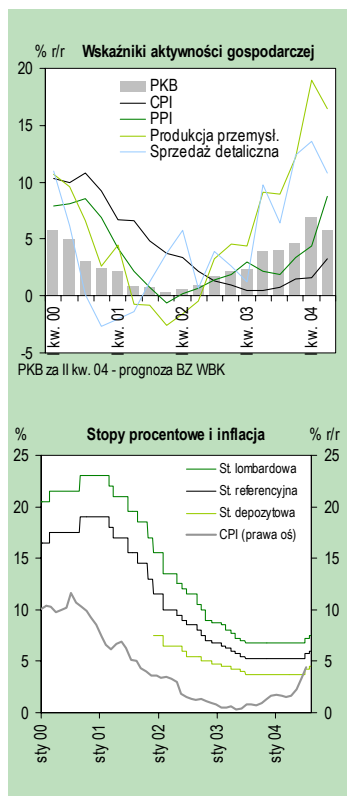


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Sierpień 2004



W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
Krajobraz we mgłę	
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

Oczekiwana zmiana miejsc

W ubiegłym miesiącu ostrzegaliśmy, że lipiec jest w Polsce niezwykle ciekawym miesiącem, w którym nadzwyczaj często następują zmiany na stanowisku ministra finansów. Tradycją stało się zadość, a nowym ministrem został mianowany Mirosław Gronicki. Tym razem jednak zmiana na stanowisku ministerialnym przebiegła dość sprawnie, bez zawirowania na rynku finansowym, co wynikało z dobrej oceny kandydatury Gronickiego przez inwestorów. Przychylamy się do tej opinii, choć warto pamiętać, że każdy minister finansów staje przed trudnym zadaniem przekonania do swych koncepcji rządu i parlamentarzystów. A w przyszłym roku czekają nas wybory parlamentarne i prezydenckie.

Jednym z zadań nowego ministra finansów, oprócz przygotowania budżetu na 2005 rok, będzie zwiększenie przejrzystości polityki fiskalnej. Już teraz trudno jest jednak uwierzyć w jego plany średnioterminowe wiedząc, że w przyszłym roku zmieni się rząd. O ile w poprzednim miesiącu sporo uwagi poświęciliśmy przejrzystości polityki pieniężnej, tym razem *Tematem miesiąca* jest transparentność w zakresie działań związanych z polityką fiskalną i budżetową. Problem przejrzystości fiskalnej jest w Polsce co najmniej równie istotnym i drażliwym tematem, co przejrzystość polityki monetarnej (a może nawet bardziej). Ponieważ to właśnie ze strony finansów publicznych płynie obecnie największe zagrożenie dla stabilności sytuacji ekonomicznej w naszym kraju, warto ocenić na ile stopień przejrzystości polityki fiskalnej pozwala to zagrożenie właściwie ocenić i przewidzieć, oraz co należałoby zrobić, aby stan ten uległ istotnej poprawie.

Opublikowane ostatnio dane statystyczne potwierdziły, że wzrost gospodarczy w tym roku będzie wysoki, ale inflacja wrośnie bardziej niż oczekiwano. Już w czerwcu wskaźnik CPI wyskoczył ponad przedział tolerancji wokół celu inflacyjnego, a w lipcu inflacja zwiększyła się jeszcze bardziej. Dane z realnej sfery gospodarki potwierdziły, że chociaż wzrost PKB w II kwartale nie utrzymał rekordowego tempa 6,9% z I kwartału, to wciąż był na wysokim poziomie około 6%. Wyniki te dołączyły do argumentów wspierających kolejną podwyżkę stóp procentowych przez RPP, w przeciwieństwie do informacji z rynku pracy, które wciąż nie wskazują na dużo silniejszą poprawę sytuacji, niż by to wynikało z efektów sezonowych. Również wzrost podaży pieniądza i kredytów nie świadczą o tym, aby presja inflacyjna mogła zostać istotnie wzmocniona przez czynniki związane z popytem wewnętrznym.

Rada Polityki Pieniężnej ponownie zaskoczyła rynki finansowe. Tym razem podwyższyła stopy procentowe, podczas gdy większość uczestników rynku nie przewidywała takiego scenariusza. O ile my oczekiwaliśmy, że podwyżka stóp nastąpi już w lipcu, sądziliśmy, że jej skala będzie taka sama jak w czerwcu, kiedy to RPP podniosła stopy o 50 pkt bazowych. W sierpniu oczekujemy kolejnej podwyżki.

Na rynku finansowym 30 lipca 2004 r.:					
Stopa depozytowa NBP	4,50	WIBOR 3M	6,41	USDPLN	3,6299
Stopa referencyjna NBP	6,00	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	7,18	EURPLN	4,3759
Stopa lombardowa NBP	7,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	7,81	EURUSD	1,2055

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 11.08.2004 r.



Krajobraz we mgle

Przejrzystość nie tylko monetarna

W poprzednim miesiącu sporo uwagi poświęciliśmy przejrzystości polityki pieniężnej. Staraliśmy się ocenić stopień przejrzystości tej polityki w Polsce w porównaniu do innych krajów i wskazać na pożądane zmiany w tym zakresie. Zainteresowanie ekonomistów przejrzystością polityki ekonomicznej nie ogranicza się jednak wyłącznie do polityki pieniężnej (choć niewątpliwie to właśnie literatura i praktyka w tym obszarze są jak dotąd najobszerniejsze). W ostatnich latach wyraźnie wzrosła również rola, jaką przykładają się do transparentności w zakresie działań związanych z polityką fiskalną i budżetową. Dostępna, szybko powiększająca się literatura na ten temat pozwala w coraz szerszym zakresie wskazać na potencjalne korzyści wynikające ze stosowania przejrzystych systemów i procedur w zakresie planowania i realizacji budżetu oraz na rozwiązania, prowadzące do poprawy przejrzystości i jakości prowadzonej polityki fiskalnej. Wydaje się, że problem przejrzystości fiskalnej jest w Polsce co najmniej równie istotnym i drażliwym tematem, co przejrzystość polityki monetarnej (a może nawet bardziej). Szczególnie, że od miesięcy powtarzamy, iż to właśnie ze strony finansów publicznych płynie obecnie największe zagrożenie dla stabilności sytuacji ekonomicznej w naszym kraju. Warto więc ocenić na ile stopień przejrzystości polityki fiskalnej pozwala to zagrożenie właściwie ocenić i przewidzieć. I co należałoby zrobić, aby stan ten uległ istotnej poprawie.

Czy to jest potrzebne?

Przejrzystość polityki fiskalnej można zdefiniować analogicznie, jak w przypadku omawianej przed miesiącem przejrzystości monetarnej. Jest to sytuacja, w której obywatele oraz podmioty gospodarcze otrzymują jasną, czytelną i przystępną (zrozumiałą) informację o działalności rządu w zakresie polityki fiskalnej. Oczywiście wymaga ona równocześnie zachowania jawności poczynań w obszarze finansów publicznych. Za politykę przejrzystą możemy uznać taką, której zasady, narzędzia, zakres kompetencji, są jasno sprecyzowane, która gwarantuje uczestnikom i obserwatorom życia gospodarczego terminowy dostęp do danych i informacji, gromadzonych w rzetelny sposób, pozwalających na uzyskanie pełnego i zrozumiałego obrazu sektora publicznego.

Dostępne badania wskazują, że poprawa skali przejrzystości polityki fiskalnej, analogicznie jak w przypadku polityki pieniężnej, może nieść ze sobą znaczne korzyści. Może np. w znaczący sposób ułatwić realizację stawianych przez rząd celów fiskalnych, usprawnić kontrolę nad finansami publicznymi, zmniejszyć koszty

obsługi długu publicznego (m.in. przez zmniejszenie premii za ryzyko i prawidłowe komunikowanie rynek finansowym intencji władz fiskalnych). Jednocześnie jednak warto zaznaczyć, że wprowadzenie zasad przejrzystości nie stanowi oczywiście uniwersalnego panaceum na wszystkie problemy związane z sektorem finansów publicznych. Utrzymanie stabilności finansów państwa wymaga – oprócz czytelnych i zrozumiałych metod komunikowania z otoczeniem gospodarczym – odpowiedzialnych decyzji ze strony władz gospodarczych, determinacji i woli dla przeprowadzenia niezbędnych reform, często istotnych zmian systemowych, unikania pokus i krótkowzrocznych decyzji na rzecz rozwiązań (często niepopularnych) służących długookresowemu wzrostowi gospodarczemu. Choć naturalnie sam fakt istnienia przejrzystych reguł, ułatwiających monitorowanie poczynań rządu przez wyborców i inwestorów, powinien zmniejszać zapał do takich krótkowzrocznych działań.

Dobre wzorce i najlepsze praktyki

Zainteresowanie kwestią przejrzystości finansów publicznych zaczęło się nasilać w drugiej połowie lat 90. Pierwszymi krajami, które zdecydowały się (w latach 1997-1998) na wprowadzenie w swoich systemach prawnych rozwiązań, kładących wyraźny nacisk na przejrzystość polityki fiskalnej były: Wielka Brytania, Australia i Nowa Zelandia (co ciekawe, to te same kraje, które uchodzą za wzór w zakresie przejrzystości polityki pieniężnej). Do tej pory ich rozwiązania legislacyjne mogą służyć za przykład do naśladowania w tym zakresie. To właśnie ich doświadczenia przyczyniły się do tego, że zjawisko przejrzystości zaczęło zyskiwać na znaczeniu w analizach dotyczących zasad prowadzenia polityki fiskalnej i jej wpływu na gospodarkę, oraz doceniono istotny, pozytywny wpływ tego czynnika. W efekcie, w kolejnych latach opracowano i udostępniono publicznie specjalne zbiory zasad i dobrych praktyk w zakresie przejrzystości fiskalnej, podsumowując najlepsze doświadczenia krajów będących pionierami we wprowadzaniu przejrzystych zasad polityki budżetowej. Dwa podstawowe kodeksy tego typu zostały opracowane i opublikowane przez: Międzynarodowy Fundusz Walutowy (*Code of Good Practices on Fiscal Transparency*, IMF 1998, revised 2001) oraz Organizację Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (*OECD Best Practices for Budget Transparency*, OECD 2001). Dokumenty te posłużą nam jako punkt odniesienia do oceny stopnia przejrzystości polityki fiskalnej w Polsce.

Tabela na następnej stronie zawiera porównanie wybranych kryteriów przejrzystości fiskalnej zawartych w kodeksie MFW dla krajów, które właśnie przystąpiły i kandydują do Unii Europejskiej (wg stanu z 2003 r.).



Wybrane elementy oceny przejrzystości fiskalnej

	Realistyczny roczny budżet	Budżet zawiera szacunki na kolejne lata	Średnioterminowe plany fiskalne są podstawą do planowania budżetów rocznych	Dokumenty budżetowe zawierają cele średniookresowe	Rozróżnienie kosztów nowych i już funkcjonujących projektów/działań	Analiza stabilności fiskalnej / ryzyk długoterminowych	Uwzględnienie w budżecie funduszy pozabudżetowych
Bułgaria	*	Tak – 3 lata	Nie	Tak [3]	*	[5]	Nie [6]
Czechy	Tak	Nie [1]	Tak	Tak	Tak	[4]	Nie [7]
Estonia	Tak	Tak – 3 lata	Tak	Tak	Tak	[4]	Tak [6]
Węgry	Tak	Tak – 3 lata	Tak	Tak	Tak	[1]	Tak [6]
Łotwa	Tak	Nie [1]	Nie	Nie [1]	Nie	[6]	Tak
Litwa	Tak	Tak – 3 lata [2]	Tak	Nie	Nie	[4]	Nie
Polska	Nie	Tak – 2 lata [2]	Nie	Tak [3]	Nie	[4]	Nie
Rumunia	Nie	Tak – 3 lata	Tak	Tak	Nie	[1]	Tak
Słowacja	Tak	Tak – 2 lata [2]	*	Tak	Nie	[4]	Tak
Słowenia	Tak	Tak – 2 lata	Tak	Tak	Nie [1]	[4]	Nie [6]
Turcja	Nie [1]	Nie	Nie	Nie	Nie	[6]	Nie [6]

* Brak informacji

[1] Trwają prace nad poprawą

[2] Tylko projekcje zbiorcze (na Litwie i Słowacji zbiorcze projekcje nie są zamieszczone w dokumentach budżetowych, ale są wysyłane do parlamentu razem z projektem budżetu)

[3] Cele jedynie sformułowane ogólnie

[4] Analiza ryzyka długoterminowego dokonywana ad-hoc. W przypadku Polski zanotowano postęp w raporcie z czerwca 2003.

[5] Ogólnie nieprawidłowe podejście do ryzyka fiskalnego

[6] Zanotowano poprawę od czasu pierwszego raportu oceniającego przejrzystość

[7] Fundusze pozabudżetowe są zatwierdzane przez parlament i dyskutowane w tym samym czasie co budżet

Źródło: William Allan, Taryn Parry *Fiscal Transparency in EU Accession Countries: Progress and Future Challenges*, IMF Working Paper No. 03/163, August 2003

... i nasza polska rzeczywistość

W ocenie przejrzystości polityki fiskalnej w Polsce nie jesteśmy rzecz jasna pierwsi. Od roku 2001 okresowe raporty nt. postępów naszego kraju we wprowadzaniu zasad transparentności w obszarze finansów publicznych przedstawia MFW (tzw. ROSC, tj. *Report on Observance of Standards and Codes*, ostatnia aktualizacja tego raportu ukazała się w czerwcu 2004). Kwestie przejrzystości polityki budżetowej są również przedmiotem dyskusji w corocznych raportach OECD dotyczących polskiej gospodarki, a także w licznych wypowiedziach, artykułach i opracowaniach krajowych instytutów (np. IBnGR) i ekonomistów. Z tych wszystkich dotychczasowych opracowań i analiz poświęconych temu tematowi wydaje się wyłaniać następujący konsensus: chociaż na przestrzeni ostatnich lat udało się Polsce osiągnąć znaczący postęp w upowszechnianiu, usprawnianiu i stosowaniu zasad przejrzystości fiskalnej, to jednak w wielu kluczowych obszarach pozostało jeszcze mnóstwo do zrobienia a niektóre z funkcjonujących rozwiązań są dalekie od pożądaných i – ujmując to delikatnie – pozostawiają wiele do życzenia.

Argumenty na plus

Na początek zajmijmy się jaśniejszymi stronami naszej polskiej rzeczywistości, podsumowując te obszary, w

kórych poziom przejrzystości fiskalnej ocenić można jako dobry i odpowiadający międzynarodowym standardom.

Stosunkowo solidne wydają się obowiązujące w Polsce ramy prawne dla finansów publicznych. Regulacje nt. przejrzystości nie są co prawda skupione w jednym akcie prawnym (jak np. w Wielkiej Brytanii), ale rozproszone, stanowiąc części innych ustaw, ale podobnie jest również w większości innych krajów. Za kształt i funkcjonowanie całego systemu finansów publicznych odpowiadają konstytucja, ustawa o finansach publicznych, oraz szereg innych ustaw i rozporządzeń wydanych na ich podstawie. Ustawa o finansach publicznych, uchwalona przez parlament w 1998 r., jasno określa granice sektora publicznego oraz podział kompetencji i odpowiedzialności wewnątrz tego sektora. Niestety – jak trafnie wskazuje raport IBnGR¹ – poprawna definicja sektora publicznego w ww. ustawie ma stosunkowo małe znaczenie praktyczne, ponieważ nie znajduje ona odzwierciedlenia w sprawozdawczości budżetowej, która nie uwzględnia szeregu funduszy i agencji pozabudżetowych (o tym później).

Na szczęście w zakresie konsolidacji sektora publicznego udało się w ostatnich latach osiągnąć pewien postęp – zlikwidowano kilka agencji rządowych i funduszy, a ich

¹ Wojciech Misiąg, Adam Niedzielski *Jawność i przejrzystość sektora publicznego w Polsce*, IBnGR 2001



obowiązki przejęły ministerstwa, lub inne jednostki (zgodnie z zaleceniami organizacji międzynarodowych). Plan reformy fiskalnej zakłada dalsze ograniczanie liczby jednostek pozabudżetowych i ich konsolidację z budżetem centralnym. Działania te są niezwykle pożądane z punktu widzenia przejrzystości polityki fiskalnej, przyczyniając się do zwiększenia kontroli rządu nad wydatkami całego sektora publicznego oraz poprawy stanu wiedzy na temat stanu finansów publicznych. Nadal jednak, mimo podjętych już kroków, obszar finansów publicznych pozostający poza centralną kontrolą jest znaczący.

Warto odnotować też poprawę w zakresie zwiększenia przejrzystości systemu podatkowego. W ostatnich latach nastąpiło istotne uproszczenie tego systemu – zlikwidowano szereg ulg i zwolnień w podatku dochodowym od firm i osób fizycznych, nastąpiła harmonizacja stawek VAT, likwidacja preferencji w VAT dla podmiotów zatrudniających osoby niepełnosprawne (zastąpiona bezpośrednimi dotacjami). Dla poprawy administracji podatkowej stworzono specjalne urzędy do obsługi największych podatników, centra obsługi w większości regionalnych urzędów. Rząd podjął też działania na rzecz ujednoczenia procedur i interpretacji przepisów podatkowych w urzędach podatkowych (w tym zakresie niezbędne są jednak dalsze działania).

Dostępność do danych i informacji dotyczących finansów publicznych – chociaż ogólnie nadal budzi wiele zastrzeżeń i uwag (patrz dalej) – ulega stopniowej poprawie. Dane i dokumenty w coraz większym stopniu dostępne są w postaci publikacji elektronicznych na stronach internetowych (duży zakres danych na stronach Ministerstwa Finansów). Niestety dotyczy to przede wszystkim informacji nt. budżetu centralnego, a więc zaledwie wycinka całego obszaru finansów publicznych. Niestety dostępność nie zawsze idzie w parze z klarownością tych informacji, o czym również wspomnimy w dalszej części tekstu.

Statystyki dotyczące wykonania budżetu są dostarczane terminowo, ich wiarygodność nie budzi zastrzeżeń, w dużym stopniu są zgodne z międzynarodowymi standardami. Przy współpracy z MFW Ministerstwo Finansów pracuje nad publikacją danych nt. sektora publicznego w ujęciu memoriałowym, zgodnych z formatem GFSM 2001 (*Government Finance Statistics Manual 2001*), a także zgodnych ze metodologią UE.

Minusów sporo, i to poważnych

Niestety istnieją również w polskim systemie elementy, które poważnie zaciemniają obraz sektora finansów publicznych. Jednym z najczęściej wskazywanych

problemów jest brak jednej, spójnej, dobrze zdefiniowanej miary kondycji sektora finansów publicznych. Powoduje to, iż uzyskanie terminowej, spójnej i wiarygodnej informacji nt. sytuacji fiskalnej całego sektora jest poważnym problemem. Najbardziej obserwowanym wskaźnikiem, na którym skupia się w Polsce uwaga rządu, mediów i opinii publicznej, jest deficyt budżetu centralnego. Tymczasem dotyczy on wyniku zaledwie wycinka całego sektora publicznego – szczególnie po tym, jak reforma finansów samorządów lokalnych przekazała im znacznie większy udział w dochodach podatkowych, przyczyniając się do (pożądaną skądinąd) decentralizacji finansów publicznych. Oprócz tego oficjalnie publikowane są jeszcze (z różnym opóźnieniem) inne wskaźniki dotyczące sytuacji fiskalnej kraju – m.in. tzw. deficyt sektora finansów publicznych (przez pewien czas 'deficyt ekonomiczny finansów publicznych', z którego ostatnio zrezygnowano); roczne sprawozdanie wg standardu GFS (*Government Finance Statistics*, standard MFW); wynik finansów publicznych na bazie memoriałowej, wynikający z systemu rachunków narodowych. Mnogość koncepcji na pewno nie ułatwia zorientowania się w faktycznym stanie polskich finansów publicznych, tym bardziej, że miary te dają dość różne wyniki (patrz tabela poniżej), przy czym w zasadzie żadna z nich nie jest w pełni zgodna z zaleceniami standardów i dobrych praktyk. Co więcej, ostatnio kilkakrotnie zmieniał się sposób ich liczenia, co znacznie utrudnia np. porównywanie wskaźników pomiędzy poszczególnymi latami.

Różne miary wyniku finansów publicznych w Polsce

(% PKB)	1999	2000	2001	2002	2003
Budżet państwa	-2,0	-2,2	-4,3	-5,1	-4,8
Sektor publiczny (standard GFS)	-0,8	0,1	-4,5	-5,8	-
Deficyt ekonomiczny	-2,9	-1,9	-4,5	-4,9	-5,2
Rachunki narodowe SNA93 (włączając dochody OFE)	-2,0	-2,5	-3,5	-3,6	-4,1
Rachunki narodowe SNA93 (bez dochodów OFE)	-2,4	-3,9	-5,0	-5,5	-5,7

Źródło: OECD Economic Surveys 2004 - Poland

W ostatnich latach rząd dosyć swobodnie podchodził do definicji deficytów fiskalnych, istotnie zmieniając zakres informacji, uwzględnianych w oficjalnych zestawieniach. M.in. z wydatków budżetu wyłączono transfery do II filara systemu ubezpieczeń społecznych, pozostawiając jednocześnie wpływ z tytułu składek na ubezpieczenie społeczne wśród dochodów budżetu. Rozwiązanie takie (niezależnie od motywacji) zaburzyło nie tylko porównywalność danych z poprzednimi latami, lecz również zerwało spójność pomiędzy poziomem deficytu, a wzrostem potrzeb pożyczkowych sektora publicznego w



przedstawianych oficjalnie zestawieniach. W efekcie, analiza przebiegu polityki fiskalnej wymagała w zasadzie od analityków / obserwatorów obliczania odpowiednich, porównywalnych wskaźników deficytów na własną rękę. Z całą pewnością jest to sytuacja mocno ograniczająca czytelność i zrozumiałość poczynań rządu w zakresie polityki fiskalnej. Tymczasem zarówno MFW, jak i OECD wyraźnie zalecają w swoich opracowaniach, że jeśli następuje zmiana metodologii liczenia / zasad księgowania w systemie finansów publicznych, to należy ją nie tylko precyzyjnie wyjaśnić i uzasadnić, ale też podać skorygowane wskaźniki statystyczne za poprzednie lata (szeregi czasowe), aby możliwa była porównywalność budżetów i rzetelna analiza.

Zdefiniowanie poprawnej i pełnej miary sytuacji w finansach publicznych i jej terminowa publikacja (z jak najmniejszym opóźnieniem) jest od kilku lat podstawowym zaleceniem, udzielanym Polsce przez obydwie ww. instytucje (MFW i OECD). Niestety jak do tej pory niezbyt wiele zrobiono, aby postulat ten doczekał się realizacji. Z pomocą w tej kwestii mogą jednak przyjść obowiązki i wymagania sprawozdawcze, jakie nałożyła na nasz rząd akcesja do Unii Europejskiej. Po pierwsze, jako kraj członkowski UE, nie wchodzący w skład strefy euro, jesteśmy zobowiązani do przekazywania Komisji Europejskiej corocznych tzw. raportów konwergencyjnych (i półrocznych informacji fiskalnych). Raport taki musi zawierać: średnioterminowy cel polityki fiskalnej w postaci budżetu dążącego do zbilansowania lub nadwyżki; ścieżkę dojścia do tego celu i ścieżkę długu publicznego; średnioterminowe cele monetarne; główne założenia makroekonomiczne; opis podejmowanych kroków w polityce gospodarczej zmierzających do wykonania celów programu; analizę wrażliwości: jak zmiany założeń makroekonomicznych wpłyną na wykonanie celów. Informacje zawarte w raporcie muszą pokrywać rok poprzedni, bieżący i przynajmniej trzy lata do przodu. Przygotowanie raportu o konwergencji wymaga oszacowania przez rząd zarówno poziomu deficytu, jak i długu sektora publicznego według standardu stosowanego w Unii Europejskiej, tzw. ESA-95. Standard ten spełnia w zasadzie wszystkie ważniejsze wymagania, zdefiniowane w zasadach dobrych praktyk przejrzystości MFW i OECD. Co więcej, minister finansów Mirosław Gronicki powiedział ostatnio, że jego resort będzie się starał wystąpić o takie zmiany w prawie, aby standard ESA-95 obowiązywał również w krajowej sprawozdawczości już od roku 2005.

Póki co, nadal znaczna liczba instytucji, agencji i funduszy pozabudżetowych, należących do sektora publicznego, znajduje się poza obszarem sprawozdawczości budżetowej – pomimo postępu w tej dziedzinie,

wspomnianego powyżej, polegającego na stopniowej konsolidacji tych struktur do budżetu centralnego. Trafiają do nich przy tym stosunkowo istotne kwoty środków publicznych – same tylko ZUS i KRUS otrzymują co roku ok. 50 mld zł w formie dotacji, a kontrola nad nimi jest bardzo ograniczona. Dodatkowo, w praktyce polskiej polityki gospodarczej stosunkowo często pojawiają się działania quasi-fiskalne rządu, które nie znajdują odzwierciedlenia w statystykach budżetowych, ale mają wpływ na stan finansów publicznych. Przykładem działań tego typu jest dokapitalizowywanie / dofinansowanie przedsiębiorstw państwowych poprzez przekazanie im posiadanych przez skarbu państwa akcji spółek giełdowych lub obligacji skarbowych. Sprzeczna z zasadami przejrzystości jest też np. uchwalona ostatnio zmiana w ustawie o autostradach płatnych, wprowadzająca opłatę paliwową, z której środki trafiają bezpośrednio do Krajowego Funduszu Drogowego, zarządzanego przez BGK.

Jak wspomnieliśmy, dyskusja w Polsce nt. polityki fiskalnej koncentruje się głównie na budżecie państwa, a nie całego sektora publicznego. Dodatkowo, obowiązujące uregulowania prawne zobowiązują rząd do wykonania jedynie budżetu centralnego, a nie określają odpowiedzialności za deficyt całych finansów publicznych (pewnym ograniczeniem, ale tylko pośrednim, są limity narzucone na poziom długu publicznego w relacji do PKB). Sytuacja ta powoduje, iż powstaje pokusa dla rządu, aby w przypadku trudności z wykonaniem budżetu, wypychać deficyt poza budżet centralny, do pozostałych jednostek, funduszy i agencji – np. (jak to już było w przeszłości) poprzez przekazywanie zaniżonych dotacji dla Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, zmuszając go tym samym do zadłużenia na rynku. W oczywisty sposób nie sprzyja to przejrzystości finansów publicznych. OECD zaleca, aby sztywne ograniczenie dotyczące deficytu centralnego zastąpić w Polsce regułą, dotyczącą wydatków całego sektora publicznego. Zdaniem analityków organizacji, rozwiązanie takie jednocześnie podniosłoby przejrzystość i zlikwidowało procykliczność budżetu.

Jeśli już jesteśmy przy budżecie państwa, to warto wskazać na jeszcze jeden element, budzący poważne wątpliwości z punktu widzenia przejrzystości polityki fiskalnej. Projekt budżetu przygotowywany jest w oparciu o zatwierdzone wcześniej założenia makroekonomiczne na następny rok. Problem w tym, że rzetelność tych prognoz wydaje się dość wątpliwa – można niestety odnieść wrażenie, że są one dostosowywane i modyfikowane w zależności od aktualnego zapotrzebowania ze strony twórców budżetu, np. tak, aby uzyskać odpowiednią zakładkę w poziomie dochodów lub pewien limit wydatków.



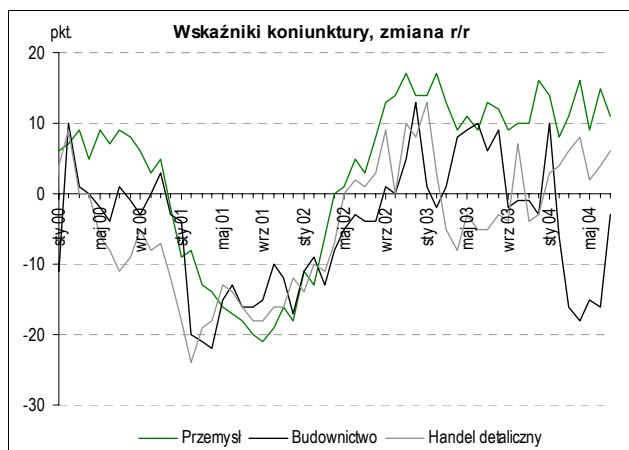
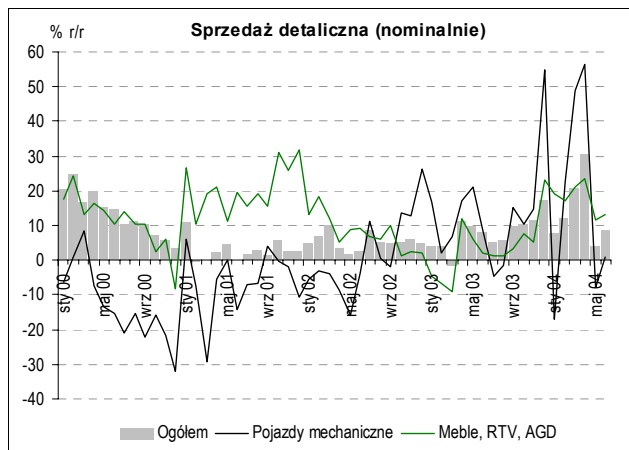
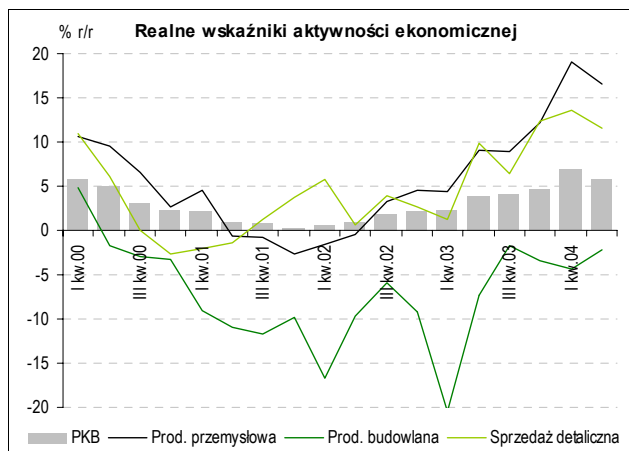
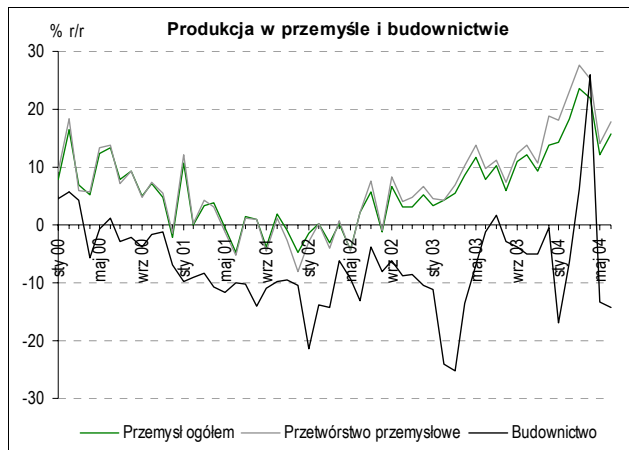
Niską trafność budżetowych prognoz Ministerstwa Finansów potwierdza zresztą porównanie z prognozami innych ośrodków, dokonywane od kilku lat przez byłego marszałka Sejmu Marka Borowskiego.

Wśród pozytywnych cech polityki fiskalnej, sprzyjających jej przejrzystości, odnotowaliśmy powyżej rosnącą dostępność danych i publikacji na ten temat, m.in. poprzez strony internetowe rządu i poszczególnych resortów. O ile jednak faktycznie łatwość w uzyskaniu tych dokumentów (i szybkość ich publikowania) odczuwalnie wzrosła w ostatnich latach, to ich jakość, przystępność i zrozumiałość nadal wydają się dalekie od oczekiwania. Doskonałym przykładem w tym zakresie może być program reformy fiskalnej firmowany przez wicepremiera i ministra gospodarki Jerzego Hausnera. Dokumenty, składające się na wspomniany projekt były co prawda dostępne dla każdego i o każdej porze – stworzono nawet specjalną witrynę internetową, poświęconą programowi naprawy finansów publicznych – jednak sposób przedstawienia skutków finansowych proponowanych rozwiązań był tak mało czytelny, że wprowadzał zamieszanie nie tylko wśród analityków i zewnętrznych obserwatorów, ale i samych autorów reformy (przypomnijmy, że uczestnicy rynków finansowych kilkakrotnie zaskakiwani byli przez wicepremiera Jerzego Hausnera, który przy różnych okazjach podawał różniące się od siebie kwoty oszczędności, wynikające z pakietu reform).

Obraz zamglony, ale coraz wyraźniejszy

Podsumowując, pomimo znacznego postępu, jaki udało się Polsce dokonać na przestrzeni ostatnich lat w zwiększaniu przejrzystości polityki fiskalnej, ciągle mamy do czynienia ze sporą liczbą zastrzeżeń co do jasności i kompletności obrazu polskich finansów publicznych. Ich lista jest przy tym na tyle długa i istotna, że ogólny bilans stopnia przejrzystości fiskalnej nie wygląda najlepiej. Jest to o tyle istotny problem, że – jak już wielokrotnie podkreślaliśmy – to właśnie sytuacja w finansach publicznych jest obecnie najpoważniejszym źródłem zagrożeń dla długofalowego rozwoju polskiej gospodarki. Dlatego prawidłowa diagnoza sytuacji w tym obszarze wydaje się kluczowa zarówno dla autorów, jak i odbiorców polityki gospodarczej. Pewne nadzieje na poprawę standardów i praktyk w zakresie przejrzystości polskich finansów publicznych wiążemy z akcesją do UE. Narzucone nam przez Komisję Europejską obowiązki sprawozdawcze zmuszają bowiem polskie władze do wprowadzenia zasad raportowania zgodnych z dobrymi standardami międzynarodowymi, wymuszając przy tym rzetelność i terminowość publikacji.

Gospodarka Polski



Dynamika produkcji powraca do rosnącego trendu

- Po zaburzeniach związanych z wejściem do UE, dynamika produkcji przemysłowej powraca do obserwowanego wcześniej trendu wzrostowego.
- Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w czerwcu o 15,7% r/r po przewidywanym wzroście o 12,2% r/r w maju. Po wyeliminowaniu czynników o charakterze sezonowym wzrost produkcji w przemyśle wyniósł 13,6% r/r.
- Dane potwierdziły, że pomimo poakcesyjnego spowolnienia (następującego po nadzwyczajnym boomie przed akcesją) silne ożywienie w przemyśle jest kontynuowane.
- Podobnie jak w poprzednich miesiącach jest ono napędzane głównie eksportem, ale ekspansja przemysłu jest powszechna, co jest odzwierciedlone przez fakt, że wzrosty produkcji odnotowano w 25 z 29 działów przemysłu.
- Tymczasem wskaźniki dla budownictwa są nadal mizerne. Produkcja w tym sektorze była w czerwcu o 4,2% niższa niż przed rokiem wobec spadku o 3,3% w maju.
- Sugeruje to, że wzrost aktywności inwestycyjnej pozostaje umiarkowany. Niemniej, biorąc pod uwagę, że średnia dynamika produkcji budowlano-montażowej w II kwartale br. była najlepsza od I kwartału 2000 r., można liczyć na stopniową poprawę w kolejnych miesiącach.
- Przeciętny wzrost produkcji przemysłowej w II kwartale wyniósł 16,6% r/r po wzroście o 18,7% w I kwartale, a produkcja budowlano-montażowa w II kwartale zmniejszyła się średnio o 0,5% r/r po spadku o 5,7% r/r w okresie styczeń-marzec.
- Takie wyniki potwierdzają naszą dotychczasową prognozę wzrostu PKB w II kwartale br. – nadal przewidujemy, że wyniesie on blisko 6% (5,8%).

...podobnie jak wzrost sprzedaży detalicznej

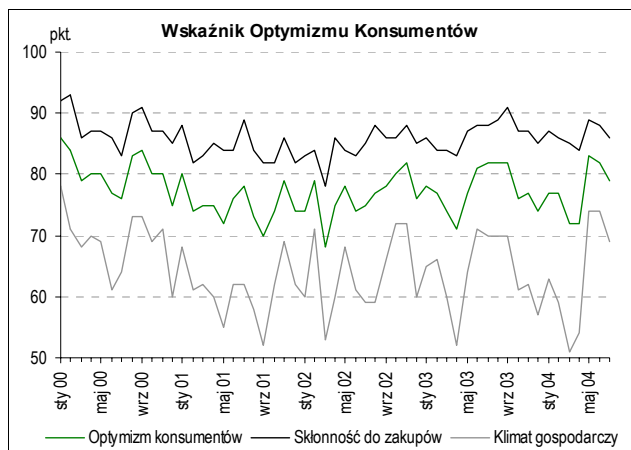
- Sprzedaż detaliczna wzrosła w czerwcu o 8,6% r/r, czyli silniej niż o 4,0% r/r w maju. Choć wyniki te nie są imponujące w porównaniu z okresem luty-kwiecień, to potwierdzają one, że wzrostowy trend w sprzedaży detalicznej pozostał dość silny.
- Spowolnienie wzrostu wobec okresu sprzed 1 maja wiąże się w dużym stopniu z załamaniem sprzedaży nowych aut. W innych działach zanotowano dwucyfrowe wzrosty sprzedaży. Po wyłączeniu samochodów, sprzedaż wzrosła o prawie 10% r/r.
- W II kw. średni wzrost sprzedaży detalicznej wyniósł 14,4% r/r wobec 13,5% w I kw. Mimo że inflacja w tym okresie również wzrosła znacząco (średnio 3,3% w II kw. wobec 1,6% r/r w I kw.), obniżając realny wzrost sprzedaży, to jednak zanotowany wzrost sprzedaży detalicznej był kolejnym potwierdzeniem wysokiego tempa rozwoju gospodarczego w II kwartale br.

Badania koniunktury nieźle wróżą na przyszłość

- Wskaźniki koniunktury GUS za lipiec były optymistyczne dla wszystkich sektorów gospodarki.
- W przemyśle poprawa jest najbardziej wyraźna, ale ocena koniunktury w lipcu była lepsza niż średnio w I połowie r. we wszystkich sektorach. Dotyczy to zarówno poziomów, jak i rocznych zmian wskaźników.
- Wśród barier rozwoju aktywności w przemyśle wzrosła rola niepewnej sytuacji gospodarczej, co sugeruje, że przedsiębiorstwa nadal mogą nie być zbyt skłonne do podejmowania nowych inwestycji.
- Poprawiły się natomiast oczekiwania dotyczące zatrudnienia.
- Firmy przemysłowe spodziewają się mniejszego wzrostu cen niż do tej pory, ale detaliści nadal oczekują silnych przyrostów cen.

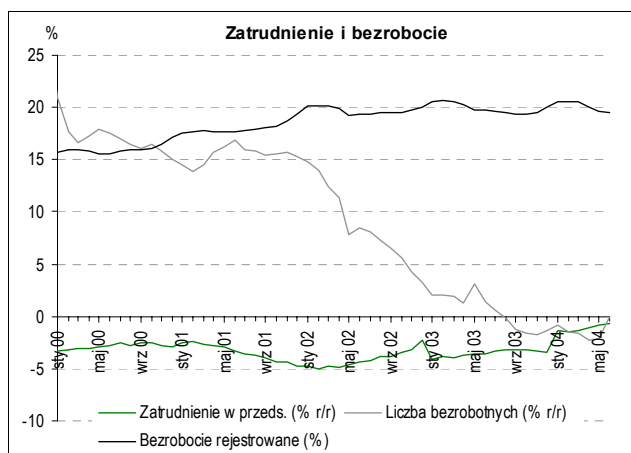
Źródło: GUS, szacunki własne

Gospodarka Polski



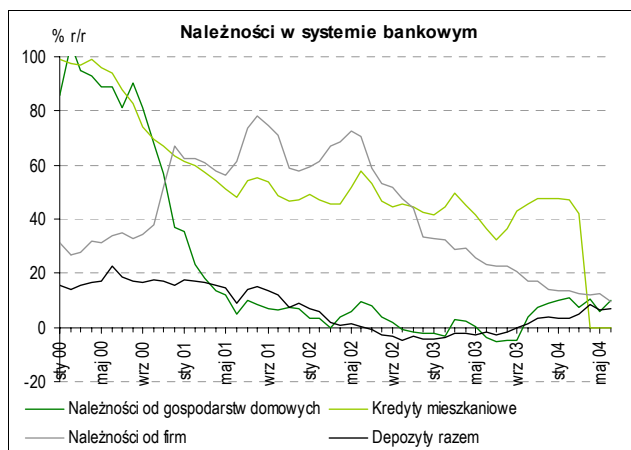
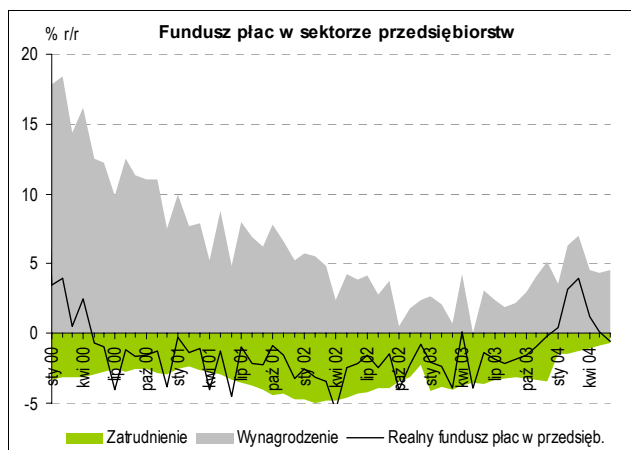
...ale nastroje konsumentów stają się bardziej ostrożne

- Badania optymizmu konsumentów instytutu Ipsos za lipiec pokazały, że gospodarstwa domowe odreagowały boom przedakcesyjny.
- Wszystkie trzy wskaźniki obliczane przez Ipsos (ogólny optymizm, skłonność do zakupów, klimat gospodarczy) obniżyły się zarówno w skali miesięcznej, jak i rocznej.
- Był to drugi z kolei miesiąc miesięcznego spadku indeksów po znaczącej poprawie obserwowanej w maju.
- Co ważne, gospodarstwa domowe wskazały na obniżenie obaw o wzrost inflacji (skala tego zmniejszenia była bardziej wyraźna od wcześniejszych wzrostów).
- Miara oczekiwań inflacyjnych banku centralnego w tym samym czasie pokazywała wzrost, co wynikało ze stosowanej metodologii.



Na rynku pracy odrobinę lepiej, ale bez fajerwerków

- Stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się w czerwcu do 19,5% z 19,6% w maju. Chociaż miesięczny spadek miał charakter sezonowy, warto zauważyć, że podobnie jak przed miesiącem, bezrobocie było o 0,2 pkt. proc. niższe niż rok wcześniej.
- Według zapowiedzi Ministerstwa Polityki Społecznej w lipcu stopa bezrobocia zmniejszyła się do 19,3%. Ministerstwo oczekuje w przyszłości kontynuacji trendu spadkowego.
- Nasze przewidywania wskazują, że po spadku stopy bezrobocia do poniżej 19% we wrześniu-październiku, może ona ponownie wzrosnąć w IV kwartale ze względu na silny czynnik sezonowy.
- Oczekujemy, że na koniec roku stopa bezrobocia wyniesie 19,2%, a do końca przyszłego roku obniży się do poziomu ok. 18%. W kolejnych latach następować będzie dalszy spadek.
- W czerwcu przeciętna płaca wzrosła o 2,2% m/m i 4,5% r/r, podczas gdy średnie zatrudnienie zwiększyło się o 0,2% m/m, ale nadal było o 0,7% niższe niż przed rokiem.
- Miesięczny wzrost zatrudnienia w czerwcu był już trzecim z kolei. Ostatni raz sytuacja taka miała miejsce na początku 1998 r. Daje to pewną nadzieję na kontynuację tego trendu w najbliższej przyszłości.
- Z kolei wzrost płac okazał się dość umiarkowany, szczególnie biorąc pod uwagę równoczesne mocne odbicie inflacji. Pokazuje to, że nadal wysokie bezrobocie wciąż ogranicza nadmierne żądania płacowe, co pomaga utrzymać pod kontrolą spiralę płacowo-cenową.
- Fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł o 3,8% r/r. Jednak szybko rosnące ceny detaliczne spowodowały, że w wyrażeniu realnym stopa wzrostu funduszu płac była ujemna (po raz pierwszy w tym roku) i wyniosła -0,6% r/r.

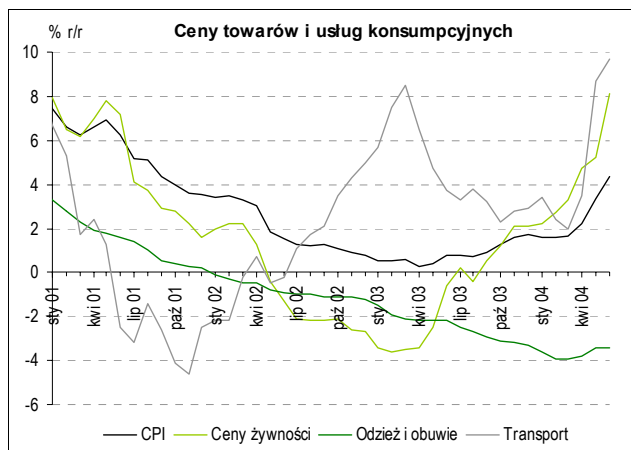


W pieniądzu nic nowego

- Podaż pieniądza M3 zwiększyła się w czerwcu o 1,1% m/m i 6,6% r/r wobec wzrostu o 6,4% r/r w maju, co było dokładnie zgodne z naszą prognozą.
- W danych nie było żadnych zaskakujących zmian, które byłyby niezgodne z tendencjami występującymi w poprzednich miesiącach.
- W sumie dane nt. agregatów pieniężnych nie pokazały żadnych oznak potencjalnej presji inflacyjnej. Stagnacja kredytów dla przedsiębiorstw i olbrzymi przyrost ich depozytów sugerują, że firmy nadal nie spieszą się ze zwiększaniem inwestycji.
- Z drugiej strony, nie widać również oznak boomu konsumpcyjnego, jako że wzrost kredytów dla gospodarstw domowych to niemal w całości kredyty na zakup nieruchomości.

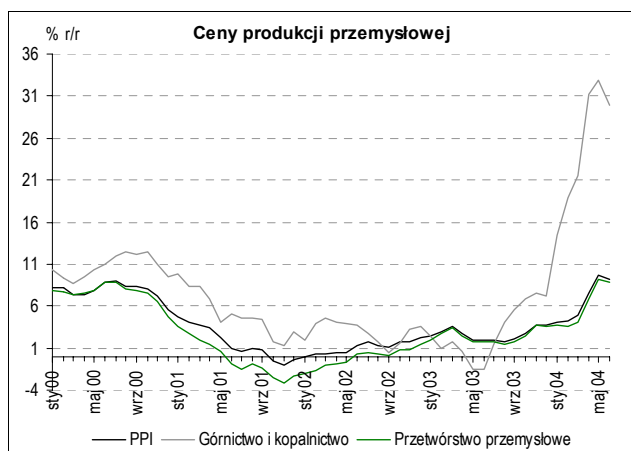
Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

Gospodarka Polski



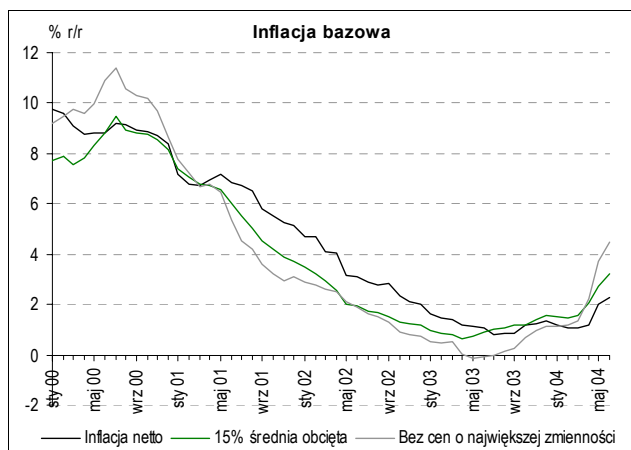
Inflacja CPI wciąż sunie w górę

- Inflacja konsumenta w czerwcu po raz kolejny wyraźnie przyspieszyła do 4,4% r/r z 3,4% r/r w maju. Ponownie wzrost cen był mocno związany z efektami wejścia Polski do UE.
- Tym razem głównym źródłem impulsu inflacyjnego były ceny żywności, które wzrosły z powodu wysokiego popytu krajów UE na polską żywność po likwidacji barier handlowych od 1 maja.
- Ceny paliw, mimo że spadły o 0,6% wobec maja, także pozostają istotnym czynnikiem pchającym inflację w górę, bowiem ich spadek w czerwcu 2003 r. był znacznie głębszy niż w bieżącym roku.
- Prognozujemy, że w lipcu i sierpniu inflacja jeszcze wzrośnie, ale w kolejnych miesiącach będzie stopniowo spadać, głównie z powodu niższych cen żywności (prognozy zbiorów są bardzo dobre). Na koniec roku dynamika cen utrzymać się blisko 4% r/r.



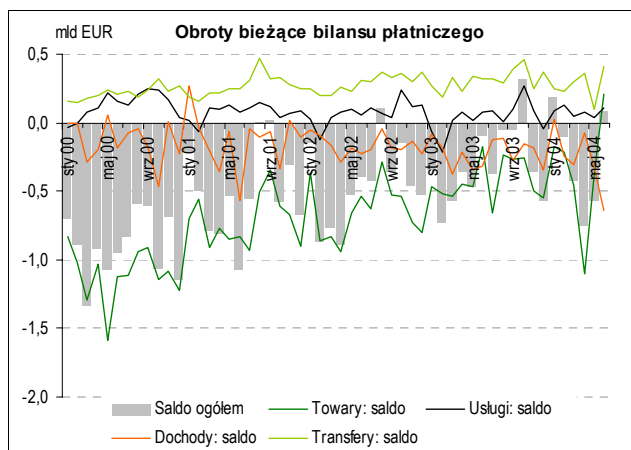
... ale PPI wreszcie zawrócił (przynajmniej na razie)

- Ceny producenta spadły w czerwcu o 0,2% m/m i były o 9,2% wyższe niż przed rokiem. Roczne tempo wzrostu obniżyło się więc nieznacznie z poziomu 9,6% w maju.
- Miesięczny spadek cen wystąpił w przypadku produkcji paliw (-5,6% m/m), tytoniu (-1,3% m/m) i górnictwa (-2,1% m/m). Z drugiej strony, w czerwcu nastąpił znaczący wzrost cen w produkcji żywności i napojów (2,4% m/m), co najprawdopodobniej wynikało ze wzrostu popytu na polską żywność po akcesji do UE. Pozostałe ceny były mniej więcej stabilne.
- Dane potwierdziły, że silniejsza ostatnio presja na ceny wynika z głównych miar z czynników zewnętrznych, takich jak szoki podażowe, czy tymczasowy wzrost popytu zagranicznego po wejściu do UE. Niemniej, kolejne rekordy cen ropy sugerują, że wysoka dynamika cen producenta może się utrzymywać.



Inflacja bazowa wzrosła, ale główne miary nadal nisko

- Wszystkie miary inflacji bazowej podążyły w ślad za CPI i zanotowały w czerwcu wzrosty. Dwie najważniejsze miary (inflacja netto i 15% średnia obciążona) były zgodne z naszymi oczekiwaniami, wzrastając odpowiednio do 2,3% r/r i 3,2% r/r.
- Pozostałe trzy wskaźniki ukształtowały się znacznie wyżej. CPI po wyłączeniu cen kontrolowanych wzrósł do 4,5% r/r, CPI po wyłączeniu cen o największej zmienności i cen paliw zwiększył się do 3,8% r/r, a CPI po wyłączeniu cen o największej zmienności przyspieszył do 4,5% r/r.
- W sumie dane o inflacji bazowej (szczególnie inflacja netto, która jest nadal poniżej celu inflacyjnego RPP) wyraźnie potwierdziły, że znaczne przyspieszenie inflacji obserwowane w ostatnich miesiącach jest spowodowane przez wysokie ceny żywności i paliw. okresie.

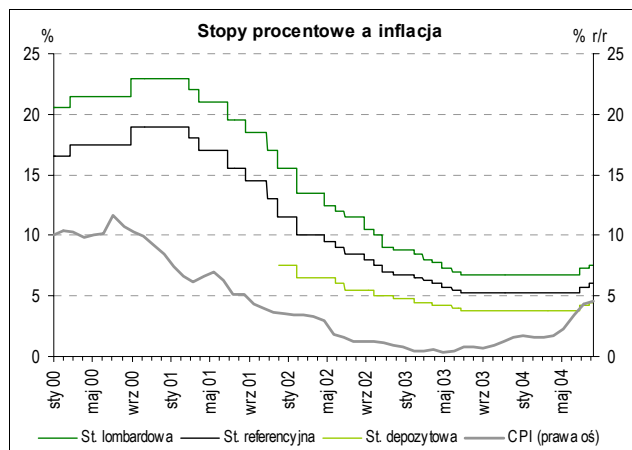


Zwondnicze dane o bilansie płatniczym

- Dane o bilansie płatniczym za czerwiec pokazały nadwyżkę handlową (203 mln €) i w całych obrotach bieżących (83 mln €), ale w przyszłości zostaną one prawdopodobnie silnie zrewidowane ze względu na problemy ze zbieraniem danych po 1 maja.
- Stało się tak w przypadku danych majowych. Podczas gdy miesiąc wcześniej bank centralny oszacował majowy deficyt obrotów bieżących i deficyt handlowy na odpowiednio 234 mln € i 38 mln €, nowe szacunki wskazują na deficyty wyższe o ponad 300 mln – do 568 mln € i 379 mln €.
- Ze względu na skalę rewizji i niedoskonałość publikowanych wstępnie danych, należy bardzo ostrożnie interpretować ostatnie statystyki bilansu płatniczego. Niemniej, jeden wniosek wydaje się pewny: pozycja płatnicza Polski jest w dalszym ciągu bardzo korzystna.

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, szacunki własne

Pod lupą: Bank centralny



Istotne fragmenty komunikatu RPP z dnia 28 lipca 2004

Przyspieszenie inflacji wynika przede wszystkim ze wzrostu cen paliw i żywności, ze wzrostu stawek podatków pośrednich i z innych czynników związanych z wejściem Polski do UE, w tym ze zwiększenia popytu zagranicznego na polską żywność. Wzrostowi wszystkich miar inflacji w ostatnich miesiącach towarzyszy znaczący wzrost oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych, przedsiębiorców i handlowców.

Dane o aktywności gospodarczej potwierdzają wysokie tempo wzrostu gospodarczego.

Znaczący wzrost oczekiwań inflacyjnych połączony z rosnącym prawdopodobieństwem utrzymania się wysokiego tempa wzrostu gospodarczego zwiększa ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji. Istotne znaczenie w kształtowaniu się przyszłej inflacji będzie miała dynamika wynagrodzeń w gospodarce.

Dążąc do tego, aby wzrost inflacji powyżej górnej granicy dopuszczalnych odchyżeń od celu inflacyjnego miał charakter przejściowy i aby, po wygaśnięciu czynników przejściowych, inflacja powróciła do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym RPP (2,5%), Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe o 0,25 pkt. proc.

Polityka monetarna jest prowadzona przy luźnej polityce fiskalnej i braku jasnych perspektyw co do skali reform, które doprowadziłyby do uzdrowienia finansów publicznych.

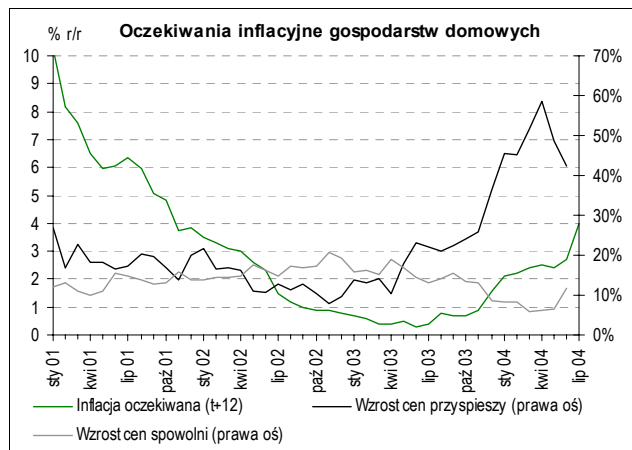
W ostatnich dwóch miesiącach nastąpiło znaczące umocnienie kursu złotego, które – o ile utrwali się – będzie oddziaływać w kierunku ograniczenia inflacji.

Rada lubi zaskakiwać – w lipcu znowu niespodzianka

- RPP ponownie zaskoczyła rynki finansowe. Tym razem podwyższyła stopy procentowe, podczas gdy większość uczestników rynku nie przewidywała takiego scenariusza.
- O ile my oczekiwaliśmy, że podwyżka stóp nastąpi już w lipcu, sądziliśmy, że jej skala będzie taka sama jak w czerwcu (50 pb).
- Według RPP kolejna podwyżka stóp była konieczna, aby zapewnić tymczasowość obserwowanego ostatnio odbicia inflacji i aby stopa inflacji spadła do poziomu celu banku centralnego.
- Oczekujemy kolejnych podwyżek stóp w tym roku łącznie o 50-75 pkt bazowych i prognozujemy, że oficjalne stopy procentowe osiągną swój szczyt w roku przyszłym na poziomie 7,0-7,5%.
- Kolejna podwyżka już w sierpniu, a jej skala będzie zależała od lipcowych danych ekonomicznych (w szczególności od płac).

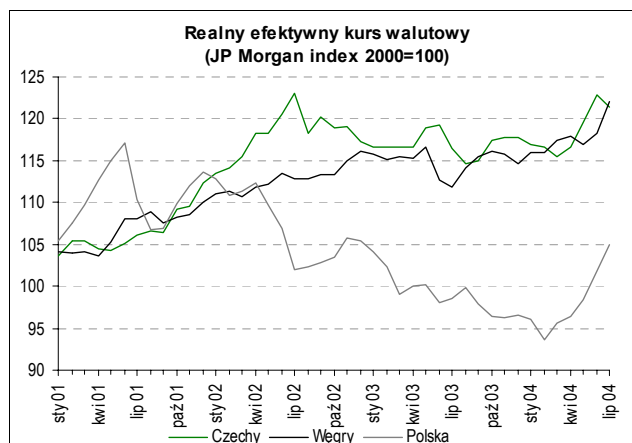
Argumentacja taka sama, więc czemu inna skala?

- Wypowiedź prezesa NBP (szczegóły na następnej stronie) mówiąca, że decyzja RPP jest wynikiem procedur typowych dla ciał zbiorowych sugeruje, że podobnie jak to miało miejsce w przeszłości, skala zmiany stóp procentowych była wynikiem kompromisu pomiędzy różnymi frakcjami zasiadającymi w RPP.
- Mniejsza skala reakcji banku centralnego w lipcu wynikała również z dużego stopnia niepewności, która towarzyszy podejmowaniu decyzji, jednak powrót do bardziej znaczących podwyżek nie jest wykluczony.
- RPP obawia się, że tymczasowe i zewnętrzne szoki wpływające obecnie na inflację, mogą zostać połączone z czynnikami wewnętrznymi i wyższym popytem krajowym, tak więc znaczące przyspieszenie płac mogłoby być dla RPP argumentem za nowotem do bardziej zdecydowanych ruchów rzędu 50pb



Oczekiwania inflacyjne – rosną czy poprawiają się?

- Jak zwykle, po podjęciu decyzji o stopach procentowych, bank centralny opublikował dane o oczekiwaniach inflacyjnych za lipiec (siny wzrost do 4% z 2,7% w czerwcu) oraz szczegółową strukturę odpowiedzi gospodarstw domowych za czerwiec.
- Interesujące jest, że oczekiwania inflacyjne w czerwcu wzrosły, pomimo faktu, że struktura odpowiedzi znacząco się poprawiła. Podobna sytuacja miała miejsce a maju.
- Odsetek gospodarstw domowych oczekujących szybszego wzrostu cen w ciągu kolejnych 12 miesięcy spadł do 42,3% w czerwcu z 48,7% w maju (58,5% w kwietniu). Natomiast odsetek tych, którzy oczekiwali, że będzie wolniejszy wzrost cen wzrósł do 11,6% w czerwcu z 6,7% w maju i 6,1% w kwietniu.
- Taka struktura odpowiedzi może oznaczać, że nie ujawniły się jeszcze tzw. efekty drugiej rundy, wynikające ze wzrostu cen.



Nie tylko rosnące stopy zwiększają restrykcyjność

- Po raz pierwszy od kilku miesięcy RPP wspomniała o kursie walutowym, jako o czynniku ograniczającym inflację.
- I rzeczywiście, ogólna restrykcyjności polityki monetarnej może się zwiększać nie tylko ze względu na rosnące stopy, ale pod wpływem silnego umocnienia złotego.
- Realny efektywny kurs złotego umocnił się o 6,6% w okresie czerwiec-lipiec (od początku roku złoty umocnił się o niemalże 10%), znacznie wyraźniej niż czeska korona i węgierski forint.
- Umocnienie to można jednak postrzegać jako pewne odreagowanie po zeszłorocznym osłabieniu (o 8,4%).
- W średnioterminowej perspektywie wciąż spodziewamy się umocnienia złotego, choć podtrzymujemy opinię, że sytuacja polityczna może sprzyjać osłabieniu polskiej waluty na jesieni 2004.

Źródło: GUS, NBP, szacunki własne



Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Komentarz

Leszek Balcerowicz, prezes NBP

konferencja prasowa RPP, 28 lipca

Nie można mieć wystarczającej pewności, że lipcowa inflacja będzie najwyższa. Czynniki stojące za wzrostem cen są przejściowe, ale ważne aby nie miały trwałych skutków.

[Pyt: dlaczego podwyżka o 25 pb?] RPP jest ciałem zbiorowym każda decyzja jest wynikiem procedur typowych dla takich ciał.

[Pyt. Jakie były wyniki spotkania z przedstawicielami rządu] Bardzo dobre spotkanie pod względem atmosfery. Rząd jest zgodny z tym aby RPP doprowadziła do realizacji celu inflacyjnego.

Czynnikiem sprzyjającym niskiej inflacji jest umocnienie złotego. Jednak wciąż jest on słabszy niż taki który hamowałby eksport.

Uzasadnienie i podwyżka stop procentowych były zgodne z naszymi przewidywaniami. Pozostaje pytanie: dlaczego zmniejszona została skala podwyżki? Zostało ono zadane prezesowi banku centralnego Leszkowi Balcerowiczowi podczas konferencji prasowej. Odpowiedź, przedstawiona obok sugeruje, że podobnie jak to miało miejsce w przeszłości, skala zmiany stop procentowych była wynikiem pewnego rozłożenia się sił w RPP.

Ciekawe były odpowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej na pytanie o wyniki spotkania RPP z przedstawicielami rządu. O ile prezes Leszek Balcerowicz skupił się na inflacji, stwierdzając, że rząd również chce aby cel inflacyjny został zrealizowany, inny członek Rady wyraził całkiem inne priorytety.

Krzysztof Rybiński, wiceprezes NBP

Radio PiN, 2 sierpnia

W projekcji inflacji, która była przedstawiona w maju, mówiliśmy bardzo jasno że jest wysokie prawdopodobieństwo, powyżej 50%, że inflacja w przyszłym roku może przekroczyć górną granicę dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego, czyli może być powyżej 3,5%. A od tej pory, czyli od czasu publikacji projekcji majowej, układ czynników pro- i antyinflacyjnych był taki który działa w kierunku wyższej inflacji.

Proszę pamiętać że to o czym mówimy to nie jest prognoza, tylko to jest projekcja. NBP przygotowuje scenariusz inflacyjny przy założeniu niezmiennych stop procentowych. Natomiast RPP, będąc świadoma zagrożenia inflacyjnych, może tak oddziaływać stopami procentowymi na gospodarkę, na inflację, żeby ta inflacja aż tak bardzo się nie odchyliła od celu, tylko powróciła w określonym okresie do celu inflacyjnego, a to jest 2,5%.

Wiceprezes NBP potwierdził, że pod koniec sierpnia bank centralny po raz pierwszy opublikuje swoją projekcję inflacyjną. Niewątpliwie, będzie to kolejny argument dla bardziej jastrzębiej części RPP, gdyż projekcja będzie wyższa niż poprzednia (nie opublikowana, a jedynie ogólnie omówiona w majowym raporcie o inflacji). Być może łatwiej będzie przekonać tych członków, którzy chcą podwyżek o 25 pkt. bazowych (albo wcale) do podwyżki bardziej zdecydowanej, jeśli zobaczą oni rosnące projekcje inflacyjne, rosnące oczekiwania inflacyjne (miara używana w NBP z pewnością wzrosnie do ok. 5%, gdyż będzie oparta na rosnącej bieżącej inflacji z czerwca). Dodatkowo, NBP opublikował na początku sierpnia (RPP zapewne znała go w lipcu) raport o koniunkturze, mówiący o postępującym ożywieniu gospodarczym i tworzeniu miejsc pracy, wysokim wykorzystaniu mocy produkcyjnych oraz rosnących oczekiwaniach inflacyjnych. Co ciekawe, raport wskazuje, że rosnące ceny są najważniejszą przeszkodą w działalności przedsiębiorstw.

Dariusz Filar, członek RPP

Rzeczpospolita, 2 sierpnia

Doświadczenia banków centralnych z ostatnich lat wskazują, że może on [cykl podwyżek stop] równie dobrze trwać około trzech lat, powodując wzrost stopy procentowej o 5 punktów w siedmiu krokach (Szwajcaria w latach 1989 - 1991), albo niespełna rok, przy również siedmiu podwyżkach w sumie na 2,25 punktu (strefa euro na przełomie lat 1999-2000). Wszystko zależy od tego, jakie są „na wyjściu” uwarunkowania lokalne i jak się zmieniają.

PAP, 4 sierpnia

Jeśli taka projekcja [przedstawiona przez Rybińskiego] jest prawdopodobna, to można traktować to jako większe wyzwanie wobec RPP. 25 pkt. bazowych podwyżki na ostatnim posiedzeniu było wynikiem pewnego rozłożenia się sił wewnątrz RPP. Posługiwanie się wyższymi porcjami w podwyżkach, ostre podejście w górę jest niewykluczone. Biorąc pod uwagę, że na poziomie około 4 proc. znajduje się neutralna stopa realna, mamy pewne wyobrażenie o tym, na jakim poziomie może się znaleźć stopa nominalna.

Na początku sierpnia, Dariusz Filar dwukrotnie występował w mediach – opublikował artykuł w Rzeczpospolitej i udzielił wywiadu PAP. W obu formach wypowiadał się on na temat możliwej skali zaostżenia polityki pieniężnej w Polsce. Po pierwsze, przytoczył doświadczenia banków centralnych, które pokazują, że skumulowana skala podwyżek stop w jednym cyklu wynosiła od 2,25 pkt. proc. do 5,0 pkt. proc. Według Filara, jest to jedna z właściwości polityki monetarnej, na które trzeba patrzeć, aby wyobrazić sobie czas trwania i łączną skalę podwyżek stop. Po drugie, przedstawiciel banku centralnego podał szacunek neutralnej stopy realnej (4%), co również miało dać wyobrażenie o tym, do jakiego poziomu może wzrosnąć stopa nominalna NBP. Zdajemy sobie sprawę, że Dariusz Filar jest być może jednym z najbardziej „jastrzębich” członków RPP, jednak wydaje nam się, że jego wypowiedzi potwierdzają nasze oczekiwania wzrostu stopy referencyjnej do poziomu 7,0-7,5% w 2005 roku (łącznie od początku cyklu o ok. 2 pkt. proc.), nie wykluczając powrotu do jednorazowych ruchów o 50 pkt bazowych (być może już w sierpniu).

Dariusz Filar potwierdził, że podwyżka o 25 pkt. bazowych w lipcu była wynikiem starcia różnych poglądów w RPP.

Marian Noga, członek RPP

konferencja prasowa RPP, 28 lipca

Pyt. Jakie były wyniki spotkania z przedstawicielami rządu] Motyw przewodni (takim *leitmotif*) naszego spotkania był taki, że zależało nam na tym aby wysoki wzrost gospodarczy utrzymał się w roku 2005 i 2006.

Według Mariana Nogi, głównym przesłaniem spotkania z przedstawicielami rządu wcale nie była chęć obydwu stron do utrzymania niskiej inflacji. Ku zdumieniu uczestników konferencji prasowej (przynajmniej niektórych), powiedział on, że najważniejsze dla RPP i rządu jest utrzymanie wysokiego wzrostu gospodarczego.

Stanisław Owsiak, członek RPP

PAP, Reuters, 16 lipca

Myślę, że czasem lepiej poczekać dwa, trzy miesiące i zdecydowanie zareagować. Czasami wzrost stop procentowych o 25 pkt. bazowych może nie mieć wpływu na inflację i oczekiwania inflacyjne.

Przed posiedzeniem lipcowym Stanisław Owsiak sugerował, że lepiej nieco zaczekać z podwyżką stop procentowych oraz, że podwyżki powinny być na tyle duże, aby ograniczyć presję cenową. Cóż, okazało się, że Rada Polityki Pieniężnej ani nie zaczęła z podwyżką, ani nie zdecydowała się na zdecydowany ruch. Wyniki głosowania lipcowego mogą być bardzo interesujące.

Andrzej Sławiński, Andrzej Wojtyna; członkowie RPP

wspólny artykuł w Gazecie Wyborczej, 21 lipca

Tempo inflacji zależy w dużej mierze od zmian kursu walutowego. Tymczasem występuje wiele symptomów świadczących, że trend zmian kursu złotego właśnie uległ odwróceniu.

Nie ma prostej odpowiedzi na pytanie, jak powinna być prowadzona polityka pieniężna, w sytuacji gdy inflacja jest w dużej części wywołana przez wzrost cen benzyny i żywności.

W komunikacie po posiedzeniu RPP po raz pierwszy od kilku miesięcy przytoczyła argument kursu walutowego, jako czynnika wspierającego potencjalnie niską inflację w przyszłości. Element ten przewinął się już wcześniej we wspólnym artykule dwóch członków RPP, gdzie Sławiński i Wojtyna uznali, że trend zmian kursu złotego uległ odwróceniu. Podkreślili oni ponadto dużą niepewność w prowadzeniu polityki monetarnej w momencie gdy inflacja rośnie za sprawą czynników podażowych

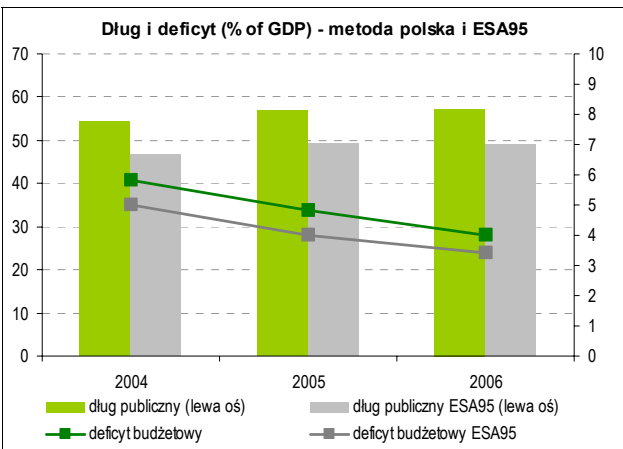
Pod lupą: Rząd i polityka

Nowe twarze w Ministerstwie Finansów

Nazwisko	Charakterystyka
Mirosław Gronicki , minister finansów; doktor nauk ekonomicznych, poprzednio nieoficjalny doradca ministra gospodarki Jerzego Hausnera, ekspert niezależnych instytutów oraz główny ekonomista Banku Millennium.	Zwolennik reformy finansów państwa, obniżenia relacji deficytu budżetowego i długu publicznego do PKB. Uznaje jednak nadmierne obniżenie deficytu za szkodliwe z punktu widzenia przyszłego wzrostu PKB. Wypowiedzi Gronickiego z ostatnich tygodni znajdują się na następnej stronie.
Stanisław Stec , sekretarz stanu w Ministerstwie Finansów, zastąpił Wiesław Ciesielskiego; z wykształcenia prawnik, poseł SLD, wiceprzewodniczący Komisji Finansów Publicznych, w styczniu 2004 kandydat Senatu na członka Rady Polityki Pieniężnej.	Według Rzeczypospolitej, Stec był autorem podniesienia kwoty wolnej od podatku dla osób najmniej zarabiających oraz orędownikiem wprowadzenia jednoznacznych interpretacji prawa podatkowego przez urzędy skarbowe. Pytany o swoje plany powiedział m.in., że chciałby zwiększyć ściągalność podatków.

A nie mówiliśmy! W lipcu nowy minister finansów

- W ubiegłym miesiącu ostrzegaliśmy, że lipiec jest w Polsce niezwykle miesiącem, w którym nadzwyczaj często następują zmiany na stanowisku ministra finansów.
- Okazało się, że naprawdę staje się to regułą - dotychczasowy szef resortu finansów Andrzej Raczko (odszedł do MFW w Waszyngtonie) został zastąpiony przez Mirosława Gronickiego.
- Nominacja ta była neutralna dla rynku. Choć Gronicki jest postrzegany jako zwolennik reformy finansów publicznych, sternikiem polityki gospodarczej jest premier Marek Belka.
- Głównym zadaniem nowego ministra będzie przygotowanie przyszłorocznego budżetu. Wydaje nam się, że wywiąże się z niego dość dobrze, ale finalny kształt polityki fiskalnej będzie zależał w dużej mierze od polityków.



... który wkrótce zmieni definicję długu publicznego

- Nowy minister finansów ma zamiar wkrótce wystąpić o zmianę zasad rachunkowości budżetowej w Polsce na standard ESA-95.
- Zmiana miałaby na celu zmniejszenie ryzyka przekroczenia przez dług publiczny maksymalnego dopuszczalnego przez konstytucję poziomu (60% PKB), a co za tym idzie obniżenie ryzyka nadmierne szybkiego zacieśnienia fiskalnego w kolejnych latach.
- Wykres przedstawiony obok porównuje dwie metodologie, na podstawie dokumentów rządowych, przy założeniu pozytywnej decyzji Eurostatu odnośnie funduszy emerytalnych.
- Już dawno temu (jak tylko problemy z finansami publicznymi przybrały na sile) pisaliśmy, że rząd wystąpi z taką inicjatywą. Nie sądzimy, aby takie posunięcie musiało spowodować negatywną reakcję rynku, zakładając, że równocześnie rząd i parlament nie zrzucą koniecznej reformy finansów publicznych.

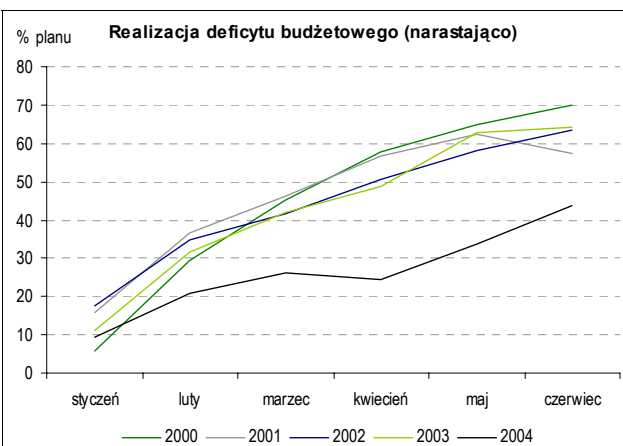
Finansowe efekty nowej ustawy o emeryturach i rentach

	Zmiana mechanizmu waloryzacji	Likwidacja „starego” portfela	Łącznie
2005	-4,5	+0,5	-4,0
2006	-2,2	+1,0	-1,2
2007	-5,2	+1,5	-3,7
2008	-3,5	+2,1	-1,4
2009	-7,2	+2,8	-4,4
2010	-5,5	+3,6	-1,9
2005-2010	-28,1	+11,5	-16,6

Uwaga: „+” oznacza koszty, „-” oznacza oszczędności

Co dalej z planem Hausnera?

- Sejm uchwalił że waloryzacja świadczeń będzie mieć miejsce gdy skumulowana inflacja przekroczy 5%, i nie rzadziej niż co dwa lata.
- Ustawa oznacza również koszty, będące konsekwencją eliminacji tzw. „starego portfela”. Jednak wg wyliczeń rządu oszczędności w latach 2005-07 zostały takie same jak w pierwotnej wersji planu.
- ... a zostało to osiągnięte dzięki zawyżeniu prognozy inflacji na 2005 r. i zaniżeniu jej na rok kolejny.
- Żądania SdPI zostały spełnione i rząd wprowadził poprawki do kilku ustaw (m.in. weryfikacja rent i zrównanie wieku emerytalnego), zmniejszając tym samym skalę oszczędności.
- Parlament odrzucił poprawkę proponującą zwiększenie składki na ubezpieczenie zdrowotne. Ciekawe, czy posłowie nie wrócą z urlopu z nowymi „ciekawymi” pomysłami.



Realizacja budżetu postępuje – przejściowy spadek dochodów

- Deficyt budżetu po czerwcu wyniósł 19,88 mld zł, czyli 43,9% rocznego planu (po maju deficyt wyniósł 33,8% planu).
- Strona dochodowa nie wyglądała najlepiej, gdyż nastąpiło, najprawdopodobniej przejściowe, obniżenie wpływów z VAT po przystąpieniu do UE. Wpływy z podatków pośrednich, spadły w czerwcu o 25,8% r/r.
- Drugi największy składnik dochodów, wpływy z PIT, spadły w czerwcu o 12,8% r/r, a w pierwszej połowie roku o 15,3% r/r.
- Wpływy z CIT były w czerwcu ujemne. Bieżące wpływy były nadal wysokie, ale urzędy skarbowe zwracały nadpłacone podatki.
- Spadek dochodów w czerwcu wynikał z jednorazowych czynników i wciąż uważamy, że nie powinno być poważnych problemów z wykonaniem tegorocznego budżetu.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Ministerstwo Polityki Społecznej

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Jerzy Hausner, wicepremier, minister gospodarki i pracy

PAP, 27 lipca

[O spotkaniu przedstawicieli rządu z RPP] To było kolejne dobre robocze spotkanie. Obie strony są zgodne, że zarówno działania na rzecz niskiej inflacji, jak i bardzo ważne działania na rzecz uzdrowienia finansów są niezbędne dla zdrowego, długofalowego rozwoju gospodarki. W dłuższym okresie chodzi nam o to samo, czyli aby Polska gospodarka miała wysoki i trwały wzrost, który jest bezpieczny dla równowagi.

PAP, Reuters, 20 lipca

Jest propozycja rządowa, która mówi o zerowym realnym wzroście wynagrodzeń w sferze budżetowej. Mówimy wyłącznie o zachowaniu wzrostu o wskaźnik inflacji. Problem w tym, że w tej chwili mamy wskaźnik inflacji, którego nie możemy potwierdzić, bo sytuacja jeśli chodzi o kształtowanie się cen jest niepewna.

Mirosław Gronicki, minister finansów

Reuters, 3 sierpnia

W pierwszych trzech miesiącach [2005 roku] inflacja będzie powyżej celu RPP, niewiele poniżej 4%. W kolejnym kwartale inflacja będzie szła w dół bo będzie efekt bazy, a skala spadku będzie mocniejsza w zależności od tego jak będzie działała transmisja z kursu złotego na inflację. Jeżeli się okaże, że oczekiwania inflacyjne już za miesiąc albo się ustabilizują, albo zaczną spadać, to ruchy [stóp] będą mniej potrzebne. Nie chcę mówić konkretnie, ale warunkiem naszej prognozy jest to, że RPP coś zrobi z oczekiwaniami inflacyjnymi.

PAP, 28 lipca

Jeżeli rośnie inflacja i rosną oczekiwania inflacyjne, zadaniem banku centralnego jest zwalczanie inflacji i wzrostu oczekiwań. W tym momencie jest to w pełni uzasadniona decyzja RPP. Nie będę się wypowiadał czy to za dużo czy za mało.

To [restrykcyjna polityka gospodarcza] musi oczywiście zwolnić wzrost popytu krajowego. Jeżeli okaże się, że ożywienie gospodarcze w krajach UE będzie mniejsze od spodziewanego, to możemy mieć niższy wzrost gospodarczy. Jeżeli nie, to ze względu na to, że eksport przynajmniej do połowy przyszłego roku będzie lokomotywą ciągnącą wzrost, mamy szanse na utrzymanie 5% wzrostu.

Rzeczpospolita, 23 lipca

35 miliardów deficytu to dla mnie górna granica. Jak wyjdzie, że będzie na przykład 29 miliardów, to się ucieszę. Jak będą 33 miliardy - też.

PAP, Reuters, 22 lipca

W przyszłym roku graniczną wielkością deficytu budżetowego będzie to, co podaliśmy w średniookresowej strategii [38,8 mld zł]. Ale wiadomo, że ja chcę żeby było to mniej. Będę forsował wszelkie inicjatywy zmierzające do zmniejszenia deficytu budżetowego i potrzeb pożyczkowych sektora publicznego. Mamy niespodziankę inflacyjną i to może przełożyć na słabszy popyt konsumpcyjny, co może wpłynąć na gorsze dochody budżetu w 2005 roku. Widzimy niebezpieczeństwo. Niespodzianka inflacyjna może spowodować problemy polskiej gospodarki w przyszłym roku. RPP musi walczyć z inflacją.

Krzysztof Martens, szef podkarpackiego SLD;

Polskie Radio PR 3, 28 sierpnia

[Pyt: Czy jesienią SLD może zagłosować przeciwko rządowi Marka Belki?] Decyzja o poparciu Marka Belki w wotum zaufania to jest decyzja strategiczna. (...) My stawiamy żelazny warunek - Ananicz nie. Jeżeli tak, to wycofujemy ministrów z rządu. (...) Otóż dzisiaj decydują się losy relacji pomiędzy SLD a rządem Belki na najbliższe kilka miesięcy, może 10 miesięcy.

Tomasz Nałęcz, poseł SdPI;

Reuters, 25 lipca

Jeśli tak będą wyglądały nominacje i tak będą wyglądały działania prokuratury, to muszę powiedzieć, że czarno widzę możliwość poparcia premiera Belki przez SdPI.

Komentarz

Cytując powyżej wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego, zwróciliśmy uwagę na różną interpretację głównych wniosków spotkania z rządem (Leszek Balcerowicz mówił tylko o inflacji, Marian Noga tylko o wzroście gospodarczym). Jednak już dzień przed ich wypowiedziami pogodził ich wicepremier Hausner, mówiąc, że wszystkim chodzi o to samo, czyli wysoki wzrost gospodarczy z niską inflacją. Ważne, że podkreślił, że dla osiągnięcia długofalowego wzrostu w długim okresie konieczna jest reforma finansów publicznych. Ciekawe co na to posłowie?

Można się zastanawiać dlaczego prognoza inflacji przedstawicieli rządu (również przedstawiona poniżej przez nowego ministra finansów) znajduje się poniżej większości prognoz rynkowych. Pewnym wytłumaczeniem tego faktu może być planowany zerowy realny wzrost wynagrodzeń w sferze budżetowej i negocjacje Komisji Trójstronnej tzn. jeśli niska inflacja, to niskie wydatki budżetu na place.

Prognozy Ministerstwa Finansów zakładają spadek inflacji do poziomu 2,5% w przyszłym roku, przy założeniu odwrócenia się szoków podaźowych i, co ważne, utrzymania restrykcyjnej polityki pieniężnej banku centralnego. Na pierwszy rzut oka, prognozy ministerstwa mogą wydawać się różne od tych, które przedstawił wiceprezes NBP Krzysztof Rybiński. Warto przypomnieć, że NBP prezentuje projekcję inflacyjną (przy założeniu niezmiennych stóp procentowych), a jednym z głównych założeń prognozy Ministerstwa Finansów są kolejne podwyżki stóp procentowych, mające ograniczyć oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych.

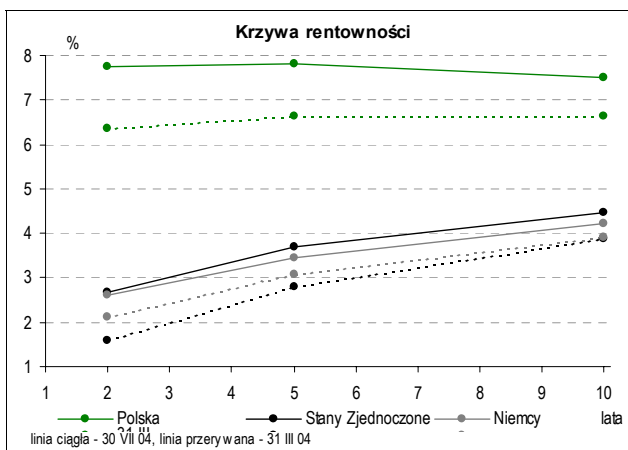
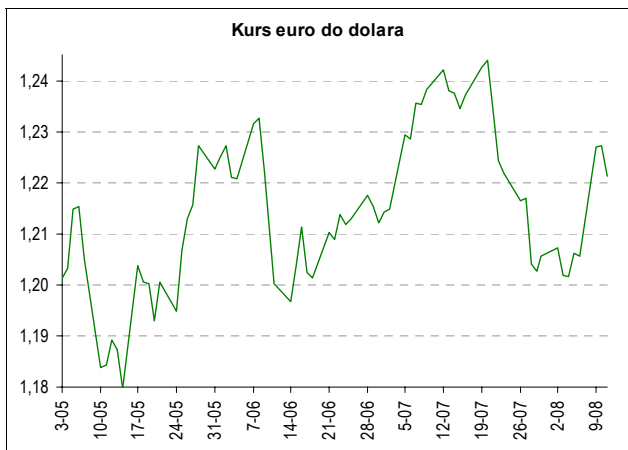
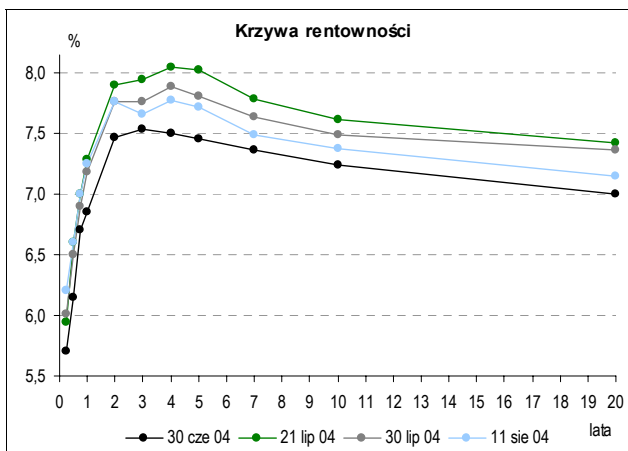
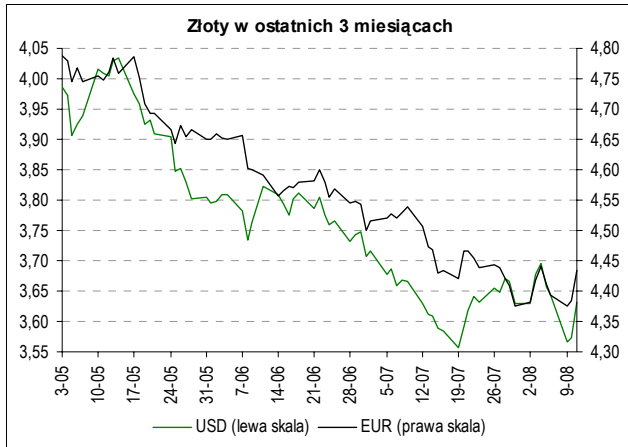
Nowy minister finansów pochwalił Radę Polityki Pieniężnej za kolejną podwyżkę stóp procentowych. Nie było to częstym zjawiskiem w przeszłości. Zwykle ministrowie finansów chcieli aby stopy procentowe utrzymywały się na jak najniższym poziomie przez jak najdłuższy okres, aby wspomagać wzrost gospodarczy (tzn. dochody budżetowe). Miejmy nadzieję, że tym razem dojdzie do rzeczywistego polepszenia współpracy pomiędzy dwoma instytucjami, choć pewna poprawa w tym zakresie była już widoczna po zastąpieniu Grzegorza Kołodki przez Andrzeja Rączkę. Idealnie byłoby, aby wzajemne uprzejmości przełożyły się również na lepszy układ polityki makroekonomicznej (bardziej restrykcyjna polityka fiskalna pozwalająca na prowadzeniu mniej restrykcyjnej polityki pieniężnej).

Gronicki zadeklarował obniżenie deficytu budżetowego. Należało się spodziewać takiego stwierdzenia, lecz warto mieć na uwadze ograniczenia polityczne, które napotka nowy minister finansów. Wydaje się, że Gronicki dobrze zdaje sobie sprawę z tych ograniczeń, ponieważ przyznał, że nie ma miejsca na rewolucję, natomiast będzie się starał zrobić wszystko to, co jest możliwe do zrobienia. Gronicki wspominał, że obniżenie poziomu deficytu budżetowego będzie trudne z powodu wyższej niż wcześniej zakładano inflacji. Może to sugerować, że przyszłoroczny deficyt budżetowy może być faktycznie niższy od 38,8 mld zł, ale raczej nieznacznie. Choć w wywiadzie dla Rzeczpospolitej Gronicki wspominał też o mniejszych wielkościach deficytu, uważamy, że można przyjąć poziom 35 mld zł, o którym wspominał ostatnio Jerzy Hausner, za realistyczny.

Jeden z baronów SLD Krzysztof Martens powtórzył ostatnio kilkakrotnie, że ze względu na upieranie się Marka Belki przy kandydaturze Andrzeja Ananicza na szefa Agencji Wywiadu, premier jest bardzo blisko otwartego konfliktu z SLD. Podobne reakcje, wśród niektórych przedstawicieli SLD wywołała kandydatura Anny Radziwiłł na wiceministra edukacji. O ile trudno przypuszczać, aby SLD mógł w trybie natychmiastowym wycofać swoich ministrów, to wzrost ryzyka politycznego może pozostać nie bez wpływu na proces zatwierdzania budżetu w parlamencie oraz będzie istotnym elementem rozgrywki politycznej przez głosowaniem nad drugim wotum zaufania dla rządu.

O ile przedstawicielom SLD nie podobają się kandydatury nie związane z ich partią polityczną, to posłowie SdPI wypowiadają się niezbyt przychylnie o kandydatach związanych właśnie z SLD. Nieoczekiwanie bowiem, premier Belka powołał na pełnomocnika rządu ds. Narodowego Planu Rozwoju Lecha Nikolskiego, związanego z rządem Leszka Millera. W tym wypadku, to SdPI wyraża wątpliwości odnośnie możliwości poparcia rządu w październiku. W takim razie kto ten rząd poprze?

Monitor rynku



Coraz droższy złoty, coraz tańsze obligacje

- Od początku maja nastroje na polskim rynku w coraz większym stopniu są kształtowane przez oczekiwania podwyżek stóp procentowych. W lipcu ten czynnik wysunął się już na pierwszy plan. Sytuacja na scenie politycznej miała dużo mniejsze znaczenie niż w pierwszej połowie br. Ze względu na okres wakacyjny obroty często były umiarkowane, jednak zmiany cen były duże.
- W pierwszych dwóch dekadach lipca sytuacja rynkowa odzwierciedlała bardzo silne oczekiwania na szybkie podwyżki stóp. Sprzyjały im wypowiedzi przedstawicieli NBP i ministra Hausnera. W rezultacie złoty osiągnął najsłabszy poziom od lutego 2003 r., a krzywa rentowności podniosła się do poziomu z połowy 2002 r.
- Począwszy od około 19 lipca trendy uległy rozchwianiu. Dane z gospodarki osłabiły nieco nadzieje na szybki wzrost stóp, a wypowiedzi polityków i bankierów centralnych przypomniły o problemach fiskalnych. W rezultacie rentowności pozostawały w trendzie horyzontalnym, a złoty uległ deprecjacji. Po mniejszej od oczekiwań podwyżce stóp oba rynki wzmocniły się.
- Na koniec lipca złoty był mocniejszy niż w ostatnim dniu czerwca o blisko 2,5% wobec koszyka dolar-euro. Krzywa rentowności przesunęła się w ubiegłym miesiącu w górę o ok. 20-35 pb., a 21 lipca była nawet o 40-60 pb. wyżej niż na koniec czerwca. Od terminu 4L w górę utrzymuje się negatywne nachylenie krzywej.
- Na początku sierpnia rynek walutowy pozostawał zmienny, a rynek obligacji był bardziej stabilny. Po opublikowaniu znacznie gorszych od prognoz danych z rynku pracy USA nastąpiło bardzo gwałtowne wzmocnienie, w ślad za rynkami międzynarodowymi.
- Ze względu na oczekiwane kolejne podwyżki stóp NBP oczekujemy dalszego wzrostu rentowności obligacji. Natomiast trend aprecjacji złotego może ulec chwilowemu odwróceniu na przełomie III i IV kw., gdy rozpocznie się debata nad projektem budżetu.

Nadal brak stabilizacji na rynku walutowym

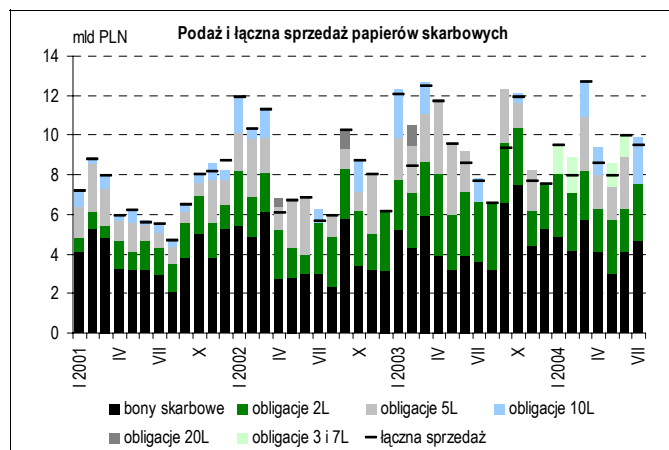
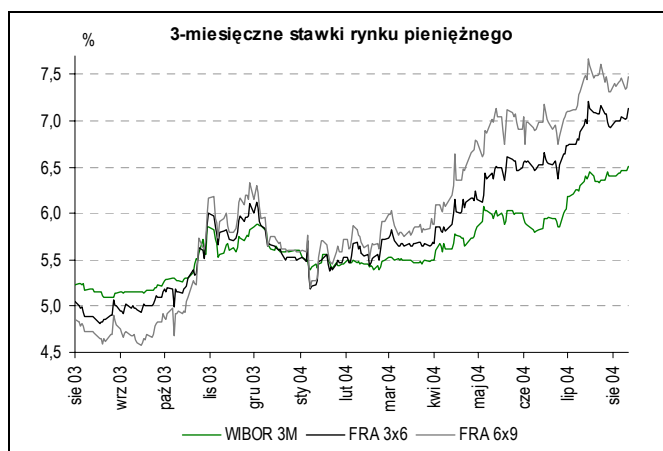
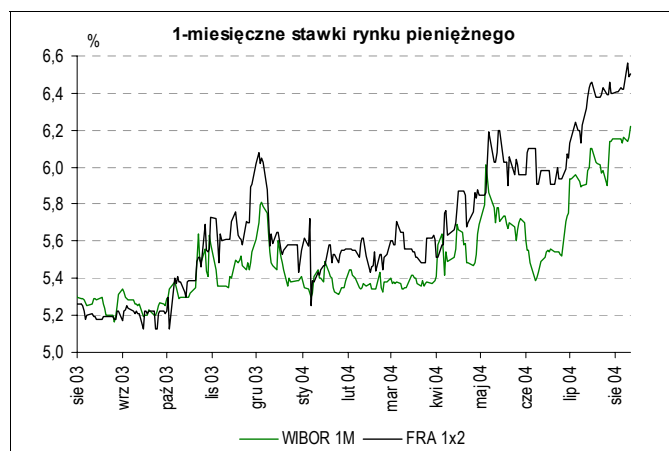
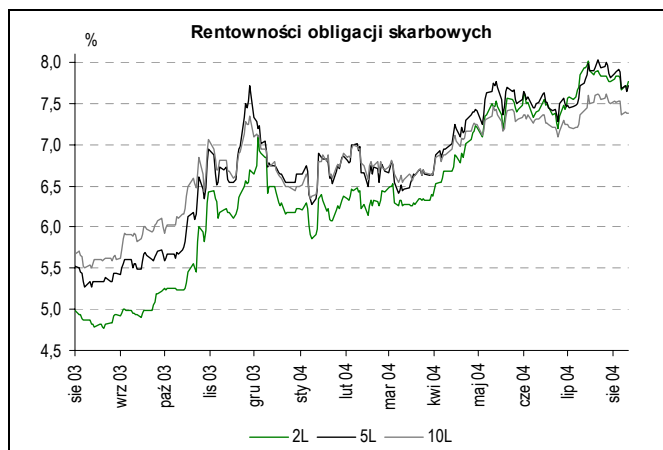
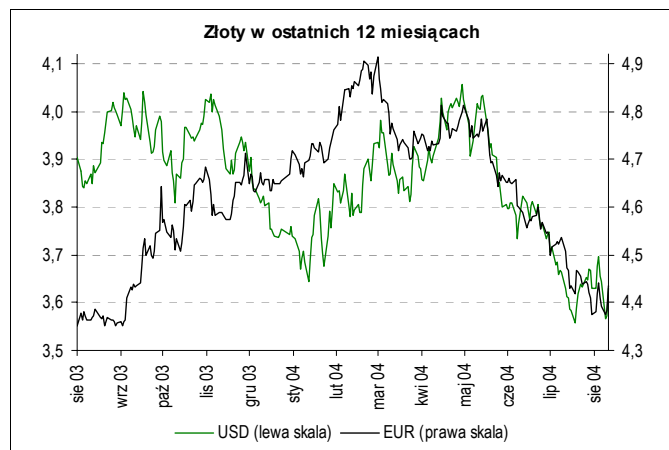
- Rynki walutowe nadal są niestabilne. W pierwszej połowie lipca dolar dość wyraźnie tracił na wartości po serii danych osłabiających oczekiwania podwyżek stóp w USA i kurs EURUSD zbliżył się do 1,245, najwyższego poziomu od ponad czterech miesięcy.
- Trend deprecjacji odwrócił się gwałtownie po wystąpieniu w Senacie Alana Greenspana, które dla rynku stanowiło wsparcie prognoz wzrostu stóp, a później dolar jeszcze się umocnił po danych o nastrojach konsumentów. W rezultacie EURUSD spadł do ok. 1,20 i nie osłabił się znacznie po słabych danych o PKB. Dopiero kiepskie dane z rynku pracy spowodowały bardzo raptowną deprecjację dolara do poziomu ponad 1,22 za euro.
- Perspektywy dolara na najbliższe miesiące pozostają niepewne. Bardziej trwałego umocnienia oczekujemy po wyborach prezydenckich, gdy Fed może bardziej agresywnie podwyższać stopy.

Korekty na rynku obligacji ciąg dalszy

- Przy wzroście rentowności w lipcu premia za ryzyko dla polskich obligacji mierzona różnicą pomiędzy oczekiwaną 5-letnią stopą procentową w Polsce i w strefie euro za pięć lat była stosunkowo stabilna i pod koniec miesiąca była bliska poziomowi z czerwca. Wskazuje to, że mimo pogorszenia sytuacji bieżącej, ocena średniookresowych perspektyw Polski pozostaje niezmienną.
- W lipcu na rynku amerykańskich obligacji skarbowych ukształtował się trend horyzontalny przy dużych wahanach dziennych. Dopiero na początku sierpnia nastąpił większy ruch, gdy po danych o zatrudnieniu krzywa rentowności obniżyła się o 20-25 pb.
- Pomimo ostatnich spadków, spodziewamy się kontynuacji trendu wzrostu rentowności w ślad za kolejnymi podwyżkami stóp przez Fed. Tak jak dotychczas może następować on przy sporej zmienności ze względu na istotne czynniki niepewności.

Źródło: Reuters, BZ WBK

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	13-tyg.	52-tyg.	Suma
5.07.2004	100 / 100	1 100 / 1 100	1 200 / 1 200
12.07.2004	100 / 100	1 100 / 1 100	1 200 / 1 200
19.07.2004	100 / 100	1 100 / 1 100	1 200 / 1 200
26.07.2004	-	1 100 / 1 100	1 100 / 1 100
razem lipiec	300 / 300	4 400 / 4 400	4 700 / 4 700
2.08.2004	-	1 000	1 000
9.08.2004	-	900	900
16.08.2004	-	1 100	1 100
23.08.2004	-	1 400	1 400
30.08.2004	-	1 100	1 100
razem sierpień	-	5 500	4 700
wrzesień *	-	3 200 - 4 900	-

* szacunek na podstawie wstępnej informacji na cały III kwartał

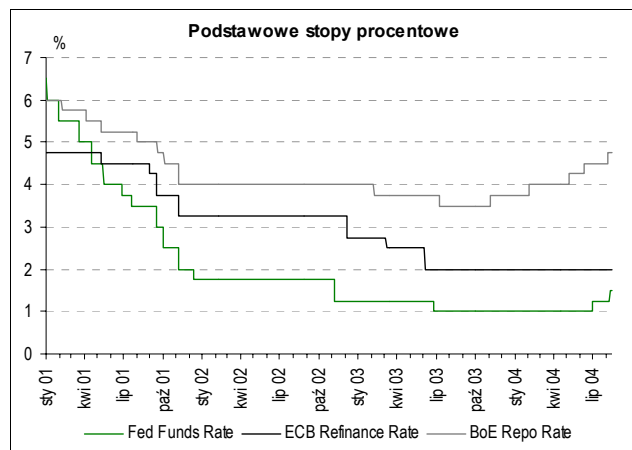
Przetargi obligacji skarbowych w 2004 r. (mln zł)

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	2 400,0	2 001,0	-	-	-	-
sierpień	04.08*	OK0806	3 480,0	3 086,0	11.08*	WZ0307/0911	1 550,0	1 470,0	-	-	-	-
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	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

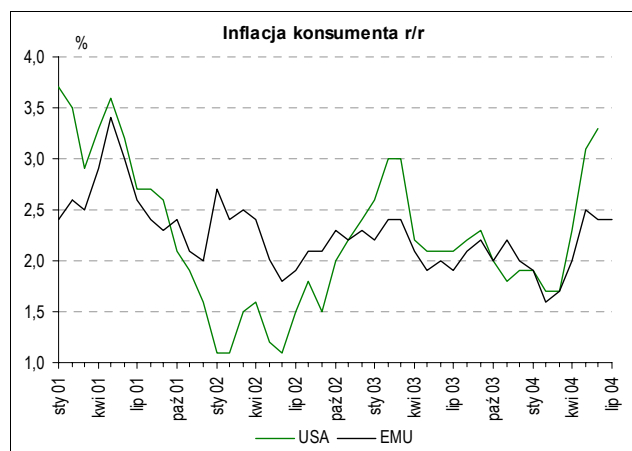
* razem z przetargiem uzupełniającym

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

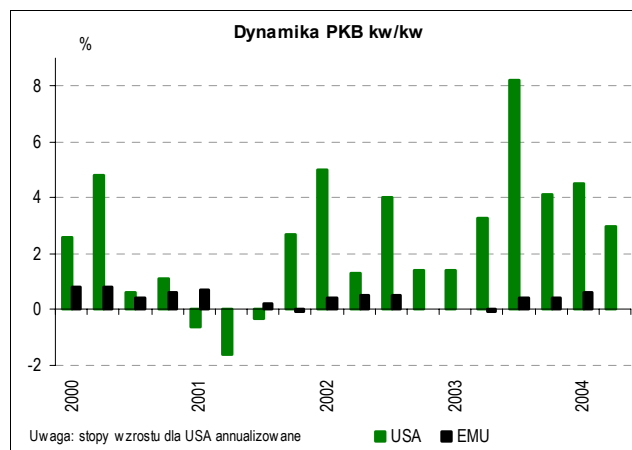
Przegląd międzynarodowy

**Cykl podwyżek stóp procentowych trwa**

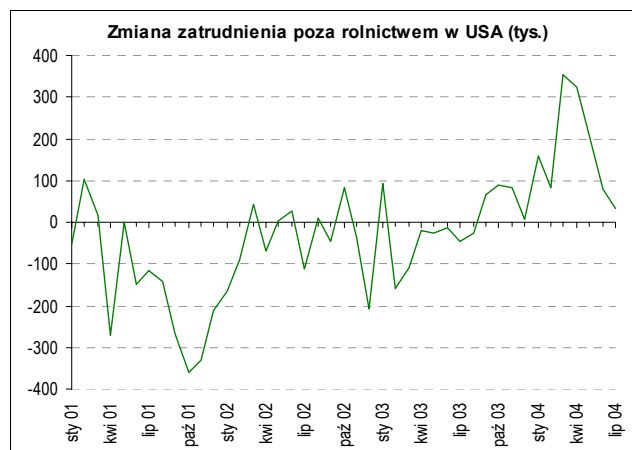
- Jak prognozowano, 10 sierpnia Fed zdecydował o kolejnej podwyżce stóp o 25 pb. Stopa funduszy federalnych wzrosła do 1,5%. W komunikacie napisano, że ostatnie spowolnienie wzrostu i poprawy sytuacji na rynku pracy są przejściowe i wynikają z wysokich cen energii. Według Fed gospodarka jest gotowa by powrócić na ścieżkę wysokiego wzrostu. Możliwe, że kolejne podwyżki nastąpią na każdym z pozostałych do końca roku trzech posiedzeń FOMC.
- 5 sierpnia EBC pozostawił stopę refinansową na poziomie 2%. Pierwszej podwyżki stóp spodziewamy się dopiero w 2005 roku.
- Tego samego dnia Bank Anglii zdecydował się podnieść stopy procentowe o 25 pb., aby schłodzić gospodarkę, ograniczyć zadłużanie się ludności i zapobiec dalszemu wzrostowi cen nieruchomości. Była to piąta podwyżka stóp o ćwierć punktu od listopada ub.r. Obecnie stopa repo wynosi 4,75%.

**Utrzymuje się wyższa inflacja**

- W strefie euro wstępne szacunki inflacji w czerwcu zostały potwierdzone w publikacji finalnej, a dane były dokładnie na poziomie prognozy rynku. Ceny konsumenta nie zmieniły się w ujęciu miesięcznym i na skutek tego roczna stopa inflacji spadła do 2,4% z 2,5% w maju. Z kolei, według wstępnych szacunków, w lipcu inflacja pozostała na poziomie 2,4% r/r, podczas gdy oczekiwania rynku wskazywały na powrót do 2,5%. Od maja dynamika cen jest powyżej górnej granicy celu ECB na poziomie 2,0%.
- W Stanach Zjednoczonych dane o inflacji były z grubsza zgodne z prognozą rynku. W czerwcu ceny wzrosły o 0,3% m/m, wobec prognozowanych przez analityków 0,2%. Wynik ten spowodował wzrost rocznej stopy inflacji do 3,3% z 3,1% odnotowanych w maju. Jednocześnie roczna stopa inflacji bazowej zwiększyła się do 1,9% z 1,7% w maju.

**Wzrost w USA poniżej oczekiwań**

- Według informacji przyspieszonej, wzrost PKB w USA wyniósł w II kwartale br. 3,0%, w porównaniu ze wzrostem o 4,5% w I kw. Było to znacznie poniżej oczekiwań na poziomie 3,6%. Spowolnienie było głębsze niż prognozowano ze względu na wolniejszy wzrost konsumpcji – o 1%, czyli najwolniej od początku 2001 r.
- W połowie lipca, zgodnie z prognozą, potwierdzono dane o wzroście gospodarczym w strefie euro w I kwartale br. PKB strefy euro odnotował w tym okresie wzrost o 0,6% kw/kw oraz 1,3% r/r.
- Komisja Europejska podtrzymała prognozę wzrostu na II kw. br. oraz zrewidowała w dół prognozę na III kw. Obecnie obie są na poziomie 0,3-0,7% kw/kw. W połowie sierpnia zostanie podany wstępny szacunek PKB w II kwartale br. (oczekiwania rynku są na poziomie 0,6% kw/kw i 2,0% r/r), a Komisja przedstawi najnowsze prognozy na III i IV kw. br.

**Rozczarowanie wynikami z amerykańskiego rynku pracy**

- W lipcu dane z rynku pracy w USA okazały się znacznie gorsze niż prognozowano. Co prawda stopa bezrobocia spadła do 5,5% z 5,6% w czerwcu, jednak zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło jedynie o 32 tys. osób, znacznie poniżej oczekiwań ekonomistów na poziomie 240 tys. Co więcej, wynik za czerwiec został zrewidowany w dół do 78 tys. ze 112 tys. podanych poprzednio. Oznacza to znaczne pogorszenie wobec okresu marzec-maj, gdy wyraźnie był przekraczany poziom 200 tys.
- Wskaźnik nastrojów przedsiębiorców gospodarki niemieckiej IFO odnotował w lipcu znaczący wzrost do 95,6 pkt z 94,6 w czerwcu, co było wynikiem powyżej oczekiwań rynkowych na poziomie 95,0. Według badań instytutu IFO, poprawił się zarówno indeks bieżącej oceny sytuacji gospodarczej jak i oczekiwania rozwoju sytuacji w ciągu kolejnych sześciu miesięcy.

Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve



Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
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) ITA: PKB (II kw.)	10 FRA: Produkcja przemysłu (VI) USA: Posiedzenie Fed	11 POL: Bilans płatniczy (VI) POL: Przetarg obligacji WZ0307 i WZ0911	12 ITA: Inflacja finalna (VII) FRA: PKB (II kw.) GER: PKB (II kw.) USA: Sprzedaż detaliczna (VII)	13 POL: Podaż pieniądza (VII) POL: Płace i zatrudnienie (VII) FRA: Inflacja wstępna (VII) EMU: PKB (II kw.) USA: Ceny producenta (VII) USA: Handel zagraniczny (VII)
16 POL: Inflacja (VII) POL: Przetarg bonów skarbowych	17 EMU: Produkcja przemysłu (VI) USA: Inflacja (VII) USA: Produkcja przemysłu (VII)	18 POL: Produkcja przemysłu (VII) POL: Ceny producenta (VII) EMU: Inflacja finalna (VII) EMU: Handel zagraniczny (VI)	19	20 POL: Sprzedaż detaliczna (VII) POL: Bezrobocie (VII) POL: Koniunktura (VIII) FRA: PKB (II kw.)
23 POL: Przetarg bonów skarbowych	24 POL: Inflacja bazowa (VII) POL: Posiedzenie RPP (I dzień) FRA: Inflacja finalna (VII) GER: PKB (II kw.)	25 POL: Posiedzenie RPP (decyzja) POL: Ceny żywności (I poł. VIII)	26 GER: IFO (VIII) EMU: Podaż pieniądza (VII)	27 USA: PKB (II kw.)
30 POL: Przetarg bonów skarbowych	31 ITA: Inflacja wstępna (VIII) EMU: Inflacja wstępna (VIII)	1 września POL: Przetarg obligacji 0K0806 EMU: PMI (VIII) EMU: Bezrobocie (VII) USA: ISM (VIII)	2 GER: Bezrobocie (VIII) EMU: Posiedzenie EBC EMU: Ceny producenta (VII) USA: Zamówienia w przemyśle (VII)	3 EMU: Sprzedaż detaliczna (VII) USA: Bezrobocie (VIII)
6 POL: Przetarg bonów skarbowych	7	8 POL: Przetarg obligacji WS0922	9 EMU: PKB (II kw.)	10 POL: Bilans płatniczy (VII) USA: Ceny producenta (VIII) 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	24-25	-	-	-	-
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	23	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	23	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	12	-
Podaż pieniądza	14	13	12	14	14	14	14	13	14	14	12	-
Bilans NBP	7	6	5	7	7	7	7	6	7	7	5	-
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

		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	sie 04
Produkcja przemysłowa	% r/r	10,3	5,9	10,9	12,1	9,2	13,9	14,4	18,3	23,5	21,8	12,2	15,7	9,0	20,7
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	5,4	5,5	9,7	10,3	11,4	17,3	7,6	12,1	20,7	30,6	4,0	8,6	9,9	9,5
Stopa bezrobocia	%	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	19,1
Place brutto ^{b c}	% r/r	2,4	1,9	2,2	3,0	4,1	5,1	3,5	6,3	7,0	4,6	4,4	4,5	4,5	5,4
Zatrudnienie ^b	% r/r	-3,2	-3,2	-3,1	-3,2	-3,3	-3,5	-1,4	-1,5	-1,3	-1,1	-0,9	-0,7	-0,6	-0,5
Eksport ^d	% r/r	8,9	4,4	20,1	11,4	8,2	14,0	19,6	10,9	29,9	25,0	23,6	30,5	17,9	22,1
Import ^d	% r/r	8,3	3,0	12,5	4,9	2,5	6,2	10,6	2,7	25,0	36,3	19,3	20,8	9,9	21,4
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-657	-232	-266	-254	-503	-545	-173	-218	-461	-1 106	-379	203	-350	-250
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-375	-55	-57	314	-356	-566	191	-101	-428	-748	-568	83	-250	-200
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-2,3	-2,4	-2,2	-2,0	-1,9	-2,0	-1,7	-1,4	-1,3	-1,5	-1,6	-1,5	-1,4	-1,5
Deficyt budżetowy (narastająco)	mln PLN	-27,7	-29,6	-33,1	-34,8	-35,5	-37,0	-4,2	-9,4	-11,8	-11,0	-15,3	-19,9	-23,7	-27,2
Deficyt budżetowy (narastająco)	% całego roku	63,8	70,6	84,4	93,3	98,9	100,0	9,3	20,7	26,1	24,3	33,8	43,9	52,3	60,0
Inflacja (CPI)	% r/r	0,8	0,7	0,9	1,3	1,6	1,7	1,6	1,6	1,7	2,2	3,4	4,4	4,6	4,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1,9	1,8	2,1	2,7	3,7	3,7	4,1	4,2	4,9	7,6	9,6	9,2	8,7	8,7
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	0,7	1,7	3,1	4,7	5,6	5,6	5,1	5,1	5,7	8,5	6,4	6,6	6,9	6,7
Zobowiązania	% r/r	-2,5	-1,7	-0,2	1,5	3,3	3,7	3,4	3,5	4,8	8,4	6,2	6,9	7,5	7,6
Należności	% r/r	4,9	5,2	5,4	7,5	8,5	8,1	7,4	7,7	6,1	8,5	6,1	5,5	11,6	12,1
USD/PLN	PLN	3,90	3,92	3,98	3,92	3,94	3,79	3,74	3,84	3,89	3,97	3,93	3,78	3,64	3,64
EUR/PLN	PLN	4,44	4,37	4,46	4,59	4,62	4,66	4,71	4,85	4,77	4,76	4,72	4,59	4,47	4,40
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	6,00	6,25
WIBOR 3M	%	5,26	5,16	5,17	5,42	5,68	5,69	5,46	5,46	5,49	5,69	5,99	5,91	6,34	6,50
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	7,50	7,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,85	4,82	4,91	5,30	5,95	6,02	5,59	5,78	5,87	6,20	6,65	6,79	7,15	7,30
Rentowność obligacji 2L	%	4,89	4,86	5,02	5,53	6,31	6,49	6,17	6,34	6,34	6,83	7,41	7,44	7,80	7,85
Rentowność obligacji 5L	%	5,17	5,38	5,60	6,04	6,86	6,82	6,65	6,76	6,60	7,13	7,57	7,50	7,79	7,85
Rentowność obligacji 10L	%	5,37	5,60	5,93	6,36	6,92	6,75	6,65	6,81	6,65	7,02	7,32	7,27	7,44	7,45

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	16,7	4,4	9,1	8,9	12,2	19,0	16,5	15,6	15,8
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,9	7,9	9,6	1,2	9,8	6,4	12,4	13,6	10,8	6,1	8,0
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	1,6	1,4	1,7	1,7	3,2	3,8	1,1	0,4	0,9
Eksport ^b	% r/r	6,0	9,1	14,0	8,4	5,4	11,4	11,1	19,3	26,4	7,0	5,0
Import ^b	% r/r	3,5	3,3	13,6	3,1	-2,5	8,2	4,5	12,6	25,7	9,0	8,0
Bilans handlowy ^b	mIn EUR	-7 701	-5 345	-5 576	-1 600	-1 118	-1 325	-1 302	-909	-1 282	-1 540	-1 845
Rachunek bieżący ^b	mIn EUR	-5 404	-3 550	-3 283	-1 584	-895	-463	-608	-696	-1 233	-616	-738
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,7	-1,9	-1,7	-2,6	-2,2	-2,1	-1,9	-1,5	-1,6	-1,7	-1,7
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-39,4	-37,0	-40,7	-15,5	-23,8	-33,1	-37,0	-11,8	-19,9	-30,7	-40,7
Deficyt budżetowy	% PKB	-5,0	-4,5	-4,6	-8,3	-4,2	-4,6	-1,7	-5,8	-3,7	-5,0	-4,1
Inflacja	% r/r	1,9	0,8	3,4	0,5	0,5	0,8	1,5	1,6	3,3	4,6	4,2
Inflacja ^a	% r/r	0,8	1,7	4,3	0,6	0,8	0,9	1,7	1,7	4,4	4,4	4,3
Ceny produkcji	% r/r	1,0	2,6	7,4	3,0	2,2	1,9	3,4	4,4	8,8	8,5	7,8
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	-2,0	5,6	6,3	0,5	1,3	3,1	5,6	5,7	6,6	7,4	6,3
Zobowiązania ^a	% r/r	-4,1	3,7	6,4	-2,3	-1,9	-0,2	3,7	4,8	6,9	8,3	6,4
Należności ^a	% r/r	5,2	8,1	12,6	8,7	6,1	5,4	8,1	6,1	5,5	11,6	12,6
USD/PLN	PLN	4,08	3,89	3,79	3,90	3,83	3,93	3,89	3,82	3,89	3,68	3,76
EUR/PLN	PLN	3,85	4,40	4,61	4,19	4,36	4,42	4,62	4,78	4,69	4,46	4,52
Stopa interwencyjna ^a	%	6,75	5,25	6,75	6,00	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	6,50	6,75
WIBOR 3M	%	9,09	5,69	6,21	6,37	5,60	5,20	5,60	5,47	5,87	6,57	6,95
Stopa lombardowa ^a	%	8,75	6,75	8,25	7,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	8,00	8,25
Rentowność bonów 52-tyg.	%	8,18	5,33	6,77	5,75	4,94	4,86	5,76	5,75	6,24	7,32	7,77
Rentowność obligacji 2L	%	7,94	5,38	7,33	5,58	4,91	4,92	6,11	6,28	6,86	7,88	8,30
Rentowność obligacji 5L	%	7,86	5,61	7,47	5,50	4,98	5,38	6,57	6,67	7,10	7,88	8,23
Rentowność obligacji 10L	%	7,34	5,77	7,22	5,60	5,19	5,63	6,68	6,70	7,00	7,46	7,70

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 11.08.2004 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.