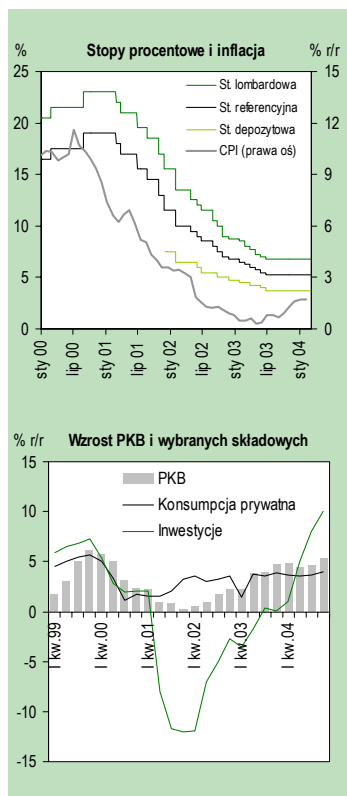




# MAKROskop

## Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Marzec 2004



### W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Pod lupą: Bank centralny	5
Pod lupą: Rząd i polityka	7
Monitor rynku	9
Przegląd międzynarodowy	11
Kalendarz makroekonomiczny	12
Dane i prognozy ekonomiczne	13

### Maciej Reluga

Główny Ekonomista  
(22) 586 8363

### Piotr Bielski

(22) 586 8333

### Piotr Bujak

(22) 586 8341

### Aleksander Krzyżaniak

(22) 586 8342

Email: imie.nazwisko@bzwbk.pl

## Nastawienie oczekiwań

▪ **W lutym Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie, jednak niespodziewanie „nie wykluczyła zmiany nastawienia na restrykcyjne na następnym posiedzeniu”.** Naszym zdaniem, RPP chciała w ten sposób zwiększyć swoją wiarygodność oraz wpłynąć na rynkowe oczekiwania odnośnie zmian stóp procentowych w przyszłości. Wydaje nam się, że cel ten mógł zostać osiągnięty bez wspomniania o możliwości wprowadzenia „restrykcyjnego nastawienia”, tym bardziej, że nie zostało precyzyjnie wytłumaczone na jakich warunkach może do tego dojść. Mamy nadzieję na poprawę komunikacji w tym zakresie na kolejnym posiedzeniu. Niezależnie jednak od (braku) precyzji w komunikatach nowej RPP wygląda na to, że w tym roku nie zobaczymy już obniżek stóp procentowych. Z drugiej strony nie obawilibyśmy się zbyt „restrykcyjnego nastawienia” i nie sądzimy aby w tym roku doszło do podwyżek. Wydaje nam się, że po marcowym posiedzeniu Rada powtórzy jeszcze raz (a w kolejnych miesiącach być może ponownie) ostrzeżenie o możliwości zmiany nastawienia na restrykcyjne.

▪ **Polska gospodarka weszła w bardziej zaawansowany etap ożywienia.** Z miesiąca na miesiąc coraz bardziej jednoznacznie wskazują na to dostępne dane statystyczne oraz wyniki badań koniunktury. Było to z pewnością jedną z przyczyn zwiększonej ostrożności RPP w lutym. Wzrost gospodarczy w ostatnim kwartale 2003 roku przewyższył oczekiwania, sięgając 4,7% r/r, a rok bieżący również rozpoczął się korzystnie od wysokiego wzrostu produkcji w przemyśle i sprzedaży detalicznej. Dobre wyniki gospodarcze skłaniają nas do zrewidowania w górę prognozy wzrostu PKB – do 4,8% w tym roku. Jednak nie wydaje się, aby napędzane przez eksport ożywienie groziło znacznym wzrostem presji inflacyjnej czy nierównowagi zewnętrznej.

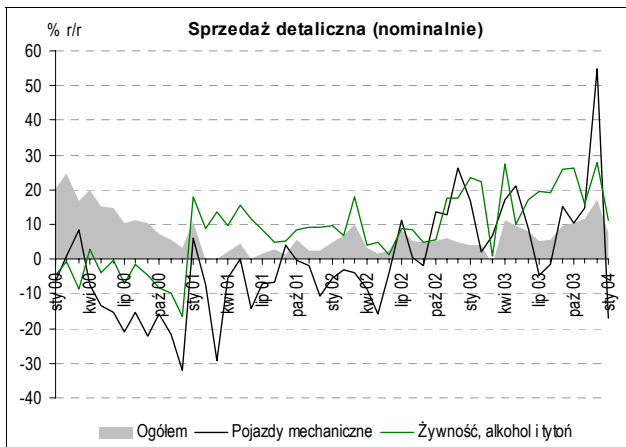
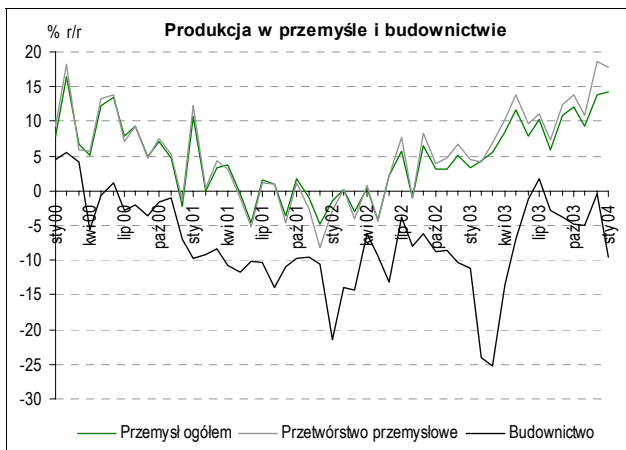
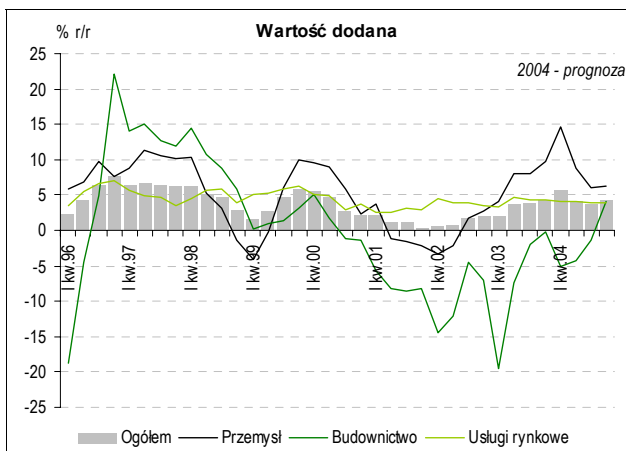
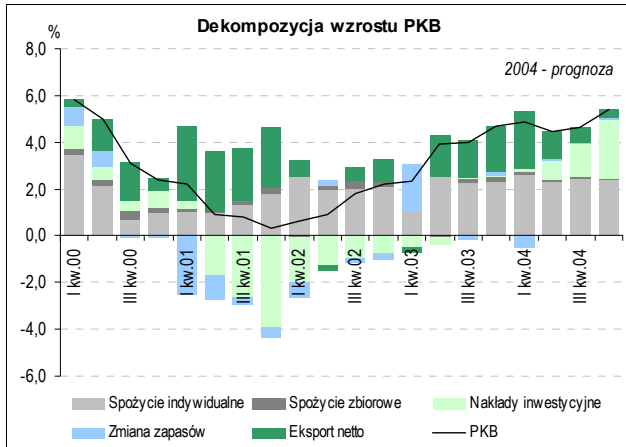
▪ **Kolejnym, wciąż najważniejszym, elementem niepewności dla rynków finansowych (i dla RPP) jest polityka fiskalna.** Rząd zwiększył o kilka miliardów szacunki skutków finansowych wprowadzenia w życie proponowanych reform w finansach publicznych, jednak wciąż ponad 40% „oszczędności” pochodzi z wyższych dochodów, a nie obniżenia wydatków. Dodatkowo, wciąż istnieje znaczne ryzyko przekroczenia progów bezpieczeństwa długu publicznego. Zastrzeżenie te, choć znane od kilku miesięcy, stały się jedną z głównych linii krytyki planu Hausnera przez Platformę Obywatelską, która odmówiła akceptacji całego programu. Ważniejsze jest jednak to, że PO popiera najważniejsze ustawy, co wraz ze poszerzeniem koalicji SLD-UP o Federacyjny Klub Parlamentarny, zmniejszyło znacząco ryzyko polityczne i wprowadziło pozytywny sentyment na polskim rynku finansowym. Oczekujemy, że utrzyma się on na fali akceptacji kolejnych ustaw, aż do przedstawienia pierwszych przymiarek do ustawy budżetowej na 2005 r.

### Na rynku finansowym 27 lutego 2004 r.:

Stopa depozytowa NBP	3,75	WIBOR 3M	5,50	USDPLN	3,9313
Stopa referencyjna NBP	5,25	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	5,93	EURPLN	4,8746
Stopa lombardowa NBP	6,75	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	6,67	EURUSD	1,2399

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 09.03.2004 r.

## Gospodarka Polski



Źródło: GUS, szacunki własne

### Prognozy wzrostu gospodarczego w górę

- Wzrost PKB w ostatnim kwartale 2003 r. aż 4,7% r/r (powyżej oczekiwań) dzięki silnej konsumpcji prywatnej i eksportowi netto. Ożywienie w inwestycjach nadal niki – w IV kw. 2003 wzrost zaledwie o 0,1%. W sumie, popyt krajowy wciąż rośnie znacznie wolniej niż zagregowany PKB, co jest pozytywne dla perspektyw sytuacji w zakresie nierównowagi zewnętrznej.
- Pierwsze wskaźniki gospodarcze z 2004 roku oraz wyniki badań koniunktury (patrz niżej) potwierdzają umacnianie tendencji ożywienia oraz kontynuację szybkiego rozwoju gospodarczego w kolejnych kwartałach. Wciąż można mieć nadzieję na poprawę dynamiki nakładów inwestycyjnych.
- Podwyższamy prognozę wzrostu PKB na 2004 rok do 4,8% (na IV kwartał nawet do 5,4%). Konsumpcja pozostanie silna, wzrośnie rola inwestycji, a nieco spadnie wkład eksportu netto.

### Produkcja na eksport ciągnie wzrost (i tak pozostanie)

- Głównym motorem wzrostu PKB od strony podażowej jest przemysł, w którym wartość dodana rośnie najszybciej od czterech lat (9,7% r/r w IV kw. 2003).
- Najszybszy wzrost ma miejsce w branżach produkujących towary na eksport, czemu sprzyja wyjątkowo słaby kurs złotego wobec euro oraz pewna poprawa klimatu gospodarczego w UE.
- Struktura tworzenia wartości dodanej w kolejnych kwartałach tego roku będzie zbliżona do dotychczasowej, przy czym dynamika w przemyśle (choć nadal wysoka), powinna się nieco obniżyć w II połowie roku, podczas gdy budownictwo wydobędzie się z zapaści.
- Nadal mocna konsumpcja prywatna sprzyjać będzie stabilnemu wzrostowi wartości dodanej w usługach rynkowych.

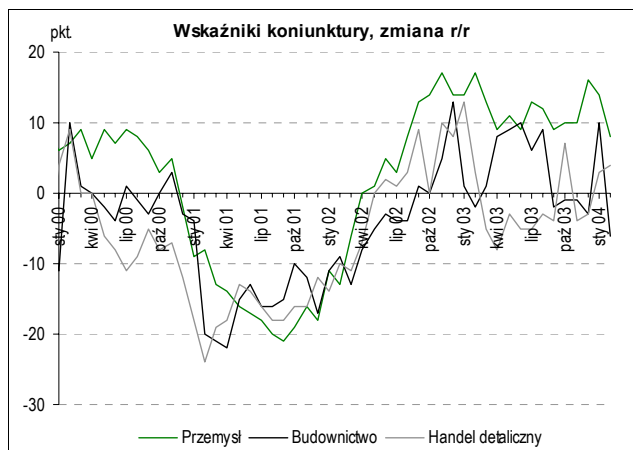
### Rozbieżne sygnały w przemyśle i w budownictwie

- Dynamika produkcji przemysłowej w styczniu (14,3% r/r) najwyższa od początku 2000 roku i znacznie powyżej oczekiwań. Niższa liczba dni roboczych nie wpłynęła negatywnie na wynik.
- Po uwzględnieniu wahań sezonowych wzrost produkcji na rekordowym poziomie 16,9% r/r.
- Zimny prysznic ze strony sektora budowlano-montażowego. Produkcja spadła w styczniu o 9,5% r/r wobec -0,5% w grudniu. Spadek pogłębił się pomimo wyjątkowo niskiej bazy ze stycznia 2003. Poziom produkcji w budownictwie był w styczniu najniższy co najmniej od początku 1995 r. Spadek produkcji zanotowano we wszystkich grupach firm budowlano-montażowych.
- Nie wspiera to tezy o ożywieniu wzrostu inwestycji, chociaż jej również nie wyklucza – możliwy dynamiczny wzrost nakładów na maszyny i urządzenia, środki transportu, oprogramowanie.

### Sprzedaż detaliczna mocna mimo załamania na rynku aut

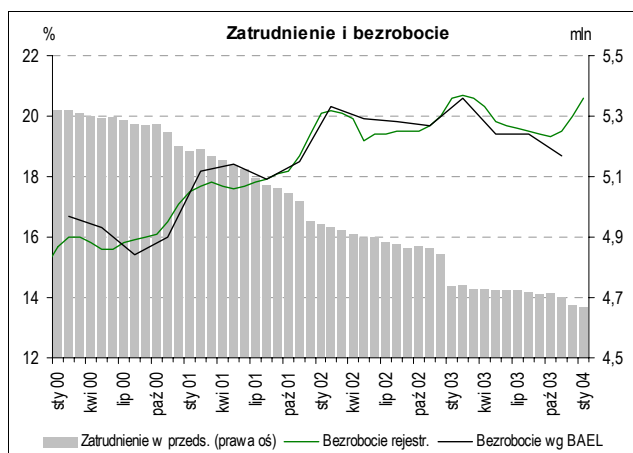
- Wzrost sprzedaży detalicznej w styczniu o 7,6% r/r wobec 17,3% r/r w grudniu 2003. Nadal jednak jest to bardzo dobry wynik.
- Zmiany podatkowe spowodowały gwałtowny wzrost sprzedaży samochodów w grudniu 2003, co jednorazowo zawyżyło dynamikę sprzedaży detalicznej. W styczniu sprzedaż aut wyhamowała, co pociągnęło ogólny wskaźnik w dół.
- W większości pozostałych grup (z wyjątkiem farmaceutyków i kosmetyków) sprzedaż kontynuuje szybki wzrost w dwucyfrowym tempie.
- Wskaźnik optymizmu konsumentów wykazuje rosnącą skłonność do konsumpcji, co razem z poprawą dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych powinno podtrzymać wzrost konsumpcji prywatnej (i sprzedaży) na dość wysokim poziomie.

## Gospodarka Polski



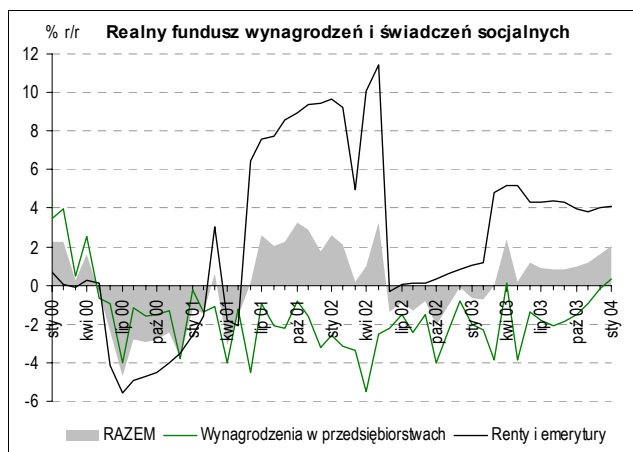
### Badania koniunktury potwierdzają ocieplenie nastrojów

- Pozytywne oceny koniunktury w przemyśle i handlu wg badań GUS. Poprawiają się oczekiwania co do przyszłej produkcji i zamówień, przy mniejszych planowanych zwolnieniach. Wskaźnik w przemyśle wyższy niż w odpowiednim okresie poprzednich lat.
- Znacznie gorsze nastroje w budownictwie, spowodowane pogorszeniem bieżącej produkcji, zamówień i wyników finansowych. Jednak prognozy przedsiębiorców sugerują wyraźną poprawę sytuacji w kolejnych miesiącach.
- Kwartalny raport NBP potwierdził, że gospodarka weszła w bardziej zaawansowany etap ożywienia. Wyraźna poprawa prognoz popytu, wzrost wykorzystania mocy wytwórczych, spadające zapasy, większy odsetek firm planujących inwestycje oraz delikatna poprawa prognoz zatrudnienia w I kwartale br. wskazują na coraz solidniejsze podstawy gospodarki.



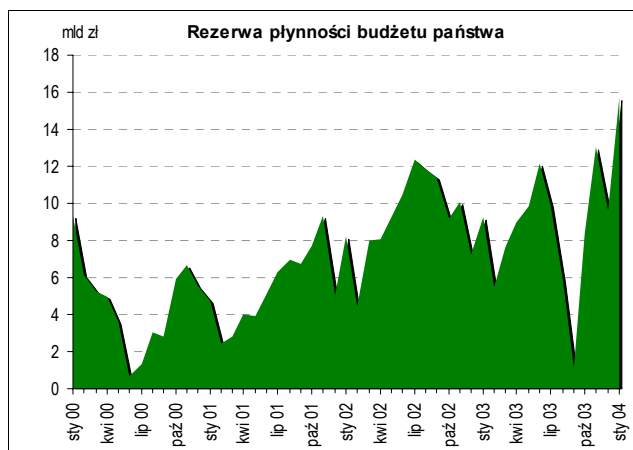
### Na razie brak ożywienia w popycie na pracę

- Stopa bezrobocia w styczniu wzrosła do 20,6% pod wpływem występującego na przełomie roku silnego efektu sezonowego. Według wstępnych zapowiedzi przedstawicieli rządu już w marcu stopa bezrobocia spadnie jednak do 20,4%, początkując trwałą tendencję spadku bezrobocia w porównaniu rocznym. Potwierdza to sygnał w postaci dość nietypowego sezonowo spadku stopy bezrobocia wg BAEL w IV kwartale 2003 r.
- Gwałtowna poprawa rocznej dynamiki zatrudnienia w porównaniu z końcem ub.r. (-1,4% w styczniu wobec -3,3% średnio w II połowie ub.r.) była efektem niskiej bazy ze stycznia ub.r., gdy zatrudnienie nieoczekiwanie spadło o ponad 100 tys. osób. Tak naprawdę jednak sytuacja na rynku pracy na razie nie ulega zasadniczej zmianie – pomimo szybko rosnącej sprzedaży i produkcji przedsiębiorstwa nadal niechętnie zwiększają zatrudnienie.



### Presja płacowa nadal pod kontrolą

- Przeciętny roczny wzrost płac w przedsiębiorstwach wyniósł w styczniu 3,5% wobec 5,1% w grudniu i 4,1% w listopadzie. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami zaskakująco dobre wyniki ostatnich miesięcy ub.r. okazały się zjawiskiem przejściowym.
- Niemniej jednak, umiarkowany wzrost płac i płytszy spadek zatrudnienia przełożyły się na poprawę ogólnego funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw. W styczniu był on nominalnie o 2,1% wyższy niż rok wcześniej. Realny wzrost wyniósł natomiast 0,2% r/r i był najlepszym wynikiem od kwietnia 2000 r.
- Biorąc pod uwagę, że tempo wzrostu funduszu świadczeń społecznych jest wyraźnie wyższe niż w przedsiębiorstwach, ogólny fundusz płac i świadczeń w gospodarce zanotował wyraźny wzrost, co przemawia na rzecz utrzymania dość silnego wzrostu konsumpcji indywidualnej na początku tego roku.

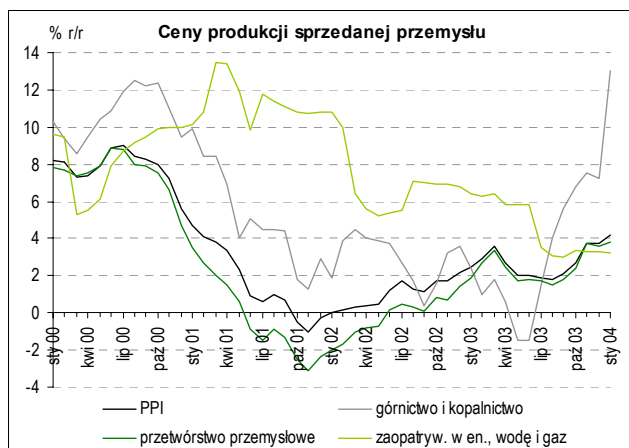
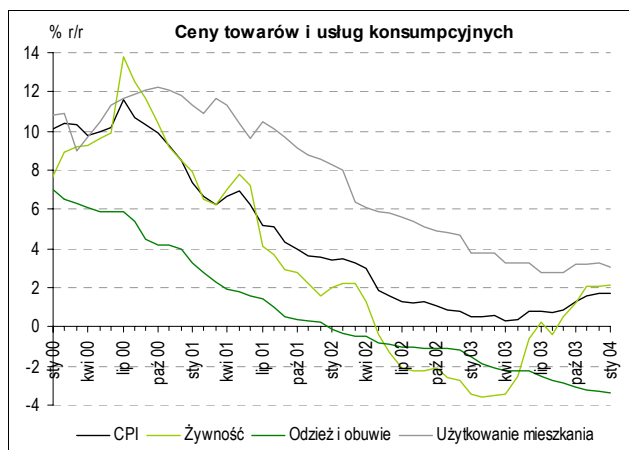
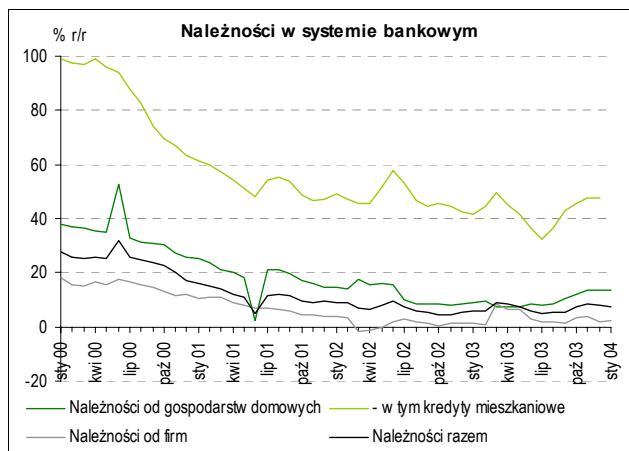
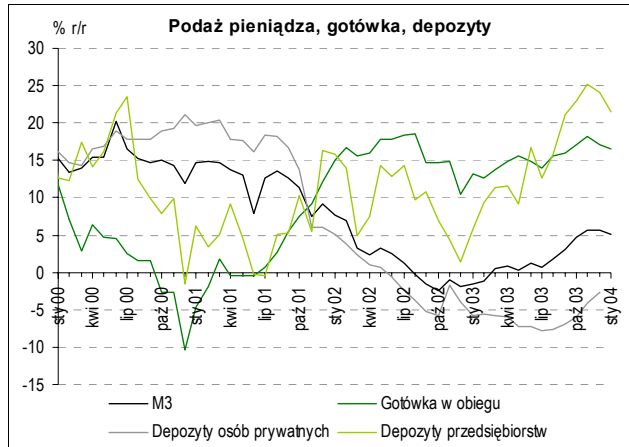


### Dobry początek roku dla budżetu centralnego

- Deficyt budżetu po styczniu wyniósł 4,23 mld zł, czyli tylko 9,3% całorocznego planu, mniej niż w analogicznym okresie kilku ostatnich lat. Nieoficjalne zapowiedzi dotyczące wyniku budżetu po lutym pokazują, że pozytywna tendencja utrzymuje się.
- Trzeba jednak pamiętać, że ze względu na zmiany metodologiczne ścieżka realizacji dochodów i wydatków budżetu w ciągu roku – a w rezultacie również deficytu – może się znacznie różnić w porównaniu z poprzednimi latami.
- Wbrew obawom płynność budżetu na początku roku jest bardzo wysoka. Wolne środki na rachunkach budżetu osiągnęły na koniec stycznia prawie 16 mld zł, wskazując, że resort finansów będzie miał pewną elastyczność w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu.

Źródło: GUS, NBP, MF, szacunki własne

## Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

## Sezonowy spadek podaży pieniądza i depozytów

- Sezonowy spadek podaży pieniądza w styczniu wyniósł 1,8% m/m, a jej roczny wzrost zmniejszył się delikatnie do 5,1% z 5,6% miesiąc wcześniej. Po uwzględnieniu wpływu zmian kursowych spadek M3 wyniósł 2,1% m/m. Sezonowe, miesięczne spadki zanotowały również główne komponenty podaży pieniądza, czyli depozyty i gotówka w obiegu.
- Roczny wzrost pieniądza gotówkowego utrzymał się na wysokim poziomie, a roczny wzrost depozytów ogółem wyniósł w styczniu 3,4% wobec 3,8% w grudniu i -1,1% średnio w 2003 r.
- Nadal szybko rosną depozyty przedsiębiorstw (dzięki dobremu wynikowi finansowemu oraz wysokiej płynności firm przy małej aktywności inwestycyjnej), ponownej poprawie uległa dynamika depozytów gospodarstw domowych – zmniejszyły się one tylko o 1,6% r/r wobec średniego spadku o 5,6% r/r w 2003 r.

## Kontynuacja tendencji po stronie kreacji pieniądza

- Należności ogółem systemu bankowego wzrosły w styczniu o 7,4% r/r w porównaniu z 8,1% r/r miesiąc wcześniej i 6,9% r/r średnio w 2003 r.
- Umiarkowana dynamika kredytów dla gospodarstw domowych (13,8% r/r wobec 13,6% r/r w grudniu i 9,6% średnio w 2003 r.), i nadal niska dla przedsiębiorstw (2,6% r/r wobec 2,1% r/r w grudniu i 3,5% r/r średnio w 2003 r).
- W sumie dane pokazały, że nie ma jeszcze ożywienia na rynku kredytów korporacyjnych, co jest spójne z informacjami o opóźniającej się poprawie w zakresie aktywności inwestycyjnej.
- Wydaje się jednak, że wzrost kredytów powinien w kolejnych miesiącach przyspieszać, ponieważ utrzymuje się mocny wzrost konsumpcji prywatnej, a dynamika inwestycji przedsiębiorstw powinna zacząć powoli, ale systematycznie wzrastać.

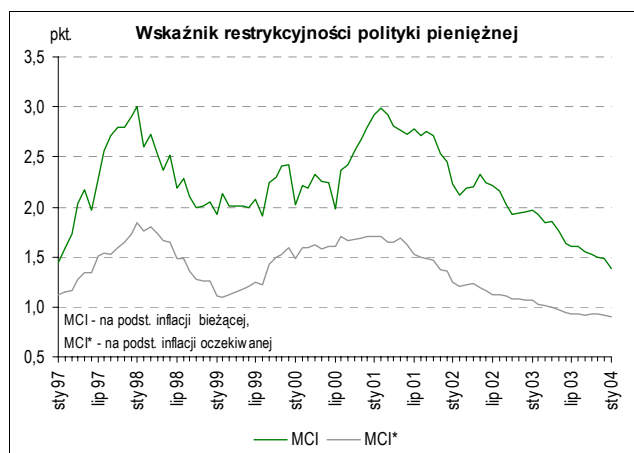
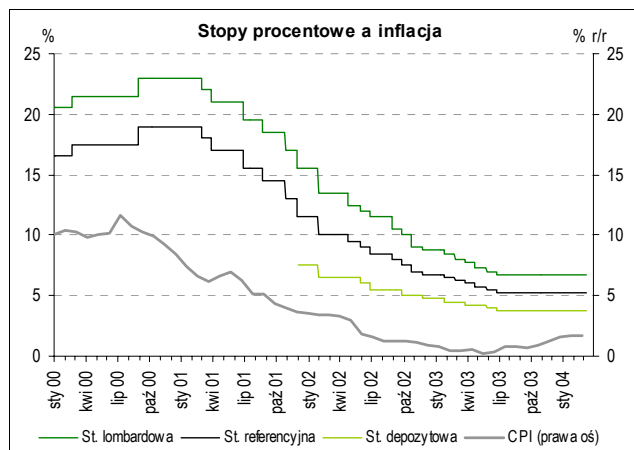
## Pozytywne zaskoczenie – CPI w styczniu bez zmian

- Inflacja konsumenta w styczniu ustabilizowała się na poziomie 1,7% r/r zanotowanym na koniec ub.r., poniżej prognoz rynku.
- W kierunku wzrostu inflacji działają nadal tylko czynniki podażowe i ceny kontrolowane. Drogie paliwa przełożyły się na przyspieszenie wzrostu cen transportu do 3,6% r/r, użytkowanie mieszkań podrożało o 2,6% r/r, a ceny żywności o 2,2% r/r.
- Tymczasem ceny odzieży i obuwia były nadal wyraźnie niższe niż przed rokiem, co sugeruje, że presja popytowa w gospodarce pozostaje ograniczona.
- Prognozujemy, że w najbliższych miesiącach CPI pozostanie poniżej 2%. W II kwartale roku dynamika CPI powinna się stopniowo zwiększać, a na koniec roku osiągnie 2,5% r/r. Wzrost inflacji będzie wynikał z niskiej bazy, wysokich cen paliw oraz kontynuacji odwrócenia trendów na rynku żywności.

## Przyspieszenie PPI, wzrost oczekiwań inflacyjnych

- Roczna stopa wzrostu cen produkcji nieoczekiwanie przyspieszyła w styczniu aż do 4,2% z 3,7% w poprzednich dwóch miesiącach.
- Najwyższy wzrost cen zanotowano w górnictwie i kopalnictwie, co potwierdza, że przyspieszenie PPI w dużej części powodowane jest czynnikami podażowymi (rosnące ceny surowców, głównie ropy naftowej). Potwierdza to również fakt, że wzrost cen w przetwórstwie przemysłowym był napędzany podwyżką cen paliw.
- W lutym kontynuowany był wzrost oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych obserwowany od listopada ub.r. (w wyniku wzrostu bieżącego wskaźnika CPI, ale również pogorszenia struktury odpowiedzi na pytanie ankietowe). Wydaje się, że może to mieć związek z obawami o wpływ wejścia do UE na ceny, co sugeruje, że wzrost oczekiwań inflacyjnych jest zjawiskiem przejściowym.

## Pod lupą: Bank centralny



### Istotne fragmenty komunikatu RPP

Utrzymują się niektóre czynniki sprzyjające utrwalaniu niskiego poziomu inflacji: podaż pieniądza pozostaje na umiarkowanym poziomie, nadal niska jest dynamika kredytu w gospodarce, dane styczniowe nie potwierdzają tendencji do osłabiania dyscypliny płacowej w przedsiębiorstwach

Wyraźnie umacniają się trendy wzrostowe w gospodarce. (...) Będzie to stopniowo zwiększać presję inflacyjną.

Nie zmniejszyło się znaczenie czynników utrudniających stabilizację inflacji na niskim poziomie. Rada podtrzymuje opinię, że najważniejszym z nich jest sytuacja finansów publicznych. (...) Rada z niepokojem odnotowuje te decyzje Sejmu, które pogarszają sytuację budżetu państwa w 2004 r. i w latach następnych.

Wśród innych czynników możliwej presji inflacyjnej są: wysoka dynamika pieniądza gotówkowego w obiegu, dalszy wzrost cen ropy naftowej, systematyczny wzrost PPI, wzrost oczekiwań inflacyjnych notowany w ciągu trzech ostatnich miesięcy oraz pogorszenie struktury odpowiedzi na pytanie ankietowe.

Przyszły wzrost cen żywności może być wyższy niż średnia prognoz na to wskazuje

### Członkowie RPP mianowani przez Prezydenta RP

Nazwisko	Charakterystyka
<b>Dariusz Filar</b> , prof. ekonomii na Uniw. Gdańskim, główny ekonomista Pekao S.A	Twierdzi, że najważniejszym celem RPP jest utrzymanie niskiej inflacji i wprowadzenie Polski do strefy euro. Złoty powinien być w pełni płynny do momentu przystąpienia do ERM2, okres przebywania w ERM2 jak najkrótszy.
<b>Andrzej Stawiński</b> , prof. ekonomii na SGH, doradca prezesa NBP	Specjalista od polityki kursowej i rynków finansowych. Zwolennik kursu płynnego, choć w przeszłości nie wykluczał możliwości interwencji walutowych. Według niego złoty powinien się umocnić w nadchodzących miesiącach.
<b>Andrzej Wojtyna</b> , prof. ekonomii na Akademii Ekonomicznej w Krakowie	Twierdzi, że na razie nie ma przesłanek do obniżki stóp. Poza tym nowa RPP musi na początku dać rynkowi „mądry sygnał”, dla zachowania wiarygodności. Przeciwnik zawężania pasma wahań kursowych w systemie ERM2 i usztywniania złotego przed wejściem do ERM2.

### Stopy procentowe bez zmian do końca roku

- Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła w lutym stóp procentowych; stopa referencyjna pozostaje na poziomie 5,25%.
- Wciąż neutralne nastawienie w polityce pieniężnej, choć RPP nie wykluczyła zmiany na restrykcyjną na następnym posiedzeniu.
- Naszym zdaniem, biorąc pod uwagę bieżącą, bardzo niepewną sytuację ekonomiczną było nieco za wcześnie, aby zamykać drogę dla obniżek stóp procentowych.
- Ale RPP zrobiła to chcąc zwiększyć swą wiarygodność, dlatego też nie spodziewamy się już żadnych redukcji stóp w tym roku.
- Nie przejmowalibyśmy się jednak na razie „restrykcyjnym nastawieniem” i nie oczekujemy podwyżki stóp w tym roku.
- RPP potwierdziła kontynuację polityki poprzedniej Rady jeśli chodzi o *Strategię polityki pieniężnej po 2003 roku*.

### Skąd ta restrykcyjność?

- Ekspansja monetarna w ostatnich miesiącach wynikała z osłabienia złotego, które zdaniem NBP jest przejściowe, więc nie ma potrzeby mu przeciwdziałać.
- Mowa o bardziej restrykcyjnym nastawieniu, gdy bieżąca inflacja jest bardzo bliska dolnej granicy celu inflacyjnego jest oparte na myśleniu niezwykle wybiegającym w przyszłość, ale jednocześnie wymaga mocnej wiary w modele prognostyczne.
- Większy niż do tej pory nacisk położono na siłę ożywienia gospodarczego, które wg NBP będzie zwiększać presję inflacyjną.
- W poprzednich komunikatach było to również dostrzegane, ale w ocenie RPP „nie zagrażało jeszcze realizacji celu inflacyjnego w 2004 r.”. Tym razem to zastrzeżenie zniknęło, co może oznaczać, że zmienił się punkt widzenia banku centralnego.

### Wiarygodność zwiększona, ale komunikat nie do końca jasny

- Kilku nowych członków RPP podkreślało wiele razy, że będą się chcieli skupić na poprawie komunikacji z rynkiem finansowym, oraz że słownictwo i terminologia muszą być szczególnie starannie dobrane przy okazji pierwszych decyzji w nowej kadencji RPP.
- Komunikat wydany po posiedzeniu był bardzo podobny do tych z poprzednich miesięcy i nie był bardzo pomocny w wyjaśnieniu zamiarów wprowadzenia „restrykcyjnego nastawienia”.
- Indywidualne komentarze członków RPP również nie rozjaśniły sytuacji (szczegóły na następnej stronie).
- Być może pogorszyła się ocena RPP odnośnie perspektyw polityki fiskalnej, choć nie wynika to jasno z komunikatu. Rada z niepokojem przyjęła ostatnie decyzje Sejmu (ustawa o VAT).
- Kolejna szansa na poprawę komunikacji już w tym miesiącu.

### Wszyscy ludzie prezydenta

- Choć lista prezydenckich członków jest nieco inna niż się spodziewano (w szczególności nie znalazł się na niej Edmund Pietrzak, który wydawał się pewnym kandydatem), to jednak ogólnie wybór prezydenta jest zgodny z oczekiwaniami rynku.
- Członkowie prezydenccy zostali pozytywnie odebrani przez rynek. Również wicepremier Jerzy Hausner ocenił ich jako „kompetentnych i bardzo dobrze przygotowanych”.
- Skład nowej Rady będzie zrównoważony z utrzymaniem decydującej roli prezesa NBP.
- W nowej kadencji RPP można liczyć na poprawę komunikacji z rządem (niektórzy nowi członkowie nie wykluczali wspólnego ustalania celu inflacyjnego).
- RPP spotka się wkrótce z ministrami gospodarki i finansów.

## Pod lupą: Bank centralny

### Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

#### Leszek Balcerowicz, prezes NBP

PAP, konferencja prasowa po posiedzeniu RPP, 25 lutego  
Posiedzenie RPP przebiegało w dobrej i rzeczowej atmosferze, powstał zespół, który będzie kierował się konstytucyjną regułą dbałości o stabilność cen w Polsce.

Pytanie: Co by się musiało stać, aby doszło na najbliższym posiedzeniu do zmiany nastawienia na restrykcyjne?

Odpowiedź: Układ czynników kształtujących przyszłą inflację musiałby być mocniejszy niż dostępnych obecnie.

Wszelkie wywiady i wypowiedzi członków nowej Rady będą odbywały się za pośrednictwem biura prasowego banku centralnego.

#### Jan Czekaj, członek RPP

PAP, 16 lutego

Wszyscy się spodziewali większej presji inflacyjnej, ale jej nie ma. Ciągłe jest wysokie bezrobocie, nie ma więc presji ze strony popytu konsumpcyjnego. Wygląda na to, że inflacja jest utrzymywana pod kontrolą. Wysoki kurs euro na razie się nie przekłada na wzrost cen. Inflacja jest trzymana pod kontrolą i to głównie ze strony popytu.

#### Dariusz Filar, członek RPP

PAP, 24 lutego

Zbyt wielkim osiągnięciem dotychczasowej RPP jest sprowadzenie inflacji do poziomu europejskiego, żebyśmy mieli to stracić. (...) Należy pracować nad sposobem komunikacji z rynkiem. Uważam, że do czasu wejścia do ERM2 kurs powinien pozostać płynny.

Propozycja zmiany [stopy rezerw obowiązkowych] musi być poparta bardzo dokładnie przeliczonymi prognozami. Jak to zrobimy, będzie można wtedy decydować.

#### Andrzej Sławiński, członek RPP

PAP, Reuters, 3 marca

Na razie ożywienie gospodarcze jest jeszcze we wczesnej fazie i silnej presji inflacyjnej w gospodarce jeszcze nie widać, ale polityka pieniężna wpływa na wydarzenia, które będą miały miejsce za kilkanaście miesięcy. [...] Obecnie prawdopodobieństwo podwyżki stóp jest większe niż obniżki stóp. [...] W każdym kraju, bank centralny - widząc początki trwałego ożywienia gospodarczego - zacząłby myśleć o tym, że rośnie prawdopodobieństwo wystąpienia konieczności zareagowania zmianą wysokości stóp procentowych.

Brak zaskoczeń w polityce pieniężnej jest ważny także i z tego względu, że wielu Polaków ma ulokowane oszczędności za pośrednictwem OFE na rynku obligacji. Między innymi z tego względu należy unikać tworzenia niepewności na rynku. Jeśli wzrost niepewności zmusza OFE do zmiany struktury ich portfeli inwestycyjnych, to są to dodatkowe koszty transakcyjne, które zmniejszają ich przyszłe zyski.

Im mniejsze będą obawy o budżet, tym szybciej nastąpi odwrócenie się trendu na rynku walutowym. Analiza bilansu płatniczego pokazuje, że słabość złotówki ma najprawdopodobniej charakter przejściowy. Zmiany kursu będą miały większe znaczenie dla kształtowania się inflacji, gdy gospodarka wejdzie w fazę szybszego wzrostu.

#### Halina Wasilewska-Trenkner, członek RPP

Radio PiN, 27 lutego

Elementy zachęcające do ostrożności to przede wszystkim sytuacja w finansach publicznych, czyli grożący na nam narastający dług publiczny i przejście w stan permanentnej nierównowagi. [...] Druga kwestia psującym obraz to ruchy kursu. Nasza gospodarka jest silna i to nie powinno stwarzać przesłanek do osłabienia kursu, z drugiej jednak jest niepewna sytuacja polityczna co powoduje gry wokół kursu. Wprowadzenie w życie pakietu oszczędnościowego spowoduje, że Polska nie przekroczy poziomu 55% relacji długu do PKB.

### Komentarz

Prezes NBP zapytany podczas konferencji prasowej o warunki, jakie musiałyby zaistnieć, aby RPP zmieniła nastawienie na „restrykcyjne” odpowiedział pytaniem, co musiałoby się stać, aby taka decyzja nie nastąpiła. Mogłoby to sugerować, że utrzymanie „neutralnego” nastawienia możliwe byłoby tylko w bardzo optymistycznym scenariuszu, w którym zobaczymy pozytywne wiadomości o poparciu dla planu Hausnera w Sejmie, mocniejszego złotego i ograniczone sygnały presji inflacyjnej. Jednak uważamy, że nawet jeśli nastawienie zostanie zmienione w marcu, nie należy się raczej obawiać podwyżek stóp procentowych w tym roku.

Mamy nadzieję, że zmiana polityki komunikacyjnej zmniejszy liczbę niepotrzebnych wypowiedzi, które w trakcie kadencji poprzedniej Rady zwiększały nerwowość i zmienność na rynku finansowym. Po posiedzeniu lutowym mieliśmy do czynienia z nielicznymi wywiadami członków RPP. Czy oznacza to, że szerokiej publiczności będzie prezentowany tylko jeden („jastrzębi”) pogląd na politykę pieniężną?

Niskie tempo wzrostu inflacji oraz fakt, że jego źródła leżą niemal wyłącznie po stronie popytowej, skłoniły niektórych członków RPP do wyrażenia „gołębih” opinii. W podobnym tonie (o braku zagrożenia dla celu inflacyjnego) po publikacji danych inflacyjnych wypowiadali się również Stanisław Nieckarz i Stanisław Owsiak.

Najwyraźniej jednak podczas posiedzenia RPP górę wzięły inne argumenty i „gołębi” członkowie zostali przekonani (lub przegłosowani) do konieczności budowania wiarygodności RPP na początku kadencji.

Wypowiedzi nowego, prezydenckiego członka RPP potwierdziły opinię rynku, że powinien on być rozsądnym bankierem centralnym o wyważonych poglądach na politykę pieniężną. Opinia Filara nt. polityki kursowej jest bardzo zbliżona do poglądów większości nowych członków. Zwrócenie dużej uwagi na prawidłową komunikację pomiędzy bankiem centralnym a rynkiem jest dobrym sygnałem. Mamy szczerą nadzieję, że w niedługim czasie zobaczymy namacalne efekty tych starań. Filar podzielił opinię Leszka Balcerowicza, że nie należy oczekiwać dalszych zmian stopy rezerwy obowiązkowej w najbliższym czasie, chociaż nie wykluczył takich ruchów w przyszłości.

Jeśli chodzi o lutowe ostrzeżenie Rady, że nastawienie w polityce pieniężnej może zostać w marcu zmienione z neutralnego na restrykcyjne, Sławiński powiedział, że miało to na celu zwiększenie przejrzystości polityki banku centralnego. Ostrzegł jednocześnie przed zbyt dosłowną interpretacją informacji o możliwej zmianie nastawienia i powiedział, że oznacza to tylko tyle, że „podwyżki stóp procentowych są obecnie bardziej prawdopodobne niż obniżki”. Zdecydowanie przydałoby się, aby bank centralny wyjaśnił lepiej swoje intencje na następnym posiedzeniu.

Co ciekawe, Sławiński położył duży nacisk na kwestię wpływu polityki pieniężnej na zmiany wartości aktywów otwartych funduszy emerytalnych. Nie wydaje się, aby oznaczało to, że NBP zaczął przywiązywać większą wagę do „efektu majątkowego” w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej. Może to jednak oznaczać, że bank centralny dostrzega coraz większą wagę funduszy emerytalnych i nie chce wywierać negatywnego wpływu na ich politykę inwestycyjną, co oznacza, że jego działania będą ukierunkowane na wygładzanie zmian oczekiwanych dotyczących polityki pieniężnej.

Skoro osłabienie złotego postrzegane jest przez bank centralny jako przejściowe, to oznacza to, że nie ma istotnego ryzyka jego przełożenia się na inflację. Potwierdza to, że „jastrzębiść” Rady zaprezentowana na lutowym posiedzeniu wynika przede wszystkim z obawy przed presją inflacyjną wynikającą z przyspieszenia gospodarczego. Czy wszyscy członkowie podzielają ten pogląd?

Niewątpliwie po wielu latach pracy w Ministerstwie Finansów Halina Wasilewska-Trenkner jest najlepiej zorientowanym członkiem RPP jeśli chodzi o sprawy polityki fiskalnej oraz zagrożenia płynące z tej strony dla gospodarki. Jednak wydaje się, że postrzegany przez RPP mechanizm transmisji wpływu sytuacji w finansach publicznych na przyszłą inflację mógłby być przez bank centralny bardziej szczegółowo wyjaśniony szerszej publiczności. Tym bardziej, że nie chodzi chyba o wpływ pośredni poprzez deprecjację złotego, skoro większość komentarzy członków RPP mówi o oczekiwanym umocnieniu złotego. No chyba, że są tylko próby „słownych interwencji” na rynku walutowym?

## Pod lupą: Rząd i polityka

### Oszczędności w sferze społecznej (w mld zł.)

	Zmniejszenie wydatków	Zwiększenie dochodów	RAZEM	RAZEM (wersja styczniowa)
<b>2004</b>	0,07	-	0,87*	0,83
<b>2005</b>	5,86	2,64	8,49	6,98
<b>2006</b>	9,89	3,04	12,93	11,38
<b>2007</b>	8,6	3,18	11,78	10,16
<b>2004-07</b>	<b>24,41</b>	<b>8,86</b>	<b>34,08</b>	<b>29,36</b>

\* Zawiera 808 mln zł oszczędności w zakresie zmian w systemie wsparcia dla niepełnosprawnych, uwzględnione w budżecie 2004 i wynikające z wprowadzonej już ustawy.

Źródło: Ministerstwo Gospodarki, Pracy i Polityki Społecznej

### Większe oszczędności w planie Hausnera

- Powstał pakiet legislacyjny „Programu uporządkowania i ograniczenia wydatków publicznych” zawierający zaktualizowane szacunki skutków finansowych wprowadzenia w życie proponowanych reform w finansach publicznych.
- Zawiera on wyższe kwoty oszczędności od zawartych w poprzedniej wersji planu, zaakceptowanej pod koniec stycznia.
- Suma oszczędności w okresie 2004-2007 została oszacowana na 54,4-54,6 mld zł wobec 49,4 mld zł w styczniowej wersji.
- Większość z dodatkowych oszczędności (w porównaniu ze styczniową wersją planu) została osiągnięta w sferze socjalnej.
- Program nie został rozwodniony, jednak będzie to miało znaczenie dla rynku finansowego jedynie w przypadku znalezienia wystarczającego poparcia dla reform w parlamencie.

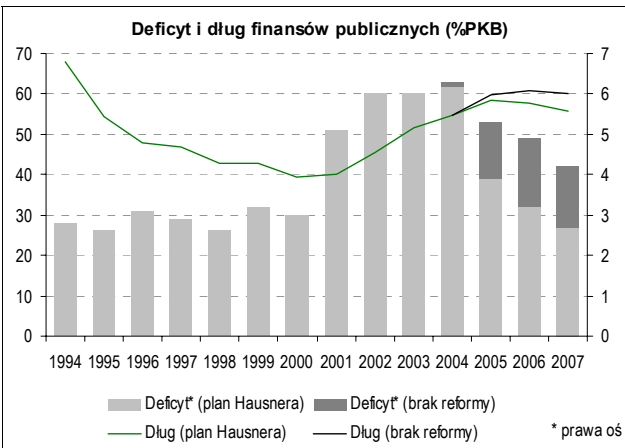
### Oszczędności w sferze administracyjnej (w mld zł.)

	Zmniejszenie wydatków	Zwiększenie dochodów	RAZEM	RAZEM (wersja styczniowa)
<b>2004</b>	0,11	-	0,11	0,11
<b>2005</b>	1,89	4,37	6,26	6,11
<b>2006</b>	2,26	4,58	6,84	6,68
<b>2007</b>	2,49	4,80	7,28	7,12
<b>2004-07</b>	<b>6,75</b>	<b>13,74</b>	<b>20,49</b>	<b>20,02</b>

Źródło: Ministerstwo Gospodarki, Pracy i Polityki Społecznej

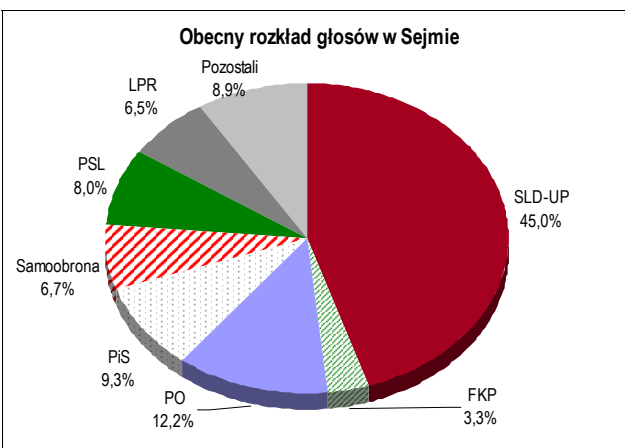
### Znaczna część oszczędności po stronie dochodów

- Wyodrębniono oszczędności wynikające z ograniczenia wzrostu wydatków w finansach publicznych oraz „oszczędności” pochodzące z podwyższenia poziomu dochodów.
- Wzrost dochodów odgrywa niezwykle ważną rolę w planie oszczędności fiskalnych, odpowiadając za ponad 41% ogólnej kwoty oszczędności w ciągu czterech lat.
- W obszarze administracji te proporcje są bardziej ekstremalne – wzrost dochodów stanowi 67% łącznej kwoty oszczędności.
- Nie może to być jednak przedmiotem „nowej krytyki”, gdyż było o tym wiadomo od października ubiegłego roku (przynajmniej uważnym czytelnikiem rządowych dokumentów).
- Istotna negatywna zmiana w planie Hausnera to podwyżka składek na ubezpieczenia społeczne od przedsiębiorców.



### Pierwszy próg ostrożnościowy pokonany. Kiedy następne?

- Według szacunków Ministerstwa Finansów dług publiczny osiągnął w 2003 r. ok. 51% PKB. Ostateczne obliczenia zostaną podane pod koniec kwietnia.
- Wg ustawy o finansach publicznych oznacza to, że w kolejnym budżecie relacja deficytu budżetowego do dochodów nie będzie mogła być wyższa niż analogiczna relacja w roku ubiegłym.
- Przekroczenie kolejnych progów ostrożnościowych oznaczałoby dużo dalej posunięte restrykcje w planowaniu budżetów.
- Plan Hausnera, o którym nie zmieniamy naszej krytycznej opinii, nie eliminuje ryzyka wzrostu długu publicznego powyżej 60% PKB w kolejnych latach.
- Jednak plan Hausnera jest jedyną dostępną koncepcją reformy finansów publicznych, która to ryzyko delikatnie zmniejsza.



Źródło: MF, MGPIPS, Sejm, szacunki własne

### Z Platformą, czy bez...

- Platforma Obywatelska odmówiła poparcia całego rządowego programu reformy finansów publicznych.
- Jednak poprzez niektóre z najważniejszych elementów planu Hausnera (ustawy: o zmianach w systemie emerytalnym rolników, zmianach w waloryzacji rent i emerytur, zmianach w systemie świadczeń przedemerytalnych).
- PO jednoznacznie odrzuca nieliczne ustawy rządowe. Pozostałe projekty ustaw będą rozpatrywane indywidualnie, a PO będzie próbować je ulepszyć zgłaszając własne poprawki, co w praktyce oznacza, że nie wyklucza ich poparcia.
- SLD-UP zawarło koalicję rządową w Federacyjnym Klubem Parlamentarnym Romana Jagielińskiego, co zwiększa szansę na przeprowadzenie proponowanych przez rząd zmian w parlamencie.



## Pod lupą: Rząd i polityka

### Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

#### Leszek Miller, premier;

PAP, Reuters, 23-24 lutego

W tej sprawie [planu Hausnera] na pewno klub SLD i Unii Pracy wprowadzą dyscyplinę w głosowaniu. [...] Jest możliwe uzyskanie większości okazjonalnej z głosowania na głosowanie, albo trwałej większości. Różne rzeczy mogą się zdarzyć. W przypadku jednych głosowań PO może głosować na tak, a w przypadku innych na nie lub wyjść z sali. Jeśli okaże się, że nie ma większości w obecnym Sejmie dla tego planu, to powinny być przyspieszone wybory, tak aby szukać większości w nowym parlamencie.

#### Jerzy Hausner, wicepremier, minister gospodarki i pracy;

PAP, 1 marca

Oceniam w tej chwili kurs 4,3-4,5 za euro jako dający szansę [nieprzekroczenia limitu 55% długu do PKB], choć nie twierdzę też, że taki kurs przesądza sprawę. Sprawę przesądziłyby kurs 4,1 zł. Sądząc, że rzeczywisty kurs złotego według siły nabywczej mieści się w przedziale 4,3-4,5 do euro, to byłby kurs bardzo dobry dla gospodarki.

#### Krzysztof Pater, wiceminister gospodarki i pracy;

PAP, 2 marca

[decyzja Eurostatu] Zawiera pewne ramy, nie odnosi się do żadnego kraju i zawiera stwierdzenie, że indywidualne sprawy będą wyjaśniane w najbliższych tygodniach w procesie dwustronnych konsultacji.

Są procedury, które pozwalają modyfikować finalną notyfikację, bo w ramach samego ECOFINu toczą się rozmowy na temat rzetelności statystyki europejskiej. Nie może być takiej sytuacji, że przeprowadzenie reform prowadzi do wypychania kraju poza kryteria i jest specyficznym karaniem, a z drugiej strony mamy potencjalną niewypłacalność innych systemów emerytalnych.

Nasz system ma cechy publiczne i tam powinien być zaliczony.

#### Andrzej Raczko, minister finansów;

PAP, 20 lutego

Część poprawek [do ustawy o VAT, przyjętych przez Sejm] jest niezgodna z przepisami Unii Europejskiej.

W tej chwili prace zostaną podjęte w Ministerstwie Finansów, jak też w Urzędzie Komisji Europejskiej. Będziemy starali się przekonać senatorów, aby wprowadzić do ustawy niezbędne poprawki przywracającej stan zgodny z przepisami VI Dyrektywy UE [o VAT]. Szósta dyrektywa Unii Europejskiej mówi twardo, że VAT na materiały budowlane nie może mieć zredukowanej stawki. W momencie gdy wprowadzimy 7-proc. stawkę łamiemy dyrektywę Unii Europejskiej. Dodatkowo skutki budżetowe (obniżki stawki) szacujemy na poziomie od 385 mln zł do 400 mln zł.

#### Zbigniew Kaniewski, minister skarbu;

PAP, Reuters 3 marca

Przyspieszenie prywatyzacji to nie żadna lipa. Mamy w Polsce poważną sytuację i pracujemy w ministerstwie na zdwojonych obrotach. W bieżącym roku planujemy wprowadzenie akcji banku [PKO BP] do obrotu publicznego oraz sprzedaż na giełdzie do 30% akcji należących do SP. Planujemy, że w IV kw. 2004 r. zaoferujemy pakiet akcji PKE, w granicach do 30%, w ofercie publicznej. [...] Prywatyzacja Enei przez wprowadzenie akcji na giełdę planowana jest w IV kw. 2004 r., najdalej w I kw. 2005 r. [...] Planujemy udostępnienie w IV kw. 2004 mniejszościowego pakietu PGNiG na giełdzie warszawskiej i na giełdach zagranicznych.

#### Zyta Gilowska, wiceprzewodnicząca Platformy Obywatelskiej

Puls Biznesu, 24 lutego

Powinniśmy zrobić wszystko, by zderzenia z tą barierą [przekroczenia przez dług 60% PKB] uniknąć. Przecież państwo, nie będące w stanie wypełnić norm własnej konstytucji, nie jest poważnym kontrahentem. Zresztą mamy kilka linii obrony: korekta metodologii liczenia długu publicznego, układy z Narodowym Bankiem Polskim, rygorystyczne oszczędności i napływ środków pomocowych z Unii.

### Komentarz

Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest poparcie PO dla tych ustaw, które wprowadzają największą oszczędności, a tym samym są najbardziej istotne dla rynków finansowych (przedstawiciele PO stwierdzili przecież, że „obrona złotego jest patriotycznym obowiązkiem”). Chociaż najbliższe kilka miesięcy będzie okresem wysokiej niepewności odnośnie reformy finansów publicznych, to ostateczny rezultat powinien być taki, że nastąpi wdrożenie znakomitej części planu Hausnera w życie. Taki scenariusz potwierdziły głosowania nad pierwszymi ustawami wprowadzającymi reformę finansów publicznych oraz wybór Krzysztofa Janika na nowego szefa SLD.

Kurs walutowy będzie jednym z najbardziej istotnych elementów przy obliczaniu relacji długu publicznego do PKB w tym roku (istotny będzie kurs na koniec roku, a nie kurs średni). Średnia prognoz rynkowych kursu EURPLN na grudzień 2004 wynosi 4,62, co jest powyżej poziomów wskazanych przez wicepremiera Hausnera. Jednak pamiętajmy, że są jeszcze inne sposoby, o których - co ciekawe - zaczęła również mówić opozycja (patrz poniżej), na uniknięcie przekroczenia progów bezpieczeństwa jeśli chodzi o dług publiczny.

Dosłowna interpretacja decyzji Eurostatu o klasyfikacji systemów emerytalnych oznacza, że przy obliczaniu wyniku finansów publicznych według metodologii ESA95, poziom deficytu i długu publicznego będą w przyszłości wyższe niż zakładane przez polski rząd. Deficyt będzie wyższy, ponieważ wpływ do otwartych funduszy emerytalnych nie będą zaliczane jako dochody sektora finansów publicznych (składki do OFE wyniosą w 2004 r. ok. 1,6% PKB). Taka sytuacja może oznaczać większe problemy ze spełnieniem kryteriów w Maastricht, a data wejścia do strefy euro odsunęłaby się prawdopodobnie poza rok 2010.

Niemniej jednak, komunikat Eurostatu nie powinien być traktowany jako ostateczna decyzja. Unijny urząd sam stwierdził, że jego interpretacja to tylko ogólna ocena, a jej zastosowanie w przypadku konkretnych krajów będzie analizowane indywidualnie.

Podczas głosowania nad ustawą o VAT posłowie SLD głosowali przeciwko kilku rządowym propozycjom. W konsekwencji, uchwalone w Sejmie prawo było niezgodne z przepisami Unii Europejskiej oraz dodatkowo znacząco uszczuplało dochody budżetowe. Wg szacunków byłej wiceminister finansów Haliny Wasilewskiej-Trenkner, budżet utracił w tych decyzjach co najmniej 613 mln zł w roku 2004, a roczny efekt na następne lata to 400-500 mln więcej.

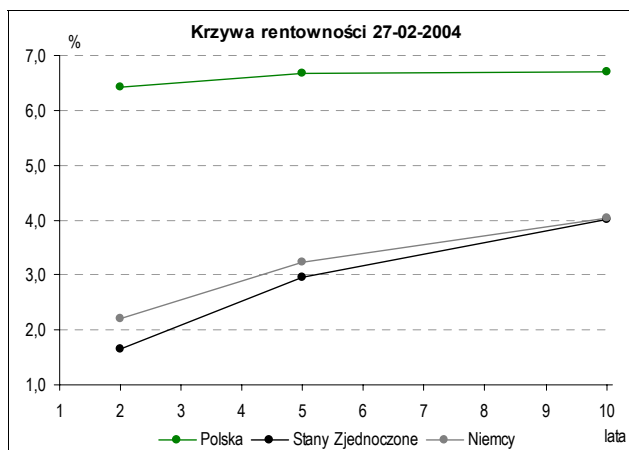
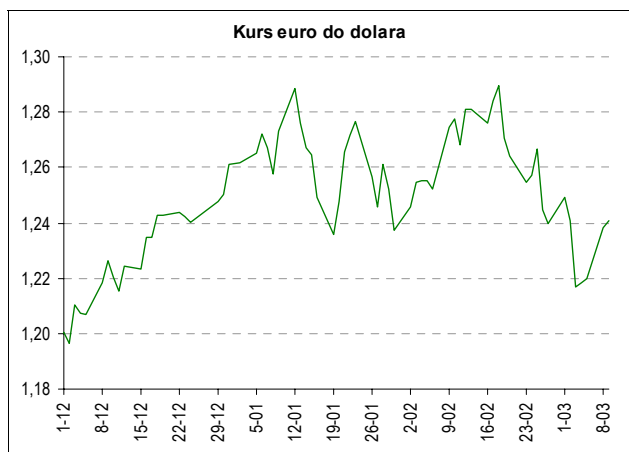
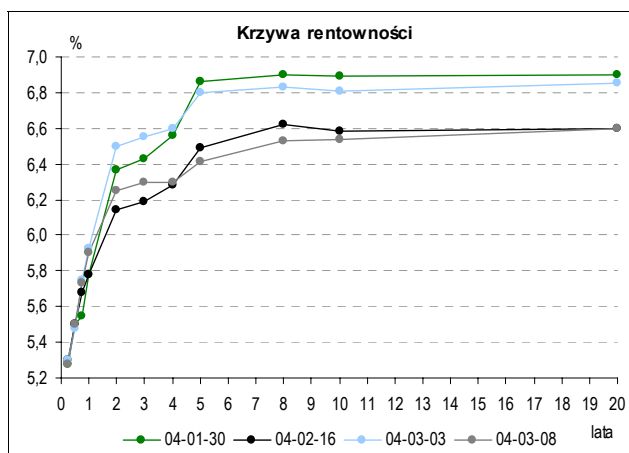
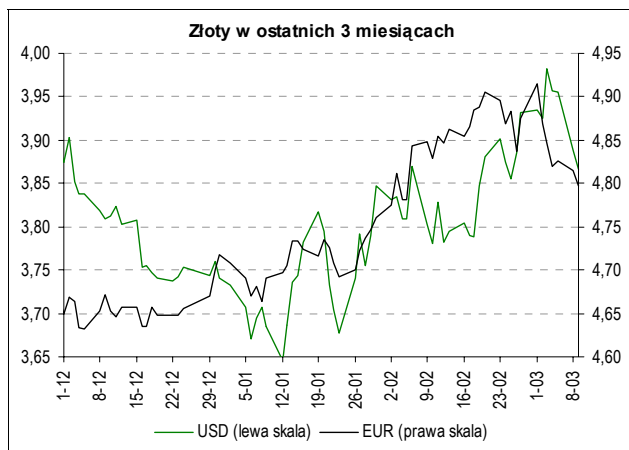
Senat głosował nad kontrowersyjnymi poprawkami do ustawy o VAT. Chociaż senatorowie również wykazali się inwencją i wprowadzili kilka nowych zmian (które również mogą nieznacznie uszczuplić dochody budżetu), to jednak większość niekorzystnych poprawek Sejmu została odrzucona i ustawa o VAT wyszła z Senatu w lepszym kształcie (ubytek dochodów rządu 300 mln).

Oświadczenie ministra jest korzystne dla rynku obligacji, bowiem wysokie dochody z prywatyzacji oznaczałyby niższą podaż papierów skarbowych i niższe ryzyko przekroczenia w tym roku progów ostrożnościowego długu na poziomie 55% PKB. Jednak niezdolność obecnego rządu do skutecznego prowadzenia procesów prywatyzacyjnych w przeszłości (to właśnie dlatego minister musi zapewniać, że szybsza prywatyzacja „to nie żadna lipa”) zmniejsza wiarygodność deklaracji Kaniewskiego. Powtórzmy jednak jeszcze raz, że tym razem rząd stoi przed ścianą (wysoki deficyt budżetu i gwałtownie rosnący dług publiczny), co wymusza bardziej zdecydowane kroki.

Wydaje się, że w najbliższych miesiącach coraz głośniejsz będziemy słyszeli o możliwym zastosowaniu specjalnych „linii obrony”, celem uniknięcia zderzenia z barierami ostrożnościowymi długu publicznego. Ciekawe jest jednak, że zaczęła o nich mówić opozycja, choć politycy powinni pamiętać, że nie tylko przekroczenie progów konstytucyjnego, ale już poziomu 55% do PKB będzie powodowało rygorystyczne oszczędności. Zmiana metodologii na ESA95 zmniejszy dług publiczny o przewidywane wypłaty z tytułu poręczeń i gwarancji. Dodatkowo, zmiana szacunków wzrostu gospodarczego (w górę) zmniejszy relację długu publicznego do PKB. „Układy z NBP” mogą polegać na wcześniejszej spłacie części zadłużenia zagranicznego.



## Monitor rynku



### Początek uchwalania planu Hausnera wzmocnił rynek

- W lutym polski rynek był nadal głównie pod wpływem spekulacji wokół planu Hausnera i co kilka dni następowały mniejsza lub większa deprecjacja złotego i wzrost rentowności obligacji.
- Sytuacja na rynku uspokoiła się po pozytywnych danych o inflacji i wykonaniu budżetu, choć niepewność znowu wzrosła po niespodziewanej deklaracji premiera o rezygnacji z szefostwa partii oraz głosowaniach, w których postowie SLD byli przeciw propozycjom rządu. Decyzja i komunikat RPP lekko wzmocniły złotego, ale osłabiły obligacje, na skutek zmniejszonych oczekiwań (również naszych) na obniżki stóp procentowych.
- W wyniku stopniowej deprecjacji na koniec lutego złoty był słabszy niż w styczniu o ponad 2% wobec koszyka dolar-euro. Krzywa rentowności była na koniec lutego na poziomie zbliżonym do stycznia, choć w trakcie miesiąca poruszała się w przedziale o szerokości 30-50 pb.
- Na początku marca rynek walutowy nerwowo czekał na opinię PO o planie Hausnera, co skończyło się rekordowo słabym złotym wobec euro (4,942). Mimo negatywnej opinii, kilka dni później Platforma głosowała za trzema ustawami z planu. Ponadto, nastąpiło rozszerzenie koalicji rządowej i wybrano nowego lidera SLD. W rezultacie poprawy nastrojów polska waluta wzmocniła się o około 1,5%, a krzywa przesunęła się w dół o 25-40 pb.
- Perspektywy polskiego rynku poprawiły się po udanych głosowaniach nad ustawami planu Hausnera. Był to pierwszy konkretny sygnał zmniejszający niepewność na rynku finansowym, potwierdzając, że przyjęcie planu jest możliwe. Zapewne kolejne głosowania będą wiązały się ze wzrostem niepewności, jednak dla rynku finansowego najważniejsze będą pierwsze przymiarki do planowania budżetu na przyszły rok.

### Ogromne wahania kursowe na rynkach walutowych

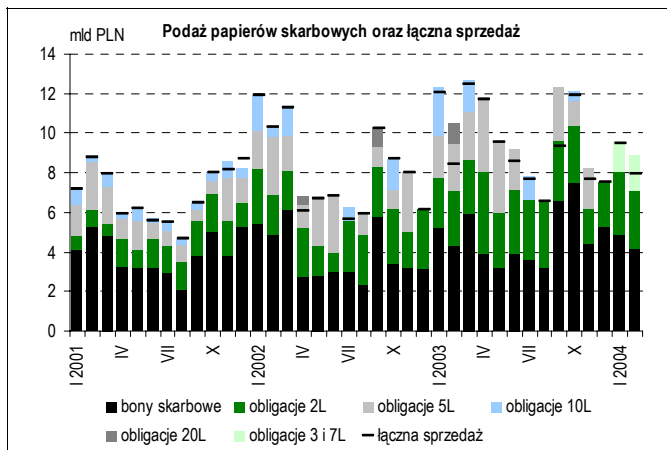
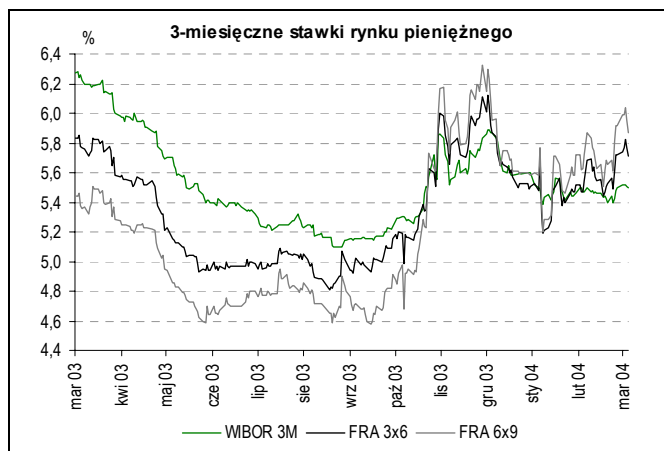
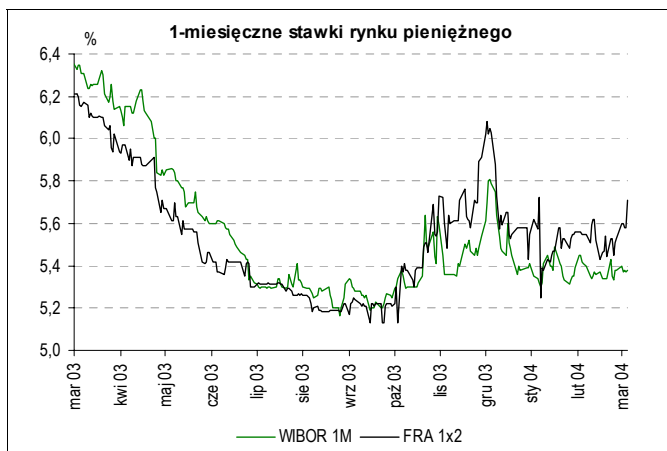
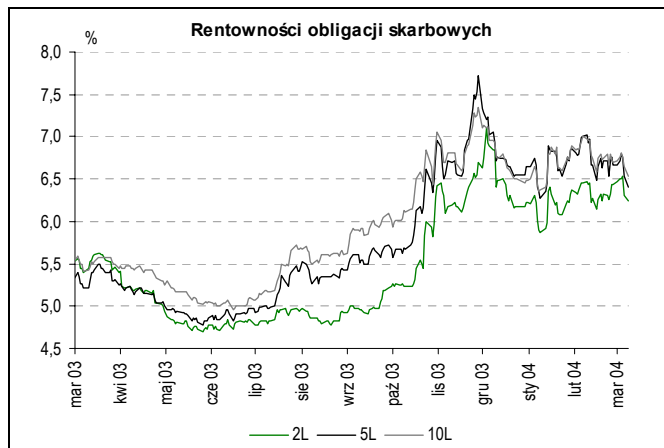
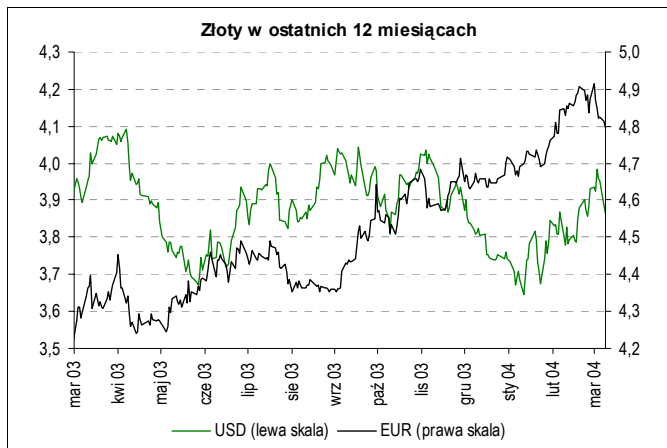
- Rynki walutowe pozostają niestabilne. Po szczycie ministrów finansów grupy G7 (6-7 lutego) kurs EURUSD powrócił do trendu wzrostowego wspierany przez wypowiedzi bankierów centralnych o braku planów interwencji na rynku. 18 lutego kurs osiągnął najwyższy poziom w historii, przekraczając 1,29. Potem dolar osłabiał się po złych danych o nastrojach i w wyniku realizacji zysków.
- We wtorek 2 marca kurs EURUSD zanotował najgłębszy dzienny spadek w historii z około 1,24 do 1,22 dzięki prognozom mocnych danych o zatrudnieniu w USA. Dopiero w piątek po południu po ich publikacji (znacznie gorszych od oczekiwań) kurs EURUSD zaczął wzrastać i do poniedziałku odrobił stratę.
- Naszym zdaniem, notowania walut na rynku zagranicznym pozostaną niestabilne, jednak w najbliższych miesiącach możliwy jest dalszy wzrost EURUSD do historycznie wysokich poziomów.

### Wyższe stopy i deficyt w USA osłabiają rynek obligacji

- Wahania nastrojów na polskim rynku obligacji przekładają się na zmiany premii za ryzyko dla polskich obligacji mierzonej różnicą pomiędzy oczekiwaną 5-letnią stopą procentową w Polsce i w strefie euro za pięć lat. W lutym wahała się ona od 133pb do 179pb, a na koniec miesiąca była blisko poziomu ze stycznia (152pb). Na początku marca zmniejszyła się o około 10 pb.
- Na głównych rynkach obligacji nadal trwa stopniowy spadek rentowności. Trend ten został przejściowo zakłócony na początku marca oczekiwaniami podwyżek stóp w Stanach Zjednoczonych.
- W krótkim okresie oczekujemy dalszego spadku rentowności (słabe dane z rynku pracy), jednak potem powinny one wzrosnąć w związku z podwyżkami stóp procentowych przez Fed. Na ryzyko presji na wzrost rentowności przekłada się ponadto wysoki deficyt budżetowy USA.

Źródło: Reuters, BZ WBK

# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	13-tyg.	52-tyg.	Suma
02.02.2004	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
09.02.2004	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
16.02.2004	-	1 100 / 1 100	1 100 / 1 100
23.02.2004	-	1 100 / 1 100	1 100 / 1 100
<b>Razem luty</b>	-	<b>4 200 / 4 200</b>	<b>4 200 / 4 200</b>
01.03.2004	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
08.03.2004	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
15.03.2004	-	1 200	1 200
22.03.2004	-	1 200	1 200
29.03.2004	100	1 200	1 300
<b>Razem marzec</b>	<b>100</b>	<b>5 600</b>	<b>5 700</b>

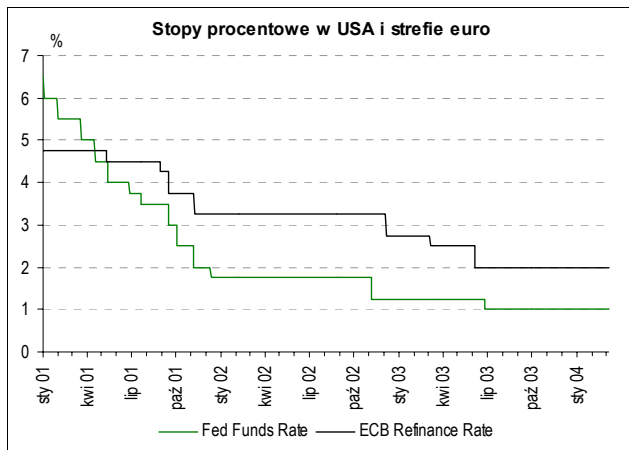
**Przetargi obligacji skarbowych w 2004 r. (mln zł)**

miesiąc	I przetarg				II przetarg				III przetarg			
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż
styczeń	07.01*	OK0406	3 200	3 200	14.01	WZ0307/0911	1 500	1 407	-	-	-	-
luty	04.02*	OK0406	2 900	2 600	11.02	WZ0307/0911	1 800	1 110,8	-	-	-	-
marzec	03.03	OK0406	2 500	2 500	10.03	DS1013	1 700	-	17.03	DS0509	1 500 - 2 500	-
kwiecień	07.04	OK0806	-	-	14.04	DS1013	-	-	21.04	5L	-	-
maj	05.05	OK0806	-	-	12.05	WZ0307/0911	-	-	19.05	5L	-	-
czerwiec	02.06	OK0806	-	-	9.06	WZ0307/0911	-	-	16.06	5L	-	-
lipiec	07.07	OK0806	-	-	14.07	DS1013	-	-	-	-	-	-
sierpień	04.08	OK0806	-	-	11.08	WZ0307/0911	-	-	-	-	-	-
wrzesień	01.09	OK0806	-	-	8.09	WS0922	-	-	15.09	5L	-	-
październik	06.10	OK1206	-	-	13.10	10L	-	-	20.10	5L	-	-
listopad	03.11	OK1206	-	-	10.11	WZ0307/0911	-	-	17.11	5L	-	-
grudzień	01.12	OK1206	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

\* razem z przetargiem uzupełniającym

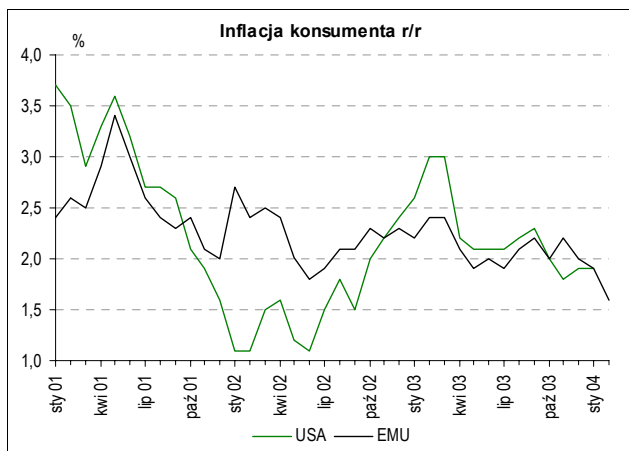
Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

## Przegląd międzynarodowy

**EBC podkreśla niezależność, stopy Fed jeszcze bez zmian**

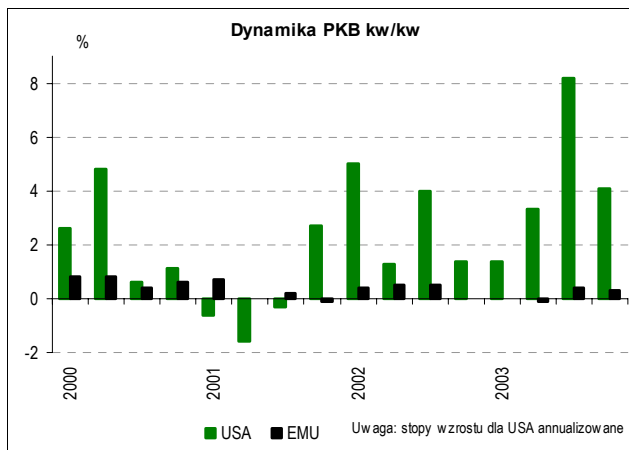
■ 4 marca, zgodnie z oczekiwaniami większości analityków Rada EBC dziewiąty miesiąc z rzędu nie zmieniała stóp procentowych. Stopa refinansowa została utrzymana na poziomie 2,0%. Po decyzji prezes EBC ocenił, że polityka banku jest właściwa. Powiedział on, że stopy są na tyle niskie, by pobudzić wzrost gospodarczy oraz szczególnie podkreślił, że polityka banku powinna być niezależna i nie może podlegać żadnym naciskom. Tego samego dnia Bank Anglii utrzymał główną stopę procentową na poziomie 4,0%.

■ Najbliższe posiedzenie amerykańskiego Komitetu Otwartego Rynku jest zaplanowane na 16 marca. Na początku miesiąca w wyniku prognoz mocnych danych o zatrudnieniu za luty, na rynku pojawiły się nieśmiałe oczekiwania na podwyżki stóp. Ostatecznie dane rozczarowały i na zmianę stóp jeszcze trochę poczekamy.

**W strefie euro inflacja konsumenta mocno w dół**

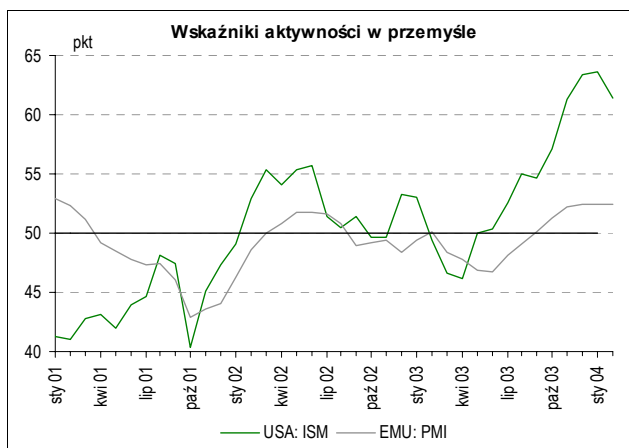
■ W finalnej publikacji wstępne szacunki inflacji w strefie euro w styczniu zostały zrewidowane w dół. Ostatecznie, CPI zmniejszył się o 0,2% m/m, a roczna stopa inflacji spadła do 1,9% z 2,0% w grudniu. Analitycy oczekiwali potwierdzenia wstępnych danych (2,0% r/r). Wg wstępnych szacunków za luty inflacja odnotowała dalszy spadek do 1,6% r/r – najniższej od listopada 1999 r. Wynik był poniżej prognozy rynku na poziomie 1,7%. Inflacja spadła poniżej górnej granicy celu EBC na poziomie 2,0%.

■ W Stanach Zjednoczonych dane o inflacji przekroczyły prognozę rynku. W styczniu ceny konsumenta wzrosły o 0,5% m/m, podczas gdy analitycy prognozowali wzrost o 0,3%. Wynik ten przełożył się na stabilizację rocznej dynamiki cen na poziomie 1,9%, bez zmian wobec grudnia. Inflacja bazowa pozostała na poziomie 1,1% r/r – najniższym od stycznia 1966 r.

**Dane PKB za IV kw. potwierdzone**

■ Na początku marca w strefie euro zostały opublikowane bardziej szczegółowe dane PKB niż wstępny szacunek z połowy lutego. Zgodnie z oczekiwaniami wynik wstępny został potwierdzony. W IV kw. 03 PKB zwiększył się o 0,3% kw/kw, co dało wynik 0,6% r/r, przyspieszając z 0,3% w III kw. Komisja Europejska podtrzymała prognozy wzrostu na I i II kw. 2004 r., obie na poziomie 0,3-0,7% kw/kw.

■ Według wstępnej informacji o wzroście w Stanach Zjednoczonych, w IV kw. ub. r. PKB wzrósł o 4,1% kw/kw, a więc minimalnie szybciej niż podano miesiąc wcześniej w informacji przedwstępnej, gdy wzrost szacowano na 4,0%. Wstępne dane były lepsze od oczekiwanych 3,6%, ale znacznie słabsze od wyniku III kw. 03, czyli 8,2%, który był najwyższym tempem wzrostu od niemal 20 lat.

**Zatrzymany wzrost indeksów aktywności i koniunktury**

■ W lutym aktywność gospodarcza w przemyśle strefy euro zwiększała się w takim tempie jak w styczniu, co było zgodne z oczekiwaniami analityków. Wskaźnik Reuters PMI pozostał w lutym na poziomie 52,5 pkt., bez zmian wobec poprzedniego miesiąca oraz zgodnie z prognozą. W USA aktywność w przemyśle odnotowała w lutym wzrost wolniejszy niż miesiąc wcześniej oraz niż oczekiwano. Nadal pozostaje on znacznie szybszy niż w strefie euro. Indeks ISM spadł w lutym do 61,4 pkt. wobec 63,6 pkt. w styczniu oraz prognozowanych 62,0 pkt.

■ Indeks IFO, główny wskaźnik koniunktury dla Niemiec, odnotował w lutym pierwszy spadek od kwietnia ub. r. i wyniósł 96,4 pkt wobec 97,5 pkt styczniu, choć prognozy wskazywały na dalszy wzrost do 97,6 pkt. Ocena bieżącej sytuacji była lepsza niż przed miesiącem, ale pogorszyły się oczekiwania na przyszłość.

Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>1 marca</b> POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: PMI (II) USA: ISM (II)	<b>2</b> EMU: Bezrobocie (I)	<b>3</b> POL: Przetarg obligacji 0K0406 EMU: Ceny producenta (I)	<b>4</b> GER: Bezrobocie (II) EMU: Posiedzenie EBC EMU: PKB (IV kw.) USA: Zamówienia w przemyśle (I)	<b>5</b> EMU: Sprzedaż detaliczna (XII, I) USA: Bezrobocie (II)
<b>8</b> POL: Przetarg bonów skarbowych	<b>9</b>	<b>10</b> POL: Przetarg obligacji DS1013 ITA: PKB (IV kw.) USA: Handel zagraniczny (I)	<b>11</b> USA: Sprzedaż detaliczna (II)	<b>12</b> POL: Podaż pieniądza (II) POL: Bilans płatniczy (I) POL: Płace i zatrudnienie (II) FRA: Inflacja wstępna (II) FRA: Produkcja przemysłu (II) USA: Ceny producenta (II)
<b>15</b> POL: Inflacja (I, II) POL: Przetarg bonów skarbowych ITA: Produkcja przemysłu (I) USA: Produkcja przemysłu (II)	<b>16</b> ITA: Inflacja finalna (II) USA: Posiedzenie Fed	<b>17</b> POL: Produkcja przemysłu (II) POL: Ceny producenta (II) POL: Przetarg obligacji DS0509 EMU: Inflacja finalna (II) EMU: Produkcja przemysłu (I) USA: Inflacja (II)	<b>18</b>	<b>19</b> POL: Sprzedaż detaliczna (II) POL: Bezrobocie (II)
<b>22</b> POL: Przetarg bonów skarbowych POL: Koniunktura (III) EMU: Handel zagraniczny (I)	<b>23</b> POL: Inflacja bazowa (I, II) FRA: Inflacja finalna (II)	<b>24</b> EMU: Bilans płatniczy (I)	<b>25</b> POL: Ceny żywności (I poł. III) USA: PKB (IV kw.)	<b>26</b> GER: IFO (III) EMU: Podaż pieniądza (II)
<b>29</b> POL: Przetarg bonów skarbowych	<b>30</b> POL: Posiedzenie RPP (I dzień)	<b>31</b> POL: Posiedzenie RPP (decyzja) POL: Bilans płatniczy (IV kw.) EMU: Inflacja wstępna (III) EMU: Nastroje w biznesie; Koniunktura (III) USA: Zamówienia w przemyśle (II)	<b>1 kwietnia</b> EMU: Posiedzenie EBC EMU: Bezrobocie (II) EMU: PMI (III) USA: ISM (III)	<b>2</b> EMU: Ceny producenta (II) EMU: Sprzedaż detaliczna (II) USA: Bezrobocie (III)
<b>5</b> POL: Przetarg bonów skarbowych	<b>6</b> GER: Bezrobocie (III)	<b>7</b> POL: Przetarg obligacji 0K0806	<b>8</b> USA: Ceny producenta (III)	<b>9</b>

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

### Kalendarz publikacji danych w 2004 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie RPP	20-21	24-25	30-31	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PKB*	-	20	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja	15	16 <sup>a</sup>	15 <sup>b</sup>	14	14	14	14	16	14	14	15	14
Inflacja bazowa	23	-	23 <sup>b</sup>	23	24	22	23	24	22	22	23	22
Ceny producenta	20	18	17	20	20	18	19	18	17	19	19	17
Produkcja przemysłowa	20	18	17	20	20	18	19	18	17	19	19	17
Sprzedaż detaliczna	23	20	19	22	24	23	21	20	21	21	24	21
Płace brutto, zatrudnienie	16	13	12	15	17	16	14	13	14	14	17	14
Bezrobocie	23	20	19	22	24	23	21	20	21	21	24	21
Handel zagraniczny	około 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	31	-	-	30	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	30	-	12 <sup>c</sup>	13	14	16	-	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	13	12	14	14	14	-	-	-	-	-	-
Bilans NBP	7	6	5	7	7	7	-	-	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	22	20	22	22	21	22	22	20	22	21	22	22
Ceny żywności, 1-15	-	9 <sup>c</sup> i 25 <sup>d</sup>	25	23	25	25	23	25	24	25	25	23

\* dane kwartalne

<sup>a</sup> dane wstępne za styczeń, <sup>b</sup> dane za styczeń i luty, <sup>c</sup> za styczeń, <sup>d</sup> za luty

Źródło: GUS, NBP



## Dane i prognozy ekonomiczne

### Wskaźniki miesięczne

		lut 03	mar 03	kwi 03	maj 03	cze 03	lip 03	sie 03	wrz 03	paź 03	lis 03	gru 03	sty 04	lut 04	mar 04
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,3	5,5	8,5	11,7	7,9	10,3	5,9	10,9	12,1	9,2	13,9	14,3	14,2	19,6
Sprzedaż detaliczna <sup>c</sup>	% r/r	4,2	-1,7	11,0	9,7	8,1	5,4	5,5	9,7	10,3	11,4	17,3	7,6	8,2	10,6
Stopa bezrobocia	%	20,7	20,6	20,3	19,8	19,7	19,6	19,5	19,4	19,3	19,5	20,0	20,6	20,6	20,4
Place brutto <sup>b c</sup>	% r/r	2,1	0,7	4,2	0,0	3,1	2,4	1,9	2,2	3,0	4,1	5,1	3,5	3,6	3,7
Zatrudnienie <sup>b</sup>	% r/r	-3,9	-4,0	-3,7	-3,5	-3,6	-3,2	-3,2	-3,1	-3,2	-3,3	-3,5	-1,4	-1,4	-1,3
Eksport <sup>d</sup>	% r/r	10,4	9,7	3,9	8,4	3,4	6,8	2,1	17,2	9,1	6,6	7,6	8,0	8,4	2,4
Import <sup>d</sup>	% r/r	0,3	1,6	-6,2	3,1	-4,0	7,2	2,7	11,0	2,7	0,4	4,3	6,6	2,6	1,7
Bilans handlowy <sup>d</sup>	mln EUR	-511	-520	-446	-471	-206	-693	-315	-316	-247	-468	-704	-450	-300	-500
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	mln EUR	-726	-542	-340	-457	-103	-351	-58	-55	325	-337	-722	-250	-450	-500
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	% PKB	-2,7	-2,7	-2,4	-2,4	-2,3	-2,2	-2,3	-2,2	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	-1,8	-1,8
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-11,7	-15,5	-18,0	-23,2	-23,8	-27,7	-29,6	-33,1	-34,8	-35,5	-37,0	-4,2	-11,2	-19,7
Deficyt budżetowy (narastająco)	% całego roku	31,7	41,9	48,7	62,8	64,4	74,9	80,0	89,4	94,2	96,1	100,0	9,3	24,8	43,5
Inflacja (CPI)	% r/r	0,5	0,6	0,3	0,4	0,8	0,8	0,7	0,9	1,3	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,9	3,6	2,7	2,0	2,0	1,9	1,8	2,1	2,7	3,7	3,7	4,2	3,8	3,1
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	-1,2	0,5	0,8	0,3	1,3	0,7	1,7	3,1	4,7	5,6	5,6	5,1	5,2	5,7
Zobowiązania	% r/r	-3,8	-2,3	-2,3	-2,9	-1,9	-2,5	-1,7	-0,2	1,5	3,3	3,8	3,4	3,8	5,0
Należności	% r/r	5,7	8,7	8,7	7,6	5,9	5,0	5,2	5,4	7,5	8,5	8,1	7,4	9,2	8,7
USD/PLN	PLN	3,87	4,01	3,96	3,74	3,80	3,90	3,92	3,98	3,92	3,94	3,79	3,74	3,84	3,87
EUR/PLN	PLN	4,17	4,33	4,30	4,33	4,44	4,44	4,37	4,46	4,59	4,62	4,66	4,71	4,85	4,80
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	6,25	6,00	5,75	5,50	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	6,37	6,17	5,90	5,53	5,38	5,26	5,16	5,17	5,42	5,68	5,69	5,46	5,46	5,50
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	8,00	7,75	7,25	7,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,83	5,67	5,43	4,75	4,66	4,85	4,82	4,91	5,30	5,95	6,02	5,59	5,78	5,90
Rentowność obligacji 2L	%	5,66	5,52	5,16	4,78	4,79	4,89	4,86	5,02	5,53	6,31	6,49	6,17	6,34	6,35
Rentowność obligacji 5L	%	5,58	5,36	5,15	4,88	4,90	5,17	5,38	5,60	6,04	6,86	6,82	6,65	6,76	6,60
Rentowność obligacji 10L	%	5,67	5,52	5,41	5,13	5,03	5,37	5,60	5,93	6,36	6,92	6,75	6,65	6,81	6,60

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

<sup>a</sup> wartość na koniec okresu; <sup>b</sup> w sektorze przedsiębiorstw; <sup>c</sup> nominalnie; <sup>d</sup> dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji


**Wskaźniki kwartalne i roczne**

		2002	2003	2004	1Q03	2Q03	3Q03	4Q03	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04
PKB	mld PLN	780,4	815,0	872,1	187,1	200,2	201,3	226,4	198,5	213,2	215,9	244,5
PKB	% r/r	1,4	3,7	4,8	2,3	3,9	4,0	4,7	4,8	4,4	4,6	5,4
Spożycie ogółem	% r/r	2,8	2,5	3,0	1,1	2,8	2,9	3,3	3,0	2,8	3,0	3,2
w tym: spożycie indywidualne	% r/r	3,3	3,1	3,7	1,4	3,8	3,5	3,9	3,7	3,5	3,7	4,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-5,8	-0,9	7,0	-3,6	-1,7	0,4	0,1	1,0	5,0	8,0	10,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,1	8,7	10,1	4,4	9,1	8,9	12,2	16,0	9,9	7,0	7,3
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,9	7,9	5,8	1,2	9,8	6,4	12,4	7,3	6,0	5,0	5,0
Stopa bezrobocia <sup>a</sup>	%	20,0	20,0	19,2	20,6	19,7	19,4	20,0	20,4	19,4	19,0	19,2
Place realne brutto	% r/r	1,5	2,0	1,4	1,4	1,7	1,7	3,2	1,8	1,4	0,9	1,6
Eksport <sup>b</sup>	% r/r	6,0	7,4	6,2	7,7	5,1	9,0	7,8	6,8	7,0	6,0	5,0
Import <sup>b</sup>	% r/r	3,5	2,5	4,4	3,0	-2,5	7,2	2,5	3,4	4,0	4,0	6,0
Bilans handlowy <sup>b</sup>	mIn EUR	-7 701	-5 462	-4 769	-1 600	-1 118	-1 325	-1 419	-1 250	-770	-1 103	-1 645
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	mIn EUR	-5 404	-3 676	-2 839	-1 584	-895	-463	-734	-1 200	-539	-441	-658
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	% PKB	-2,7	-2,0	-1,5	-2,6	-2,2	-2,1	-2,0	-1,8	-1,6	-1,6	-1,5
Deficyt budżetowy <sup>a</sup>	mld PLN	-39,4	-37,0	-45,3	-15,5	-23,8	-33,1	-37,0	-19,7	-28,7	-36,3	-45,3
Deficyt budżetowy	% PKB	-5,0	-4,5	-5,2	-8,3	-4,2	-4,6	-1,7	-9,9	-4,2	-3,5	-3,7
Inflacja	% r/r	1,9	0,8	2,2	0,5	0,5	0,8	1,5	1,8	2,1	2,6	2,4
Inflacja <sup>a</sup>	% r/r	0,8	1,7	2,4	0,6	0,8	0,9	1,7	1,8	2,3	2,6	2,4
Ceny produkcji	% r/r	1,0	2,6	3,8	3,0	2,2	1,9	3,4	3,7	4,4	3,9	3,1
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	-2,0	5,6	9,0	0,5	1,3	3,1	5,6	5,7	6,2	7,0	5,8
Zobowiązania	% r/r	-4,2	3,8	8,0	-2,3	-1,9	-0,2	3,8	5,0	6,6	7,9	5,9
Należności	% r/r	5,3	8,1	11,9	8,7	5,9	5,4	8,1	8,7	11,1	11,6	12,6
USD/PLN	PLN	4,08	3,89	3,74	3,90	3,83	3,93	3,89	3,81	3,71	3,76	3,69
EUR/PLN	PLN	3,85	4,40	4,68	4,19	4,36	4,42	4,62	4,79	4,63	4,70	4,62
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	6,75	5,25	5,25	6,00	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	9,09	5,69	5,51	6,37	5,60	5,20	5,60	5,47	5,45	5,45	5,65
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	8,75	6,75	6,50	7,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	8,18	5,33	5,14	5,75	4,94	4,86	5,76	5,76	5,00	5,00	4,80
Rentowność obligacji 2L	%	7,94	5,38	6,30	5,58	4,91	4,92	6,11	6,29	6,20	6,50	6,20
Rentowność obligacji 5L	%	7,86	5,61	6,74	5,50	4,98	5,38	6,57	6,67	6,50	7,00	6,80
Rentowność obligacji 10L	%	7,34	5,77	6,77	5,60	5,19	5,63	6,68	6,69	6,60	7,00	6,80

*Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK*
<sup>a</sup> wartość na koniec okresu; <sup>b</sup> dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji



Bank Zachodni WBK S.A.

## PION SKARBU

plac Gen. Władysława Andersa 5, 61-894 Poznań  
sekretariat tel. (61) 856 58 35, fax (61) 856 55 65

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 9.03.2004 r. zostało przygotowane przez:

## ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, fax (22) 586 83 40

Email: ekonomia@bzwbk.pl Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.bzwbk.pl>

**Maciej Reluga** – Główny Ekonomista

tel. (22) 586 83 63, Email: [maciej.reluga@bzwbk.pl](mailto:maciej.reluga@bzwbk.pl)

**Piotr Bielski** (22) 586 83 33

**Piotr Bujak** (22) 586 83 41

**Aleksander Krzyżaniak** (22) 586 83 42

## DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

### Kraków

Rynek Główny 30/8  
31-010 Kraków  
tel. (12) 424 95 01, 424 95 02  
fax (12) 424 21 41

### Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5  
61-894 Poznań  
tel. (61) 856 58 14, 856 58 25  
fax (61) 856 55 65

### Warszawa

ul. Marszałkowska 142  
00-061 Warszawa  
tel. (22) 586 83 20  
fax (22) 586 83 40

### Wrocław

ul. Rynek 9/11  
50-950 Wrocław  
tel. (71) 370 25 87  
fax (71) 370 26 22

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.



Bank Zachodni WBK jest członkiem Allied Irish Banks Group.