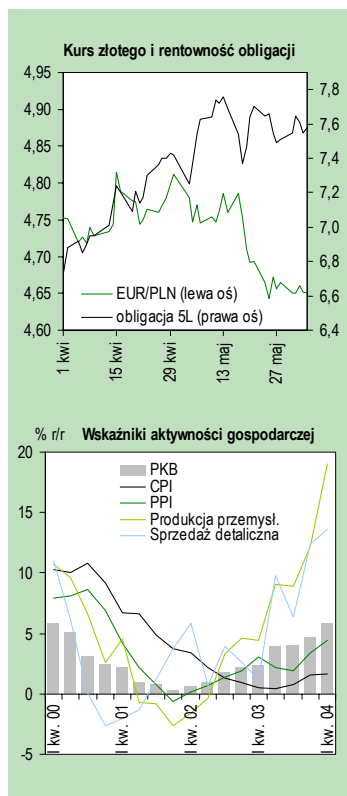


# MAKROskop

## Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Czerwiec 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

## Przedwyborcze ożywienie

▪ **Za kilka dni prezydent Aleksander Kwaśniewski nominuje po raz kolejny Marka Belkę na stanowisko premiera.** Przez ostatnie kilka tygodni na rynkach finansowych obserwowane było uspokojenie nastrojów – w maju rentowności obligacji były stabilne a złoty umocnił się o około 4%. Wydaje się, że rynek wycenił scenariusz poparcia dla rządu Belki w ostatnim, trzecim kroku, jednak nadal jest bardzo niepewne czy SLD uda się zebrać nawet zwykłą większość głosów w parlamencie. Tym bardziej, że po wydarzeniach w Sejmie, kiedy to opozycji udało się wygrać ważne z politycznego punktu widzenia głosowanie nad raportem w sprawie afery Rywina, nawet czołowi politycy SLD są co do tego coraz bardziej sceptyczni. Być może kiepski wynik wyborów do Parlamentu Europejskiego skłoni niektóre partie do głosowania za rządem Belki w strachu przed przyspieszonymi wyborami do parlamentu krajowego. Warto jednak pamiętać, że nawet zaakceptowanie rządu przez Sejm nie oznacza poparcia dla najważniejszych ustaw związanych z finansami publicznymi. Dlatego nie jesteśmy optymistami jeśli chodzi o rozwój sytuacji na polskim rynku finansowym w trzecim kwartale.

▪ **Polska gospodarka nic sobie nie robi z zamieszania politycznego i rozwija się w coraz szybszym tempie.** Kwietniowe dane pokazały, że polska gospodarka weszła w drugi kwartał z równie mocnym impetem, jaki obserwowany był na początku tego roku i potwierdziły, że ożywienie gospodarcze jest kontynuowane, a wzrost PKB w tym roku będzie dużo wyższy niż ktokolwiek mógł się spodziewać jeszcze pół roku temu. Opublikowane dane mogą sugerować, że wzrost gospodarczy w tym kwartale może być bliższy 6% niż 5%, ale wciąż trudno jest oszacować na ile były one pod wpływem wzrostu sprzedaży niektórych towarów przed akcesją do UE, związaną z oczekiwaniami wyższych cen po akcesji. Ponieważ oczekujemy pewnego spowolnienia dynamiki wskaźników ekonomicznych w okresie maj-czerwiec, jak na razie podtrzymujemy nasze prognozy wzrostu gospodarczego na ten rok.

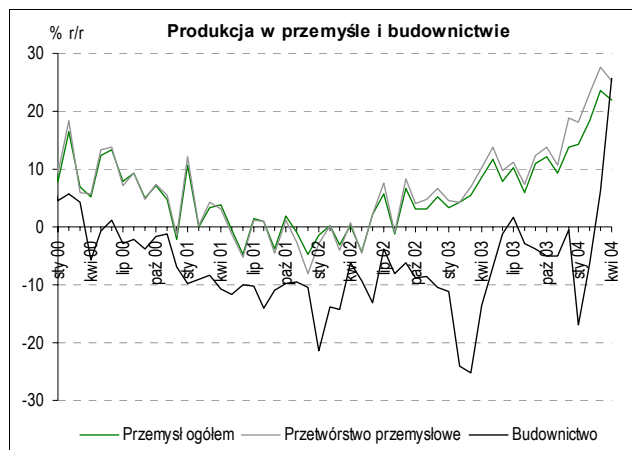
▪ **Bank centralny dostrzega coraz więcej czynników ryzyka wzrostu inflacji, ale uważa, że w pewnym stopniu większa presja inflacyjna ma charakter przejściowy.** Zgodnie z oczekiwaniami, RPP nie zmieniła stóp procentowych na majowym posiedzeniu i podtrzymała restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej. Oczekujemy, że RPP będzie chciała zaczekać kilka miesięcy zanim dokona ostatecznej oceny, do jakiego stopnia obserwowany ostatnio wzrost inflacji został spowodowany przez przejściowe czynniki, a do jakiego wynika z czynników przekładających się na wzrost długookresowej presji inflacyjnej. Nadal zakładamy, że pierwsza podwyżka stóp procentowych nastąpi najwcześniej w lipcu, ponieważ właściwa ocena sytuacji wymagać będzie analizy danych za więcej niż jeden miesiąc po przystąpieniu do UE.

### Na rynku finansowym 31 maja 2004 r.:

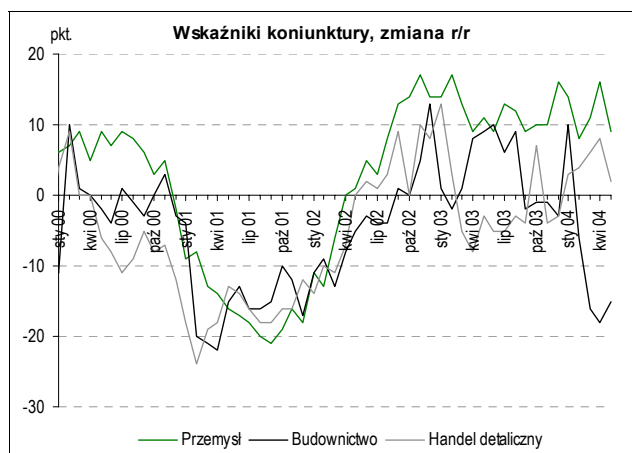
Stopa depozytowa NBP	3,75	WIBOR 3M	6,00	USDPLN	3,8044
Stopa referencyjna NBP	5,25	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	6,88	EURPLN	4,6509
Stopa lombardowa NBP	6,75	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	7,55	EURUSD	1,2225

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 04.06.2004 r.

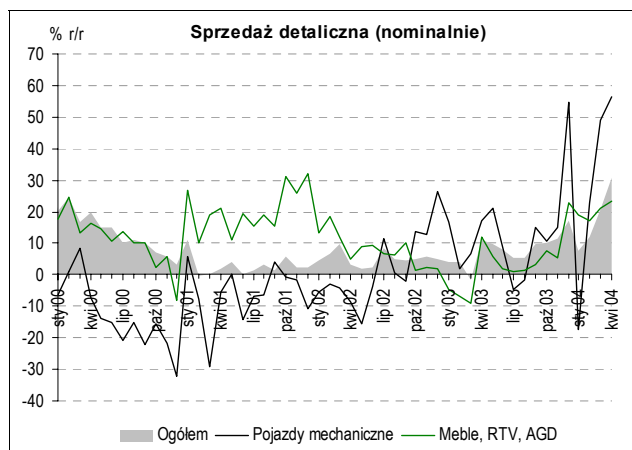
## Gospodarka Polski

**Bardzo wysoki wzrost produkcji (również budowlanej!)**

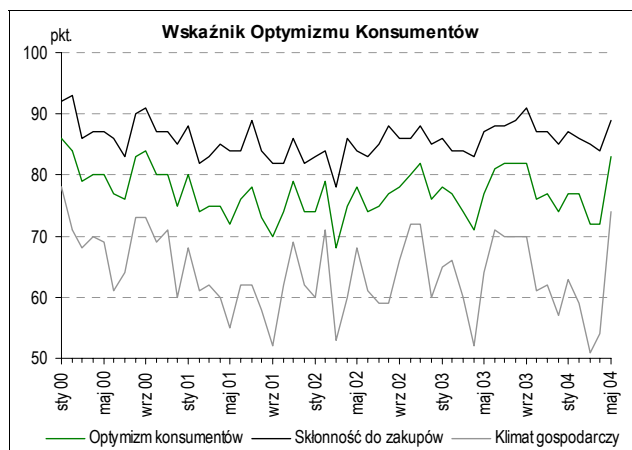
- Produkcja przemysłowa w kwietniu wzrosła o 21,9% r/r, co było powyżej prognoz rynkowych i powyżej przeciętnego wzrostu osiągniętego w I kwartale br. (18,7% r/r). Sezonowo dostosowany wzrost wyniósł 20,6% r/r i był największy od co najmniej 10 lat.
- Głównym czynnikiem wzrostu produkcji przemysłowej ogółem był wzrost w przetwórstwie przemysłowym, który wyniósł aż 25,2% r/r, podczas gdy w górnictwie produkcja zwiększyła się o 19,3% r/r.
- Co ważne, produkcja budowlano-montażowa, która przez dłuższy czas pozostawała w tyle w porównaniu z innymi wskaźnikami makroekonomicznymi, zanotowała w kwietniu rekordowo wysoki wzrost (najwyższy w ostatnich 6 latach) o 25,8% r/r.
- Możliwym wytłumaczeniem odbicia w budownictwie jest wyższa sprzedaż materiałów budowlanych przed wejściem do UE (celem uniknięcia skutków wzrostu stawki VAT do 22% z dniem 1 maja).

**Wskaźniki koniunktury pierwszą wskazówką nastrojów w maju**

- Podobnie jak w poprzednich miesiącach, nastąpiła pewna poprawa koniunktury w przemyśle i handlu detalicznym, podczas gdy w budownictwie trwało pogorszenie nastrojów.
- Wskaźnik koniunktury w przemyśle zmniejszył się w maju z 20 do 14 pkt; wskaźnik w handlu detalicznym wyniósł -14 pkt, nieco lepiej niż w kwietniu (-16 pkt), ale był tylko o 2 pkt wyższy niż w maju 2003; wskaźnik sektora budowlanego sezonowo polepszył się w maju, ale w ujęciu rocznym wskaźnik spadł o 15 pkt i był to najgorszy wynik majowy w ostatnich dziesięciu latach.
- Zmiany roczne klimatu gospodarczego w poszczególnych sektorach w maju w porównaniu z kwietniem i średnią zmianą odnotowaną w pierwszym kwartale tego roku sugerują pewne pogorszenie koniunktury. Będziemy musieli poczekać kilka miesięcy na potwierdzenie tej informacji w danych.

**Sprzedaż detaliczna o 30% w górę! Nie na zawsze**

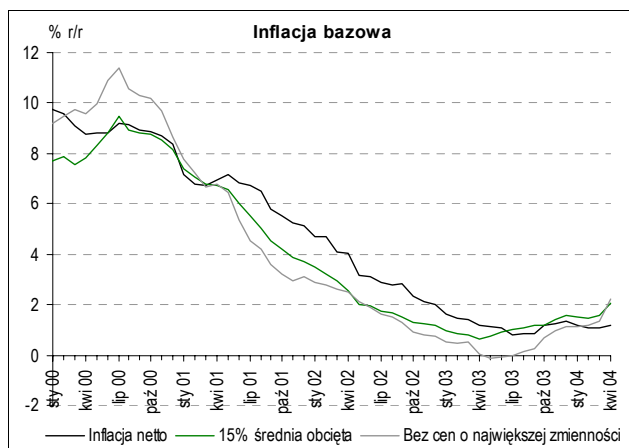
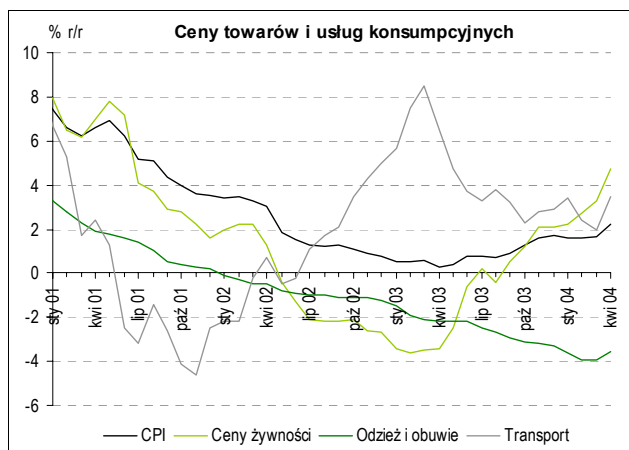
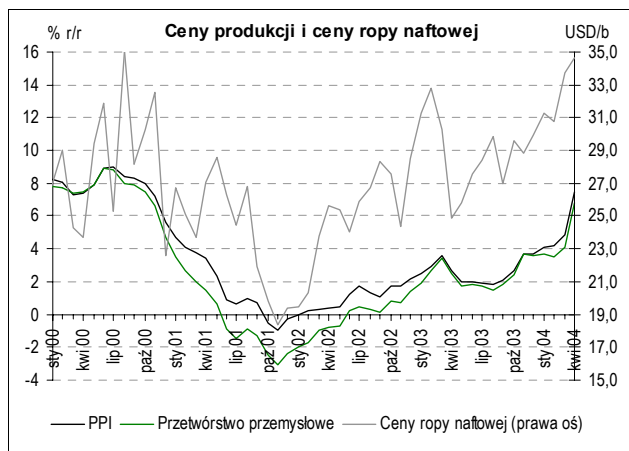
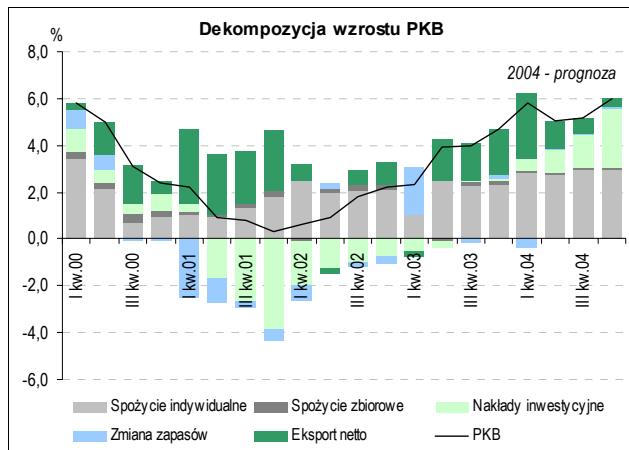
- Sprzedaż detaliczna wzrosła w kwietniu znacznie powyżej prognoz rynkowych – o 30,6% r/r po wzroście o 20,7% w marcu i średnio o 13,5% w I kwartale.
- Podobnie jak w marcu, największy wpływ na wzrost sprzedaży miał sektor pojazdów mechanicznych (wzrost o 56,3% pod wpływem oczekiwanych zmian w odliczeniach VAT po 1 maja).
- W większości sektorów również odnotowano dwucyfrowy wzrost (o 24,9% r/r w sekcji żywność, alkohol, tytoń i o 23,5% w sekcji meble, RTV, AGD).
- Znacznie silniejsze od oczekiwań dane kwietniowe były w dużej części pod wpływem wzrostu sprzedaży przed akcesją do UE (związaną z oczekiwaniami wyższych cen po akcesji), w związku z czym oczekujemy pewnego spowolnienia dynamiki wskaźników makroekonomicznych kiedy już efekt ten zniknie.

**Euforia optymizmu konsumentów**

- Wysoki optymizm związany z wejściem Polski do UE został również wykazany w wynikach badania nastroju konsumentów.
- Ogólny wskaźnik optymizmu konsumentów wzrósł w maju o 11 pkt. Skala poprawy ocen ogólnej sytuacji gospodarczej była jeszcze bardziej wyraźna i wyniosła 20 pkt.
- Oprócz zmiany rządu, wzrost optymizmu konsumentów mógł być również wynikiem psychologicznego efektu przystąpienia do UE. Pomimo spadku obaw przed bezrobociem, ocena własnej sytuacji gospodarstw domowych była dość ostrożna – wskaźnik skłonności do zakupów wzrósł zaledwie o 5 pkt.
- Co ciekawe, i ważne z punktu widzenia polityki pieniężnej, w maju nastąpił spadek oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych.

Źródło: GUS, Ipsos-Demoskop, szacunki własne

## Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

## Rewelacyjny początek drugiego kwartału

- Kwietniowe dane potwierdziły, że ożywienie gospodarcze jest kontynuowane, a wzrost PKB w tym roku będzie dużo wyższy niż ktokolwiek mógł się spodziewać jeszcze około 6 miesięcy temu.
- Za przyspieszeniem tempa wzrostu gospodarczego w pierwszej połowie roku stały prywatna konsumpcja i eksport.
- Na podstawie wyników finansowych przedsiębiorstw za I kwartał br. (wzrost zysku netto do 13,4 mld zł z 3,1 mld zł w I kw. 2003), można być optymistą jeśli chodzi o wzrost inwestycji w tym roku.
- Ministerstwo Finansów podwyższyło prognozę wzrostu PKB w II kwartale br. do 6%. My jednak, jak na razie, podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu w II kwartale na poziomie 5,1%, ponieważ oczekujemy pewnego pogorszenia wyników gospodarki w okresie maj-czerwiec. Podtrzymujemy prognozę wzrostu o 5,5% w całym roku.

## Wysokie ceny surowców pociągnęły w górę indeks PPI

- Indeks PPI wzrósł w kwietniu aż o 2% w porównaniu z poprzednim miesiącem, co spowodowało wzrost wskaźnika rocznego inflacji PPI do 7,5% (z 4,9% w marcu).
- Wzrost ten spowodowany był niemalże wyłącznie przez wysokie ceny surowców – ceny w produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej wzrosły o 13,4%, ceny w produkcji metali o 13,1%, ceny w górnictwie węgla kamiennego i brunatnego o 9,2%.
- Istotna zmiana cen nastąpiła również w sektorze budowlanym – o 1,1% m/m i 1,5% r/r.
- PPI może wzrosnąć do ok. 9% w maju na skutek wciąż wysokich cen paliw, które w analogicznym okresie roku poprzedniego odnotowywały spadki. Mimo decyzji OPEC z 3 czerwca o wzroście wydobycia ropy naftowej, jej ceny raczej nie spadną w najbliższym okresie z powodu utrzymującego się ryzyka geopolitycznego.

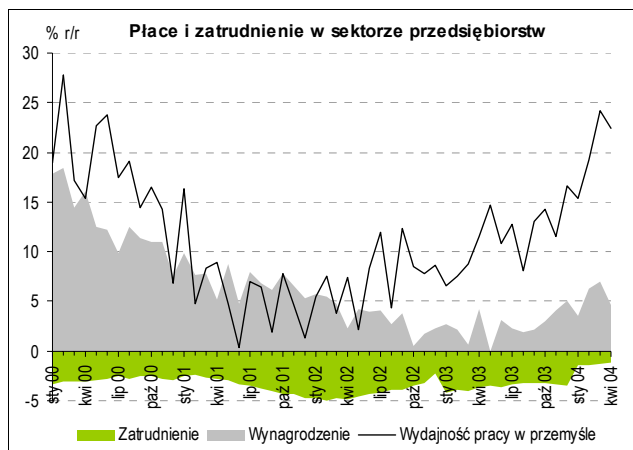
## Indeks cen konsumenta najwyższy od dwóch lat

- Wysokie ceny producenta nie przekładają się tak szybko na ceny detaliczne i wyższą inflację konsumenta (CPI), ponieważ wydaje nam się, że w pierwszej kolejności następuje obniżenie marż.
- Ceny konsumenta w kwietniu wzrosły o 0,8% m/m, a roczny wskaźnik CPI przyspieszył do 2,2% z 1,7% r/r w marcu, co było poniżej oczekiwań rynkowych.
- Wynikało to prawie wyłącznie z działania niekorzystnych czynników podażowych (ceny paliw i ceny żywności), co oznacza, że nadal nie ma oznak presji popytowej na CPI.
- Kwietniowe dane inflacyjne pokazały, że przynajmniej na razie nie ma oznak przenoszenia efektów cenowych szoków podażowych na ceny innych dóbr i usług.
- Prognozujemy inflację CPI na poziomie 2,8% w grudniu 2004.

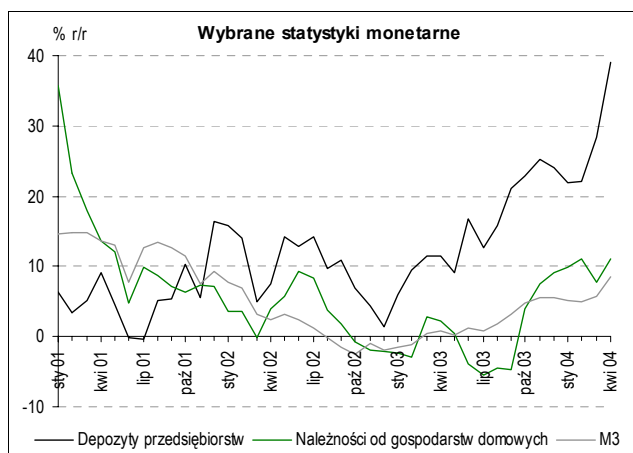
## Inflacja bazowa podąża w górę za CPI

- Inflacja netto (CPI po wyłączeniu cen paliw i żywności) zanotowała tylko nieznaczny wzrost o 0,1 pkt. proc., z poziomu 1,1% do 1,2% r/r. Wyraźnie potwierdza to, że bieżący wzrost inflacji wynika w decydującej mierze z dwóch czynników podażowych.
- Wzrost pozostałych miar inflacji bazowej był znacznie silniejszy i wyniósł od 0,5 pkt. proc. (w przypadku 15%-średniej obciążonej) do 0,9 pkt. proc. (CPI po wyłączeniu cen o największej zmienności), w trzech przypadkach przekraczając nawet odpowiedni wzrost CPI.
- Jeden wskaźnik – CPI po wyłączeniu cen kontrolowanych – przekroczył główną stopę inflacji (sięgając 2,26% r/r).
- Wzrost inflacji bazowej może sugerować, że nawet jeśli główne źródła rosnących cen konsumenta mają charakter podażowy, to mogą one przyczynić się do wzrostu cen innych towarów i usług, powodując nasilenie presji inflacyjnej w średnim terminie.

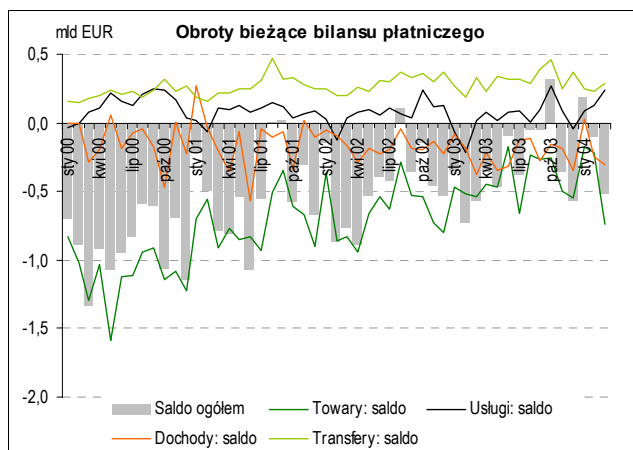
## Gospodarka Polski

**Płace niższe, zatrudnienie wyższe od oczekiwań**

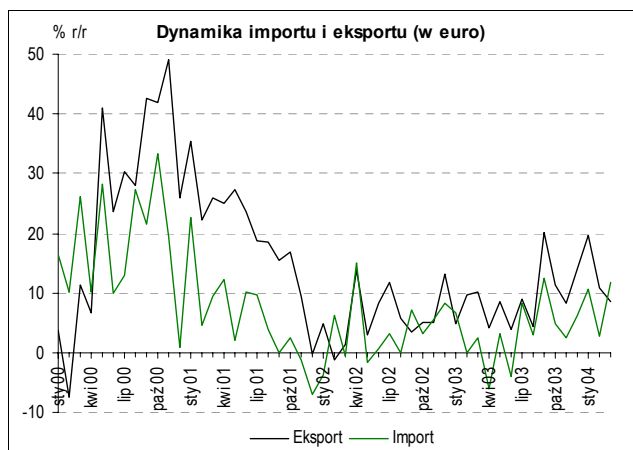
- Wynagrodzenia były poniżej oczekiwań, wzrastając o 4,6% r/r (wobec średniej prognozy rynku na poziomie 6,5%), czyli wolniej niż w ostatnich kilku miesiącach (5,6% r/r średnio w I kw. 04).
- Wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (0,2% m/m) największy od stycznia 1999 r. Za wcześnie by uznać że mamy do czynienia z wyraźnym wzrostem popytu na pracę w gospodarce.
- Fundusz płac przedsiębiorstw wzrósł o 3,4% r/r w ujęciu nominalnym oraz 1,2% r/r realnie – wolniej niż w I kwartale.
- Nadal jest to dość szybki wzrost pokazujący pewien potencjał dla wzrostu spożycia indywidualnego w tym roku, ale nie sądzimy by wzrost dochodów rozporządzalnych wynikający ze wzrostu płac stał się już niebezpieczny dla perspektyw inflacji w Polsce gdyż wydaje się usprawiedliwiony wysoką dynamiką wydajności pracy.

**Silny przyrost statystyk pieniężnych**

- Przyspieszenie wzrostu podaży pieniądza w kwietniu (do 8,4% r/r z 5,7%) było wynikiem silniejszego przyrostu depozytów i nadal wysokiej dynamiki pieniądza gotówkowego.
- Bardzo wysoki wzrost depozytów przedsiębiorstw (39% r/r) sugeruje, że firmy są w stanie zwiększać nakłady inwestycyjne, między innymi dzięki dobrym wynikom finansowym.
- Po stronie należności nadal silny jest przyrost kredytów gospodarstw domowych – o 4,1% m/m (najsilniejszy wzrost od lipca 2001 r.) i 18,2% r/r.
- Choć skala przyspieszenia akcji kredytowej była większa niż oczekiwano, jest ona związana głównie z rozwojem na rynku kredytów mieszkaniowych i na razie trudno mówić o zagrożeniu dla inflacji ze strony procesów pieniężnych.

**Nieco większy deficyt obrotów bieżących**

- Deficyt obrotów bieżących powiększył się w marcu do 519 mln € wobec 101 mln € w poprzednim miesiącu i 566 mln € rok wcześniej, co było wynikiem gorszym od oczekiwań.
- Przyczyną tego był głębszy niż oczekiwano deficyt handlowy, który wyniósł 744 mln € wobec 218 mln € w lutym i 541 mln € w marcu 2003.
- Deficyt obrotów bieżących w marcu pogorszył się również pod wpływem deficytu w bilansie dochodów, który wyniósł 306 mln € wobec 131 mln € w lutym. Na rachunku transferów bieżących i usług zanotowano nadwyżki odpowiednio 293 mln € i 238 mln €.
- Nie widzimy powodów do obaw o nierównowagę zewnętrzną polskiej gospodarki, chociaż należy się liczyć z umiarkowanym pogorszeniem bilansu obrotów bieżących wraz z umocnieniem wzrostu popytu krajowego.

**Statystyki handlu zagranicznego wciąż dobre**

- Po raz pierwszy od wielu miesięcy, marcowe dane NBP pokazały wyższą roczną dynamikę importu (11,7% r/r wobec 2,7% w lutym) niż eksportu (8,5% r/r z 10,9% w lutym).
- Należy jednak pamiętać, że w przypadku importu mieliśmy do czynienia z bardzo niską bazą statystyczną, gdyż jego dynamika była mocno przygaszona na początku 2003 r. – w przeciwieństwie do eksportu, który rośnie w szybkim tempie już od kilku lat.
- Co więcej, możliwe, że wartość importu była podwyższona przed przystąpieniem Polski do UE, ponieważ wielu importerów przyspieszyło transakcje przed akcesją. Mogło to również dotyczyć eksportu, ale prawdopodobnie w mniejszym stopniu.
- Przyspieszenie wzrostu importu nie wynikało tylko z czynników jednorazowych, ale również ze stopniowego ożywienia popytu krajowego. Oczekujemy kontynuacji tej tendencji w przyszłości.

Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

## Pod lupą: Bank centralny

### Istotne fragmenty komunikatu RPP z dnia 26 maja 2004

Czynniki sprzyjające niskiej inflacji: nadal niska dynamika kredytu dla przedsiębiorstw; utrzymuje się wysoki wzrost wydajności pracy; wciąż utrzymuje się wysokie bezrobocie.

Czynniki rodzące ryzyko wzrostu inflacji: rosnące od początku roku oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych ustabilizowały się w maju br. na podwyższonym poziomie; znacząco wzrosły ceny produkcji sprzedanej przemysłu; coraz wyraźniejsze są również sygnały znaczącego ożywienia popytu krajowego; trend wzrostowy sprzedaży detalicznej może mieć trwałe podstawy; nasilają się sygnały świadczące o nadchodzącym ożywieniu w inwestycjach; czynniki podażowe stanowią coraz większe zagrożenie dla dalszego wzrostu presji inflacyjnej; brak naprawy finansów publicznych oraz niestabilność polityczna są źródłem utrzymującej się niepewności na rynkach finansowych.

Te czynniki [wysokie oczekiwania inflacyjne, znaczący wzrost PPI, wzrost inflacji bazowej] w połączeniu ze wzrostem aktywności gospodarczej, którego skala znacząco przewyższa oczekiwania, wskazują na wysokie prawdopodobieństwo dalszego wzrostu inflacji. Jednakże, przeprowadzone analizy wskazują, że niektóre z czynników wpływających na wzrost oczekiwań inflacyjnych mogą być związane z wejściem Polski do Unii Europejskiej, a zatem prawdopodobnie mają charakter tymczasowy. Można zakładać, że dane dostępne w najbliższym czasie pozwolą lepiej ocenić siłę oddziaływania efektów przejściowych.

### Istotne fragmenty „Raportu o inflacji” za I kwartał br.

Na kształtowanie się bieżącej inflacji wpłynęły głównie czynniki podażowe, takie jak drożająca żywność i wzrost cen surowców na świecie. Jednak w ocenie NBP, znacząco szybszy wzrost cen od kwietnia br. był już w większym stopniu wynikiem zwiększonej presji popytowej, co w pewnym stopniu wiązało się z oczekiwaniami wzrostu cen po wejściu Polski do Unii Europejskiej.

Według prognoz NBP, opartych na danych dostępnych w kwietniu br., oraz przy uproszczonym założeniu niezmiennych stóp procentowych prawdopodobieństwo, że inflacja w 2005 r. przekroczy górną granicę dopuszczalnych odchyśleń od celu, wyznaczonego na poziomie 2,5% +/- 1 pkt proc., jest wyższe niż 50 procent.

Od początku roku nasilają się czynniki zwiększające presję inflacyjną i jednocześnie maleje rola niektórych czynników dotychczas ograniczających tempo wzrostu cen.

Przeprowadzone analizy wskazują, że niektóre z czynników wpływających na wzrost oczekiwań inflacyjnych mogą być związane z wejściem Polski do Unii Europejskiej, a zatem prawdopodobnie mają charakter tymczasowy. Można zakładać, że dane dostępne w najbliższym czasie pozwolą lepiej ocenić siłę oddziaływania efektów przejściowych. (...) Nie można jednak wykluczyć, że w sytuacji, w której ożywieniu gospodarczemu towarzyszyłyby niekorzystne wstrząsy podażowe, wzrostowa tendencja oczekiwań inflacyjnych mogłaby utrwalić się i poważnie zagrozić realizacji celu inflacyjnego.

### Stopy bez zmian... do czasu

▪ Decyzja RPP w maju była zgodna z oczekiwaniami. Rada podtrzymała restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej, przyjęte miesiąc wcześniej, ale stopy procentowe pozostały bez zmian; stopa referencyjna od 11 miesięcy pozostaje na poziomie 5,25%.

▪ Komunikat po posiedzeniu Rady i komentarze jej członków na konferencji prasowej pokazały, że chociaż RPP dostrzega wiele czynników, zwiększających prawdopodobieństwo dalszego wzrostu inflacji, to równocześnie uznaje, że część tych efektów może wynikać z konsekwencji przystąpienia Polski do UE, w związku z czym może mieć charakter przejściowy.

▪ Nadal zakładamy, że pierwsza podwyżka stóp procentowych nastąpi najwcześniej w lipcu, ponieważ właściwa ocena sytuacji wymagać będzie analizy danych za więcej niż jeden miesiąc po przystąpieniu do UE.

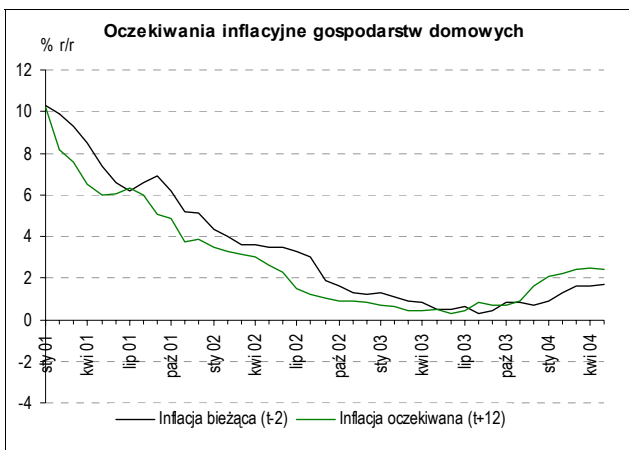
### Zagrożenie dla celu inflacyjnego w 2005 r.

▪ Podobne do przedstawionych w komunikacie po majowym posiedzeniu RPP wnioski na temat sytuacji gospodarczej i presji inflacyjnej zostały zawarte w „Raportie o inflacji” za I kwartał br.

▪ Powtórzono ostrzeżenie o wzroście prawdopodobieństwa dalszego przyspieszenia inflacji, rodzącego ryzyko przekroczenia górnej granicy celu inflacyjnego w 2005 roku.

▪ W ocenie NBP presja popytowa nasiliła się, ale w pewnym stopniu było to związane z wejściem do UE, co oznacza, że część presji inflacyjnej może być przejściowa.

▪ NBP oczekuje, że po kontynuacji przyspieszenia inflacji w 2005, prawdopodobne jest osłabienie tempa wzrostu cen w 2006 r., co oznacza, że skala coraz bardziej prawdopodobnych podwyżek stóp procentowych nie powinna być znaczna.



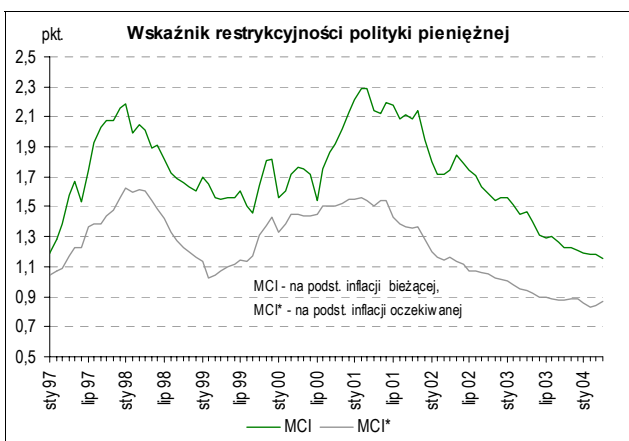
### Oczekiwania inflacyjne głównym czynnikiem ryzyka

▪ Na pierwszy miejscu czynników rodzących ryzyko wzrostu presji inflacyjnej są rosnące oczekiwania inflacyjne.

▪ W maju nastąpił nieznaczny spadek oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych, ale wg NBP niektóre miary oczekiwań inflacyjnych ponownie wzrosły, a oczekiwania podwyżek cen w handlu detalicznym osiągnęły najwyższy poziom od 1997 r.

▪ Niemniej, NBP zwraca uwagę, że czynnikiem wywierającym silny wpływ na oczekiwania inflacyjne ludności były - często nieuzasadnione - obawy o wzrost cen po wejściu Polski do UE.

▪ NBP podkreślił, że wyraźnie wzrosły oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw oraz, w jeszcze większym stopniu, prognozy cen ich własnych wyrobów. Po raz pierwszy od II kw. 2001 r. o zamiarze podniesienia cen swoich towarów poinformowała ponad połowa ankietowanych przedsiębiorstw.



### Nastawienie już restrykcyjne – polityka jeszcze ekspansywna

▪ RPP przyjmując restrykcyjne nastawienie, podobnie jak zapowiadając wcześniej jego zmianę, ograniczyła sobie swobodę ruchu. Bez ponownej zmiany nastawienia na neutralne, trudno będzie bankowi centralnemu utrzymać nominalne stopy procentowe bez zmian.

▪ Realne stopy procentowe są coraz niższe i nadal będą spadać, chociażby w wyniku wzrostu inflacji i oczekiwań inflacyjnych. Trzymiesięczna stawka WIBOR w wyrażeniu realnym jest obecnie najniższa od listopada 1996 r.

▪ Wskaźnik restrykcyjności polityki pieniężnej (MCI), który oprócz zmian realnych stóp procentowych uwzględnia zmiany kursu walutowego, w ciągu ostatniego roku spadł (szczególnie przy uwzględnieniu bieżącej inflacji), mimo że nominalne stopy procentowe od 12 miesięcy pozostają bez zmian.

Źródło: GUS, NBP, Reuters

## Pod lupą: Bank centralny

### Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

### Komentarz

#### Dariusz Filar, członek RPP

Reuters, 18 maja

Nie ma czegoś takiego jak automatyzm, że zmiana nastawienia na restrykcyjne oznacza, że na następnym posiedzeniu będzie podwyżka. Takiego automatyzmu na pewno nie ma. Doświadczenia na świecie uczą, że decyzje o zmianie poziomu stóp muszą dokładnie uwzględniać stopień rozpędzenia gospodarki. Niedobrze jest, kiedy występuje pewna nadreakcja ze strony władzy monetarnej, która nie daje gospodarce osiągnąć odpowiedniego tempa.

Pamiętać trzeba o tym, że jednopunktowe marginesy wokół ciągłego celu inflacyjnego na poziomie 2,5% są tylko pewnego rodzaju marginesami bezpieczeństwa, a istotą jest ten środkowy punkt celu inflacyjnego, czyli 2,5%. Również poziom referencyjny ustalony przez [traktat z] Maastricht wynosi teraz dokładnie 2,5%. Jeśli chcemy w jakiejś perspektywie myśleć o euro, to musimy w tej chwili w ten poziom inflacji 2,5% mocno wejść i przyzwyczaić gospodarke, producentów i konsumentów, że jest to wielkość optymalna i z perspektywy wchodzenia do strefy euro właściwa.

#### Stanisław Nieckarz, członek RPP

Trybuna, 22 maja

Na razie nie jest ona [presja inflacyjna wywołana szybszym wzrostem gospodarczym] tak silna, aby groziła przekroczeniem górnego przedziału celu inflacyjnego, czyli 3,5%. Nie ma też podstaw, żeby kurs złotego uległ osłabieniu. Te doraźne wahania, które występują, są wynikiem różnych operacji kapitału portfelowego (spekulacyjnego).

#### Andrzej Sławiński, członek RPP

PAP, 26 maja

Konsekwencją ożywienia gospodarczego jest ożywienie procesów inflacyjnych, ale zgodnie z naszymi analizami one, ani nie mają, ani nie będą miały charakteru silnie kumulatywnego. W związku z czym bank emisyjny ma ten komfort, który właśnie wykorzystał, żeby jeszcze trochę zostawić miejsca na ocenę biegu wydarzeń w gospodarce i podjąć decyzję, która zdaniem Rady będzie najbardziej właściwa.

#### Halina Wasilewska-Trenkner, członek RPP;

Reuters, 2 czerwca

Z wielu symulacji wynika, że gdyby nie doszło do przeciwdziałania inflacji, czyli nie dokonano by podniesienia stóp procentowych, to na przełomie I i II kwartału 2005 roku inflacja przekroczyłaby górny poziom celu inflacyjnego. Danym za marzec i kwiecień dotyczących inflacji musieliśmy przypisywać dużą dozę zakłóceń związanych z akcesją. W czerwcu skutki akcesji powinny być już w dużej mierze widoczne, choć w pełni powinny być widoczne za rok. Po drugie, także kwestia niepewności związanych z sytuacją wokół rządu także jest czynnikiem zakłócającym normalne funkcjonowanie gospodarki. Tu także czerwiec przyniesie rozstrzygnięcie. A po trzecie, pozostaje także kwestia decyzji OPEC odnośnie poziomu wydobycia (...). W czerwcu elementy ryzyka albo zostaną wyłączone, albo zostaną na trwałe, co wzmocni wszystkie zdarzenia, które obserwowaliśmy. Łatwiej będzie można ocenić procesy inflacyjne bez okresowych zaburzeń. Jak silna będzie konieczność podniesienia stóp procentowych w czerwcu (...) trudno odpowiedzieć, nie można jednak tego wykluczyć, choć nie jest to przesądzone.

#### Andrzej Wojtyna, członek RPP

Rzeczpospolita, 27 maja

[pyt. Czy Rada będzie chciała wcześniej zapobiegać nadmiernemu wzrostowi inflacji?] To zależy, jak duże znaczenie przy decyzjach można przywiązywać do prognozy inflacyjnej. Obecnie jest wiele zmian instytucjonalnych, które zakłócają te projekcje. Dobrze działający bank centralny zawsze musi działać wyprzedzająco, ze względu na to, że występują opóźnienia w polityce ekonomicznej. W tym kontekście byłoby niedobrze, gdyby odradzający się popyt inwestycyjny został wygaszony. [...] Dlatego obecne miesiące są bardzo interesujące i trudne pod względem oceny tego, co stanie się w Polsce z popytem inwestycyjnym. Jego utrwalenie jest niezwykle ważne dla trwałości ożywienia. Nikt by się nie cieszył – bank centralny również – jeśli 6% tempo wzrostu PKB szybko spadłoby do 2%.

Po wcześniejszych wypowiedziach, które wzmacniały oczekiwania rynku finansowego na szybką podwyżkę stóp procentowych, członek RPP Dariusz Filar przedstawił bardziej wyważony punkt widzenia, sugerujący, że podwyżka stóp raczej nie powinna nastąpić automatycznie w ciągu jednego-dwóch najbliższych miesięcy od zmiany nastawienia w polityce pieniężnej. Filar podkreślił, że ewentualna decyzja nt. zmiany stóp banku centralnego nie będzie automatyczna, ale będzie uzależniona od dalszego rozwoju sytuacji ekonomicznej. RPP będzie musiała ze szczególną uwagą przeanalizować dane statystyczne za miesiące bezpośrednio po akcesji Polski do UE. Wydaje nam się, że sugeruje to, że RPP będzie chciała poczekać z kolejnym ruchem w polityce pieniężnej do momentu, aż otrzyma dane za maj i czerwiec (czyli przynajmniej do lipca). Co więcej, członek RPP podkreślił, że zmiany stóp procentowych muszą dokładnie odzwierciedlać skalę ożywienia gospodarczego, oraz że nie jest dobrze, gdy następuje „nadreakcja” ze strony władz monetarnych, ponieważ mogłoby to uniemożliwić gospodarce osiągnięcie optymalnego tempa wzrostu.

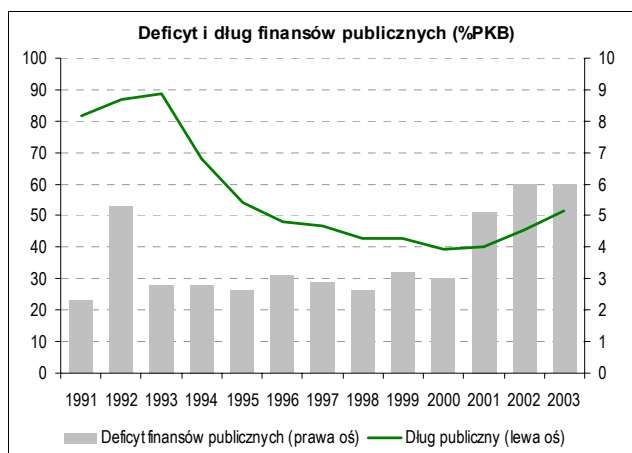
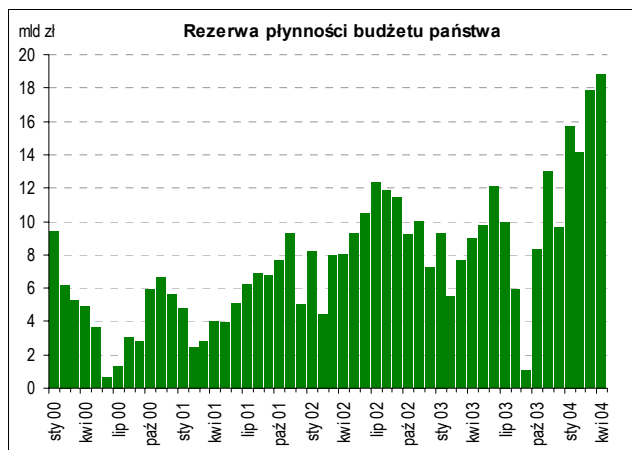
Wypowiedź Stanisława Nieckarza pokazuje, że poglądy w RPP na temat zagrożenia presją inflacyjną są zróżnicowane. Podczas gdy niektórzy członkowie Rady dostrzegają coraz większe ryzyko przekroczenia przez inflację górnej granicy celu inflacyjnego, są też tacy, którzy nie widzą istotnego zagrożenia dla realizacji celu banku centralnego. Oznacza to, że przeforsowanie w Radzie szybkich podwyżek stóp nie będzie łatwe, a skala ewentualnego zaostrzenia polityki pieniężnej powinna być umiarkowana.

Andrzej Sławiński jest jednym z członków RPP, którzy dostrzegają potencjalne zagrożenie ze strony inflacji w najbliższym czasie, ale są ostrożni w ocenie ryzyka inflacyjnego. Jego wypowiedź potwierdza naszą opinię, że Rada będzie chciała odczekać jakiś czas przed zmianą stóp procentowych, aby z większą pewnością odróżnić przejściowe czynniki wpływające na dynamikę inflacji od czynników długofalowych. Zdaniem Sławińskiego, RPP ma pewien zakres swobody i może poczekać na dalszy rozwój wydarzeń ekonomicznych, aby podjąć naprawdę właściwą decyzję.

Zdaniem Haliny Wasilewskiej-Trenkner w czerwcu siła rosnącej presji inflacyjnej będzie łatwiejsza do oceny, ale jest zbyt wcześnie, aby stwierdzić czy podwyżka stóp nastąpi już w tym miesiącu. Odpowiedź na to pytanie będzie uzależniona od danych makroekonomicznych i ważnych wydarzeń politycznych w czerwcu. Wasilewska-Trenkner wskazała na trzy kluczowe elementy, w przypadku których czerwiec powinien przynieść rozstrzygnięcia ważne z punktu widzenia oceny perspektyw inflacji. Po pierwsze, jest to niepewność dotycząca losów rządu, która zakłóca normalne funkcjonowanie gospodarki (choć naszym zdaniem niezwykle trudno jest ocenić wpływ różnych scenariuszy politycznych na inflację). Drugi element to decyzja OPEC w sprawie limitów wydobycia ropy naftowej, a trzeci to miesięczne dane makroekonomiczne (pierwsze dane po przystąpieniu do UE). W sumie, stwierdzenia Wasilewskiej-Trenkner sugerują, że dane, które zostaną opublikowane w czerwcu mogą dać RPP jasność odnośnie presji inflacyjnej, co oznacza, że możliwa decyzja o podwyżce stóp procentowych może zostać podjęta już na posiedzeniu Rady w czerwcu. Wydaje nam się jednak, że lipiec jest bardziej prawdopodobny.

Andrzej Wojtyna zaleca brak pośpiechu i ostrożność RPP w ocenie obecnej i przyszłej presji inflacyjnej. Zdecydowanie podkreślił on, że Rada powinna być ostrożna z zaostrzeniem polityki pieniężnej, aby nie stłumić ożywienia gospodarczego. Podobnie jak większość innych członków Rady stwierdził, że istnieje obecnie wiele czynników, które utrudniają ocenę perspektyw inflacji. Zwrócił uwagę, że w dalszym ciągu nie ma pewności odnośnie kształtowania się popytu inwestycyjnego, a zatem również trwałości ożywienia gospodarczego. Wypowiedź Wojtyny wydaje się potwierdzać nasz pogląd, że RPP będzie chciała poczekać na dane za maj i czerwiec zanim podejmie ewentualną decyzję o podwyżce stóp procentowych. Oczywiście należy pamiętać o zastrzeżeniu poczynionym przez innego członka RPP Halinę Wasilewską-Trenkner, że jeśli dane za maj nie pozostawią żadnych wątpliwości, to Rada nie będzie się wahać i podwyższy stopy już w czerwcu.

## Pod lupą: Rząd i polityka



### Wotum zaufania dla rządu Belki – ostatnie podejście

Przyuszczalny rozkład głosów w ostatnim głosowaniu nad wotum zaufania dla rządu Marka Belki (trzeci krok procedury).

ZDECYDOWANIE ZA	ZDECYDOWANIE PRZECIW
SLD (157), UP (15)	PO (55), PiS (43), LPR (27)
RACZEJ ZA	RACZEJ PRZECIW
FKP (17), Posłowie niezrzeszeni (21)	PSL (37), SdPI (33), Samoobrona (31), SKL, PBL, RKN, PP, ROP (24)
RAZEM ZA	RAZEM PRZECIW
max. 210 głosów	~ 190-240 głosów

#### MOGĄ SIĘ WSTRZYMAĆ:

część PSL, część Samoobrony, część SdPI

Do przyjęcia wotum zaufania w trzecim kroku wystarczy zwykła większość głosów.

### W kwietniu nadwyżka w budżecie! A dług publiczny rośnie...

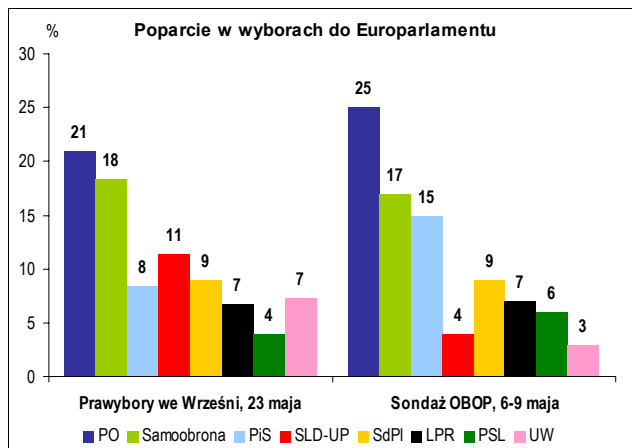
- Deficyt budżetowy po 4 miesiącach wyniósł 24,3% planu na cały rok, co oznacza nadwyżkę w kwietniu w wysokości 816 mln zł. To bardzo dobry wynik.
- ... osiągnięty dzięki rekordowo wysokim wpływom z podatków pośrednich – w kwietniu wyniosły prawie 10 mld zł, (wzrost 18,2% r/r). Wpływy z CIT zmalały w kwietniu, ale po 4 miesiącach i tak osiągnęły 50% poziomu planowanego na cały rok.
- Wysokie dochody budżetu potwierdzają ożywienie gospodarcze, chociaż po części były pod jednorazowym wpływem akcesji do UE
- Wydatki budżetu pod kontrolą, ok. 10% niższe niż przed rokiem.
- Krytyczne dla budżetu będą pierwsze dwa-trzy miesiące po akcesji do UE – wydłużenie okresu rozliczania VAT po 1 maja spowodowało przejściowy ubytek wpływów z tego tytułu.
- Jednak wg Ministerstwa Finansów deficyt budżetu po pięciu miesiącach wzrósł zaledwie do 35% rocznego planu. Oznacza to, że problemy budżetu nie są tak poważne jak się obawiano. Zdaniem MF możliwe jest osiągnięcie w tym roku niższego niż planowano deficytu budżetowego, nawet poniżej 40 mld zł.
- Wstępne założenia budżetowe na 2005 rok zakładają deficyt 38,8 mld zł (wobec planu 45,3 mld zł w tym roku) przy wzroście PKB 5% i średniorocznej inflacji 2,8%.
- Dług publiczny powiększony o przewidywane wypłaty z tytułu gwarancji i poręczeń wzrósł w 2003 r. do 51,6% PKB z 46,7% rok wcześniej, przekraczając pierwszy próg bezpieczeństwa.
- Szybki wzrost długu był kontynuowany w I kw. br. – zadłużenie skarbu państwa zwiększyło się o 28,1 mld zł, czyli 2,7% PKB. Szacujemy, że dług publiczny wzrósł po I kw. do ponad 54% PKB.
- Istnieje wysokie ryzyko, że do końca roku dług przekroczy 55% PKB, co wymusi znaczne oszczędności w budżecie na 2006 r.

### Rząd Belki czy wcześniejsze wybory?

- Sejm nie zgłosił żadnego kandydata na premiera w ciągu dwóch tygodni od odrzucenia wotum zaufania dla Marka Belki, więc druga tura procedury wyłaniania rządu zakończyła się fiaskiem.
- W trzecim kroku inicjatywa powraca do prezydenta. Aleksander Kwaśniewski ponownie nominuje Marka Belkę w piątek 11 czerwca. Głosowanie wotum zaufania w Sejmie odbędzie się po wyborach do Europarlamentu, najprawdopodobniej 25 czerwca.
- Niestety szanse Belki zmalały ostatnio m.in. w związku z ostrym konfliktem politycznym wokół afery Rywina. O sukcesie rządu zadecyduje to, jak wielu posłów opozycji wstrzyma się od głosu lub będzie nieobecnych na głosowaniu.
- W przypadku porażki prezydent rozwiąże parlament i zarządzi przedterminowe wybory – prawdopodobnie na początku sierpnia, chociaż część polityków proponuje przesunięcie daty na wrzesień.

### Wybory do Europarlamentu tuż-tuż

- Wybory do Parlamentu Europejskiego 13 czerwca będą testem faktycznej popularności dla partii politycznych.
- W sondażach przedwyborczych prowadzi PO. Druga nadal jest Samoobrona, jednak jej poparcie systematycznie spada od kilku miesięcy, przy równoczesnym wzroście notowań PiS.
- Badania wskazują, że frekwencja może być bardzo niska.
- Oczekujemy, że po wyborach 13 czerwca spadnie skłonność polityków niektórych ugrupowań do naciskania na przyspieszony termin wyborów parlamentarnych, jako że zakończy się kampania wyborcza, a wielu polityków może się bardziej obawiać szybkiej utraty mandatów w Sejmie i Senacie w przypadku niekorzystnych dla nich wyników wyborów do Parlamentu Europejskiego.



Źródło: Ministerstwo Finansów, OBOP, Pentor



## Pod lupą: Rząd i polityka

### Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

#### Aleksander Kwaśniewski, prezydent

Polskie Radio III, 3 czerwca

Moim zdaniem i zdaniem części ekspertów [przesunięcie terminu wyborów na wrzesień] nie jest możliwe, gdyby nie udało się uzyskać wotum zaufania dla rządu Marka Belki. Bo prezydent nie ma takich uprawnień, żeby decydować dość dowolnie, kiedy należy rozwiązywać parlament i ogłaszać wybory. [...] Konstytucja tego nie precyzuje. [...] [Ale] W moim przekonaniu jest to niezgodne z duchem konstytucji.

Radio Zet, 2 czerwca

Myślę, że w ogóle przyspieszone wybory są już przesądzone. Teraz szukamy takiego terminu, który będzie najbardziej efektywny z punktu widzenia spraw do załatwienia. O każdym terminie będziemy jeszcze rozmawiać z partnerami politycznymi. Uważam, że niczego odrzucać nie wolno. Ten rząd musi powstać i powinien mieć wyznaczony horyzont czasu. Najlepiej byłoby, gdybyśmy przekroczyli datę 1 stycznia. Wybory mogą być zaraz potem, dlatego, że 1 stycznia dla wielu kwestii jest istotny: dla ochrony zdrowia, dla budżetu, dla przyjęcie środków z UE.

#### Marek Belka, premier

IAR, PAP, 31 maja

Nie sądzę, aby było tak dużo związku z tym, co się stało w piątek w Sejmie, a misją tworzenia nowego rządu. [...] W kolejnej rundzie tworzenia rządu będę bardziej aktywny i będę chciał wziąć w swoje ręce większą część konsultacji z partiami politycznymi. Już je rozpocząłem. Rozmawiam z partiami o pewnym otwarciu programowym, a także o zmianach personalnych. Jeśli te propozycje są zgodne z moją filozofią rządu, to jestem gotów na kompromisy. Jestem optymistą i wydaje mi się, iż jest szansa znalezienia większości, która poprze mój rząd.

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

PAP, 28 maja

To, że w I kwartale mamy co najmniej 6,5% wzrostu [PKB] jest pewne, natomiast w II kw. możemy mówić o wzroście który dobieje do 6%.

Rzeczpospolita, 25 maja

Muszę chronić nas od scenariusza, w którym przekraczamy 60% próg długu publicznego w stosunku do PKB. To zagrożenie może stać się realne już w przyszłym roku. Jeżeli okaże się, że podejmowane decyzje nie dają szans na uniknięcie tego zagrożenia albo że prowadzona polityka sprawia, iż te szanse są minimalne, powiem: dość!

PAP, 24 maja

Poprawa na rynku pracy w tym roku, a szczególnie od następnego roku, będzie coraz bardziej odczuwalna. Sądzę, że poziom bezrobocia uważany za w miarę bezpieczny, rzędu 10-12%, czyli taki, jak ma w tej chwili Hiszpania, osiągniemy w 3-4 lata.

PAP, Reuters, 26 maja, 21 maja

[Brak podwyżki stóp procentowych w maju] To jest bardzo rozsądna decyzja. Z całą pewnością podtrzymuje wzrost gospodarczy. Trzeba się z tym liczyć, że jeśli presja inflacyjna będzie wysoka, to stopy będą podniesione. [...] I szczerze powiedziawszy, trzeba się z tym liczyć, być może nawet w następnym miesiącu.

#### Andrzej Raczko, minister finansów

PAP, 21 maja

Prace nad założeniami budżetowymi [na 2005] trwają. W tej chwili punktem wyjścia do opracowania założeń budżetowych jest symulacja finansowa zawarta w planie konwergencji, a w planie odpowiada ona poziomowi deficytu założonemu w średniookresowej strategii finansów publicznych [38,8 mld zł]. [...] Jeśli okaże się, że są możliwe cięcia wydatków w planowanych limitach, to wtedy obniżymy poziom. Trudno na razie powiedzieć, czy tegoroczny deficyt będzie niższy w stosunku do planu, czy nie. Dopiero po trzech kolejnych miesiącach będziemy wiedzieć, czy trend pozytywny w podatkach się utrzyma, czy nie.

### Komentarz

Platforma Obywatelska zaproponowała, że w razie porażki rządu Belki wcześniejsze wybory powinny nastąpić we wrześniu, a nie w sierpniu. Polska konstytucja stwierdza, że jeśli nie uda się wyłonić rządu, prezydent powinien skrócić kadencję parlamentu i roz�isać nowe wybory. Przy tym ich termin nie może przypadać później niż 45 dni od dnia oficjalnego ogłoszenia decyzji o rozwiązaniu parlamentu. Politycy PO sugerują, że te zasady pozwalają na pewną elastyczność, tj. prezydent może trochę opóźnić ogłoszenie decyzji o skróceniu kadencji parlamentu po odrzuceniu wotum zaufania dla rządu. Co ważne, to opóźnienie może nie tylko wynikać z woli prezydenta, ale również z konieczności uzyskania przez niego opinii marszałków Sejmu i Senatu. Obaj marszałkowie mogliby teoretycznie zwlekać z wydaniem opinii, opóźniając tym samym decyzję prezydenta o rozwiązaniu Sejmu i Senatu. Jednak z taką interpretacją przepisów konstytucyjnych nie zgadza się wielu ekspertów prawników, jak również część ugrupowań politycznych, włączając SLD. Również prezydent Kwaśniewski uważa, że nie ma możliwości odsunięcia daty wcześniejszych wyborów na wrzesień w przypadku braku wotum zaufania dla rządu Belki. Potwierdził też raz jeszcze, że najbardziej prawdopodobną datą wyborów będzie w takim przypadku 8 sierpnia.

Niezależnie od wydarzeń na scenie politycznej Marek Belka pozostaje optymistą jeśli chodzi o szanse poparcia jego rządu przez parlament. Niestety, wbrew jego opinii wydaje się, że po konflikcie w Sejmie przy okazji głosowania nad raportem komisji specjalnej badającej sprawę Rywina, i wynikającej stąd izolacji SLD, szanse na przyjęcie wotum zaufania dla tego gabinetu spadły. Jednak rozmowy polityków trwają i wszystko wydaje się jeszcze możliwe, tym bardziej, że Belka zapowiada gotowość na kompromisy w sprawach programowych i personalnych. Zapewne nie oznacza to rewolucji, ale o planie Hausnera możemy raczej zapomnieć. Jeśli będziemy mieli przed wyborami do czynienia z walką o finanse publiczne, to raczej o to, aby nie popsuć ich jeszcze bardziej, niż o ich poprawę.

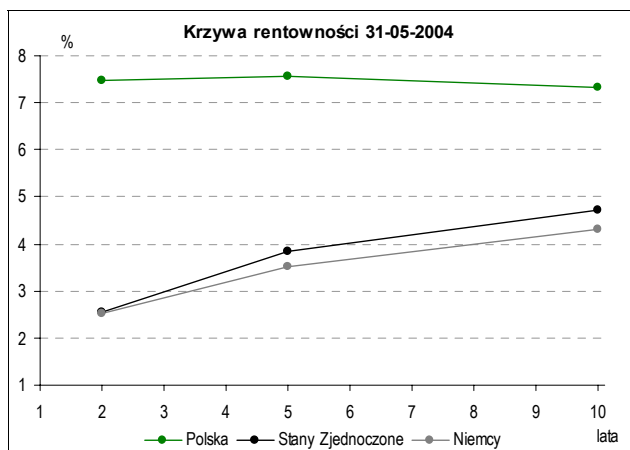
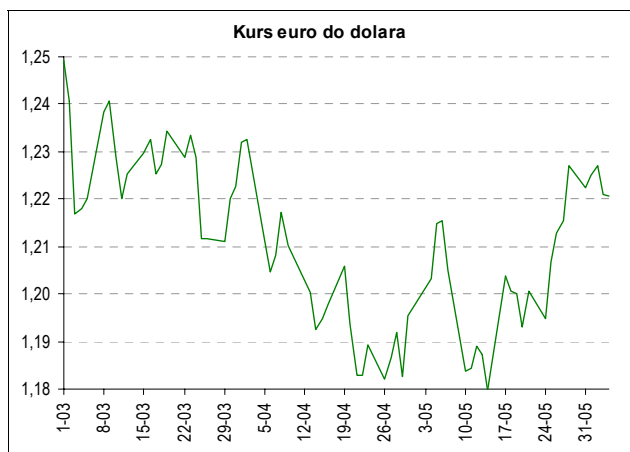
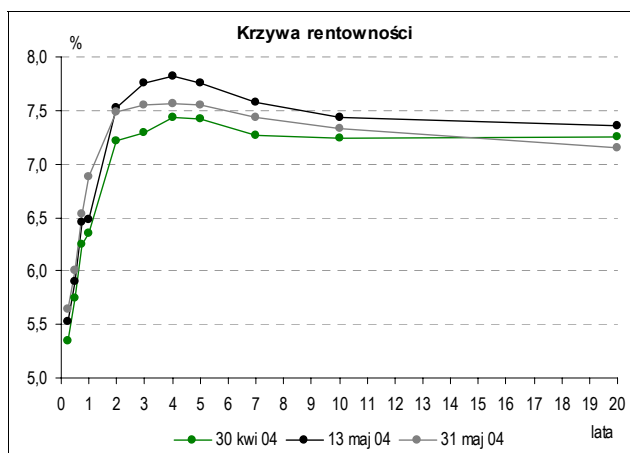
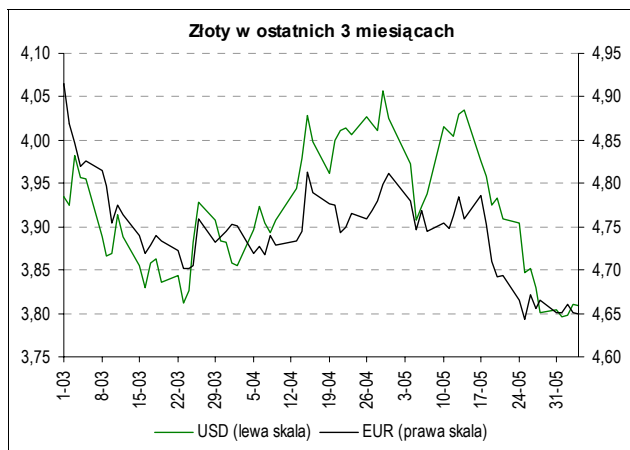
Z malejących szans na realizację swojego planu oszczędności zdaje sobie sprawę wicepremier Jerzy Hausner. W wywiadzie dla *Rzeczpospolitej* powiedział, że obecnie jest bardziej sceptyczny co do wprowadzenia planu w życie niż kiedyś, bowiem sytuacja polityczna znacznie się skomplikowała. Hausner wyraził gotowość na rozwiązanie kompromisowe, aby znaleźć sojuszników dla rządowego planu reform, ale zapowiedział, że odejdzie z rządu jeśli główny cel planowanej reformy (utrzymanie długu publicznego poniżej 60% PKB) będzie niewykonalny. Cóż, pesymizm wicepremiera potwierdza powtarzaną przez nas od dłuższego czasu opinię, że nawet jeśli rząd Belki uzyska wotum zaufania od Sejmu, to będzie mu bardzo trudno znaleźć w parlamencie większość dla przeprowadzenia zmian w finansach publicznych. Wydaje się, że osiągnięciem rządu będzie w tej sytuacji uniknięcie nadmiernego wydatków publicznych, a o rzeczywistych cięciach i oszczędnościach póki co nie ma co myśleć.

Rosnący pesymizm wicepremiera i ministra gospodarki odnośnie szans na wprowadzenie rządowego planu reform fiskalnych idzie w parze ze wzrostem jego optymizmu odnośnie sytuacji gospodarczej Polski. Hausner jest pewien, iż wzrost PKB w I kwartale br. przekroczył 6,5%. Natomiast w II kwartale wzrost może się jego zdaniem zbliżyć do 6%. Oficjalne dane za I kwartał podane zostaną w drugiej połowie czerwca i wydaje się prawdopodobne, że potwierdzą one optymistyczne oczekiwania.

Pierwsze przymiarki do budżetu na 2005 rok nie zaskakują. Planowany deficyt ma być taki, jak założono w *Średnioterminowej strategii finansów publicznych*. Nie jest to plan ambitny, biorąc pod uwagę, że ożywienie gospodarcze i wzrost inflacji są znacznie silniejsze niż wcześniej przewidywano, co powinno oznaczać również znacznie wyższe dochody. Jednak biorąc pod uwagę obecną sytuację polityczną, która oznacza prawdopodobnie zaniechanie, a przynajmniej znaczne opóźnienie oszczędności w wydatkach budżetu, trudno liczyć na odważniejszą redukcję deficytu. Wg nieoficjalnych informacji z MF dość ostrożne są również budżetowe założenia makroekonomiczne na 2005 r.: wzrost PKB 5,0% i średnioroczna inflacja 2,8%.



## Monitor rynku



### Polityka pieniężna kolejną niewiadomą dla rynku

- W maju oczekiwania na podwyżki stóp procentowych stały się równie istotne dla nastrojów na rynku jak sytuacja na scenie politycznej, która w ostatnich miesiącach była najważniejsza. Oba czynniki wywołały znaczną zmienność cen w ubiegłym miesiącu.
- W pierwszej połowie miesiąca nastąpiło osłabienie, które było szczególnie silne na rynku obligacji. Najpierw była to reakcja na obniżenie ratingu polskiego długu, a potem w miarę zbliżania się wotum zaufania dla rządu słabły szanse na jego wygranie. Po głosowaniu nastroje poprawiły się i obligacje odrobiły część strat. Złoty wpadł w trend aprecjacyjny, który utrzymywał się w drugiej połowie maja po publikacji serii mocnych danych ze sfery realnej. Jednak te dane wzmocniły oczekiwania wzrostu stóp, co negatywnie wpłynęło na ceny obligacji. Dopiero komunikat z posiedzenia RPP schłodził te nadzieje i rentowności znów nieco spadły.
- Na koniec maja złoty był mocniejszy niż w ostatnim dniu kwietnia o ponad 4% wobec koszyka dolar-euro. Krzywa rentowności przesunęła się w ubiegłym miesiącu w górę o ok. 10-25 pb, a inwersja krzywej powyżej terminu 4L stała się wyraźniejsza.
- W pierwszym tygodniu maja na rynku pieniężnym nastąpił znaczny wzrost stawek, które w najkrótszych terminach zbliżyły się do stopy lombardowej. Było to wynikiem braku płynności w sektorze bankowym na skutek drenażu pieniądza z rynku przez resort finansów. Z tego względu odwołano przetarg bonów 10 maja.
- Na początku czerwca złoty był stabilny na stosunkowo mocnym poziomie, a rentowności obligacji ponownie wzrastały.
- Obecnie perspektywy polskiego rynku są związane z napiętą sytuacją polityczną oraz stojącą pod znakiem zapytania przyszłą polityką pieniężną. Pogarszające się przewidywania rozwoju wydarzeń politycznych powodują, że w trzecim kwartale możliwe jest osłabienie złotego i dalszy wzrost rentowności obligacji.

### Dolar słabnie z powodu Iraku i cen ropy

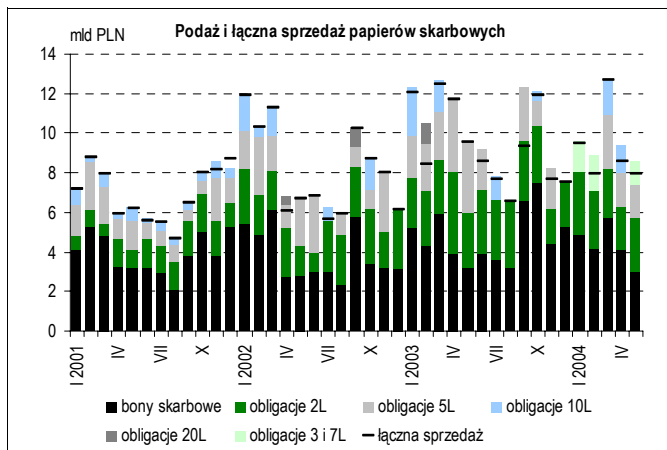
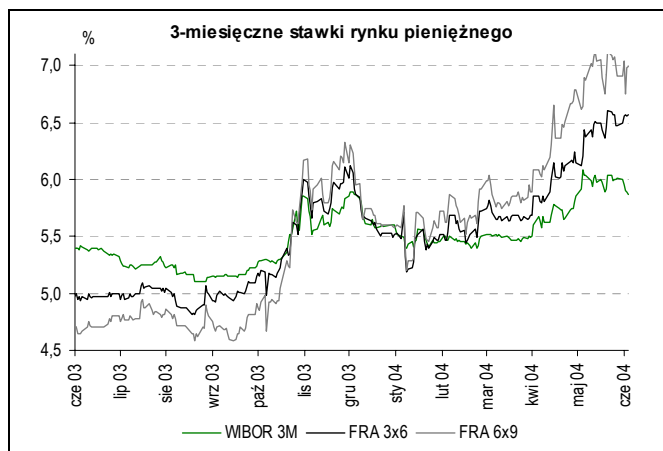
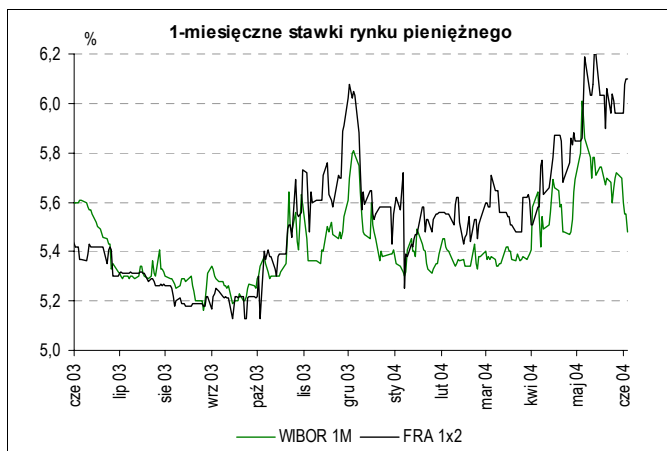
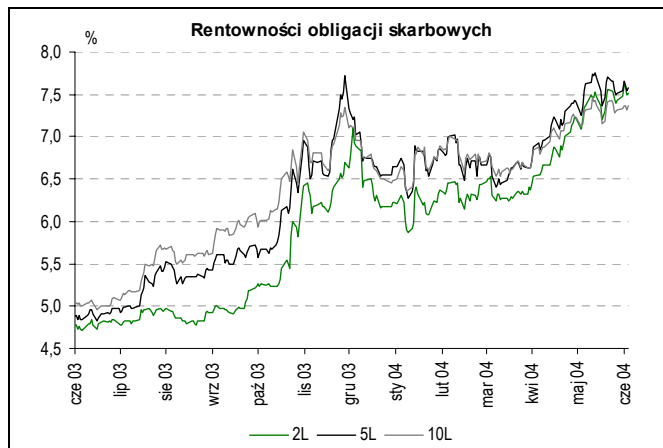
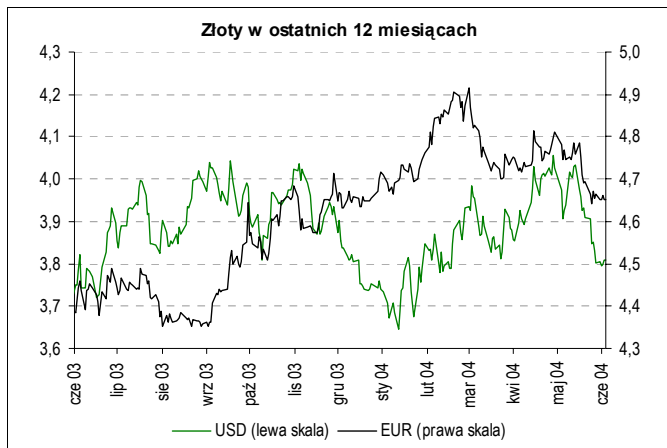
- Rynki walutowe pozostają niestabilne. W maju wahania kursów głównych walut były znacznie większe niż w dwóch poprzednich miesiącach, gdy nastąpiło umiarkowane uspokojenie.
- Po umocnieniu dolara wobec euro na początku maja do 1,18, dzięki bardzo mocnym danym z amerykańskiego rynku pracy w połowie miesiąca dolar osłabiał się. Pogorszenie sentymentu wobec dolara wynikało głównie z zaostrzenia sytuacji w Iraku oraz wysokich cen ropy naftowej, jako że oba te czynniki negatywnie wpływają na perspektywy wzrostu. W rezultacie kurs EURUSD zbliżył się do 1,23, najwyższego poziomu od końca marca.
- Najbliższe dwa miesiące będą krytyczne dla dolara z powodu trudnej sytuacji w Iraku i zapewne przy dużej zmienności kurs EURUSD pozostanie wyraźnie powyżej 1,20. Potem oczekiwana jest stabilizacja w okolicach tego poziomu.

### Rentowności jeszcze pójdą w górę

- Mimo wzrostu rentowności, w maju premia za ryzyko dla polskich obligacji mierzona różnicą pomiędzy oczekiwaną 5-letnią stopą procentową w Polsce i w strefie euro za pięć lat zmniejszyła się o ok. 10 pb ze 180 pb na koniec kwietnia, a w najmocniejszym punkcie spadek osiągnął nawet 25 pb. Może to świadczyć o lepszym postrzeganiu perspektyw Polski po akcesji do UE.
- Po znacznym wzroście od początku kwietnia, gdy wzmocniały się oczekiwania podwyżek stóp procentowych, w maju rentowności obligacji na głównych rynkach ustabilizowały się, ale jednocześnie prognozy wzrostu stóp oficjalnych pozostały niezmiennymi.
- Do końca roku spodziewamy się dalszego wzrostu rentowności, ale może on następować przy sporej zmienności ze względu na istotne czynniki niepewności, w tym głównie wysoką cenę ropy i napięcia geopolityczne, wywołujące ryzyko spowolnienia wzrostu.

Źródło: Reuters, BZ WBK

# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	13-tyg.	52-tyg.	Suma
10.05.2004	-	(1 000)*	odwołany
17.05.2004	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
24.05.2004	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
31.05.2004	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
<b>razem maj</b>	-	<b>3 000 / 3 000</b>	<b>3 000 / 3 000</b>
7.06.2004	-	1 000	1 000
14.06.2004	-	1 000	1 000
21.06.2004	-	1 000	1 000
28.06.2004	100	1 000	1 100
<b>razem czerwiec</b>	<b>100</b>	<b>4 000</b>	<b>4 100</b>

\* podaż planowana

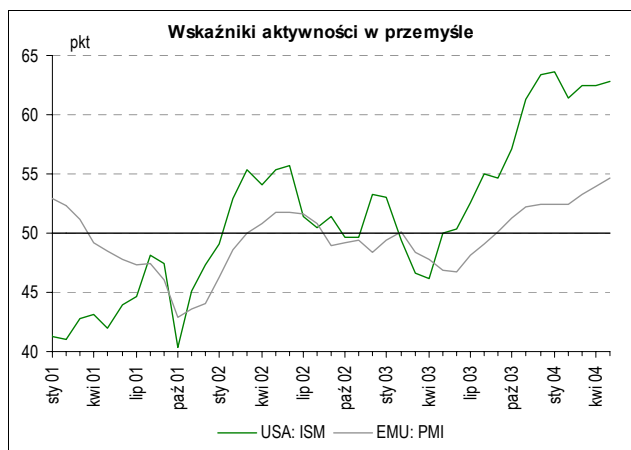
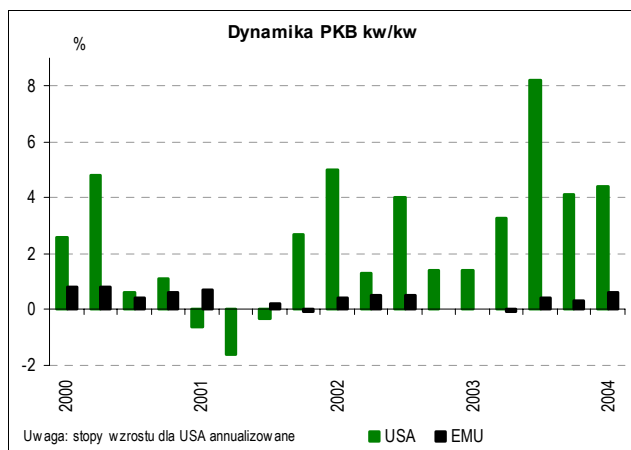
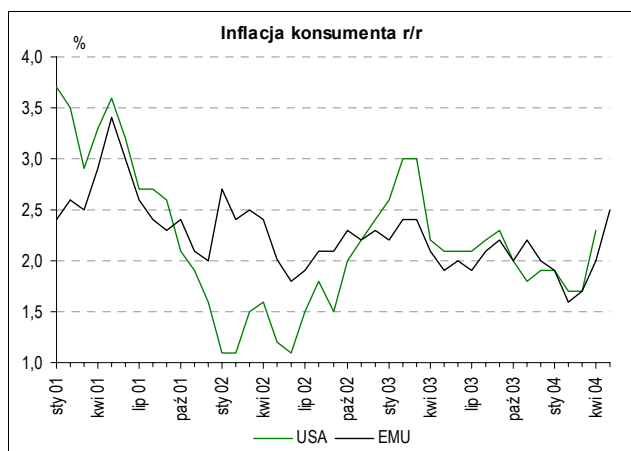
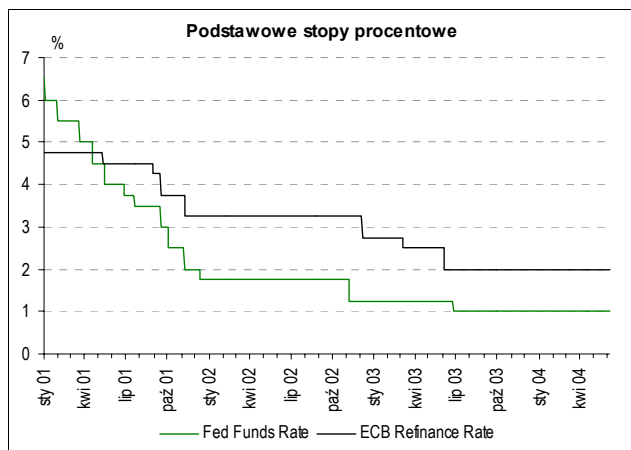
**Przetargi obligacji skarbowych w 2004 r. (mln zł)**

miesiąc	I przetarg				II przetarg				III przetarg			
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż
styczeń	07.01*	OK0406	3 200,0	3 200,0	14.01	WZ0307/0911	1 500,0	1 407,0	-	-	-	-
luty	04.02*	OK0406	2 900,0	2 600,0	11.02	WZ0307/0911	1 800,0	1 110,8	-	-	-	-
marzec	03.03	OK0406	2 500,0	2 500,0	10.03	DS1013	1 700,0	1 700,0	17.03*	DS0509	2 760,0	2 760,0
kwiecień	07.04	OK0406	2 200,0	2 200,0	14.04	DS1013	1 400,0	577,0	21.04	DS0509	1 700,0	1 700,0
maj	05.05	OK0806	2 700,0	2 039,5	12.05*	WZ0307/0911	1 200,0	1 181,0	19.05	DS0509	1 700,0	1 695,0
czerwiec	02.06	OK0806	2 200,0	2 200,0	9.06	WZ0307/0911	1 000 - 1 500	-	16.06	5L	1 700 - 2 700	-
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



Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve

**Wkrótce podwyżka stóp procentowych w USA**

▪ 3 czerwca, zgodnie z oczekiwaniami, Rada EBC pozostawiła stopę refinansową na poziomie 2% dwunasty miesiąc z rzędu. Prezes banku Jean-Claude Trichet ocenił na konferencji prasowej, że wysokie ceny ropy stanowią zagrożenie dla trwałości wzrostu gospodarczego, ale jego zdaniem wzrost cen jest pod kontrolą. Podkreślił on, że w ostatnich miesiącach ożywienie gospodarcze w strefie euro nabrało pędu. Jednakże analitycy spodziewają się podniesienia stóp procentowych dopiero w przyszłym roku, bowiem wzrost gospodarczy nadal jest za słaby.

▪ Najbliższe, dwudniowe posiedzenie amerykańskiego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC) jest zaplanowane na 29-30 czerwca. Oczekiwana rynkowe wskazują, że podczas tego posiedzenia wzrost stóp procentowych o 25 pb jest niemal pewny. Naszym zdaniem do końca roku stopy wzrosną jeszcze o dalsze 100 pb.

**Wzrost inflacji za wzrostem cen energii**

▪ W strefie euro wstępne szacunki inflacji w kwietniu zostały potwierdzone w publikacji finalnej, a dane były dokładnie na poziomie prognozy rynku. Ceny konsumenta wzrosły o 0,4% m/m i roczna stopa inflacji przyspieszyła do 2,0% z 1,7% w marcu. Z kolei, według wstępnych szacunków, w maju inflacja wzrosła aż do 2,5% r/r. Wysokie ceny energii spowodowały wzrost do poziomu najwyższego od ponad dwóch lat i inflacja przekroczyła prognozę rynku na poziomie 2,4%, oddalając się od górnej granicy celu inflacyjnego EBC na poziomie 2,0%.

▪ W Stanach Zjednoczonych dane o inflacji były lepsze od prognozy rynku. W kwietniu ceny zwiększyły się o 0,2% m/m, wobec oczekiwanych przez analityków 0,3%. Wynik ten spowodował, znaczny wzrost inflacji do 2,3% r/r z 1,7% w marcu. Roczna stopa inflacji bazowej wzrosła z 1,6% do 1,8%.

**Ożywienie w strefie euro potwierdzone**

▪ Na początku czerwca opublikowane zostały w strefie euro dane PKB bardziej szczegółowe niż wstępne szacunki z połowy maja. Zgodnie z oczekiwaniami potwierdzono wynik wstępny. W I kw. 04 PKB zwiększył się o 0,6% kw/kw. W ujęciu rocznym gospodarka strefy euro wzrosła w I kw. o 1,3%, przyspieszając z 0,6% w IV kw. 03. Komisja Europejska podtrzymała prognozy wzrostu na II i III kw. 04, na poziomie odpowiednio 0,3-0,7% i 0,4-0,8% kw/kw.

▪ Według informacji wstępnej, w I kwartale br. amerykański PKB wzrósł o 4,4% kw/kw, a więc szybciej niż podano miesiąc wcześniej w informacji przyspieszonej, gdy wzrost ten szacowano na 4,2%. Dane po rewizji były również nieco lepsze od wyniku IV kw. 03, czyli 4,1%, ale poniżej oczekiwań ekonomistów na poziomie 4,5%. Raport potwierdził, co zostało zasygnalizowane miesiąc wcześniej, że na początku roku nastąpił wzrost presji inflacyjnej.

**Aktywność gospodarcza nieoczekiwanie przyspiesza**

▪ Przeciwnie do oczekiwań, aktywność gospodarcza w przemyśle strefy euro wzrastała w maju szybciej niż w kwietniu i w najszybszym tempie od trzech i pół roku. Wskaźnik Reuters PMI wzrósł w maju do 54,7 pkt z 54,0 pkt w kwietniu, choć prognozowano 53,8 pkt. Podobnie w USA wzrost aktywności w przemyśle odnotował w maju niespodziewane przyspieszenie, choć prognozy wskazywały na spowolnienie. Indeks ISM wzrósł w maju do 62,8 pkt wobec 62,4 pkt w kwietniu oraz prognozowanych 62,0 pkt. W obu przypadkach wynik powyżej 50 pkt oznacza poprawę aktywności.

▪ Dokładnie zgodnie z oczekiwaniami, niemiecki indeks IFO wyniósł w maju 96,1 pkt, wobec 96,3 pkt w kwietniu. Ocena bieżącej sytuacji gospodarczej jest gorsza niż przed miesiącem, ale poprawiły się oczekiwania. Instytut IFO ocenił, że w najbliższych miesiącach umiarkowane ożywienie będzie kontynuowane.



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>31 maja</b> POL: Przetarg bonów skarbowych	<b>1 czerwca</b> EMU: PKB (I kw.) EMU: PMI (V) USA: ISM (V)	<b>2</b> POL: Przetarg obligacji 0K0806 EMU: Ceny producenta (IV) EMU: Bezrobocie (IV)	<b>3</b> EMU: Posiedzenie EBC USA: Zamówienia w przemyśle (IV)	<b>4</b> EMU: Sprzedaż detaliczna (IV) USA: Bezrobocie (V)
<b>7</b> POL: Przetarg bonów skarbowych GER: Bezrobocie (V)	<b>8</b>	<b>9</b> POL: Przetarg obligacji WZ0307 i WZ0911	<b>10</b> <b>Boże Ciało</b> FRA: Produkcja przemysłu (IV)	<b>11</b> USA: Ceny producenta (V) USA: Handel zagraniczny (IV)
<b>14</b> POL: Inflacja (V) POL: Podaż pieniądza (V) POL: Przetarg bonów skarbowych ITA: Produkcja przemysłu (IV) FRA: Inflacja wstępna (V) USA: Sprzedaż detaliczna (V)	<b>15</b> ITA: Inflacja finalna (V) USA: Inflacja (V)	<b>16</b> POL: Bilans płatniczy (IV) POL: Plące i zatrudnienie (V) POL: Przetarg obligacji 5-letnich EMU: Inflacja finalna (V) USA: Produkcja przemysłu (V)	<b>17</b> EMU: Produkcja przemysłu (IV)	<b>18</b> POL: Produkcja przemysłu (V) POL: Ceny producenta (V) EMU: Handel zagraniczny (IV)
<b>21</b> POL: Przetarg bonów skarbowych	<b>22</b> POL: Inflacja bazowa (V) POL: Koniunktura (VI)	<b>23</b> POL: PKB (I kw.) POL: Sprzedaż detaliczna (V) POL: Bezrobocie (V) FRA: Inflacja finalna (V)	<b>24</b>	<b>25</b> POL: Ceny żywności (I poł. VI) GER: IFO (VI) EMU: Bilans płatniczy (IV) USA: PKB (I kw.)
<b>28</b> POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: Podaż pieniądza (V)	<b>29</b> POL: Posiedzenie RPP (I dzień) USA: Posiedzenie Fed (I dzień)	<b>30</b> POL: Posiedzenie RPP (decyzja) POL: Bilans płatniczy (I kw.) ITA: Inflacja wstępna (VI) EMU: Inflacja wstępna (VI) EMU: Nastroje w biznesie; Koniunktura (VI) USA: Posiedzenie Fed (decyzja)	<b>1 lipca</b> EMU: Posiedzenie EBC EMU: PMI (VI) EMU: Bezrobocie (V) USA: ISM (VI)	<b>2</b> EMU: Ceny producenta (V) USA: Bezrobocie (VI) USA: Zamówienia w przemyśle (V)
<b>5</b> POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: Sprzedaż detaliczna (V)	<b>6</b>	<b>7</b> POL: Przetarg obligacji 0K0806	<b>8</b>	<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	26-27	25-26	29-30	-	-	-	-	-	-
PKB*	-	20	-	-	-	23	-	-	-	-	-	-
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	21	23	21	20	21	21	24	21
Plące brutto, zatrudnienie	16	13	12	15	17	16	14	13	14	14	17	14
Bezrobocie	23	20	19	22	21	23	21	20	21	21	24	21
Handel zagraniczny	około 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	31	-	-	30	-	-	30	-	-	-
Bilans płatniczy	30	-	12 <sup>c</sup>	13	14	16	13	11	10	-	-	-
Podaż pieniądza	14	13	12	14	14	14	14	13	14	-	-	-
Bilans NBP	7	6	5	7	7	7	7	6	7	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	22	20	19	22	21	22	21	20	21	21	22	21
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

		maj 03	cze 03	lip 03	sie 03	wrz 03	paź 03	lis 03	gru 03	sty 04	lut 04	mar 04	kwi 04	maj 04	cze 04
Produkcja przemysłowa	% r/r	11,7	7,9	10,3	5,9	10,9	12,1	9,2	13,9	14,4	18,3	23,5	21,9	12,1	20,3
Sprzedaż detaliczna <sup>c</sup>	% r/r	9,7	8,1	5,4	5,5	9,7	10,3	11,4	17,3	7,6	12,1	20,7	30,6	20,5	20,6
Stopa bezrobocia	%	19,8	19,7	19,6	19,5	19,4	19,3	19,5	20,0	20,6	20,6	20,5	20,0	19,5	19,4
Place brutto <sup>b c</sup>	% r/r	0,0	3,1	2,4	1,9	2,2	3,0	4,1	5,1	3,5	6,3	7,0	4,6	5,8	5,8
Zatrudnienie <sup>b</sup>	% r/r	-3,5	-3,6	-3,2	-3,2	-3,1	-3,2	-3,3	-3,5	-1,4	-1,5	-1,3	-1,1	-1,0	-0,9
Eksport <sup>d</sup>	% r/r	8,4	4,0	8,9	4,4	20,1	11,4	8,2	14,0	19,6	10,9	8,5	12,5	8,8	8,6
Import <sup>d</sup>	% r/r	3,1	-4,0	8,3	3,0	12,5	4,9	2,5	6,2	10,6	2,7	11,7	19,4	6,5	10,9
Bilans handlowy <sup>d</sup>	mln EUR	-472	-179	-657	-232	-266	-254	-503	-545	-173	-218	-744	-837	-403	-300
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	mln EUR	-470	-97	-375	-55	-57	314	-356	-566	191	-101	-519	-537	-347	-244
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	% PKB	-2,4	-2,3	-2,3	-2,4	-2,2	-2,0	-1,9	-2,0	-1,7	-1,4	-1,3	-1,4	-1,4	-1,5
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-23,2	-23,8	-27,7	-29,6	-33,1	-34,8	-35,5	-37,0	-4,2	-9,4	-11,8	-11,0	-16,0	-20,5
Deficyt budżetowy (narastająco)	% całego roku	50,6	58,5	66,3	74,3	82,2	90,3	98,2	100,0	9,3	20,7	26,1	24,3	35,3	45,3
Inflacja (CPI)	% r/r	0,4	0,8	0,8	0,7	0,9	1,3	1,6	1,7	1,6	1,6	1,7	2,2	2,6	2,9
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,0	2,0	1,9	1,8	2,1	2,7	3,7	3,7	4,1	4,2	4,9	7,5	9,0	8,9
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	0,3	1,3	0,7	1,7	3,1	4,7	5,6	5,6	5,1	5,1	5,7	8,4	7,0	6,7
Zobowiązania	% r/r	-2,9	-1,9	-2,5	-1,7	-0,2	1,5	3,3	3,7	3,4	3,5	4,8	8,3	7,0	7,3
Należności	% r/r	7,6	6,1	4,9	5,2	5,4	7,5	8,5	8,1	7,4	7,7	6,1	8,9	10,7	10,9
USD/PLN	PLN	3,74	3,80	3,90	3,92	3,98	3,92	3,94	3,79	3,74	3,84	3,89	3,97	3,93	3,85
EUR/PLN	PLN	4,33	4,44	4,44	4,37	4,46	4,59	4,62	4,66	4,71	4,85	4,77	4,76	4,72	4,66
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	5,50	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	5,53	5,38	5,26	5,16	5,17	5,42	5,68	5,69	5,46	5,46	5,49	5,69	5,99	5,90
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	7,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,75	4,66	4,85	4,82	4,91	5,30	5,95	6,02	5,59	5,78	5,87	6,20	6,65	6,90
Rentowność obligacji 2L	%	4,78	4,79	4,89	4,86	5,02	5,53	6,31	6,49	6,17	6,34	6,34	6,83	7,41	7,50
Rentowność obligacji 5L	%	4,88	4,90	5,17	5,38	5,60	6,04	6,86	6,82	6,65	6,76	6,60	7,13	7,57	7,60
Rentowność obligacji 10L	%	5,13	5,03	5,37	5,60	5,93	6,36	6,92	6,75	6,65	6,81	6,65	7,02	7,32	7,35

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	781,1	814,7	877,7	187,1	200,2	201,3	226,4	200,4	214,5	217,0	245,9
PKB	% r/r	1,4	3,8	5,5	2,3	3,9	4,0	4,7	5,8	5,1	5,1	6,0
Spożycie ogółem	% r/r	2,8	2,5	3,6	1,1	2,8	2,9	3,3	3,2	3,4	3,6	4,0
w tym: spożycie indywidualne	% r/r	3,3	3,1	4,4	1,4	3,8	3,5	3,9	4,0	4,2	4,5	5,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-5,8	-0,9	7,7	-3,6	-1,7	0,4	0,1	4,0	6,0	8,0	10,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,1	8,7	17,0	4,4	9,1	8,9	12,2	19,0	18,0	15,4	15,6
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,9	7,9	15,6	1,2	9,8	6,4	12,4	13,6	21,8	15,0	12,0
Stopa bezrobocia <sup>a</sup>	%	20,0	20,0	19,2	20,6	19,7	19,4	20,0	20,5	19,4	19,0	19,2
Place realne brutto	% r/r	1,5	2,0	3,0	1,4	1,7	1,7	3,2	3,8	2,8	2,6	3,0
Eksport <sup>b</sup>	% r/r	6,0	9,1	8,5	8,4	5,4	11,4	11,1	12,6	10,0	7,0	5,0
Import <sup>b</sup>	% r/r	3,5	3,3	9,4	3,1	-2,5	8,2	4,5	8,3	12,4	9,0	8,0
Bilans handlowy <sup>b</sup>	mIn EUR	-7 701	-5 345	-6 060	-1 600	-1 118	-1 325	-1 302	-1 135	-1 540	-1 540	-1 845
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	mIn EUR	-5 404	-3 550	-2 991	-1 584	-895	-463	-608	-429	-1 128	-616	-738
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	% PKB	-2,7	-1,9	-1,6	-2,6	-2,2	-2,1	-1,9	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6
Deficyt budżetowy <sup>a</sup>	mld PLN	-39,4	-37,0	-41,0	-15,5	-23,8	-33,1	-37,0	-11,8	-20,5	-31,0	-41,0
Deficyt budżetowy	% PKB	-5,0	-4,5	-4,7	-8,3	-4,2	-4,6	-1,7	-5,9	-4,1	-4,8	-4,1
Inflacja	% r/r	1,9	0,8	2,5	0,5	0,5	0,8	1,5	1,6	2,6	3,0	2,8
Inflacja <sup>a</sup>	% r/r	0,8	1,7	2,8	0,6	0,8	0,9	1,7	1,7	2,9	3,0	2,8
Ceny produkcji	% r/r	1,0	2,6	7,1	3,0	2,2	1,9	3,4	4,4	8,5	8,2	7,3
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	-2,0	5,6	9,7	0,5	1,3	3,1	5,6	5,7	6,7	7,5	6,4
Zobowiązania	% r/r	-4,1	3,7	8,7	-2,3	-1,9	-0,2	3,7	4,8	7,3	8,4	6,4
Należności	% r/r	5,2	8,1	11,9	8,7	6,1	5,4	8,1	6,1	10,9	11,6	12,6
USD/PLN	PLN	4,08	3,89	3,90	3,90	3,83	3,93	3,89	3,82	3,92	3,96	3,90
EUR/PLN	PLN	3,85	4,40	4,73	4,19	4,36	4,42	4,62	4,78	4,71	4,75	4,68
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	6,75	5,25	6,00	6,00	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,50	6,00
WIBOR 3M	%	9,09	5,69	5,89	6,37	5,60	5,20	5,60	5,47	5,86	5,97	6,27
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	8,75	6,75	7,50	7,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	7,00	7,50
Rentowność bonów 52-tyg.	%	8,18	5,33	6,50	5,75	4,94	4,86	5,76	5,75	6,24	7,00	7,00
Rentowność obligacji 2L	%	7,94	5,38	7,04	5,58	4,91	4,92	6,11	6,28	6,86	7,50	7,50
Rentowność obligacji 5L	%	7,86	5,61	7,44	5,50	4,98	5,38	6,57	6,67	7,10	8,00	8,00
Rentowność obligacji 10L	%	7,34	5,77	7,27	5,60	5,19	5,63	6,68	6,70	7,00	7,70	7,70

*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 04.06.2004 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  
fax (12) 424 21 41

### Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5  
61-894 Poznań  
tel. (61) 856 58 14  
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.