,67
Niemcy	Obligacje 10-letnie	1,06	1,20	1,68
USA	LIBOR3M	0,24	0,23	0,26
USA	Obligacje 2-letnie	0,44	0,45	0,30
USA	Obligacje 5-letnie	1,61	1,64	1,35
USA	Obligacje 10-letnie	2,43	2,52	2,58



## WYNIKI FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

13 sierpnia 2014 roku

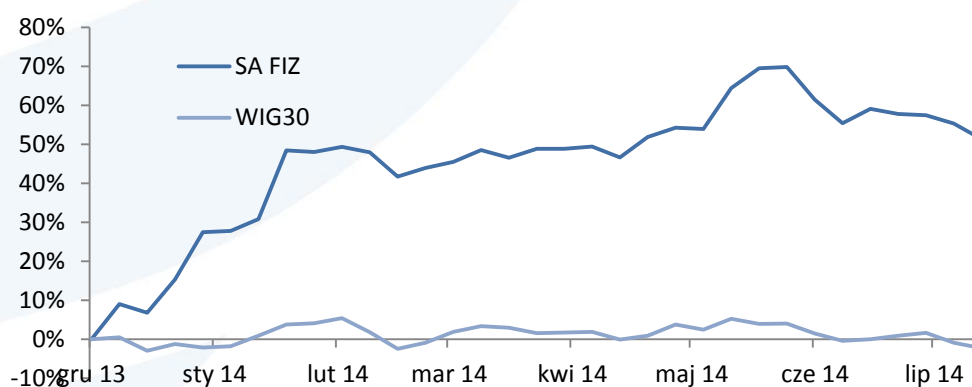
### SATURN DEPOZYTOWY FIZ



	Aktualna wycena*	1 tydzień zmiana %	1 miesiąc zmiana %	3 miesiące zmiana %	12 miesięcy zmiana %	Odch. stand. w skali roku
SATURN Depozytowy FIZ	<b>106,48</b>	<b>0,05%</b>	<b>0,37%</b>	<b>1,17%</b>	<b>5,99%</b>	<b>0,41%</b>

\*Wyceny na dzień 08/08/2014.

### SATURN AGRESYWNY FIZ



	Aktualna wycena	1 tydzień zmiana %	1 miesiąc zmiana %	3 miesiące zmiana %	6 miesięcy zmiana %	Od uruchomienia %	Odch. stand. w skali roku
SATURN Agresywny FIZ	<b>148,95</b>	<b>-2,58%</b>	<b>-2,65%</b>	<b>1,26%</b>	<b>15,69%</b>	<b>51,31%</b>	<b>14,13%</b>
WIG30	-	-1,39%	-1,90%	-4,08%	-3,20%	-2,32%	30,27%





**SATURN TFI S.A.**

**Adam Zaremba  
Główny Ekonomista**

tel. +48 533 923 223  
e-mail: [adam.zaremba@saturntfi.pl](mailto:adam.zaremba@saturntfi.pl)  
internet: [www.saturntfi.pl](http://www.saturntfi.pl)

Fakty przedstawione w niniejszej publikacji pochodzą i bazują na źródłach, w których wiarygodność ufamy, ale nie gwarantujemy ich poprawności oraz kompletności. Dane rynkowe zostały zaczerpnięte z serwisu Bloomberg.

Prognozy i opinie zawarte w opracowaniu są wyrazem naszej oceny i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Autorzy i SATURN TFI SA nie ponoszą odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu.

Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy i nie może być rozpowszechniany lub powielany w części ani całości bez wyraźnej zgody autora.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty sprzedaży, propozycji dokonania jakiegokolwiek inwestycji, porady informacyjnej ani też rekomendacji kupna lub sprzedaży żadnego instrumentu finansowego. SATURN TFI SA od czasu do czasu może być zaangażowany w lub zajmować pozycje długie lub krótkie na instrumentach opisanych w niniejszym opracowaniu.