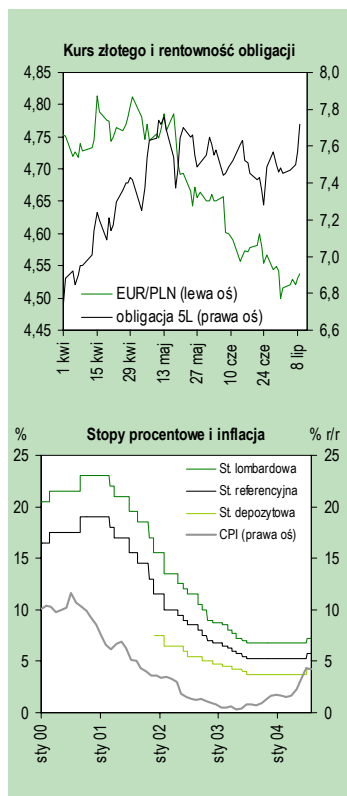


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Lipiec 2004



W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
Wciąż daleko od OK	
Gospodarka Polski	7
Pod lupą: Bank centralny	10
Pod lupą: Rząd i polityka	12
Monitor rynku	14
Przegląd międzynarodowy	16
Kalendarz makroekonomiczny	17
Dane i prognozy ekonomiczne	18

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

Cisza przed burzą?

▪ **Rozpoczęły się wakacje, w gospodarce i polityce zaczął się sezon ogórkowy, w trakcie którego powinniśmy być świadkami mniejszej niż zazwyczaj ilości istotnych wydarzeń.** Warto jednak przypomnieć, że mimo równie spokojnie zapowiadających się wakacji w ostatnich trzech latach, lipiec był miesiącem gwałtownych zmian na polskim rynku finansowym. W lipcu 2002 i 2003 przyczyną zawirowań były niespodziewane dymisje ówczesnych ministrów finansów, a w lipcu 2001 u podłoża paniki rynku stały wypowiedzi polityków odnośnie możliwego kryzysu gospodarczego. W chwili obecnej, oprócz niedawnych plotek o dymisji ministra gospodarki, nic nie wskazuje aby taki scenariusz miał się powtórzyć w roku bieżącym, jednak w trzech poprzednich latach również nic nie zapowiadało nadchodzących kłopotów.

▪ **W czerwcu sytuacja na scenie politycznej przyczyniała się raczej do uspokojenia i poprawy nastrojów polskiego rynku finansowego.** Rząd Marka Belki uzyskał wotum zaufania w Sejmie bezwzględną większością głosów, co oddaliło wcześniejsze wybory parlamentarne. W perspektywie kilku miesięcy spodziewamy się jednak pogorszenia sentymentu z powodu problemów z wprowadzaniem reformy finansów publicznych, w związku z „rozwadnianiem” programu oszczędnościowego. O ile więc po zmianie prognoz kursowych, oczekujemy mocniejszego złotego niż poprzednio, nadal wydaje nam się prawdopodobne, że na jesieni będziemy świadkami ponownej fali deprecjacji krajowej waluty za sprawą powracających problemów fiskalnych i rosnącego ryzyka politycznego. Towarzyszyć temu powinien wzrost rentowności obligacji skarbowych, czemu sprzyjać będzie zaostrzenie polityki pieniężnej, nie tylko w Polsce.

▪ **Do umocnienia złotego przyczyniała się również RPP, która podwyższyła stopy procentowe w skali większej od oczekiwanej przez rynek.** Działanie Rady było reakcją na rosnące wskaźniki inflacji miało na celu zapobieżenie ewentualnemu przełożeniu się wzrostu inflacji na zwiększenie się oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. Ponieważ inflacja pozostanie powyżej celu NBP przez kolejne kilka miesięcy, bardzo możliwa jest niebawem kolejna podwyżka stóp o 50 pb.

▪ **W ostatnich latach obserwuje się na świecie trend w kierunku zwiększania stopnia przejrzystości polityki pieniężnej.** Szczególnie duży nacisk na komunikowanie opinii publicznej zamierzeń władz monetarnych i sposobów realizacji założonych celów, a także uzasadnień podejmowanych decyzji kładziony jest w krajach, które realizują strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Dlatego też w *Temacie miesiąca* próbujemy ocenić stopień przejrzystości polityki pieniężnej w Polsce i wskazać pożądane zmiany w tym zakresie.

Na rynku finansowym 30 czerwca 2004 r.:

Stopa depozytowa NBP	3,75	WIBOR 3M	6,05	USDPLN	3,7470
Stopa referencyjna NBP	5,25	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	6,85	EURPLN	4,5422
Stopa lombardowa NBP	6,75	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	7,46	EURUSD	1,2122

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 9.07.2004 r.



Wciąż daleko od OK

Strategia BCI – po pierwsze komunikacja

W ostatnich latach obserwuje się na świecie trend w kierunku zwiększania stopnia przejrzystości polityki pieniężnej. Szczególnie duży nacisk na komunikowanie opinii publicznej zamierzeń władz monetarnych i sposobów realizacji założonych celów, a także uzasadnień podejmowanych decyzji kładziony jest w krajach, które realizują strategię bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI). Strategia ta, będąca również strategią polskiego banku centralnego, uważana jest często nie tyle za sposób prowadzenia polityki pieniężnej co za sposób informowania o tym, jak prowadzona jest polityka pieniężna. Dlatego przejrzystość polityki pieniężnej uważa się za szczególną cechę strategii BCI. W niniejszym tekście próbujemy ocenić stopień przejrzystości polityki pieniężnej w Polsce i wskazać pożądane zmiany w tym zakresie.

Przejrzystość – co to jest i po co to jest?

Na początku warto zdefiniować pojęcie „przejrzystości polityki pieniężnej”. Najogólniej, można powiedzieć, że przejrzystość polityki pieniężnej oznacza jasne i czytelne przekazywanie informacji przez bank centralny szeroko rozumianej publiczności (gospodarstwa domowe, podmioty gospodarcze, rynki finansowe, rząd, parlament) oraz przestrzeganie zasady jawności w polityce pieniężnej.

Jakie korzyści daje zapewnienie przejrzystości polityki pieniężnej? Przede wszystkim prowadzi ono do lepszego zrozumienia przez opinię publiczną motywów, którymi kieruje się w swoich decyzjach bank centralny oraz do zwiększenia stopnia odpowiedzialności władz monetarnych przed opinią publiczną za realizację wyznaczonych celów (ang. *accountability*). Te dwa elementy składają się na dostarczenie gospodarce kotwicy nominalnej w postaci jasno określonego, wiarygodnego celu inflacyjnego (jest to podstawowa funkcja BCI, stanowiąca o istocie tej strategii).

Ponadto, zapewnienie wysokiego stopnia przejrzystości polityki pieniężnej poprawia działanie kanału oczekiwań inflacyjnych, na czym szczególnie zależy tym bankom centralnym (m.in. NBP), które nie mogą liczyć na efektywne działanie kanału kredytowego lub stopy procentowej. Kanał oczekiwań jest kluczowy w strategii BCI, skąd wniossek, że przejrzystość to cecha szczególna i konieczna skutecznej strategii BCI. Polityka pieniężna jest tym skuteczniejsza, im w większym stopniu bank centralny jest w stanie kształtować oczekiwania. Z kolei oczekiwania mogą być kształtowane tym skuteczniej, im bardziej

przejrzyste, a zatem również wiarygodne są działania banku centralnego.

Poddając własny sposób rozumowania i argumentowania zewnętrznej ocenie, bank centralny narzuca sobie silną zewnętrzną dyscyplinę. Stanowi to zachętę do podnoszenia jakości analiz i badań przeprowadzanych w banku centralnym. Dzięki ułatwieniu monitoringu polityki pieniężnej przez szeroko rozumianą publiczność, zwiększa się przewidywalność funkcji reakcji władz monetarnych, a to daje wymierne korzyści makroekonomiczne. Następuje to poprzez zwiększenie stabilności krzywej dochodowości. Dzięki doskonałej przejrzystości polityki pieniężnej funkcja reakcji banku centralnego byłaby w pełni przewidywalna, a cel inflacyjny w pełni wiarygodny. W takiej sytuacji zmiany krzywej dochodowości następowałyby wyłącznie w reakcji na publikację danych, a nie na zmiany parametrów polityki pieniężnej. Gospodarka nie ponosiłaby więc kosztów tzw. niespodzianek w polityce pieniężnej.

Bardzo ważne znaczenie ma fakt, że przejrzystość polityki pieniężnej przyczynia się do zwiększenia wiarygodności banku centralnego. Według wyników badania przeprowadzonego na podstawie ankiet instytutu Ifo wśród ekonomistów bankowych, przejrzystość polityki pieniężnej jest jednym z trzech najważniejszych czynników przyczyniających się do budowy wiarygodności banku centralnego (szczegółowe wyniki w tabeli poniżej).

Determinanty wiarygodności banku centralnego

Czynnik	Ocena znaczenia
Wysoki stopień niezależności banku centralnego	1,80
Przekonanie, że bank centralny „robi to, co mówi”	2,93
Przejrzystość i jawność działań banku centralnego	3,13
Historia sukcesów w walce z inflacją	3,70
Istnienie formalnej reguły determinującej konkretne decyzje	4,85
Niski poziom deficytu budżetowego i długu publicznego	5,26
Istnienie sankcji dla decydentów (np. obniżenie płacy lub utrata stanowiska) za niezrealizowanie celu	6,38

Uwaga: w pozycji „ocena znaczenia” podana jest średnia wartość przypisana danemu czynnikowi przez kilkuset ekonomistów ankietowanych przez autorów badania; 1 – największe znaczenie, 7 – najmniejsze znaczenie

Źródło: Jakob de Haan, Sandra Waller, „Credibility and Transparency of Central Banks: New Results Based on Ifo’s World Economic Survey”, CESifo Working Paper No. 1199, May 2004

W długim okresie, zachowanie przejrzystości polityki pieniężnej, umacniając wiarygodność banku centralnego, zapewnia władzom monetarnym większą elastyczność w dostosowywaniu prowadzonej polityki do zmieniających się warunków gospodarczych (np. bank centralny może sobie pozwolić na wzrost inflacji ponad cel inflacyjny, bo ludzie wierzą bankowi, że będzie on przejściowy). Niemniej, w



krótkim okresie podejmowanie działań ukierunkowanych na zwiększenie przejrzystości stoi często w sprzeczności z elastycznością polityki pieniężnej. Zachowanie przejrzystości polityki pieniężnej wymaga bowiem powstrzymania się przez bank centralny od podejmowania częstych, dyskrejonalnych decyzji, ponieważ są one zazwyczaj mało zrozumiałe dla opinii publicznej. Występująca w krótkim okresie wymiennosc między przejrzystością a elastycznością polityki pieniężnej może być mniej lub bardziej wyraźna w zależności od tego, jak strategia BCI została zaprojektowana w danym kraju. Przykładowo na poprawę przejrzystości polityki pieniężnej w ramach strategii BCI wpływa przyjęcie za cel inflacyjny powszechnie używanego i najłatwiejszego w odbiorze wskaźnika cen dóbr i usług konsumpcyjnych (CPI), podczas gdy zapewnieniu bankowi centralnemu większej elastyczności sprzyja użycie za cel inflacyjny jednej z miar inflacji bazowej, pomijającej wpływ wywierany na ogólny poziom cen przez jednorazowe szoki podażowe. *Nota bene*, w tym przypadku polski bank centralny opowiedział się zdecydowanie za przejrzystością.

Podsumowując, mimo że przejrzystość polityki pieniężnej może czasami uprzykrzać życie bankowi centralnemu, to wydaje się, że potencjalne korzyści znacznie przewyższają koszty i z pewnością warto w przejrzystość inwestować. Zdaje sobie z tego sprawę większość banków centralnych na świecie i stąd w ostatnich latach mieliśmy do czynienia z bardzo silną tendencją do zwiększania stopnia przejrzystości polityki pieniężnej.

Najlepsze wzory ze świata

Przejrzystość działań banku centralnego, podobnie jak przejrzystość polityki fiskalnej, jest uznawana za na tyle istotną kwestię, że formułowane są specjalne kody dobrych praktyk w tym zakresie. Ogólne zestawienie zasad z tym związanych opracował i opublikował w 1999 roku Międzynarodowy Fundusz Walutowy.

Za wzór w dziedzinie przejrzystości polityki pieniężnej stawia się najczęściej amerykański Fed (choć już 10 lat temu trudno go było o to posądzać). Gorzej oceniany jest pod tym względem Europejski Bank Centralny. Wśród krajów stosujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego pod względem przejrzystości wyróżnia się najczęściej Bank Anglii oraz bank centralny Nowej Zelandii.

Angielski bank centralny znany jest przede wszystkim z doskonałej jakości raportów inflacyjnych i sposobu prezentacji w nich prognoz inflacyjnych. Nowa Zelandia nie ustępuje wiele na tym polu Brytyjczykom, a ponadto można ten kraj uznać za innowatora w zakresie

przejrzystości polityki pieniężnej (Nowa Zelandia była zresztą również pionierem jeśli chodzi o stosowanie strategii BCI). Przykładowo, od niedawna bank centralny Nowej Zelandii publikuje prognozy krótkoterminowych stóp procentowych. Trudno chyba wymagać więcej. Wzorców do naśladowania nie trzeba jednak szukać za morzami i oceanami. Jeśli chodzi o instytucjonalne aspekty przejrzystości polityki pieniężnej, takie jak raporty inflacyjne i prognozy inflacyjne, godnym wzorcem do naśladowania może być chociażby Narodowy Bank Czech.

U nas coraz lepiej

Zgodnie z założeniami strategii BCI, przyjętej w Polsce w 1998 r., również w naszym kraju podjęto intensywne działania zmierzające ku zwiększeniu przejrzystości polityki pieniężnej. Sytuacja pod tym względem jest obecnie z pewnością dużo lepsza niż przed 1998 r. Od tego czasu zanotować można systematyczną poprawę przejrzystości działań polskiego banku centralnego. RPP zmodyfikowała formułę raportów inflacyjnych, publikowanych przez NBP od 1995 r., a także stopniowo poprawiała ich jakość i zwiększała częstotliwość ich publikacji. Bardzo pozytywnie należy także ocenić publikację dokumentów zawierających strategię działań banku w krótkim horyzoncie czasu (założenia polityki na dany rok), oraz w średnim okresie (średniookresowa strategia na lata 1998-2003 i strategia polityki pieniężnej po 2003 r.). Duże znaczenie ma publikowanie sprawozdań z wykonania założeń polityki pieniężnej, które podobnie jak raporty o inflacji zawierają ocenę realizacji celów.

Zwiększeniu przejrzystości polityki pieniężnej przysłużyła się decyzja RPP o zwiększeniu częstotliwości posiedzeń i postanowienie, że będą się one odbywać regularnie co miesiąc. Pozytywnym jest też niezwłoczne ogłaszanie przez RPP podjętej decyzji (co wcale nie jest regułą, np. nie czyni tego bank centralny Słowenii). Bardzo duży plus polskiemu bankowi centralnemu należy się za publikowanie wyników głosowań - z podaniem rozkładu głosów wśród decydentów - nad wnioskami zgłaszanymi w czasie posiedzeń RPP. Praktyka taka stosowana jest w stosunkowo niedużej liczbie krajów. Przykładowo, węgierski bank centralny w ogóle nie publikuje wyników głosowań, a czeski bank centralny czyni to bez podania szczegółowego rozkładu głosów. Należy też docenić, że RPP wyjaśnia decyzje zarówno w formie oficjalnych komunikatów prasowych, jak i w trakcie konferencji prasowej w kilka godzin po posiedzeniu. Niektóre banki centralne, np. węgierski, w ogóle nie tłumaczą swoich decyzji bezpośrednio po ich podjęciu.

Za przydatne narzędzie zwiększania przejrzystości można uznać informowanie przez RPP o tzw. nastawieniu w

polityce pieniężnej (rzadko spotykane rozwiązanie w innych bankach centralnych). Co prawda było z tym sporo zamieszania za sprawą RPP poprzedniej kadencji, która obniżała stopy procentowe przy neutralnym nastawieniu, ale nowa Rada uporządkowała niedawno tę sprawę (choć nie uniknięto przy tym chyba pewnych błędów, sądząc po zamęcie, jaki wywołało to początkowo na rynku finansowym).

W końcu, do poprawy przejrzystości polityki pieniężnej w Polsce doskonale przyczyniły się systematyczne wysiłki RPP w celu pełnego upłynnienia złotego. Przykład Węgrów, dokonujących zaskakujących zmian stóp procentowych w celu utrzymania forinta w korytarzu dopuszczalnych wahań, pokazuje wyraźnie jak bardzo ważnym czynnikiem dla przejrzystości polityki pieniężnej prowadzonej w ramach strategii BCI jest brak jakichkolwiek zobowiązań banku centralnego odnośnie kontroli kursu walutowego. W tym względzie polski bank centralny może być stawiany za wzór, przynajmniej wśród krajów naszego regionu, stosujących strategię BCI.

... ale ciągle daleko od ideału

Mimo systematycznej i wyraźnej poprawy przejrzystości działań polskiego banku centralnego, jest jeszcze wiele rzeczy, które można zrobić, aby polityka pieniężna prowadzona przez RPP była bardziej przejrzysta dla uczestników życia gospodarczego. W pierwszej kolejności przychodzi do głowy oczywiście kwestia prognoz inflacyjnych. Z zestawienia zawartego w tabeli obok wynika, że NBP jest obecnie jedynym krajem wśród banków centralnych stosujących strategię BCI, który takich prognoz nie publikuje w żadnej formie.

Rozpoczęcie publikacji prognoz inflacyjnych (a właściwie projekcji inflacji) przez polski bank centralny zapowiadane jest już od dłuższego czasu. Nowa RPP obiecała niedawno, że nastąpi to już bardzo niedługo. Nie wiadomo jednak, czy Rada będzie się pod tą projekcją podpisywała, czy też będzie to jedynie projekcja zespołu analitycznego NBP. Wydaje się, że tylko w tym pierwszym przypadku byłaby szansa na zwiększenie przejrzystości działań RPP. Natomiast projekcje, których „właścicielem” byłiby analitycy NBP, zakładając, że mogłyby one zostać zignorowane przez RPP, mogłyby w niektórych sytuacjach wprowadzać obserwatorów polityki pieniężnej w błąd, a więc stanowić dodatkowe źródło niepewności. Jak pokazuje tabela obok, organ odpowiedzialny za decyzje podpisuje się pod prognozami inflacyjnymi w mniejszości banków centralnych publikujących (7 z 19). Warto jednak zaznaczyć, że są to akurat banki o prawdopodobnie największej reputacji.

W literaturze ekonomicznej argumentuje się czasami, że sformalizowana prognoza inflacyjna nie jest nieodzownym elementem BCI – być może rzeczywiście można by się bez niej obejść. Powszechnie akceptowany jest jednak pogląd, że działania banku centralnego muszą być ukierunkowane na przyszłość. Niestety w raportach inflacyjnych polskiego banku centralnego dużo więcej miejsca poświęca się omówieniu ogólnych procesów w polskiej gospodarce niż uzasadnianiu efektów własnej polityki antyinflacyjnej i przynajmniej werbalnej ocenie perspektyw inflacji.

Prognozy inflacyjne w krajach stosujących BCI

	Czy prognoza inflacji jest publikowana?	Czy „właścicielem” prognozy jest organ odpowiedzialny za decyzje?
Australia	Tak	Nie
Brazylia	Tak	Nie
Chile	Tak	Nie
Czechy	Tak	Nie
Filipiny	Tak	Nie
Islandia	Tak	Nie
Izrael	Tak	Nie
Kanada	Tak	Tak
Korea Płd.	Tak	Nie
Meksyk	Tak	Nie
Norwegia	Tak	Nie
Nowa Zelandia	Tak	Tak
Peru	Tak	Nie
Polska	Nie	-
RPA	Tak	Tak
Szwajcaria	Tak	Tak
Szwecja	Tak	Tak
Tajlandia	Tak	Tak
Węgry	Tak	Nie
Wielka Brytania	Tak	Tak

Źródło: A. Fracasso, H. Genberg, C. Wyplosz, „How Do Central Banks Write? An Evaluation of Inflation Targeting Central Banks”, Geneva Reports on the World Economy Special Report 2, May 2003

Oprócz prognoz inflacyjnych, bardzo pomocne w przewidywaniu decyzji banku centralnego mogłoby być publikowanie zapisów dyskusji z posiedzeń RPP. Kontrowersyjną kwestią jest jednak z jakim opóźnieniem miałyby to następować, a przede wszystkim, czy miałyby to być dosłowny zapis wypowiedzi ze wskazaniem ich autorów, czy też jedynie ogólne sprawozdanie z przebiegu dyskusji i przedstawianych argumentów bez przypisywania ich autorstwa konkretnym członkom RPP. Tak czy inaczej, warto rozważyć publikację jakiejś formy zapisu dyskusji na posiedzeniach RPP, co mogłoby chociaż trochę przybliżyć wiedzę na temat mechanizmów podejmowania decyzji w kolejalnym cielem o tak dużej liczbie członków jak w naszej RPP (największej wśród krajów stosujących strategię BCI). Mogłoby to chociaż w pewnym stopniu zrekompensować



widoczne w ostatnim czasie ograniczenie obecności członków RPP w mediach.

Czynnikiem ograniczającym przejrzystość polityki pieniężnej w Polsce jest kwestia zmiany celów inflacyjnych. RPP poprzedniej kadencji dokonywała zmiany celu inflacyjnego w trakcie jego realizacji dwukrotnie – w 1999 i 2002 r. W obu przypadkach zresztą nie uchroniło to Rady od porażki w realizacji celu – zmodyfikowane cele nie zostały osiągnięte. Dokonując zmiany celów, RPP uzasadniało to koniecznością zachowania przejrzystości polityki pieniężnej w zmieniających warunkach gospodarczych. Biorąc jednak pod uwagę fakt, że nie ustalono wcześniej i nie podano do publicznej wiadomości zasad zmian celu, modyfikacja celów prowadziła raczej do zmniejszenia przejrzystości polityki pieniężnej i podważenia jej wiarygodności. Brak określenia zasad ewentualnej zmiany celu inflacyjnego i fakt, że dokonywano tego w przeszłości sprawia, że wiele osób może się tego spodziewać w przyszłości, a takie oczekiwania mogą z kolei podważać wiarygodność pierwotnie wyznaczonego i konsekwentnie (bez faktycznej zmiany) realizowanego celu.

Z zagadnieniem zasad zmiany celu inflacyjnego wiąże się również określenie warunków dopuszczalności przekroczenia celu inflacyjnego (ang. *escape clause*). RPP bardzo często podkreśla - całkowicie słusznie - że polska gospodarka jest silnie narażona na egzogeniczne szoki (np. szoki podażowe na rynku żywności i paliw). Przeciwdziałanie bezpośrednim efektom takich czynników za pomocą instrumentów polityki pieniężnej jest niemożliwe, a takie próby mogą się okazać bardzo kosztowne. Jak wiadomo, cele inflacyjne w Polsce były regularnie przekraczane (zarówno w górę, jak i w dół), w dużej mierze z powodu wymienionych wyżej, niezależnych od polityki pieniężnej czynników. Ponieważ nadal wywierają one decydujący wpływ na procesy inflacyjne w Polsce, a wystarczającym zabezpieczeniem przed tym nie okazało się wyznaczenie marginesu odchylenia od celu, wydaje się, że wprowadzenie tzw. klauzuli ucieczki byłoby w naszym przypadku uzasadnionym posunięciem.

Braki na polu przejrzystości polityki pieniężnej w Polsce można niestety dostrzec nawet w tak elementarnych kwestiach jak procedury publikacji danych. Jednym z kluczowych czynników, branych pod uwagę przez RPP przy podejmowaniu decyzji są oczekiwania inflacyjne. W ostatnich komunikatach czynnik ten znajdował się na pierwszym miejscu elementów ryzyka wzrostu inflacji. Tymczasem dane o oczekiwaniach inflacyjnych, kwantyfikowane przez NBP na podstawie badań ankietowych instytutu Ipsos, pojawiają się zazwyczaj

dopiero w komunikatach po posiedzeniu Rady. Nie trzeba chyba nikogo przekonywać, że nie ułatwia to przewidywania zmian stóp procentowych.

Dla uczestników rynku finansowego znakomitym utrudnieniem jest również brak harmonogramu posiedzeń Rady na przynajmniej kilka miesięcy wprzód. Wiedza na ten temat jest niezwykle potrzebna np. inwestorom na rynku transakcji terminowych na stopę procentową. Większość banków centralnych na świecie zdaje sobie sprawę ze znaczenia, jakie ma dla rynku istnienie precyzyjnego harmonogramu posiedzeń decydentów. Przykładowo, na stronie internetowej amerykańskiego banku centralnego można obecnie znaleźć kalendarz posiedzeń FOMC do stycznia 2006 r. włącznie. Być może warto byłoby, aby RPP skorzystała z zagranicznych doświadczeń także w innej sprawie i ogłaszała decyzje dotyczące parametrów polityki pieniężnej zawsze o tej samej godzinie. Mogłoby się to przyczynić do zwiększenia efektywności funkcjonowania rynku finansowego w Polsce w dniu posiedzenia. Moment ogłoszenia decyzji ma przecież duży wpływ na aktywność inwestorów na rynku. Brak znajomości tego momentu może więc niepotrzebnie wydłużać lub nieoczekiwanie skracać okres spadku aktywności graczy rynkowych przed ogłoszeniem decyzji RPP.

Mętne cele

Na koniec kwestia dotycząca istoty strategii BCI, czyli czytelności i klarowności celu inflacyjnego. W *Założeniach polityki pieniężnej na 2002 r.* Rada Polityki Pieniężnej zmieniła sposób określenia celu inflacyjnego. Zamiast stosowanego wcześniej celu w postaci przedziału (np. 6-8% na koniec 2001 r.), Rada wprowadziła cel w postaci punktu ze wskazaniem dopuszczalnej skali odchylenia inflacji rzeczywistej od celu (np. 3% +/- 1 pkt. proc. na koniec 2003 r.). Uzasadniając zmianę sposobu określania celu inflacyjnego, RPP napisała, że wynika to z przekonania, iż wraz z obniżaniem się tempa wzrostu cen rośnie waga jednoznacznego wskazania poziomu inflacji, który ma zostać osiągnięty. Wskazanie dopuszczalnych odchyleń od celu wynikało natomiast z nieuchronnej niepewności, dotyczącej niezależnych od polityki pieniężnej warunków realizacji celu inflacyjnego (czyt. szoki podażowe, zmiany kursowe, itd.).

Przyjęty przez Radę sposób określania celu inflacyjnego w postaci punktu ze wskazaniem dopuszczalnych odchyleń zastosowano również w przypadku określenia ciągłego celu inflacyjnego po 2003 r. - wynosi on 2,5% +/- 1 pkt. proc. Znaczenie przyjętej kilka lat temu formuły określania celu inflacyjnego podkreślał niedawno członek RPP Dariusz Filar. W wypowiedzi dla Reutersa z 18 maja



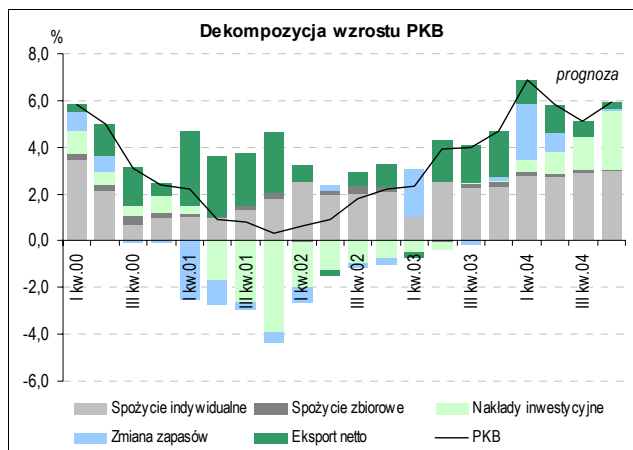
powiedział: „Pamiętać trzeba o tym, że jednopunktowe marginesy wokół ciągłego celu inflacyjnego na poziomie 2,5% są tylko pewnego rodzaju marginesami bezpieczeństwa, a istotą jest ten środkowy punkt celu inflacyjnego, czyli 2,5%”. W podobnym tonie wypowiedział się 8 lipca prezes NBP Leszek Balcerowicz. Tymczasem w komunikacie RPP z 27 kwietnia br. mogliśmy przeczytać o możliwości wystąpienia ryzyka „przekroczenia górnej granicy celu inflacyjnego”. Podobne wyrażenia można było także często odnotować w przypadku wypowiedzi niektórych bankierów centralnych. Poprzez takie stwierdzenia bank centralny niweczy w pewnym stopniu własny wysiłek ukierunkowany na skoncentrowaniu uwagi odbiorców polityki pieniężnej na środkowym punkcie celu inflacyjnego. Zmniejsza się w ten sposób przejrzystość polityki pieniężnej. Akcentowanie znaczenia środkowego punktu celu inflacyjnego dawało jasną wskazówkę po przekroczeniu jakiego poziomu inflacji (w górę lub w dół) nastąpić może odpowiednia reakcja polityki pieniężnej. Jednocześnie stanowiło to jednoznaczny sygnał dla podmiotów formułujących oczekiwania inflacyjne (gospodarstwa domowe, uczestnicy rynku finansowego). Można mieć oczywiście obawy, czy w polskich warunkach (powodujących znaczne wahania inflacji) przyjęcie celu w takiej postaci nie doprowadzi do tzw. problemu niestabilności instrumentu polityki, czyli nadmiernych wahań stóp procentowych w sytuacji gdy bank centralny będzie reagował na każde odchylenie inflacji od środkowego punktu celu inflacyjnego. Odpowiedzią na to mógłby być powrót do stosowania celu w postaci przedziału. To mogłoby jednak zostać obecnie potraktowane jako osłabienie determinacji w walce z inflacją, a nie jako przejaw dążenia banku centralnego do usprawnienia działania polityki pieniężnej.

Tak czy inaczej, zauważalne w oficjalnych dokumentach Rady oraz wypowiedziach bankierów centralnych, podkreślanie znaczenia górnej granicy dopuszczalnych odchyień inflacji od celu (kosztem koncentrowania uwagi na środkowym punkcie celu inflacyjnego) oraz sugerowanie, że reakcja polityki pieniężnej będzie następować dopiero po jej przekroczeniu powoduje, że cel

w postaci punktu ze wskazaniem marginesu dopuszczalnych odchyień staje się de facto celem w postaci przedziału. Co gorsza wydaje się, że przedział ten można w tym przypadku określić mianem „przedziału obojętności” (ang. *band-of-indifference*). Ze zjawiskiem takim mamy do czynienia, gdy odbiorcy polityki pieniężnej uważają, że wahania inflacji w ramach tego przedziału (w polskim przypadku 1,5-3,5%) nie wywołują reakcji polityki pieniężnej, a następuje ona dopiero przy przekraczaniu granicy przedziału. Zjawisko to zwiększa ryzyko faktycznego przekroczenia górnej granicy celu inflacyjnego i długotrwałego występowania znacznych odchyień inflacji od środkowego punktu celu inflacyjnego. Dlatego wydaje się nam, że RPP powinna unikać sformułowań sugerujących kluczowe znaczenie górnej granicy celu inflacyjnego dla podejmowanych przez nią decyzji. Szczególnie biorąc pod uwagę fakt, że bardzo istotne znaczenie dla RPP ma kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych. Może się bowiem okazać, że podkreślanie znaczenia górnej granicy celu inflacyjnego spowoduje, że to ona właśnie, zamiast środkowego punktu celu inflacyjnego, stanie się punktem odniesienia dla oczekiwań inflacyjnych (zjawisko takie określa się mianem *range bias*).

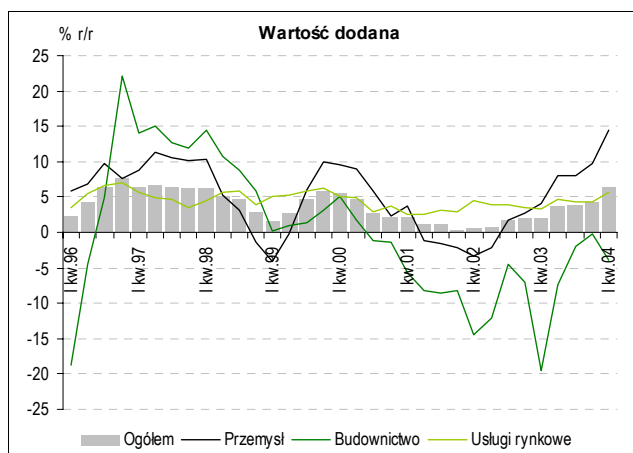
Podsumowując, polski bank centralny pokonał bardzo długą drogę do celu, jakim jest optymalny stopień przejrzystości polityki pieniężnej. W niektórych dziedzinach jesteśmy w tyle za innymi krajami, w niektórych możemy się pochwalić większymi osiągnięciami niż inni. Ogólnie jesteśmy jednak chyba daleko od OK i nadal pozostaje wiele do zrobienia, aby dotrzeć do optymalnego stopnia przejrzystości polityki pieniężnej. Na szczęście w wielu przypadkach nie wymaga to rozstrzygnięcia bardzo poważnych dylematów (jak np. w przypadku publikacji prognoz inflacyjnych), a potrzeba jedynie wsłuchania się w potrzeby odbiorców polityki pieniężnej i odrobiny dobrej woli ze strony bankierów centralnych.

Gospodarka Polski



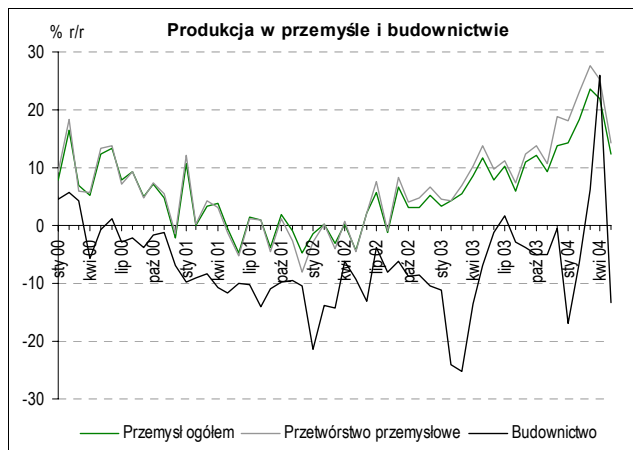
Wzrost PKB w I kwartale 2004 bliski 7%!

- W I kwartale 2004 polska gospodarka osiągnęła najwyższe tempo wzrostu od 1997 roku. Wzrost PKB w znacznie przekroczył oczekiwania sięgając 6,9% r/r wobec 4,7% w IV kwartale 2003.
- Za gwałtowny wzrost wskaźnika produktu krajowego w dużym stopniu odpowiadała zmiana zapasów (aż 5 mld zł). Powiększyła ona dynamikę PKB o ok. 2,5 pkt. proc. (patrz wykres obok)
- ... co mogło wynikać z procesów zachodzących w gospodarce tuż przed akcesją do UE (m.in. wyższego importu) i nie wskazuje wyraźnie na trwałe i mocne ożywienie krajowego popytu.
- Wzrost konsumpcji prywatnej utrzymał się prawie bez zmian na poziomie 4% r/r. Jest to dość solidny wzrost, ale trudno mówić o mocnym ożywieniu konsumpcyjnym.
- Długo oczekiwane odbicie nakładów inwestycyjnych nastąpiło, ale było bardzo umiarkowane – inwestycje w I kwartale wzrosły zaledwie o 3,5% r/r (przy bardzo niskiej bazie) wobec wzrostu o 0,1% r/r w IV kw. 2003.
- Spadła kontrybucja eksportu netto we wzroście PKB (być może za sprawą wyższego importu „na zapas” przed akcesją do UE), wynosząc tylko 1 pkt. proc., czyli ok. dwukrotnie mniej niż pod koniec 2003 r.
- Według wiceprezesa GUS Janusza Witkowskiego wzrost PKB w II kwartale br. był nadal wysoki, ale niższy niż 6,9% osiągnięte w pierwszym kwartale. Z kolei, przyspieszyć powinien wzrost inwestycji. Zdaniem wicepremiera Jerzego Hausnera wskaźnik wzrostu za II kw. powinien wynieść 6%. Nasza prognoza to 5,8%.
- Wydaje się coraz bardziej prawdopodobne, że w całym roku 2004 wzrost PKB osiągnie 6%. Będzie to możliwe, o ile w kolejnych kwartałach ożywienie inwestycji w polskich przedsiębiorstwach wyraźnie nabierze siły.



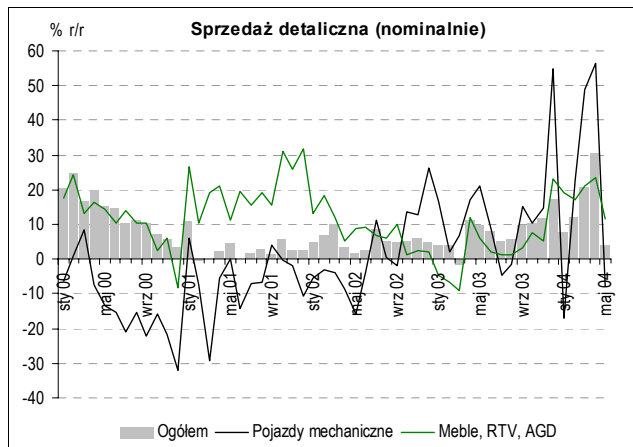
Poakcesyjne spowolnienie dynamiki produkcji

- Po wyjątkowo silnym wysoku w górę wskaźników aktywności gospodarczej tuż przed przystąpieniem do UE, maj przyniósł odreagowanie w postaci znacznego obniżenia ich dynamiki. Wzrost produkcji sprzedanej przemysłu wyniósł 12,3% r/r.
- Mimo spowolnienia, wzrost produkcji nadal można uznać za silny i zgodny z prognozą kontynuacji ożywienia w polskim przemyśle. Stopa wzrostu produkcji po wyeliminowaniu czynników sezonowych wyniosła 15,3% r/r, co jest jednym z najwyższych wskaźników zanotowanych do tej pory.
- Wysoką produkcję budowlano-montażową w kwietniu o prawie 26% r/r okazał się jednorazowy i również spowodowany oczekiwaniami na wejście do UE. W maju produkcja w budownictwie spadła o 13,4% r/r, a po korekcie sezonowej o 6,8%.



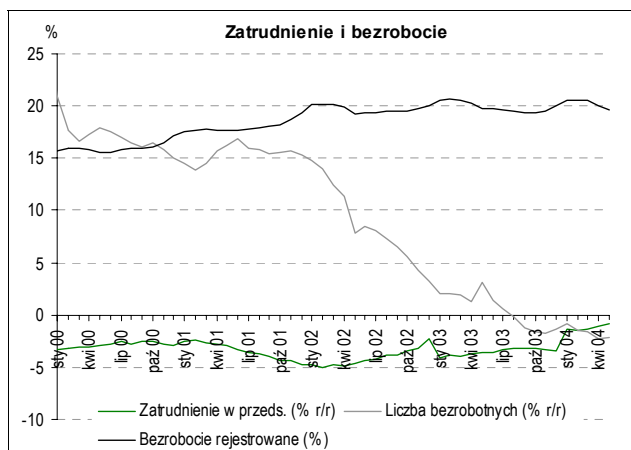
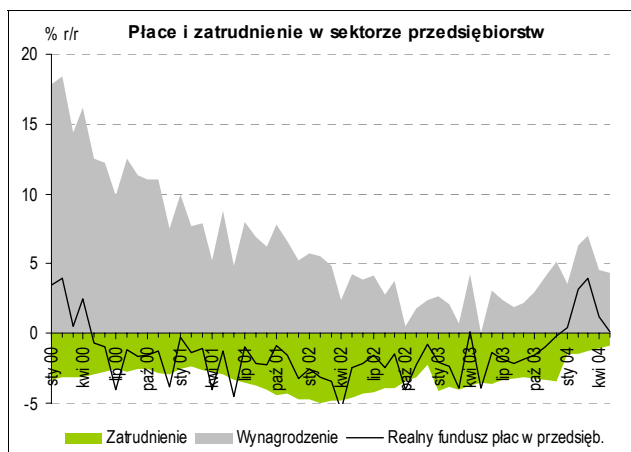
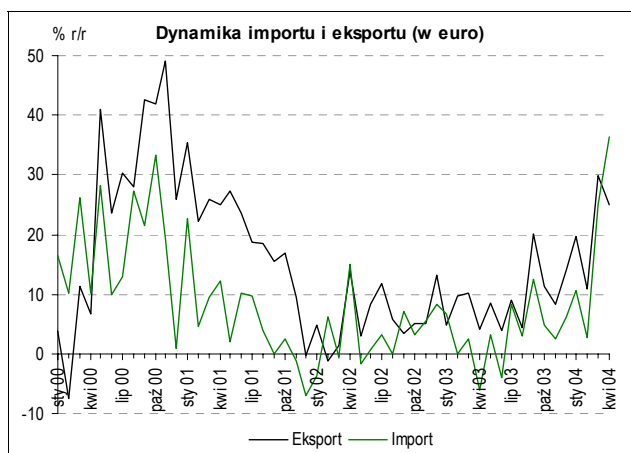
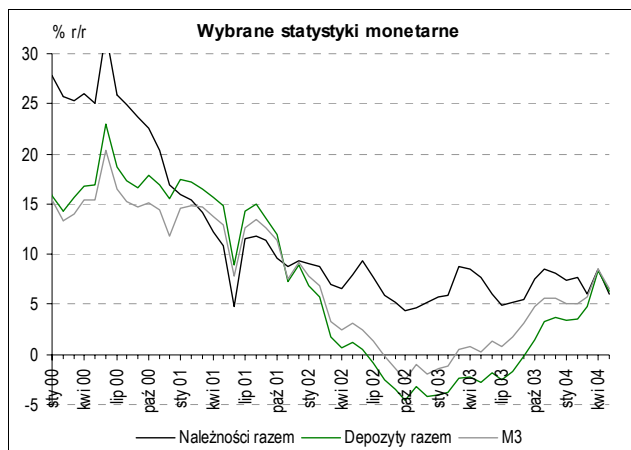
... oraz sprzedaży detalicznej

- Wartość sprzedaży detalicznej w maju była o ponad 20% niższa niż w kwietniu, a roczna dynamika wyniosła zaledwie 4% wobec 30,6% r/r miesiąc wcześniej.
- Spowolnienie wynikało przede wszystkim z załamania w sprzedaży pojazdów mechanicznych (w dół o 40,1% m/m i 7,8% r/r wobec gigantycznego wzrostu o 56,3% r/r w kwietniu).
- Mimo to, średni wzrost sprzedaży detalicznej w okresie kwiecień-maj wyniósł 17,3% r/r, co jest bardzo dobrym wynikiem.
- Nadal jest zbyt wcześnie, aby móc w pełni ocenić wpływ wejścia do UE na dynamikę sprzedaży detalicznej i innych wskaźników aktywności ekonomicznej (dane za czerwiec też nie dadzą jeszcze precyzyjnego obrazu sytuacji). Jednak oczekujemy utrzymania w miarę stabilnego wzrostu konsumpcji prywatnej w II półroczu 2004.



Źródło: GUS, szacunki własne

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

Podaż pieniądza również pod wpływem akcesji do UE

- Po jednorazowym wybicju w kwietniu do 8,5% r/r (częściowo wynikającego z działań przedsiębiorstw przed wejściem do UE), wzrost podaży pieniądza M3 w maju spowolnił do 6,5% r/r. W podobnym stopniu osłabił się wzrost depozytów ogółem i kredytów.
- Depozyty gospodarstw domowych nadal niższe niż przed rokiem (-1,8%). Natomiast depozyty gromadzone przez przedsiębiorstwa niefinansowe – pomimo lekkiego spadku – pozostają ponad 30% powyżej poziomu sprzed roku.
- Trwa dynamiczny wzrost kredytów dla gospodarstw domowych (16,5% r/r), napędzany głównie przez boom na rynku pożyczek hipotecznych. Z kolei kredyty dla przedsiębiorstw niefinansowych mocno spadły (o ponad 3,6 mld zł w porównaniu z końcem kwietnia) i były o 2,3% niższe niż w maju 2003 (w kwietniu zanotowano wzrost o 0,5% r/r).

... podobnie jak kwietniowy bilans płatniczy

- Podobnie jak inne zmienne ekonomiczne, dane nt. obrotów handlowych i bilansu płatniczego były w kwietniu silnie zaburzone przez nietypowe zachowanie konsumentów i przedsiębiorców tuż przed przystąpieniem do Unii Europejskiej.
- Deficyt obrotów bieżących osiągnął 611 mln € wobec 482 mln € w marcu i 353 mln € w kwietniu 2003. Deficyt handlowy podskoczył do 1,1 mld € z 461 mln € w marcu i 443 mln € przed rokiem.
- Import wzrósł mocno o 8,1% m/m i 36,3% r/r. Równocześnie eksport zmniejszył się o 2,5% m/m i wzrósł o 25% r/r.
- Nie należy na podstawie tych danych wyciągać daleko idących wniosków. Obawy związane z akcesją do UE przyczyniły się do wyjątkowego ożywienia zakupów w kwietniu, co wpłynęło na rozchwianie statystyk (podobnie było w przypadku sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej). Ten efekt ustąpi w II półroczu.

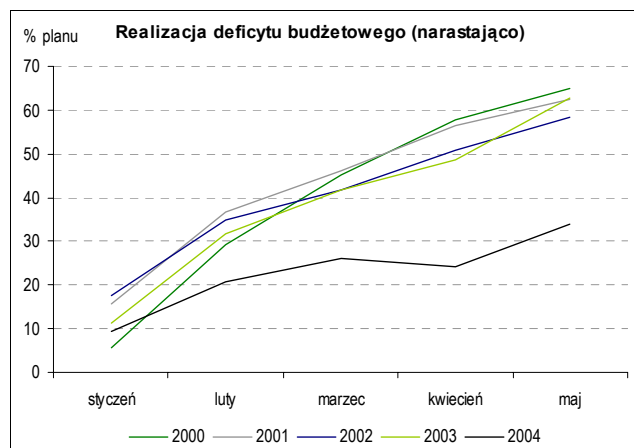
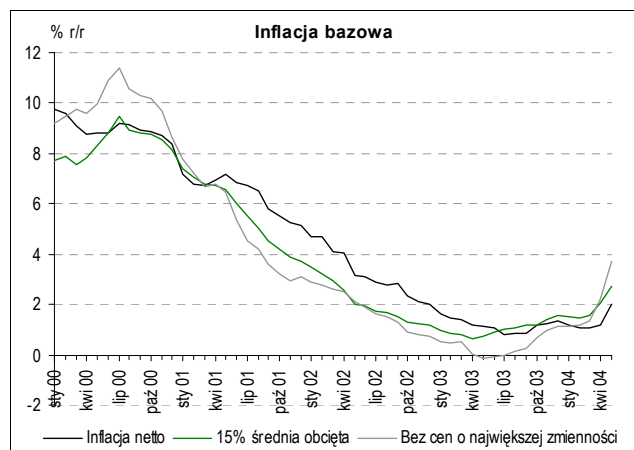
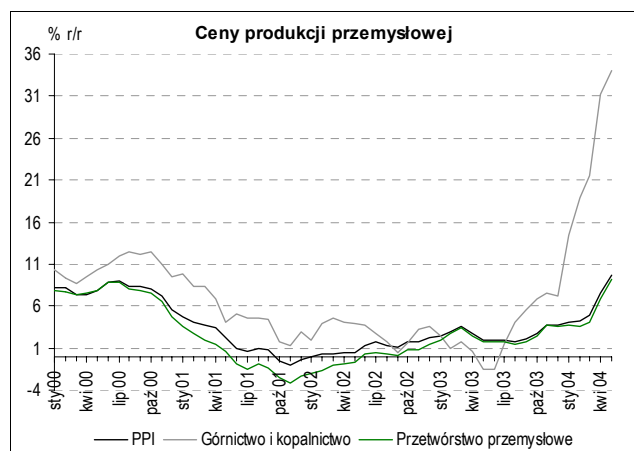
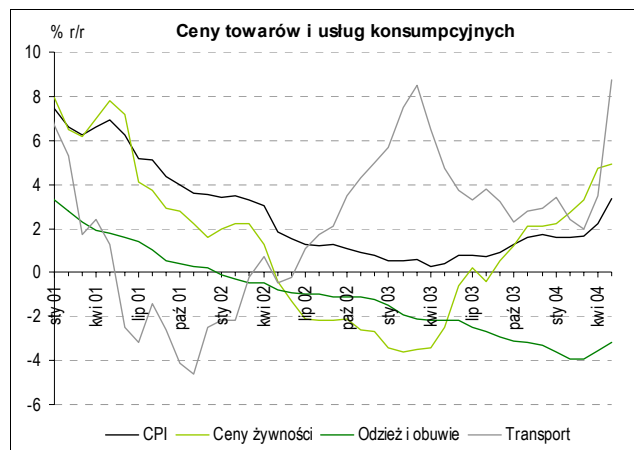
Słodko-gorzkie dane z rynku pracy

- Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw w maju na poziomie 4,4% r/r, znacznie poniżej oczekiwań. Wysokie bezrobocie wyraźnie ogranicza presję płacową w gospodarce.
- Średnie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal mniejsze niż w ubiegłym roku (o 0,9% po spadku o 1,1% r/r w kwietniu), ale wzrosło nieco (o 0,1%) w porównaniu z kwietniem. Drugi z rzędu niewielki wzrost zatrudnienia daje pewne nadzieje na ożywienie na rynku pracy w nadchodzących miesiącach, jednak powinno być ono bardzo umiarkowane
- Fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł w maju o 3,5% r/r, jednak szybko rosnąca inflacja „pożera” realną siłę nabywczą – w ujęciu realnym fundusz płac wzrósł zaledwie o 0,1% r/r. Dane sugerują, że w nadchodzących miesiącach nie powinna się pojawić presja na ceny ze strony rynku pracy.

Bezrobocie niższe głównie dzięki poprawie sezonowej

- Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w maju do 19,6% z 20% w kwietniu, a liczba bezrobotnych obniżyła się o 81,3 tys.
- Niestety spadek ten to niemal wyłącznie zasługa sezonowego ożywienia na rynku pracy. W porównaniu z majem 2003 r. stopa bezrobocia obniżyła się bardzo nieznacznie (tylko o 0,2 pp), co wskazuje, że popyt na pracę pozostaje nieczuły na coraz wyraźniejsze sygnały ożywienia gospodarczego. Odzwierciedla to również liczba nowych ofert pracy – niższa niż w ubiegłym miesiącu i przed rokiem.
- Choć rozpoczęła się delikatna poprawa sytuacji na rynku pracy (zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się w kwietniu i maju), to proces ten wciąż pozostaje wyraźnie w tyle za większością danych makroekonomicznych z sektora realnego.

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, szacunki własne

Mocne odbicie inflacyjne po przystąpieniu do UE

- Niespodziewanie mocny wzrost CPI w maju – po akcesji do UE ceny wzrosły o 1% m/m a roczna stopa inflacji podskoczyła do 3,4% z poziomu 2,2% w kwietniu.
- Głównymi źródłami gwałtownego wzrostu inflacji były: ceny paliw (wzrost o 5,6% m/m), ceny związane z użytkowaniem mieszkania i nośnikami energii (1,9% m/m), oraz wyposażenie i prowadzenie gospodarstwa domowego (1,1% m/m). Ceny żywności oraz odzieży i obuwiu działały proinflacyjnie, ale w mniejszym stopniu.
- Szybszy wzrost cen detalicznych był więc w bardzo dużym stopniu związany z wejściem Polski do Unii Europejskiej. Wg szacunków NBP bezpośredni efekt wejścia do UE odpowiadał za prawie połowę miesięcznego wzrostu cen w maju.
- To nie koniec wzrostu cen po wejściu do UE. W czerwcu stopa inflacji może osiągnąć 4,3% r/r, głównie za sprawą silnych podwyżek cen żywności. W I połowie czerwca ceny te wzrosły aż o 2,4% r/r, co w dużym stopniu wynikało z silnego popytu na polskie mięso i wyroby mleczne z krajów UE.
- Inflacja już w czerwcu przekroczy więc górną granicę celu inflacyjnego. Pod koniec lata i na jesieni można oczekiwać spadku CPI wraz z obniżeniem cen żywności. Jednak inflacja pozostanie powyżej celu być może aż do połowy 2005 roku.
- Silniejszy od oczekiwań był również wzrost cen producenta – o 1,2% m/m i 9,6% r/r. Był to jest najwyższy wzrost od grudnia 1997.
- Podobnie jak w poprzednich miesiącach, wzrost PPI wynikał głównie z silnych wzrostów w działach przemysłu zajmujących się wydobywaniem i przetwarzaniem surowców naturalnych (rafinacja ropy naftowej, produkcja metali). Pewien wzrost (choć znacznie słabszy) zanotowano też w przypadku produkcji żywności, odzieży oraz maszyn i urządzeń – w dużym stopniu mogło to wynikać z jednorazowego wzrostu stawek VAT z dniem 1 maja.

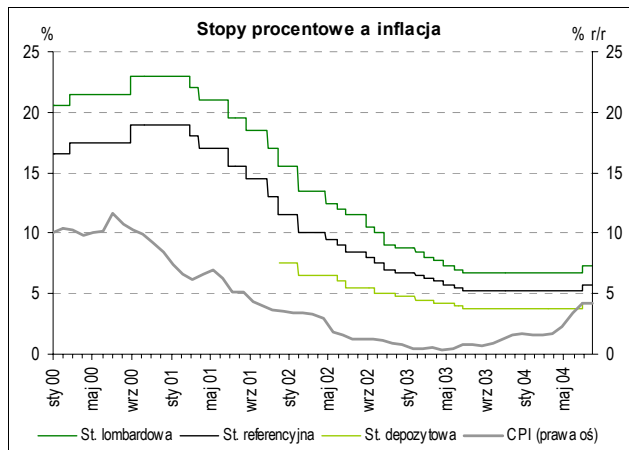
Inflacja bazowa również rośnie, choć słabiej

- Inflacja bazowa wzrosła w maju, podążając za wzrostem głównej stopy inflacji.
- Dwa najważniejsze wskaźniki wzrosły dużo wolniej niż główna stopa inflacji. Inflacja netto zwiększyła się do 2,0% r/r z 1,2% w kwietniu, a 15%-średnia obciążona wzrosła do 2,7% r/r z 2,1% miesiąc wcześniej.
- Wzrost pozostałych trzech wskaźników był silniejszy. CPI z wyłączeniem cen kontrolowanych wzrosło do 3,2% r/r z 2,3% przed miesiącem, CPI z wyłączeniem cen o największej zmienności i cen paliw do 3,2% z 2,1%, a CPI z wyłączeniem cen o największej zmienności poszybowało do 3,7% r/r z poziomu 2,2% w kwietniu.
- Dane pokazały, że chociaż inflacja będzie przyspieszać w najbliższym czasie, nie ma istotnego zagrożenia dla celu inflacyjnego ze strony bazowej presji inflacyjnej w średnim okresie.

Wyniki budżetu centralnego po maju nadal pozytywne

- Deficyt budżetu centralnego wyniósł na koniec maja 15,3 mld zł, czyli 33,8% planu na cały rok. Całkowite dochody budżetu zanotowały niezły wynik (wzrost 9,1% r/r) – po pięciu miesiącach tego roku osiągnęły 61,8 mld zł, czyli 40% rocznego planu.
- W maju nie nastąpiło załamanie dochodów z VAT.
- Jest duża szansa aby deficyt budżetu w całym roku był niższy od zaplanowanego w ustawie budżetowej (45,3 mld zł), choć przedstawiciele Ministerstwa Finansów wciąż pozostają ostrożni.
- Nadwyżka płynności utrzymuje się na wysokim poziomie, co zwiększyć może elastyczność Ministerstwa Finansów na przetargach papierów skarbowych w dalszej części roku.
- W czerwcu udał się transfer zysku NBP do budżetu. Realizacja deficytu wzrosła zapewne do ok. 45% rocznego planu.

Pod lupą: Bank centralny



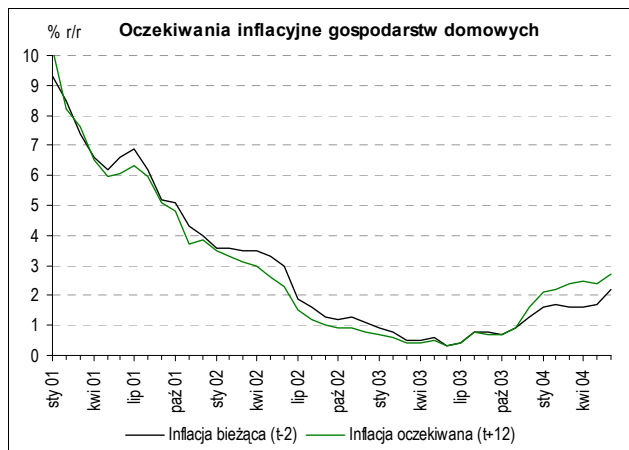
Istotne fragmenty komunikatu RPP z dnia 30 czerwca 2004

Obserwowane przyspieszenie inflacji wynika w znacznym stopniu ze wzrostu cen paliw i żywności, ze wzrostu stawek podatków pośrednich i z innych czynników związanych z wejściem Polski do UE. Tego rodzaju wzrost cen nie musi prowadzić do trwale podwyższonej inflacji jeśli nie wzmocnia oczekiwań inflacyjnych i w efekcie – nie prowadzi do dalszego wzrostu plac i cen.

Ryzyko wzrostu inflacji związane z rosnącymi oczekiwaniami inflacyjnymi jest zwiększone przez znaczący wzrost popytu krajowego. Przeprowadzone analizy wskazują, że obserwowane w maju br. spowolnienie dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu i sprzedaży detalicznej wynikało głównie z ich wcześniejszego przyspieszenia w okresie marzec-kwiecień, związanego z akcesją Polski do UE. Oznacza to utrzymanie obserwowanego od wielu miesięcy silnego trendu wzrostowego tych wielkości.

Dażąc do tego aby podwyższona inflacja miała charakter przejściowy i aby, po wygaśnięciu czynników nadzwyczajnych, powróciła do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym RPP (2,5%), Rada postanowiła, podwyższyć stopy NBP o 0,5 pkt. proc.

Polityka monetarna jest prowadzona przy luźnej polityce fiskalnej i braku jasnych perspektyw co do skali reform, które doprowadziłyby do uzdrowienia finansów publicznych. Czynniki podażowe mogą prowadzić do dalszego wzrostu presji inflacyjnej. Utrzymują się wysokie ceny ropy naftowej, a ich prognozy zostały bardzo nieznacznie obniżone.



Struktura dynamiki cen

Czynnik	Luty	Marzec	Kwiecień	Maj
Popyt	-0,01	0,08	0,11	0,21
Podaż	0,07	0,20	0,36	0,37
UE	0,04	0,03	0,30	0,46
Inflacja	0,10	0,32	0,77	1,03

Udział czynników w miesięcznym wzroście CPI (w %)

Czynnik	Luty	Marzec	Kwiecień	Maj
Popyt	-8,1	26,3	14,0	20,0
Podaż	70,2	63,8	46,7	35,4
UE	37,9	9,9	39,3	44,6
Inflacja	100,0	100,0	100,0	100,0

Podwyżka już w czerwcu. I to jaka!

- Jeszcze na początku czerwca oczekiwaliśmy podwyżki stóp procentowych dopiero w lipcu, jednak po zaskakujących danych o inflacji (3,4% w maju), podwyżka w czerwcu stała się nieunikniona.
- RPP mimo wszystko zaskoczyła rynki finansowe skalą podwyżki, która wyniosła aż 50 pkt bazowych wobec oczekiwanych 25 pb.
- Obecnie rynek oczekuje kolejnej podwyżki o 50 pb w najbliższych trzech miesiącach. Są to oczekiwania zbliżone do naszych, ponieważ uważamy, że 50-punktowa podwyżka jest bardzo możliwa po wakacjach, jako że stopa inflacji prawdopodobnie utrzyma się powyżej celu banku centralnego przez kilka miesięcy.
- Czerwcową decyzją nie zmienia zasadniczo przewidywań nt. zmian oficjalnych stóp procentowych do końca 2005 roku. Oczekujemy wzrostu stóp o 100 pb w horyzoncie 12 miesięcy.

Rada chce przeciwdziałać wzrostowi oczekiwań inflacyjnych

- Argumenty wspierające w przyszłości niską inflację to: niski wzrost kredytu dla firm, wysoka produktywność pracy w przemyśle, wysoka stopa bezrobocia ograniczająca presję płacową (płace zostały wymienione w tej grupie po raz pierwszy od kilku miesięcy).
- Wzrost oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych (do 2,7% w czerwcu z 2,4%) był jednym z najważniejszych argumentów (na pierwszym miejscu w komunikacie) przemawiających za podwyżką.
- Jeśli chodzi o bieżące wyniki inflacji, RPP zaakcentowała, że obecny wzrost został spowodowany przez wysokie ceny żywności i paliw oraz jednorazowy efekt związany z akcesją do UE.
- RPP podkreśliła, że wzrost CPI nie musi prowadzić do wzrostu oczekiwań inflacyjnych, a podwyżka miała na celu utrzymanie inflacji w granicach celu po wygaśnięciu jednorazowych zaburzeń.

... ale sprowadza się to do reakcji na rosnącą inflację bieżącą

- Informacja o rosnących oczekiwaniach inflacyjnych w czerwcu została opublikowana dopiero po decyzji RPP, w komunikacie.
- Z kolei, według Ipsos, oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych „w czerwcu po raz kolejny wyraźnie zmalały”.
- Oczekiwania inflacyjne obliczane przez bank centralny opierają się na badaniach ankietowych i silnie zależą od bieżącej stopy inflacji, a czerwcową ankietą była przeprowadzona po opublikowaniu danych o kwietniowej inflacji.
- Należy się spodziewać kontynuacji wzrostu oczekiwań inflacyjnych w danych NBP, wraz z rosnącą inflacją.
- Chociaż bank centralny twierdzi, że stara się przeciwdziałać wtórnym efektom wzrostu oczekiwań inflacyjnych, to w praktyce reaguje po prostu na bieżącą stopę inflacji.

NBP na temat wzrostu cen po akcesji do UE

- NBP podsumował wyniki akcji „Unia Europejska – ceny”.
- Najwyższy wzrost po akcesji miał miejsce w przypadku cen żywności (ceny ryżu wzrosły o 27,7%, wołowiny o 21,7%, bananów 18%, wielu innych produktów o ponad 5%).
- W przypadku wielu produktów oczekiwany wcześniej spadek cen jeszcze nie nastąpił. Bank centralny spodziewa się jednak, że spadki cen pojawiają się, chociaż z pewnym opóźnieniem.
- NBP podtrzymał szacunek bezpośredniego wpływu przystąpienia do UE na ceny na poziomie 0,9 pkt. proc. (dotyczy średniorocznej inflacji w 2004 r.), ale pewnym zaskoczeniem były pośrednie skutki akcesji np. wzrost popytu zewnętrznego na żywność.
- Udział impulsów popytowych we wzroście inflacji jest wciąż stosunkowo mały w stosunku do pozostałych czynników.

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Leszek Balcerowicz, prezes NBP

PAP, TVN24, konferencja prasowa RPP, 30 czerwca

Rada postanowiła podwyższyć wszystkie stopy NBP o 0,5 pkt proc. Ta decyzja jest wyrazem znaczenia, jakie RPP przywiązuje do utrzymania w Polsce niskiej inflacji. W NBP starannie przebadaliśmy przypadki postępowania banków centralnych, które osiągnęły niską inflację i stały następnie w obliczu zagrożenia inflacyjnego. Nie uzyskaliśmy żadnego przypadku, w którym reakcja ograniczała się tylko do jednego ruchu.

Podwyżki stóp procentowych były zwykle wyższe niż wcześniejsze obniżki.

Jerzy Pruski, wiceprezes NBP

PAP, 15 czerwca

Dyskusje na temat kursu były prowadzone na wspólnej komisji MF i NBP. Na tym etapie konsensus sprowadzał się do stwierdzenia: przyszły kurs złotego do waluty europejskiej powinien odzwierciedlać ostatnie szeroko rozumiane tendencje rynkowe i jednocześnie fundamentalne potrzeby polskiej gospodarki, tak żeby to było zbieżne z długookresowym interesem Polski. Kurs nie może być zbyt mocny, bo będzie przeszkadzał konkurencyjności gospodarki i nie powinien być zbyt słaby, bo będzie miał działanie proinflacyjne.

Jan Czekaj, członek RPP

Reuters, 23 czerwca

Rada zmieniła nastawienie na restrykcyjne i nie wykluczam, że w najbliższym czasie zostanie podjęta decyzja o podwyżce stóp procentowych. Czy to będzie 25, czy 50, czy 75, czy 100 pkt bazowych, nie wiem. Ale niewątpliwie dzisiaj prawdopodobieństwo podwyżek jest znacznie wyższe niż obniżek, a nawet utrzymania ich na niezmiennym poziomie. Nie jestem przeciwnikiem podwyżek stóp procentowych, ale uważam że muszą one wynikać z oceny sytuacji.

W porównaniu z ubiegłym miesiącem największą zmianą jest bieżąca inflacja, no i oczekiwania inflacyjne, które należy się spodziewać, że wzrosną. Reszta czynników ukształtowała się na poziomie mniej więcej tak, jak było to oczekiwane. [...] Polityka monetarna znajduje się obecnie w dość trudnym momencie. Rzeczywista inflacja w maju wyniosła 3,4% i jesteśmy bardzo blizutko górnej granicy celu inflacyjnego. To oczywiście musi rodzić określone niepokoje RPP.

Dariusz Filar, członek RPP

Reuters, konferencja prasowa RPP, 30 czerwca

Impuls ze strony cen żywności wkrótce wygaśnie. [...] Impulsy polityki pieniężnej działają z opóźnieniem. Po to podejmujemy decyzję dzisiaj aby w roku przyszłym oczekiwana była niższa inflacja.

Proces podwyżek stóp trwa obecnie na całym świecie, dyskutuje nad tym amerykański Fed. Wszystkie pisma ekonomiczne na świecie zastanawiają się, jak długo będzie trwał proces podwyżek i ile one wyniosą, a nie, czy w ogóle nastąpią.

Mirosław Pietrewicz, członek RPP

Reuters, 14 czerwca

Inflacja w maju była wyższa od spodziewanej, wynikało to z obaw o nasze członkostwo w Unii Europejskiej i dostosowanie cen. Na swym czerwcowym posiedzeniu RPP będzie musiała bardzo poważnie zastanowić się nad problemem presji inflacyjnej.

Halina Wasilewska-Trenkner, członek RPP

PAP, Reuters, 1 lipca

Lubię mieć inflację 1%, ale doprawdy wolę mieć coraz większe dochody nawet za cenę nieco większej inflacji, byleby ona nie była szybsza niż przyrost moich dochodów. [...] Dlatego też wzrost gospodarczy jest moim zdaniem wartością, którą należy cenić ponad odrębne wskaźniki, takie jak wskaźnik inflacji.

konferencja prasowa RPP, 30 czerwca

Chceliśmy uspokoić gospodarstwa domowe, że nie będziemy patrzeć beczynnym na rosnącą inflację, ale będziemy za wszelką cenę dążyć do niskiej inflacji. Będą podejmowane decyzje, które utrzymają inflację w ryżach.

Komentarz

Większość wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej wygłoszonych po podjęciu decyzji o podwyżce stóp procentowych wskazuje, że nie był to jednorazowy ruch i w przyszłości możemy oczekiwać kontynuacji cyklu podwyżek stóp. Prezes NBP powiedział, że pracownicy NBP przeanalizowali doświadczenia innych banków centralnych w obniżaniu inflacji, czy raczej w zapobieganiu jej wzrostowi po jej skutecznym ograniczeniu. Konkluzją tej analizy było to, że sukcesu nigdy nie udało się osiągnąć ograniczając się do tylko jednej podwyżki stóp. Co więcej, prezes NBP powiedział w wywiadzie telewizyjnym, że w takich przypadkach „podwyżce stóp procentowych były zwykle wyższe niż wcześniejsze obniżki”. W związku z tym należy się spodziewać kolejnych wzrostów stóp procentowych w skali 50 pb.

Jeszcze pod koniec ubiegłego roku, przedstawiciele NBP mówili, że jest szansa na niedługo rozpoczęcie negocjacji o wejściu do ERM-2. Sytuacja skomplikowała się wobec braku akceptacji dla reform fiskalnych, co oddaliło nasze wejście do strefy euro. Ponieważ do systemu ERM-2 wejdziemy na najkrótszy możliwy okres (dwóch lat), negocjacje w tej sprawie również mogły zostać odłożone. Dlatego też, obecne spotkania wspólnej komisji Ministerstwa Finansów i NBP sprowadzają się do bardzo ogólnych stwierdzeń. Tymczasem jednak, trzy inne kraje, które wraz z nami wstąpiły do UE (Estonia, Litwa, Słowenia), weszły już do systemu ERM-2 i mają duże szanse aby wprowadzić wspólną walutę już w 2007 roku.

Wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej po publikacji wyższej od oczekiwano inflacji majowej, nie były zbyt liczne, jednak dość jednoznacznie wskazały na nieuchronność zaostrzenia polityki pieniężnej. Przedstawiona obok wypowiedź Jana Czekaja potwierdziła opinię rynku o bardzo prawdopodobnej podwyżce stóp procentowych w czerwcu. Warto jednak przypomnieć, że tuż po publikacji danych inflacyjnych (15 czerwca) był on bardziej wstrzemięźliwy, mówiąc „dzisiaj nie jesteśmy w stanie jednoznacznie stwierdzić, w jakim zakresie spowodowane jest to szokami podaźowymi, a w jakim popytowymi [...] czerwiec powinien jednak rozjaśnić sytuację”. Najwyraźniej jednak dane inflacyjne były tak dużym szokiem, że nie warto było czekać na dane czerwcowe. Stwierdzenie „w porównaniu z ubiegłym miesiącem największą zmianą jest bieżąca inflacja” wyraźnie pokazuje, że głównym wskaźnikiem informującym nas w przyszłości o nadchodzących zmianach stóp procentowych będzie inflacja CPI.

Wzrost inflacji spowodowany był i będzie w najbliższym czasie czynnikami, które znajdują się poza kontrolą banku centralnego. Dariusz Filar podkreślił, że obecny wzrost został spowodowany przez wysokie ceny żywności, których impuls wkrótce wygaśnie. Tak więc w momencie gdy te czynniki ustają, stopa inflacji obniży się. A nastąpi to już w przyszłym roku, prawdopodobnie niezależnie od tego czy RPP będzie podnosić stopy procentowe, czy też nie.

Rzeczywiście nie warto zastanawiać się czy kolejne podwyżki w Polsce w będą miały miejsce. Pozostaje tylko pytanie: kiedy i o ile?

Nawet Mirosław Pietrewicz, który nie słynie przecież z nadmiernej chęci do prowadzenia restrykcyjnej polityki pieniężnej, stwierdził, że RPP będzie musiała się poważnie zastanowić nad presją inflacyjną, mimo tego, że czerwcową presją inflacyjną wynikała z czynników jednorazowych. Sygnalizowało to wyraźnie, że nadchodzi podwyżka stóp. Ciekawe tylko czy Pietrewicz głosował za podwyżką o 50 pb?

Zdecydowany głos Rady Polityki Pieniężnej w sprawie konieczności utrzymania inflacji na niskim poziomie załamał się w pewien sposób za sprawą Haliny Wasilewskiej-Trenkner. Na konferencji prasowej po posiedzeniu RPP, podobnie jak pozostali członkowie Rady, podkreślała ona, że utrzymanie niskiej inflacji jest absolutnym priorytetem i bank centralny będzie dążył do tego za wszelką cenę. Tak stanowczy przekaz miał w zamierzeniu RPP umożliwić skuteczną wpływ na oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych. Niemniej jednak, już dzień później Halina Wasilewska-Trenkner stwierdziła, że inflacja nie jest najwyższą wartością. Według niej najważniejszy jest wzrost gospodarczy. Czyżby jednak nie wszyscy członkowie mieli ochotę na agresywne podwyżki stóp procentowych?

Pod lupą: Rząd i polityka

Założenia do projektu budżetu na 2005 r.

	2004 ustawa	2005 założenia
Dochody (mln zł)	154 553	168 400
Wydatki (mln zł)	199 852	207 200
Deficyt budżetu (mln zł)	45 300	38 800
Deficyt budżetu (% PKB)	5,3	4,1
PKB (%)	5,7	5,0
Popyt krajowy (%)	4,6	4,8
Konsumpcja prywatna (%)	4,3	4,0
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	8,3	10,8
Stopa bezrobocia (%)	19,0	17,9
Inflacja (% , średnioroczna)	2,5	2,8
Stopa ref. NBP (% , średnioroczna)	5,3	6,2

Głosowanie nad wotum zaufania dla rządu Marka Belki

	ZA	PRZECIW	Wstrzymało się	Nieobecni
SLD	156			1
UP	15			2
FKP	15			
SdPI	33			
Niezrzeszeni	16	2		1
PO		55		
PiS		43		
PSL		36	1	1
LPR		24		1
Samoobrona		31		
Pozostali	1	24		1
SUMA	236	215	1	7

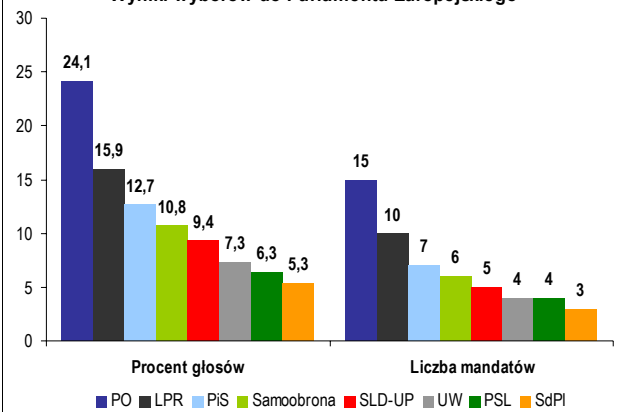
Makroekonomiczne założenia budżetu zatwierdzone

- Deficyt budżetu wyniesie 38,8 mld zł, ale minister Raczek wspominał, że możliwe jest jego dalsze obniżenie o 3,2-3,7 mld zł, jeśli zostanie wprowadzony w pełni plan Hausnera.
- Jednak, jak napisało Ministerstwo Finansów: „prognozowany poziom wydatków budżetu państwa jest m.in. wynikiem uwzględnienia efektów finansowych Programu uporządkowania i ograniczenia wydatków publicznych”.
- Oznacza to, że w toku dalszych prac nad budżetem planowany deficyt może się raczej zwiększać niż zmniejszać, gdyż nie znane są losy ustawy o waloryzacji rent i emerytur oraz zmiany w KRUS.
- Założenia makroekonomiczne na 2005 rok są dość ostrożne, co jest pozytywnym aspektem założeń budżetowych, gdyż oznacza możliwość realizacji wyższych od planowanych dochodów budżetu.

Belka wygra! Jak długo utrzyma się optymizm?

- Za rządem Marka Belki głosowało 236 posłów, przeciw było 215, a jeden parlamentarzysta wstrzymał się od głosu.
- Skończył się okres kilkumiesięcznej niestabilności politycznej, ale nie na długo, ponieważ Belka obiecał poddać się ponownemu głosowaniu nad wotum zaufania w październiku.
- Było to jeden z warunków postawionych przez SdPI. A inne warunki SdPI są równoznaczne z rozwadnianiem rządowego planu reformy finansów publicznych.
- Jeśli więc rząd chce wygrać kolejne wotum zaufania, to pod znakiem zapytania stoi skala oszczędności w tzw. planie Hausnera.
- Zmniejszenie niepewności politycznej może być pozytywne dla rynku w krótkim okresie, jednak wkrótce inwestorzy przypomnieć sobie powinni o problemach polskich finansów publicznych.

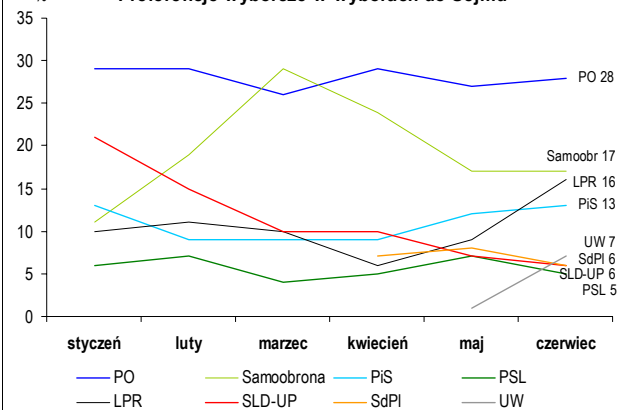
Wyniki wyborów do Parlamentu Europejskiego



Wygrana Platformy Obywatelskiej, bardzo niska frekwencja

- Wyraznym zwycięzcą wyborów do Parlamentu Europejskiego została Platforma Obywatelska. Wbrew sondażom przedwyborczym, drugie miejsce zajęła Liga Polskich Rodzin, a trzecia pozycja przypadła w udziale Prawo i Sprawiedliwość.
- Samoobrona uzyskała znacznie niższe poparcie od poziomu sugerowanego w przedwyborczych sondażach.
- Poparcie dla SLD-UP było wyższe niż dla PSL i dla SdPI, co było zapewne nie bez znaczenia w głosowaniu nad wotum zaufania dla rządu Marka Belki.
- Wyciąganie wniosków z wyborów do PE na temat wyników wyborów do krajowego parlamentu jest niezmiernie trudne (jeśli nie niemożliwe), m.in. ponieważ frekwencja była niezwykle niska i wyniosła zaledwie nieco powyżej 20%.

Preferencje wyborcze w wyborach do Sejmu



Wybory europejskie pomogły niektórym partiom

- Według badań CBOS, w wyborach do polskiego parlamentu najczęściej osób głosowało na Platformę Obywatelską, na drugim miejscu niemalże ex aequo Samoobrona i Liga Polskich Rodzin.
- Na kolejnych pozycjach Prawo i Sprawiedliwość i Unia Wolności.
- Łączne poparcie dla PO, PiS i UW wyniosło w czerwcu 48%.
- Dzięki wyborom do Parlamentu Europejskiego, Unia Wolności i Socjaldemokracja Polska utrzymują poparcie ponad 5%.
- Ankietowani zostali również zapytani o przewidywanie przyszłości poparcia dla partii – czarne perspektywy dla SLD-UP i Samoobronę, różowe głównie dla PO i PiS.
- W wyborach zadeklarowało udział zaledwie 49% wyborców (spadek z 54% w maju), co mogło być rezultatem katastrofalnie niskiej frekwencji w wyborach do Parlamentu Europejskiego.

Źródło: CBOS, Ministerstwo Finansów, Państwowa Komisja Wyborcza, Sejm

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Jerzy Hausner, wicepremier, minister gospodarki i pracy

PAP, 6 lipca

W tej chwili opinie, które do mnie docierają, wskazują na to, że drugi kwartał to 6% wzrostu PKB. My już mamy za sobą dwa miesiące bardzo wysokiego tempa wzrostu, kwietniowe, relatywnie wysokie majowe, wiemy trochę o popycie konsumpcyjnym i wiemy, że inwestycje bardzo powoli ruszają. Mówienie o 6% jest na ten moment bezpieczne.

Reuters, 9 lipca

Trzeba się liczyć, że RPP może podjąć kolejną taką decyzję, jaką podjęła w czerwcu, czyli podwyższyć stopy [w lipcu].

Reuters, 5 lipca

Myślę, że Rada raczej jakby z założeniem, czy nakładką podjęła decyzję [o podwyżce stóp], więc można oczekiwać, że niekoniecznie taka decyzja będzie w lipcu, czy w miesiącach bardziej wakacyjnych.

PAP, 1 lipca

W decyzji RPP nie ma żadnego błędu. Decyzja RPP jest korzystna dla budżetu, bo oznacza umocnienie złotego, a umocnienie złotego daje większą szansę na zrealizowanie planu, czyli relację długu do PKB niższą niż 55%. Mój problem polega na tym, czy to nie zablokuje wzrostu inwestycji.

PAP, 29 czerwca

W tej chwili rozumiem, że słowa pana premiera wygłoszone w expose nie oznaczają wycofania się z reformy systemu rentowego. [...] Zmiany w poszczególnych ustawach nie będą miały istotnego znaczenia finansowego. [...] Taka jest cena kompromisu, cena uzyskania wotum zaufania. Do tej sprawy trzeba będzie wrócić, ale to już nie ja i nie ten rząd.

Reuters, 28 czerwca

Dla mnie jest ważne, czy uruchomione działania będą prowadziły do celu, którym jest naprawa finansów publicznych. Nie chodzi o to, ile miliardów się oszczędzi, ale czy doprowadzimy do sytuacji, w której nie będzie rósł dług publiczny. Ten jeden element traktowany jest przeze mnie bardzo instrumentalnie: że nie przekroczymy 55% długu do PKB w roku 2004 i 60% w przyszłym roku. Trzeba wszystko zrobić, żeby tego uniknąć.

PAP, 25 czerwca

Z tego, co mi wiadomo, plotki na temat mojej dymisji są co najmniej przedwczesne.

Krzysztof Pater, minister polityki społecznej;

PAP, Reuters, 8 lipca

Jestem zadowolony z rozmów. Nasz cel jest taki, żeby zdążyć przed notyfikacją w lutym przyszłego roku. Również ze strony Eurostatu widzimy wolę znalezienia rozwiązania, które pozwoliłoby klasyfikować polski system emerytalny w systemie finansów publicznych.

Pewne zmiany prawne [w ustawie o OFE] mogą być konieczne. Odpowiednia nowela ustawy powinna być gotowa przed końcem roku.

Elżbieta Suchocka-Roguska, wiceminister finansów

Reuters, 7 lipca

Po otrzymaniu wpłaty z zysku z NBP, w czerwcu deficyt budżetu wyniesie 43-45%, po lipcu z całą pewnością przekroczy 50%.

Reuters, 24 czerwca

Prawdopodobnie w czerwcu nie wpłynie wypłata z zysku NBP za rok poprzedni, bo musi być w tej sprawie decyzja Rady Ministrów, a do tej pory taka nie zapadła.

PAP, 18 czerwca

Dziś nie ma żadnych podstaw, żeby twierdzić, że dochody budżetu wykonane w 2004 roku będą wyższe niż te, które są zaplanowane w ustawie budżetowej.

Reuters, 15 czerwca

Deficyt budżetu po czerwcu niewiele przekroczy 40%. Jest szansa, że deficyt na koniec roku będzie o co najmniej kilkaset milionów zł mniejszy niż zapisane w ustawie budżetowej 45,3 mld zł.

Komentarz

Wicepremier Hausner prognozuje wzrost PKB w II kwartale tego roku na 6%. Warto wziąć to pod uwagę, ponieważ w ostatnich kwartałach jego przewidywania dotyczące tempa wzrostu raczej były dość bliskie rzeczywistości (a przynajmniej nie zawiązały faktycznych wyników). Cóż, ożywienie gospodarcze jest faktem i raczej nie zamierza słabnąć w najbliższym czasie, nawet jeśli bezpośrednio po akcesji do UE dynamika niektórych wskaźników ekonomicznych może przejściowo przysnąć.

Nie do wiary! Wicepremier Jerzy Hausner pochwalił RPP za podwyżkę stóp procentowych. Co więcej, uznał nawet, że jest ona korzystna dla budżetu (z powodu wywołanej przez nią aprecjacji złotego). Minister nie domaga się kolejnych równie odważnych ruchów od banku centralnego. Ciekawe jest jednak, że o ile 5 lipca przewidywał, że stopy powinny pozostać stabilne do końca wakacji, to kilka dni później już nie wykluczył następnej podwyżki stóp procentowych już na kolejnym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej. Uczestnicy rynku finansowego zapewne będą się zastanawiać, czy zmiana stanowiska wicepremiera to np. wynik szczerej rozmowy z prezesem NBP. Odpowiedź na to retoryczne pytanie znajdzie zapewne odzwierciedlenie we wzroście krótkoterminowych stawek rynku pieniężnego.

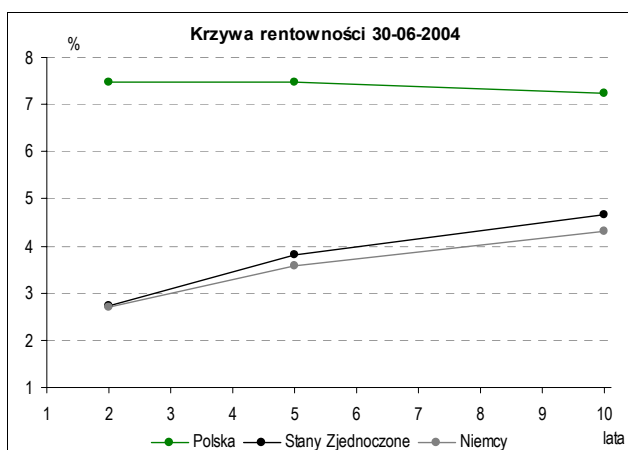
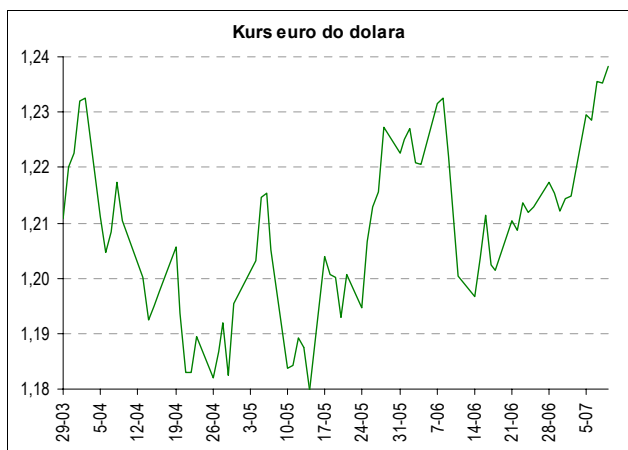
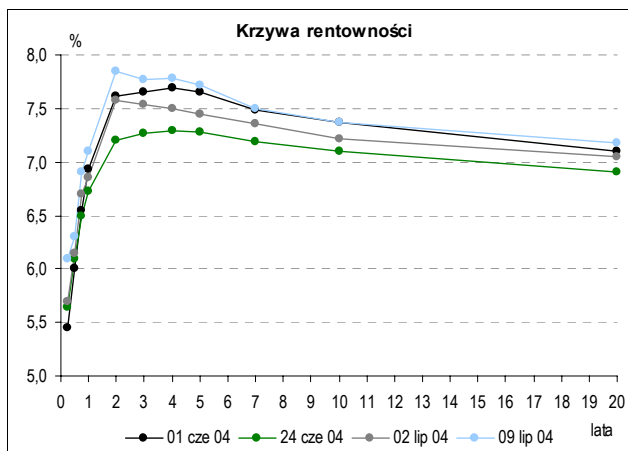
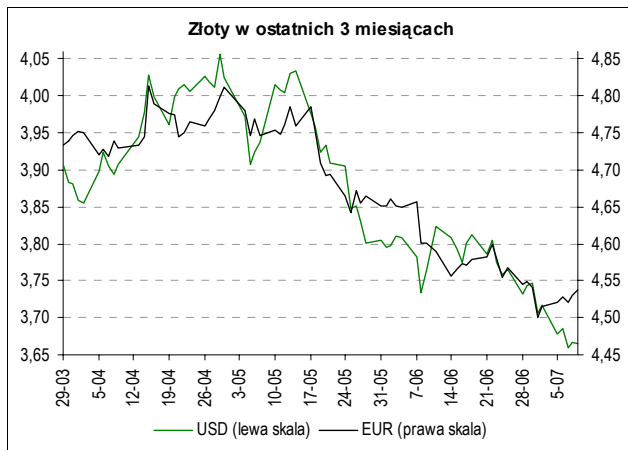
Pod koniec czerwca *Życie Warszawy* napisało, że wicepremier Jerzy Hausner podjął decyzję o dymisji i ogłosił ją w ciągu kilku dni. Chociaż informacje te zostały zdementowane przez premiera Marka Belkę, jak również samego Hausnera, to jednak ich zaprzeczenia nie wydawały się nadmiernie przekonujące - obaj stwierdzili, że pogłoski o dymisji są „przedwczesne” (a nie „nieuzasadnione”). Z kolei w wywiadzie opublikowanym w *Gazecie Wyborczej* Marek Belka stwierdził, że jeśli najważniejsze ustawy z planu Hausnera zostaną „rozmontowane” w parlamencie, to nie tylko Hausner, ale cały rząd poda się do dymisji. Jednak jego zdaniem rezygnacja z kilku mniej istotnych punktów planu Hausnera, która była warunkiem porozumienia z SdPi, nie powinna być powodem do poważnych obaw. Zmiana stanowiska rządu w niektórych sprawach (wycofanie się z propozycji zmierzających do ułatwienia życia przedsiębiorcom i wyeliminowania niepotrzebnych barier dla działalności gospodarczej) ma być jednak przyczyną dymisji wiceminister gospodarki Małgorzaty Okońskiej-Zaremby. Sugerować to może, że Jerzy Hausner nie jest już w rządzie osobą o decydującym głosie, jeśli chodzi o zagadnienia polityki gospodarczej. Jeśli tak, to rezygnacja Okońskiej-Zaremby może nie być ostatnią w Ministerstwie Gospodarki.

Krzysztof Pater zapowiedział, że Polska może znowelizować ustawę o funduszach emerytalnych, aby uzyskać zgodę UE na traktowanie otwartych funduszy emerytalnych jako część sektora publicznego w księgowości finansów publicznych wg ESA95. Umożliwiłoby to obniżenie wskaźników deficytu fiskalnego i długu publicznego, ułatwiając tym samym spełnienie kryteriów konwergencji fiskalnej. Nowelizacja ustawy może polegać na wprowadzeniu dodatkowych gwarancji wobec części świadczeń emerytalnych, zapewniających utrzymanie ich realnej wartości.

Wiceminister finansów Elżbieta Suchocka-Roguska w ostatnich tygodniach intensywnie informowała uczestników rynków finansowych o wynikach budżetu państwa. Niestety, często nie były to informacje zbyt spójne. Pani minister kilkakrotnie w ciągu zaledwie paru dni zmieniała zdanie na temat przewidywanego na czerwiec poziomu deficytu budżetowego. Do pewnego stopnia było to zrozumiałe z powodu niepewności, jaka towarzyszyła do ostatniego dnia czerwca transferowi zysku z NBP (Rada Ministrów zatwierdziła sprawozdanie z zyskiem banku centralnego dopiero 29 czerwca). Ostatecznie jednak wyszło na to, że transfer z NBP został przekazany, a wykonanie deficytu po sześciu miesiącach nie przekroczyło 45% planu na 2004 r.

Ciekawsze jest jednak to, jak wiceminister finansów zmieniła zdanie w sprawie kwestii, czy możliwe jest osiągnięcie w tym roku deficytu mniejszego niż zapisano w ustawie budżetowej. Początkowo w jej opinii, wydawało się bardzo prawdopodobne, że dziura w budżecie może się okazać o kilkaset milionów niższa od planowanej. Okazało się to jednak całkowicie niezgodne z wypowiedziami jej szefa, ministra Andrzeja Raczki i już kilka dni później pani wiceminister zapewniała, że „nie ma żadnych podstaw”, żeby oczekiwać niższego deficytu.

Monitor rynku



Źródło: Reuters, BZ WBK

Wotum zaufania i wyższe stopy wsparły złotego

- W czerwcu sytuacja na scenie politycznej przyczyniała się raczej do uspokojenia i poprawy nastrojów rynku, natomiast nieco większa zmienność cen wynikała z oczekiwań podwyżki stóp procentowych, które były kształtowane przez niejednoznaczne dane.
- Pierwsza połowa miesiąca była dość spokojna ze względu na brak istotnych wydarzeń i publikacji danych. W II połowie czerwca ukształtował się trend aprecyacyjny złotego, gdyż po wyborach europejskich wzrosły szanse na poparcie rządu Belki przez Sejm, a ponadto coraz silniejsze były oczekiwania podwyżki stóp. Rynek obligacji początkowo także się wzmacniał, jednak po danych o cenach żywności ostatecznie inwestorzy uznali, że wzrost stóp jest przesadzony i krzywa rentowności przesunęła się dużo wyżej.
- Na koniec czerwca złoty był mocniejszy niż w maju o około 2% wobec koszyka dolar-euro. Dłuższy koniec krzywej rentowności przesunął się w górę o 5-10 pb, a krótki pozostał bez zmian.
- Na początku lipca, po większej od prognoz podwyżce stóp, złoty odnotował dalsze umocnienie, a inwersja krzywej rentowności rozszerzyła się na segment powyżej 2L, w wyniku osłabienia krótkiego końca, choć wcześniej inwersja występowała od 4L w górę. Decyzja RPP skłoniła nas do rewizji prognoz walutowych na III kw. w kierunku mocniejszego złotego w okresie lipiec-sierpień.
- MF przedstawiło plan finansowania potrzeb pożyczkowych w III kw. br. (szczegóły w tabelach na str. 15). Jednak najtrudniej pod tym względem zapowiada się IV kw. Nasze szacunki wskazują, że potrzeby finansowe wyniosą blisko 42 mld zł, zakładając w całym roku deficyt niższy o 2 mld zł wobec planu. Pod warunkiem wykonania planu wpływów z prywatyzacji (PKO BP warte 5-6 mld zł.) i wykorzystania części rezerwy płynnościowej (obecnie na poziomie kilkunastu miliardów zł.) ich pokrycie będzie możliwe bez znacznego wzrostu podaży papierów skarbowych.

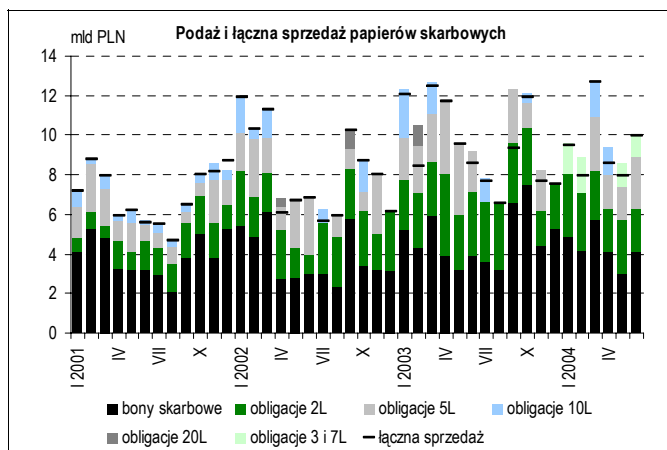
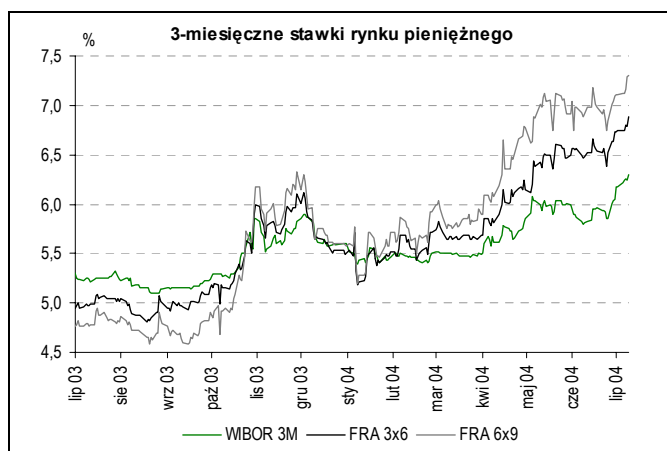
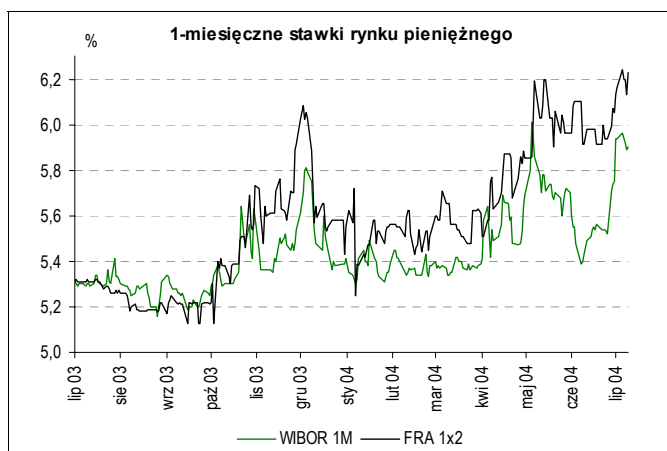
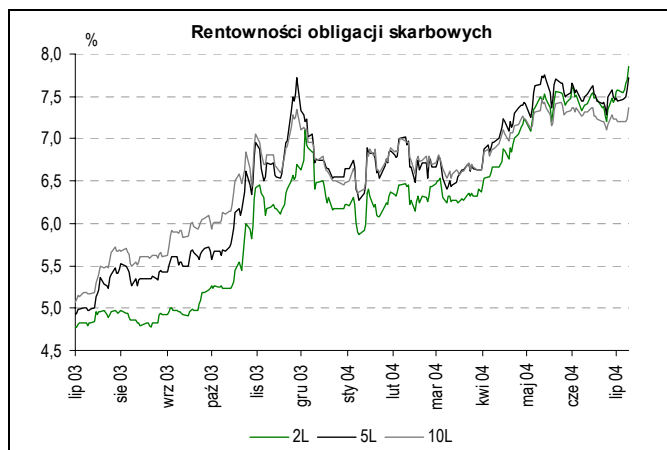
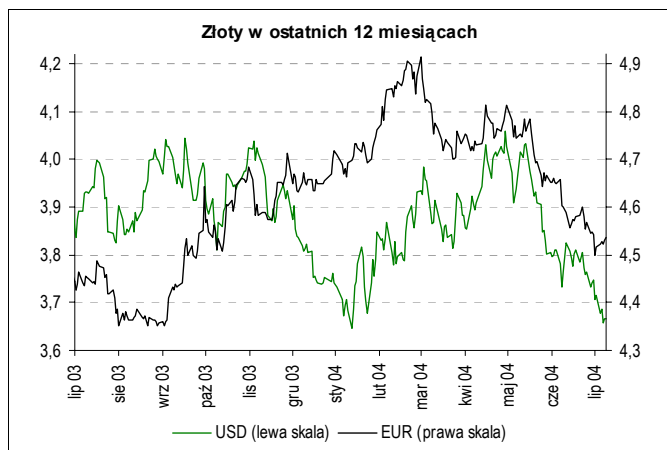
Niepewne perspektywy rynków walutowych

- Od początku maja ponownie obserwowane są znaczne wahania kursów na głównych rynkach walut. Na początku czerwca dolar był słaby (kurs EURUSD powyżej 1,23) wobec trudnej sytuacji w Iraku i drogiej ropy naftowej. W połowie miesiąca wypowiedzi przedstawicieli Fed o restrykcyjnej polityce wzmocniły gwałtownie, ale przejściowo, dolara do poniżej 1,20. Z kolei potem stopniowo EURUSD wzrastał do ok. 1,215, gdy oczekiwania rynku nastawiły się na podwyżkę stóp o nie więcej niż 25 pkt. bazowych.
- Po zgodnej z oczekiwaniami decyzji Fed kursy walut pozostały bez zmian. Jednak po słabszym od prognoz danych z amerykańskiego rynku pracy EURUSD powrócił ponad poziom 1,23.
- Perspektywy dolara na najbliższe miesiące pozostają niepewne. Wobec prognoz podwyżek stóp i z drugiej strony napięć geopolitycznych sądzimy, że nadal nie ukształtuje się wyraźny trend.

Korekta na rynku obligacji po decyzji Fed

- Przy stosunkowo stabilnych cenach w czerwcu premia za ryzyko dla polskich obligacji mierzona różnicą pomiędzy oczekiwaną 5-letnią stopą procentową w Polsce i w strefie euro za pięć lat odnotowała dalszy spadek, tym razem o ok. 15 pb do 155 pb. Drugi miesiąc z rzędu takiego trendu stanowi dość mocne potwierdzenie lepszej oceny perspektyw Polski po akcesji do UE.
- W pierwszej połowie czerwca rentowności obligacji na rynku amerykańskim początkowo wzrastały, zwłaszcza na krótkim końcu krzywej. Natomiast w drugiej połowie miesiąca ceny ustabilizowały się. Po decyzji Fed-u rentowności zniżkowały o około 30 pb.
- Do końca roku spodziewamy się kontynuacji wzrostu rentowności w ślad za kolejnymi podwyżkami stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, ale może on następować przy sporej zmienności ze względu na istotne czynniki niepewności.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	13-tyg.	52-tyg.	Suma
7.06.2004	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
14.06.2004	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
21.06.2004	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
28.06.2004	100 / 100	1 000 / 1 000	1 100 / 1 100
razem czerwiec	100 / 100	4 000 / 4 000	4 100 / 4 100
5.07.2004	100	1 100	1 200
12.07.2004	100	1 100	1 200
19.07.2004	100	1 100	1 200
26.07.2004	-	1 100	1 100
razem lipiec	300	4 400	4 700
sierpień i wrzesień *		9 100 - 10 400	

* szacunek na podstawie wstępnej informacji na cały III kwartał

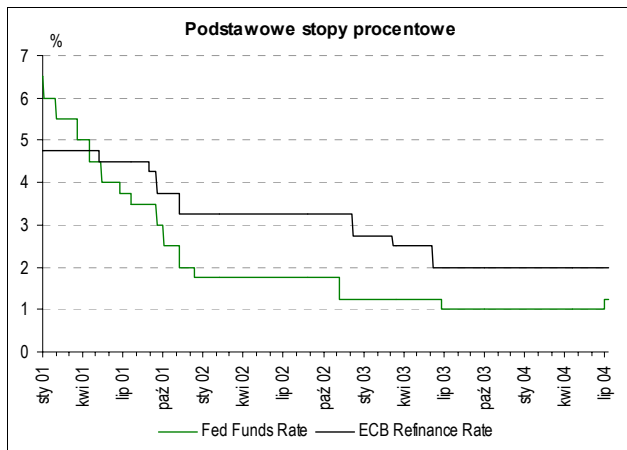
Przetargi obligacji skarbowych w 2004 r. (mln zł)

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	1 000,0	1 000,0	16.06*	DS0509	2 640,0	2 640,0
lipiec	07.07*	OK0806	2 800,0	2 800,0	14.07	DS1013	1 500 - 2 500	-	-	-	-	-
sierpień	04.08	OK0806	2 200 - 3 000	-	11.08	WZ0307/0911	1 000 - 2 000	-	-	-	-	-
wrzesień	01.09	OK0806	2 200 - 3 000	-	8.09	WS0922	500 - 1 500	-	15.09	5L	2 000 - 3 000	-
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

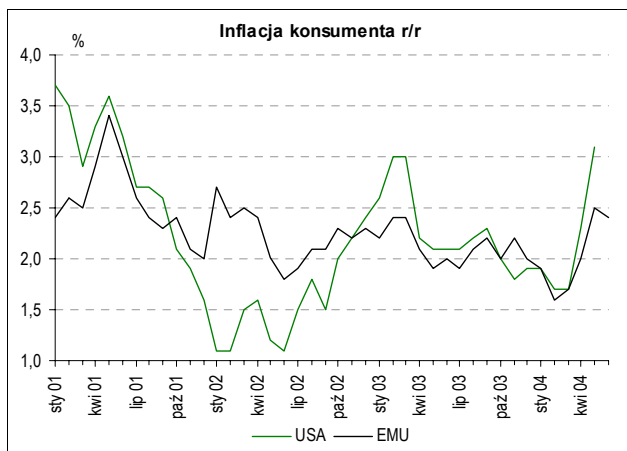
Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy



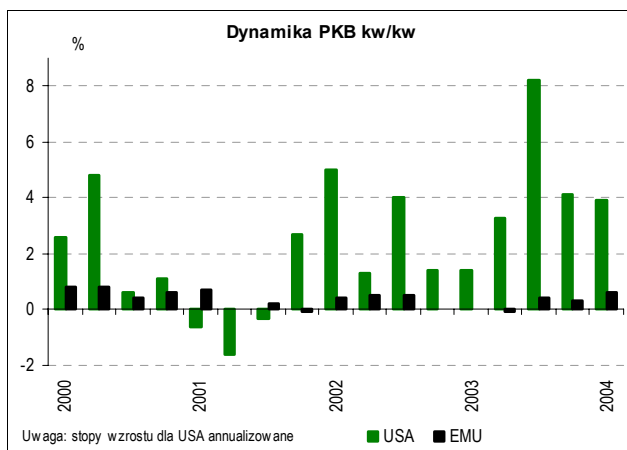
Stopy procentowe w USA już wyższe

- Jak prognozowano, 30 czerwca Fed zdecydował o pierwszej od 4 lat podwyżce stóp procentowych o 25 pb. Stopa funduszy federalnych wynosi obecnie 1,25%. W komunikacie po posiedzeniu powtórzono, że podwyżki będą następować „miarowo”, co może oznaczać kolejne wzrosty o 25 pb., a nie większe. Zapewniono jednak, że Fed zareaguje na zmieniające się warunki. Oczekujemy, że stopy wzrosną o dalsze 100 pb do końca tego roku.
- 1 lipca, zgodnie z oczekiwaniami, Rada EBC trzynasty miesiąc z rzędu pozostawiła stopę refinansową na poziomie 2%. Prezes banku ocenił, iż, mimo że wyższa presja inflacyjna utrzyma się w najbliższym czasie, to nie ma zagrożenia dla średnioterminowych perspektyw inflacji. Jednocześnie ożywienie gospodarcze nie jest jeszcze wystarczająco silne. Zapewne pierwszej podwyżki stóp w strefie euro możemy spodziewać się dopiero w przyszłym roku.



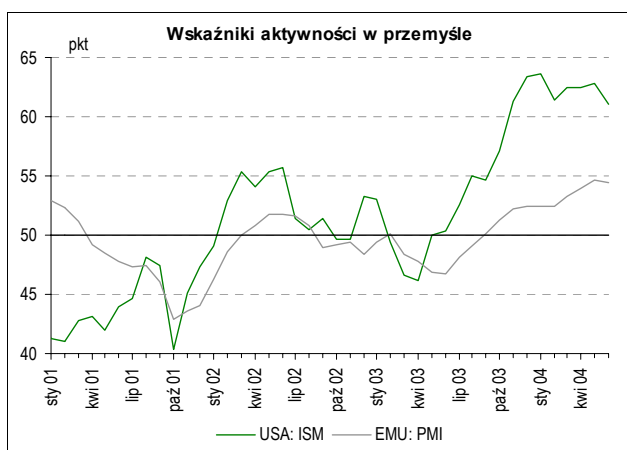
Silny wzrost inflacji spowodowany wzrostem cen energii

- W strefie euro wstępne szacunki inflacji w maju zostały potwierdzone w publikacji finalnej, a dane były dokładnie na poziomie prognozy rynku. Ceny konsumenta wzrosły o 0,3% m/m i roczna stopa inflacji przyspieszyła aż do 2,5% z 2,0% w kwietniu. Z kolei, według wstępnych szacunków, w czerwcu inflacja zmniejszyła się do 2,4% r/r. Analitycy uważają, że przy braku kolejnych szoków spadek inflacji może oznaczać, że w maju dynamika cen strefy euro osiągnęła roczne maksimum. Obecnie jest ona powyżej górnej granicy celu inflacyjnego ECB na poziomie 2,0%.
- W Stanach Zjednoczonych dane o inflacji były wyraźnie gorsze od prognoz. W maju ceny wzrosły o 0,6% m/m, co było najwyższym wzrostem od stycznia 2001 r. i wynikało głównie z 4,6% wzrostu cen energii. Wynik ten spowodował, skok inflacji do 3,1% r/r z 2,3%. Roczna stopa inflacji bazowej spadła z 1,8% do 1,7%.



Wzrost w USA wysoki, ale niższy niż oceniano wcześniej

- Pod koniec czerwca opublikowano finalne dane o wzroście gospodarczym w Stanach Zjednoczonych. W I kwartale br. PKB USA wzrósł o 3,9% kw/kw w porównaniu z 4,1% odnotowanymi w IV kwartale 2003 r. Takie dane za I kwartał oznaczały nieoczekiwaną, głęboką rewizję w dół wstępnych szacunków na poziomie 4,4% podanych miesiąc wcześniej, podczas gdy analitycy prognozowali ich potwierdzenie. Rewizja wynikała głównie ze zwiększenia szacunków importu. Ponadto raport potwierdził, co zostało zasygnalizowane miesiąc wcześniej, że na początku bieżącego roku odnotowano wzrost presji inflacyjnej.
- W połowie lipca zaplanowano drugą i ostatnią rewizję danych o PKB strefy euro w I kwartale br. (poprzedni szacunek z 1 czerwca był na poziomie 0,6% kw/kw oraz 1,3% r/r), a Komisja Europejska przedstawi najnowsze prognozy na drugi i trzeci kwartał.



Wskaźniki koniunktury w dół, rozmiągając się z oczekiwaniami

- Przeciwnie do oczekiwań, aktywność gospodarcza w przemyśle strefy euro wzrastała w czerwcu wolniej niż w maju. Wskaźnik Reuters PMI spadł w czerwcu do 54,4 pkt z 54,7 pkt w maju, choć prognozowano wzrost do 55,0 pkt. Podobnie w USA wzrost aktywności w przemyśle odnotował w czerwcu spowolnienie, ale było ono dokładnie zgodne z prognozami. Indeks ISM spadł w czerwcu do 61,1 pkt wobec 62,8 pkt w maju. W obu przypadkach wynik powyżej 50 pkt oznacza poprawę aktywności.
- Także wbrew oczekiwaniom, niemiecki indeks IFO spadł w czerwcu do 94,6 pkt (najniższy poziom od dziewięciu miesięcy) z 96,0 pkt odnotowanych w maju (rewizja z 96,1 pkt). Zarówno ocena bieżącej sytuacji gospodarczej jak i oczekiwania na przyszłość były gorsze niż przed miesiącem. Instytut IFO ocenił, że niższa indeksu w lipcu stanowiłaby argument za obniżką stóp.

Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve



Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
5 lipca POL: Przetarg bonów skarbowych	6 GER: Bezrobocie (VI) EMU: Sprzedaż detaliczna (V)	7 POL: Przetarg obligacji 0K0806	8	9
12 POL: Przetarg bonów skarbowych ITA: Produkcja przemysłu (V) FRA: Produkcja przemysłu (V)	13 POL: Bilans płatniczy (V) FRA: Inflacja wstępna (VI) USA: Handel zagraniczny (V)	14 POL: Inflacja (VI) POL: Podaż pieniądza (VI) POL: Płace i zatrudnienie (VI) POL: Przetarg obligacji DS1013 ITA: Inflacja finalna (VI) USA: Sprzedaż detaliczna (VI)	15 EMU: PKB (I kw.) USA: Produkcja przemysłu (VI) USA: Ceny producenta (VI)	16 EMU: Inflacja finalna (VI) USA: Inflacja (VI)
19 POL: Produkcja przemysłu (VI) POL: Ceny producenta (VI) POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: Produkcja przemysłu (V) EMU: Handel zagraniczny (V)	20	21 POL: Sprzedaż detaliczna (VI) POL: Bezrobocie (VI) POL: Koniunktura (VII)	22	23 POL: Ceny żywności (I poł. VII) POL: Inflacja bazowa (VI) FRA: Inflacja finalna (VI)
26 POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: Bilans płatniczy (V)	27 POL: Posiedzenie RPP (I dzień) GER: IFO (VII)	28 POL: Posiedzenie RPP (decyzja) EMU: Podaż pieniądza (VI)	29	30 ITA: Inflacja wstępna (VII) EMU: Inflacja wstępna (VII) EMU: Nastroje w biznesie; Koniunktura (VII) USA: PKB (II kw.)
2 sierpnia POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: PMI (VII) USA: ISM (VII)	3 EMU: Ceny producenta (VI) EMU: Bezrobocie (VI)	4 POL: Przetarg obligacji 0K0806 GER: Bezrobocie (VII) EMU: Sprzedaż detaliczna (VI) USA: Zamówienia w przemyśle (VI)	5 EMU: Posiedzenie EBC	6 USA: Bezrobocie (VII)
9 POL: Przetarg bonów skarbowych ITA: Produkcja przemysłu (VI)	10 FRA: Produkcja przemysłu (VI) USA: Posiedzenie Fed	11 POL: Przetarg obligacji WZ0307 i WZ0911	12 ITA: Inflacja finalna (VII) USA: Sprzedaż detaliczna (VII)	13 FRA: Inflacja wstępna (VII) EMU: PKB (II kw.) USA: Ceny producenta (VII) USA: Handel zagraniczny (VII)

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	27-28	-	-	-	-	-
PKB*	-	20	-	-	-	9	-	-	-	-	-	-
Inflacja	15	16 ^a	15 ^b	14	14	14	14	16	14	14	15	14
Inflacja bazowa	23	-	23 ^b	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
Płace 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 ^c	13	14	16	13	11	10	12	-	-
Podaż pieniądza	14	13	12	14	14	14	14	13	14	14	-	-
Bilans NBP	7	6	5	7	7	7	7	6	7	7	-	-
Wskaźniki koniunktury	22	20	19	22	21	22	21	20	21	21	22	21
Ceny żywności, 1-15	-	9 ^c i 25 ^d	25	23	25	25	23	25	24	25	25	23

* dane kwartalne

^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty, ^c za styczeń, ^d za luty

Źródło: GUS, NBP



Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		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	lip 04
Produkcja przemysłowa	% r/r	7,9	10,3	5,9	10,9	12,1	9,2	13,9	14,4	18,3	23,5	21,8	12,3	19,4	8,0
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	8,1	5,4	5,5	9,7	10,3	11,4	17,3	7,6	12,1	20,7	30,6	4,0	6,2	7,4
Stopa bezrobocia	%	19,7	19,6	19,5	19,4	19,3	19,5	20,0	20,6	20,6	20,5	20,0	19,6	19,5	19,3
Place brutto ^{b c}	% r/r	3,1	2,4	1,9	2,2	3,0	4,1	5,1	3,5	6,3	7,0	4,6	4,4	4,8	4,3
Zatrudnienie ^b	% r/r	-3,6	-3,2	-3,2	-3,1	-3,2	-3,3	-3,5	-1,4	-1,5	-1,3	-1,1	-0,9	-0,8	-0,8
Eksport ^d	% r/r	4,0	8,9	4,4	20,1	11,4	8,2	14,0	19,6	10,9	29,9	25,0	15,8	8,6	6,0
Import ^d	% r/r	-4,0	8,3	3,0	12,5	4,9	2,5	6,2	10,6	2,7	25,0	36,3	19,5	10,9	4,2
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-179	-657	-232	-266	-254	-503	-545	-173	-218	-461	-1 106	-725	-300	-600
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-97	-375	-55	-57	314	-356	-566	191	-101	-428	-611	-525	-136	-300
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-2,3	-2,3	-2,4	-2,2	-2,0	-1,9	-2,0	-1,7	-1,4	-1,3	-1,4	-1,5	-1,5	-1,4
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-23,8	-27,7	-29,6	-33,1	-34,8	-35,5	-37,0	-4,2	-9,4	-11,8	-11,0	-15,3	-20,0	-23,5
Deficyt budżetowy (narastająco)	% całego roku	52,2	63,8	70,6	84,4	93,3	98,9	100,0	9,3	20,7	26,1	24,3	33,8	44,1	51,8
Inflacja (CPI)	% r/r	0,8	0,8	0,7	0,9	1,3	1,6	1,7	1,6	1,6	1,7	2,2	3,4	4,3	4,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,0	1,9	1,8	2,1	2,7	3,7	3,7	4,1	4,2	4,9	7,6	9,6	9,7	9,2
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	1,3	0,7	1,7	3,1	4,7	5,6	5,6	5,1	5,1	5,7	8,5	6,5	6,6	6,6
Zobowiązania	% r/r	-1,9	-2,5	-1,7	-0,2	1,5	3,3	3,7	3,4	3,5	4,8	8,4	6,4	6,9	7,2
Należności	% r/r	6,1	4,9	5,2	5,4	7,5	8,5	8,1	7,4	7,7	6,1	8,5	6,0	10,9	11,6
USD/PLN	PLN	3,80	3,90	3,92	3,98	3,92	3,94	3,79	3,74	3,84	3,89	3,97	3,93	3,78	3,67
EUR/PLN	PLN	4,44	4,44	4,37	4,46	4,59	4,62	4,66	4,71	4,85	4,77	4,76	4,72	4,59	4,52
Stopa interwencyjna ^a	%	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	5,75
WIBOR 3M	%	5,38	5,26	5,16	5,17	5,42	5,68	5,69	5,46	5,46	5,49	5,69	5,99	5,91	5,90
Stopa lombardowa ^a	%	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	7,25
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,66	4,85	4,82	4,91	5,30	5,95	6,02	5,59	5,78	5,87	6,20	6,65	6,79	7,10
Rentowność obligacji 2L	%	4,79	4,89	4,86	5,02	5,53	6,31	6,49	6,17	6,34	6,34	6,83	7,41	7,44	7,70
Rentowność obligacji 5L	%	4,90	5,17	5,38	5,60	6,04	6,86	6,82	6,65	6,76	6,60	7,13	7,57	7,50	7,60
Rentowność obligacji 10L	%	5,03	5,37	5,60	5,93	6,36	6,92	6,75	6,65	6,81	6,65	7,02	7,32	7,27	7,35

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^a wartość na koniec okresu; ^b w sektorze przedsiębiorstw; ^c nominalnie; ^d 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	882,2	187,1	200,2	201,3	226,0	203,7	216,1	216,9	245,4
PKB	% r/r	1,4	3,8	5,9	2,3	3,9	4,0	4,7	6,9	5,8	5,1	5,9
Spożycie ogółem	% r/r	2,8	2,5	3,6	1,1	2,8	2,9	3,3	3,3	3,3	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	7,6	-3,6	-1,7	0,4	0,1	3,5	6,0	8,0	10,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,1	8,7	16,5	4,4	9,1	8,9	12,2	19,0	17,8	14,5	14,8
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,9	7,9	9,1	1,2	9,8	6,4	12,4	13,6	10,7	6,0	6,0
Stopa bezrobocia ^a	%	20,0	20,0	19,2	20,6	19,7	19,4	20,0	20,5	19,5	19,0	19,2
Place realne brutto	% r/r	1,5	2,0	1,7	1,4	1,7	1,7	3,2	3,8	1,3	0,6	1,1
Eksport ^b	% r/r	6,0	9,1	11,6	8,4	5,4	11,4	11,1	19,3	16,6	7,0	5,0
Import ^b	% r/r	3,5	3,3	12,9	3,1	-2,5	8,2	4,5	12,6	22,6	9,0	8,0
Bilans handlowy ^b	mIn EUR	-7 701	-5 345	-6 425	-1 600	-1 118	-1 325	-1 302	-909	-2 131	-1 540	-1 845
Rachunek bieżący ^b	mIn EUR	-5 404	-3 550	-3 322	-1 584	-895	-463	-608	-696	-1 272	-616	-738
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,7	-1,9	-1,8	-2,6	-2,2	-2,1	-1,9	-1,5	-1,7	-1,7	-1,8
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-39,4	-37,0	-40,5	-15,5	-23,8	-33,1	-37,0	-11,8	-20,0	-30,5	-40,5
Deficyt budżetowy	% PKB	-5,0	-4,5	-4,6	-8,3	-4,2	-4,6	-1,7	-5,8	-3,8	-4,8	-4,1
Inflacja	% r/r	1,9	0,8	3,2	0,5	0,5	0,8	1,5	1,6	3,3	4,2	3,9
Inflacja ^a	% r/r	0,8	1,7	3,9	0,6	0,8	0,9	1,7	1,7	4,3	4,1	3,9
Ceny produkcji	% r/r	1,0	2,6	7,6	3,0	2,2	1,9	3,4	4,4	9,0	9,0	8,1
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	-2,0	5,6	10,2	0,5	1,3	3,1	5,6	5,7	6,6	7,1	6,0
Zobowiązania	% r/r	-4,1	3,7	9,2	-2,3	-1,9	-0,2	3,7	4,8	6,9	8,0	6,1
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	3,86	3,90	3,83	3,93	3,89	3,82	3,89	3,82	3,90
EUR/PLN	PLN	3,85	4,40	4,69	4,19	4,36	4,42	4,62	4,78	4,69	4,62	4,68
Stopa interwencyjna ^a	%	6,75	5,25	6,25	6,00	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	6,25	6,25
WIBOR 3M	%	9,09	5,69	6,01	6,37	5,60	5,20	5,60	5,47	5,87	6,23	6,47
Stopa lombardowa ^a	%	8,75	6,75	7,75	7,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	7,75	7,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	8,18	5,33	6,65	5,75	4,94	4,86	5,76	5,75	6,24	7,30	7,30
Rentowność obligacji 2L	%	7,94	5,38	7,24	5,58	4,91	4,92	6,11	6,28	6,86	7,83	8,00
Rentowność obligacji 5L	%	7,86	5,61	7,39	5,50	4,98	5,38	6,57	6,67	7,10	7,77	8,00
Rentowność obligacji 10L	%	7,34	5,77	7,15	5,60	5,19	5,63	6,68	6,70	7,00	7,42	7,50

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK
^a wartość na koniec okresu; ^b 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 09.07.2004 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

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.