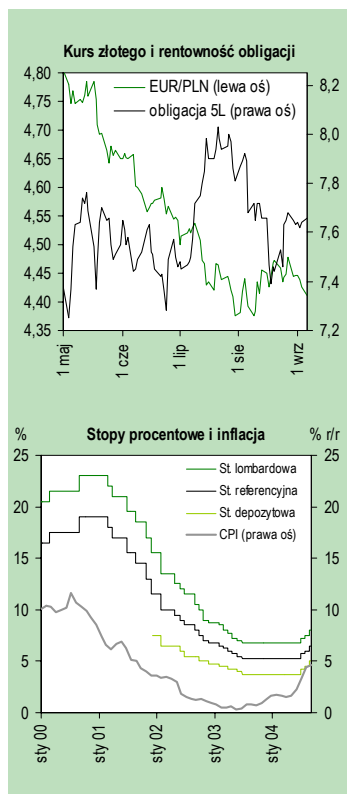


# MAKROskop

## Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Wrzesień 2004



### W tym miesiącu:

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

**Maciej Reluga**  
Główny Ekonomista  
(22) 586 8363

**Piotr Bielski**  
(22) 586 8333  
**Piotr Bujak**  
(22) 586 8341  
**Aleksander Krzyżaniak**  
(22) 586 8342

Email: imie.nazwisko@bzwbk.pl

## Koniec wakacji

▪ **Posłowie wrócili z wakacji, można się więc spodziewać, że polityka może być ponownie istotnym elementem ryzyka dla polskiego rynku finansowego.** Na pierwszy plan wysuwają się plany zmian podatkowych proponowane przez SLD (regresywna kwota wolna od podatku, zerowa stawka dla najmniej zarabiających), które już spotkały się ze sprzeciwem ministra finansów. Być może inne partie również będą chciały coś „wygrać” przed kolejnym głosowaniem nad wotum zaufania dla rządu zaplanowanym na 6 października. W najbliższym czasie, rząd przyjmie również oficjalnie nowe założenia makroekonomiczne do budżetu na przyszły rok. Obniżenie deficytu i potrzeb pożyczkowych było już wielokrotnie sugerowane w wypowiedziach przedstawicieli rządu, tak więc nie jest niczym nowym dla rynku finansowego. Z punktu widzenia prowadzenia polityki monetarnej, kształt polityki fiskalnej w przyszłym roku powinien być raczej neutralny.

▪ **Rada Polityki Pieniężnej trzeci miesiąc z rzędu zaskoczyła rynki finansowe, podwyższając stopy procentowe o 50 pkt. bazowych.** Po tym, jak w poprzednim miesiącu skala podwyżki zmniejszyła się do 25 pkt. bazowych, a część lipcowych danych makroekonomicznych okazała się słabsza od oczekiwań, większość analityków rynkowych (włączając nas) spodziewała się podwyżki w sierpniu o 25 pkt. bazowych. Dwa najważniejsze czynniki, które spowodowały taką decyzję to wysoka projekcja inflacji przygotowana w NBP oraz ryzyko narastania presji płacowej wynikającej z rosnących oczekiwań inflacyjnych. Jeśli chodzi o presję płacową, to wydaje się, że RPP odnosiła się do potencjalnych żądań płacowych, które mogą się pojawić na posiedzeniach komisji trójstronnej, która zbiera się po wakacjach. RPP stwierdziła w komunikacie, że zacieśnienie polityki pieniężnej powinno być stopniowe, co wskazuje, że należy się spodziewać kolejnych podwyżek stóp. Sądzymy, że kolejna nastąpi już we wrześniu (prognozujemy dalszy wzrost inflacji w sierpniu), ale biorąc pod uwagę nieprzewidywalność decyzji Rady jej skala jest dużą niewiadomą. Bardziej prawdopodobna wydaje się podwyżka o 50 pkt. bazowych. Nadal sądzymy, że stopa referencyjna osiągnie maksimum na poziomie 7,5%.

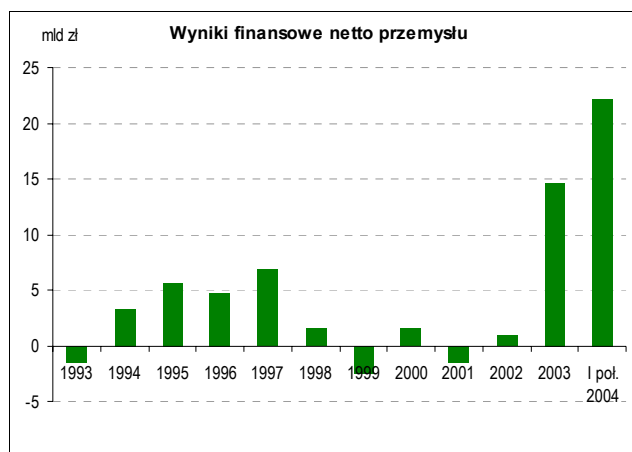
▪ **Narodowy Bank Polski opublikował Raport o inflacji, który po raz pierwszy zawierał projekcję inflacji.** Przedstawiciele rządu nie zgodzili się z projekcją NBP z powodu „krańcowo pesymistycznych założeń wzrostu cen ropy naftowej, cen żywności i inflacji płac”. No cóż, jeśli okaże się, że minister finansów ma rację, można się spodziewać rewizji w dół projekcji banku centralnego już w listopadzie. Czy będzie to oznaczać, że Rada Polityki Pieniężnej nie będzie już od tego czasu podnosić stóp procentowych? Niezmiernie istotne będzie, jak RPP będzie tłumaczył swoje kolejne decyzje, w kontekście opublikowanej projekcji inflacji. Podobnie, bardzo ważna będzie weryfikacja prognoz i rozliczanie się z projekcją w kolejnych raportach inflacyjnych, na przykład jeśli nie sprawdzi się zakładany przez NBP scenariusz utrzymania bardzo wysokiego wzrostu cen żywności.

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

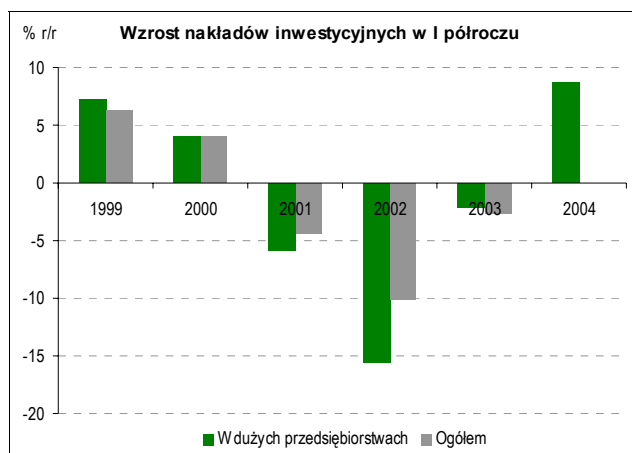
Stopa depozytowa NBP	5,00	WIBOR 3M	7,00	USDPLN	3,6816
Stopa referencyjna NBP	6,50	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	7,43	EURPLN	4,4465
Stopa lombardowa NBP	8,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	7,63	EURUSD	1,2078

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 06.09.2004 r.

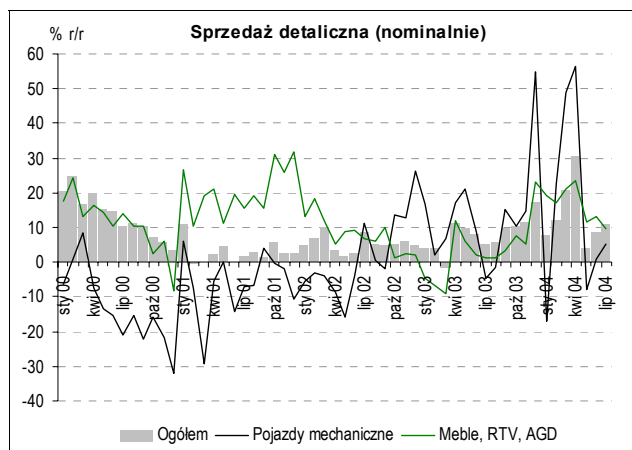
## Gospodarka Polski

**Znaczna poprawa wyników finansowych firm w I półroczu**

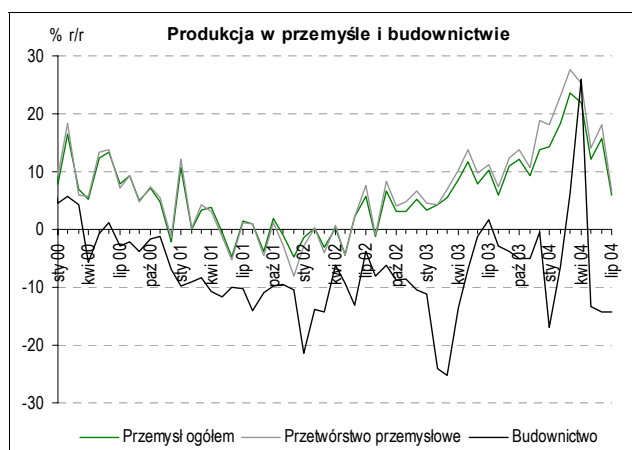
- Pierwsza połowa tego roku przyniosła bardzo mocną poprawę wyników finansowych polskich przedsiębiorstw. Drugi kwartał był przy tym niemal równie optymistyczny jak pierwszy.
- Przychody z całokształtu działalności wzrastały w II kwartale o 18,7% r/r wobec 19,6% w I kwartale. W większym stopniu obniżyło się tempo wzrostu kosztów (14,5% r/r wobec 15,8% r/r w I kw.), co skutkowało znaczną poprawą zysków przedsiębiorstw.
- Wynik finansowy brutto polskich firm wyniósł w II kwartale ok. 21,4 mld zł wobec 17 mld zł w I kwartale i 8,7 mld zł w II kwartale 2003 (co oznacza wzrost o 145% r/r!). Wynik finansowy netto zwiększył się jeszcze bardziej, bo o ponad 200% r/r.
- Wskaźnik poziomu kosztów zmniejszył się do 93,7% w I połowie br. z 97% w analogicznym okresie 2003. Wzrosły wskaźniki rentowności obrotu i płynności finansowej.

**Nareszcie odbicie inwestycji w II kwartale 2004**

- Nakłady inwestycyjne w dużych przedsiębiorstwach wzrosły w pierwszym półroczu realnie o 8,7% r/r. Liczba realizowanych zadań inwestycyjnych zwiększyła się w tym czasie o ponad 50% r/r!
- Jeżeli wzrost inwestycji w I kwartale w dużych firmach był zbliżony do wzrostu inwestycji w całej gospodarce (3,5%), to taki wynik oznaczałby dwucyfrowe tempo wzrostu nakładów inwestycyjnych w II kwartale. Oczekujemy wzrostu o 9%.
- Najsilniejszy wzrost nastąpił w sektorze wytwórczym (21,9% r/r), potwierdzając wiodącą rolę sektorów pro-eksportowych w rozwoju polskiej gospodarki.
- Najsilniej wzrosły inwestycje w środki transportu (o 32,2% r/r), w efekcie zakupów samochodów przez firmy przed spodziewaną zmianą przepisów VAT z dniem 1 maja. Inwestycje w budynki i budowlę zwiększyły się o 12,7% r/r.

**Dobre wyniki sprzedaży detalicznej**

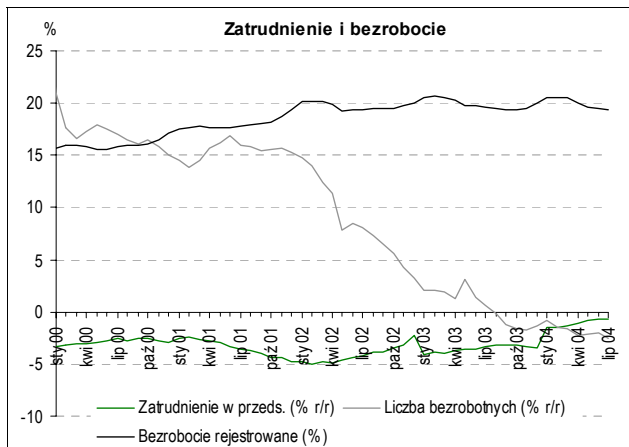
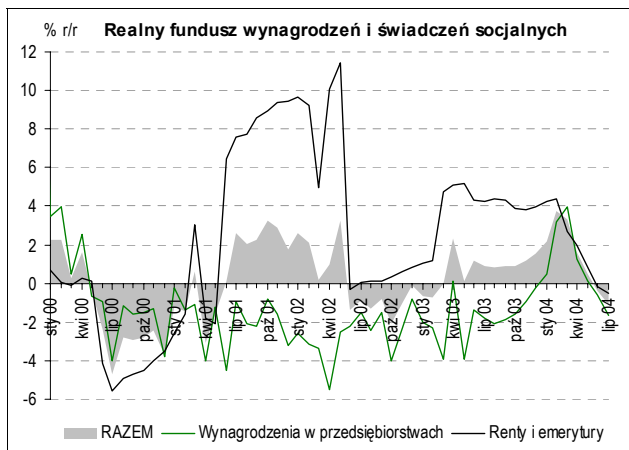
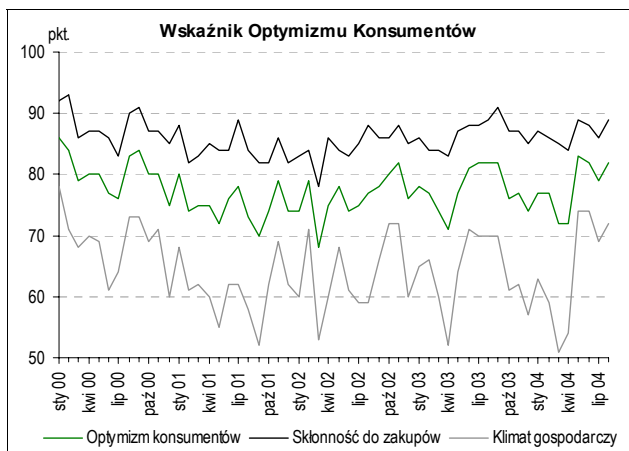
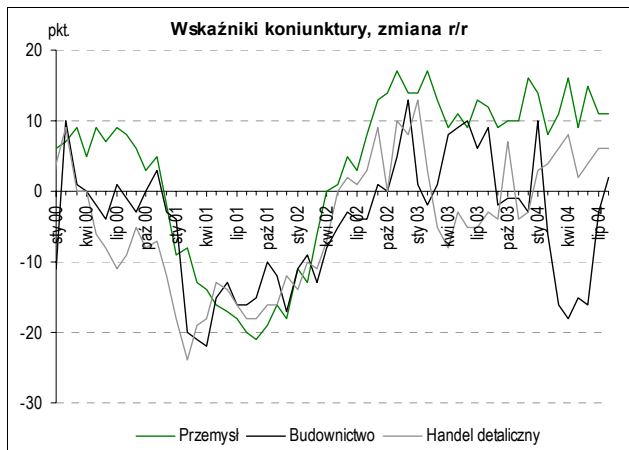
- Wartość sprzedaży detalicznej wzrosła w lipcu nominalnie o 10,9% r/r wobec 8,6% r/r w czerwcu i 4,0% w maju. W większości działów zanotowano wysokie, dwucyfrowe tempo wzrostu.
- Nawet w najslabiej wypadającej ostatnio sprzedaży pojazdów mechanicznych wzrost wyniósł 5,3% r/r – mimo, że dealerzy donoszą o głębokim spadku sprzedaży nowych aut osobowych po akcesji do UE. Być może dane GUS uwzględniają też sprzedaż samochodów używanych (i dostawczych), która z kolei po 1 maja skoczyła mocno w górę.
- Oszacowany przez nas wzrost sprzedaży z wyłączeniem pojazdów mechanicznych wyniósł ok. 11,5% r/r wobec 9,5% r/r w czerwcu i średnio 13,1% r/r w I połowie roku.
- Rosnąca dynamika sprzedaży wynika po części z rosnących cen w handlu, ale również ze stabilnego wzrostu konsumpcji.

**... ale produkcja w przemyśle słabsza od oczekiwań**

- W lipcu produkcja sprzedana w przemyśle wzrosła „zaledwie” o 6% r/r, co zaskoczyło większość analityków po dwucyfrowych wzrostach w całym pierwszym półroczu. Spadek dynamiki był m.in. efektem mniejszej niż przed rokiem liczby dni roboczych i rosnącej bazy.
- Produkcja przemysłowa skorygowana o czynniki sezonowe wzrosła o 9,2% r/r (w porównaniu z 13,6% w czerwcu i prawie 17% w I poł. roku). Sektory eksportowe nadal jednak pozostały mocne.
- Dane sierpniowe powinny ponownie pokazać dwucyfrowy wzrost produkcji, chociażby ze względu na dwa dni robocze więcej w porównaniu z sierpniem 2003.
- Wyniki budownictwa pozostają bardzo słabe. Produkcja budowlano-montażowa spadła w lipcu o 14,3% r/r. Trudno dopatrzeć się w tych danych ożywienia inwestycyjnego.

Źródło: GUS, szacunki własne

# Gospodarka Polski



Źródło: GUS, Ipsos, szacunki własne

## Kontynuacja poprawy koniunktury gospodarczej w III kwartale

- W sierpniu wszystkie trzy wskaźniki koniunktury gospodarczej szacowane przez GUS poprawiły się zarówno w stosunku do lipca, jak i do analogicznego miesiąca poprzedniego roku.
- Najwyższy był wskaźnik w przetwórstwie przemysłowym, a nastroje w budownictwie były lepsze niż przed rokiem po raz pierwszy od stycznia.
- Napływ nowych zamówień w przemyśle nieco spowolnił, głównie za sprawą osłabienia zamówień krajowych. Prognozy zamówień, produkcji i sytuacji finansowej były optymistyczne.
- Przedsiębiorstwa przemysłowa nadal planowały redukcję zatrudnienia w kolejnych miesiącach oraz podwyżki cen.
- Wzrost cen w handlu detalicznym był znacznie wolniejszy niż w poprzednich miesiącach i na najbliższy czas przedsiębiorcy również planowali mniejszą skalę kolejnych podwyżek.

## Rośnie optymizm konsumentów, nie oczekiwania inflacyjne

- W sierpniu poprawiły się nastroje konsumentów. Według instytutu Ipsos poprawił się ogólny wskaźnik optymizmu, ocena klimatu gospodarczego oraz skłonność do zakupów.
- Żaden ze wskaźników nie był gorszy niż przed rokiem.
- Badanie ujawniło również spadek obaw przez utratą pracy.
- Sierpień był też kolejnym miesiącem osłabienia oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. Zdaniem Ipsos, oczekiwania inflacyjne spadają nawet szybciej niż wcześniej wzrastały (bezpośrednio przed akcesją do UE) i „obecnie oczekiwania inflacyjne zanikły”.
- ... jednak mimo to wskaźnik oczekiwań inflacyjnych, którym posługuje się NBP wzrósł, ponieważ silnie zależy on od bieżącej inflacji.

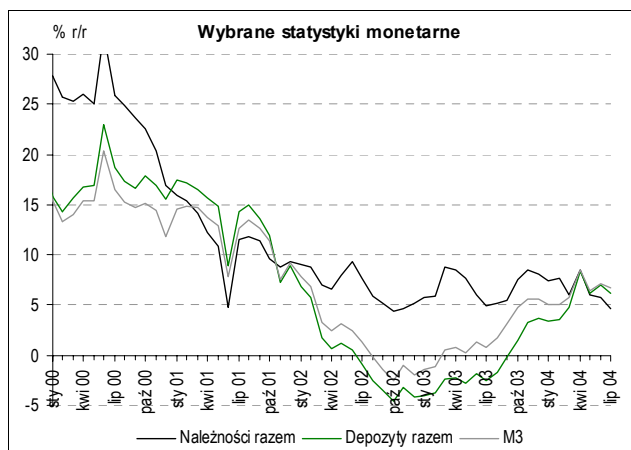
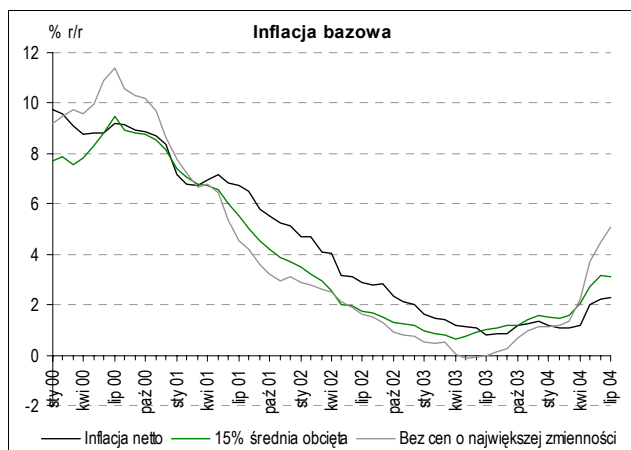
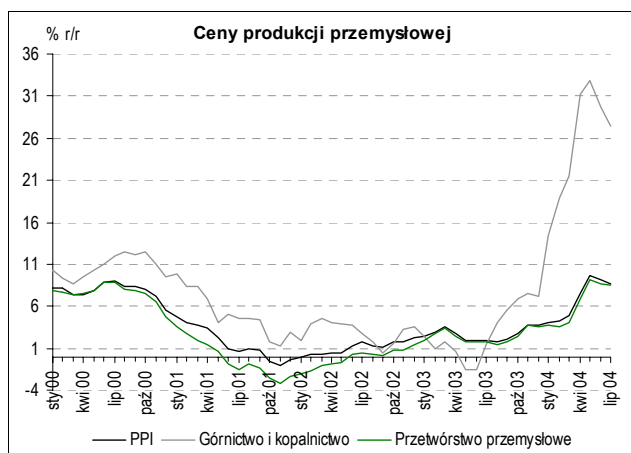
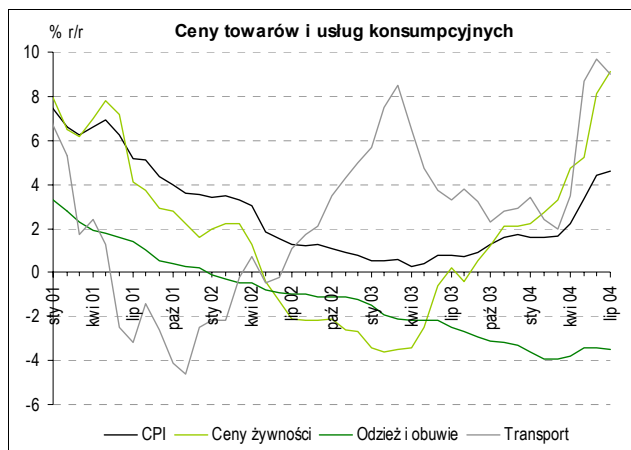
## Wciąż kiepsko na rynku pracy

- Wzrost przeciętnych płac w sektorze przedsiębiorstw wyniósł w sierpniu zaledwie 3,6% r/r. Było to najniższe tempo wzrostu wynagrodzeń od stycznia br., znacznie niższe niż średnia w pierwszej połowie roku, która wyniosła 5,1% r/r.
- Jednocześnie zanotowano stabilizację zatrudnienia w przedsiębiorstwach na poziomie z czerwca (po trzech kolejnych miesiącach wzrostów), co przełożyło się na roczny spadek zatrudnienia o 0,7% (taki sam jak w czerwcu).
- Fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł w lipcu nominalnie o 2,9% r/r (średnia w I połowie roku wynosiła 3,9%). W wyrażeniu realnym zanotował on jednak drugi z rzędu spadek (o 1,6% r/r wobec 0,6% spadku w czerwcu).
- Dane wskazują na brak płacowej presji na ceny w gospodarce.

## Bezrobocie się obniża, ale wciąż pozostaje wysokie

- Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w lipcu zgodnie z prognozami do 19,3% z poziomu 19,5% w poprzednim miesiącu.
- Spadek był nieco silniejszy niż wynikający z efektu sezonowego i był efektem tego, że wyrejestrowano znacznie więcej osób niż zgłosiło się nowych bezrobotnych. Jednak z drugiej strony, liczba nowych ofert pracy spadła.
- Dane o bezrobociu należy jednak ocenić pozytywnie, gdyż dają one nadzieję na to, że w drugiej połowie roku będziemy świadkami wyraźniejszej poprawy na rynku pracy w porównaniu z ubiegłym rokiem. W lipcu stopa bezrobocia była o 0,3% niższa niż w lipcu 2003, podczas gdy w maju i czerwcu różnica ta wynosiła 0,2%.
- Od połowy 2003 roku następuje spadek (r/r) liczby bezrobotnych i możliwe, że do końca roku spadnie ona poniżej 3 mln osób.

## Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

### W lipcu kolejny wzrost inflacji. W sierpniu będzie następny.

- Lipcowa inflacja była dokładnie zgodna z naszymi oczekiwaniami, wzrastając do 4,6% r/r z poziomu 4,4% w czerwcu.
- Spadek miesięczny (o 0,1%) wynikał przede wszystkim z deflacji na rynkach żywności (-0,8% m/m) i paliw (-0,9% m/m).
- Należy jednak pamiętać, że ten ostatni czynnik był prawdopodobnie przejściowy, ponieważ krajowe ceny paliw odbiły już nieco w górę sierpniu i na początku września.
- W relacji rocznej, żywność i paliwa pozostały dwoma najbardziej istotnymi siłami napędowymi inflacji, wzrastając o 9,1% i 16,1%. Trzecim ważnym elementem stojącym za wzrostem inflacji były ceny użytkownika mieszkania i koszty energii, wzrastające o 4,5% r/r.
- Nie zmieniamy naszych oczekiwań i prognozujemy kolejny wzrost inflacji do 4,7% w sierpniu oraz spadek do 4,3% na koniec roku.

### PPI znowu w dół i tak już chyba pozostanie

- Wzrost cen producenta zanotował w lipcu kolejne spowolnienie, wynosząc 8,6% r/r wobec rewizji do 9,1% za czerwiec.
- Drugie z rzędu obniżenie rocznego tempa wzrostu indeksu PPI wynikało głównie z efektu niskiej bazy, ponieważ w lipcu 2003 r. indeks cen producenta zanotował silny wzrost o 0,7% m/m (w związku ze wzrostem cen energii), podczas gdy w lipcu tego roku wzrósł on zaledwie o 0,2% m/m.
- Ceny w produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej zanotowały znaczny wzrost na poziomie 2,4% m/m, mimo że dane CPI pokazały spadek cen paliw w tym samym okresie o 0,9% m/m. Pokazuje to, że ceny ropy naftowej i innych surowców nadal pozostają jednym z głównych czynników presji inflacyjnej.
- W większości innych branż odnotowano miesięczne spadki cen.

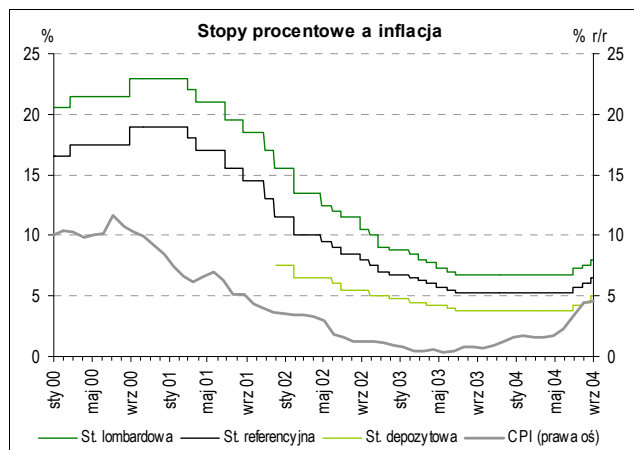
### Inflacja bazowa nie tak straszna jak się wydaje

- Na pierwszy rzut oka, większość miar inflacji bazowej zanotowała przyspieszenie wzrostu w skali większej niż CPI. Jednak z drugiej strony, dwa wskaźniki uważane za najważniejsze pozostały na stosunkowo niskim poziomie, a jeden z nich nawet się zmniejszył.
- 15% średnia obciąża wyniosła w lipcu 3,1% r/r (3,2% r/r w czerwcu). Inflacja netto pozostała na poziomie z czerwca 2,3% r/r.
- Potwierdziły one, że obecny wzrost stopy inflacji wynika w dużym stopniu z czynników przejściowych oraz egzogenicznych i nie towarzyszy mu silna presja ze strony popytu wewnętrznego.
- Trzy wskaźniki, które wzrosły znacząco trudno uznać za dobre indykatory długoterminowych tendencji inflacyjnych – wykazują one większą zmienności niż CPI (zanotowały deflację w połowie 2003, a teraz są powyżej lub równe głównej stopy inflacji).

### Wolniejszy wzrost podaży pieniądza

- Podaż pieniądza M3 wzrosła w lipcu o 6,7% r/r (7,2% w czerwcu), czyli również poniżej prognoz rynkowych.
- Wzrost depozytów spowolnił do 6,2% r/r (z 6,9% w czerwcu), co wynikało zarówno ze spadku depozytów gospodarstw domowych o 1,8% r/r (znowu) oraz ze spowolnienia rocznego przyrostu depozytów przedsiębiorstw do 29,2% r/r z 32,8% r/r w czerwcu.
- W ciągu miesiąca depozyty firm zmniejszyły się o 1,8 mld zł, czyli 2,4%, co trudno uznać za zjawisko sezonowe. Może to sygnalizować większą skalę działalności inwestycyjnej.
- Firmy nadal niechętnie zaciągają kredyty w sektorze bankowym. Spadek kredytów dla firm pogłębił się w lipcu do 3,6% r/r z 2,8% w czerwcu. W ciągu miesiąca uległy one zmniejszeniu o 1,7%.
- Kredyty dla gospodarstw domowych nadal notują szybki wzrost.

## Pod lupą: Bank centralny



### Istotne fragmenty komunikatu RPP z dnia 25 sierpnia 2004

Czynnikami, które zadecydowały o skali podwyżki, były wyniki sierpniowej projekcji inflacji oraz ryzyko pojawienia się presji płacowej wywołanej oczekiwaniami inflacyjnymi.

Rada uznała tę decyzję za niezbędną, mimo że niektóre z czynników, które w ostatnich miesiącach przyczyniły się do wzrostu inflacji powoli ustępują, w szczególności efekty cenowe wejścia Polski do Unii Europejskiej.

Dążąc do tego, aby podwyższona inflacja miała charakter przejściowy, Rada nie zmienia stanowiska, że zacieśnienie polityki pieniężnej powinno następować stopniowo.

Czynnikami ryzyka wzrostu inflacji są przede wszystkim rosące oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych, które wzrosły w sierpniu br. do 4,5%, wobec 4,0% w lipcu br. i 0,8% w sierpniu 2003 r. Odnotować jednak należy, że w ostatnim miesiącu wzrost oczekiwań inflacyjnych był niższy niż wzrost inflacji bieżącej.

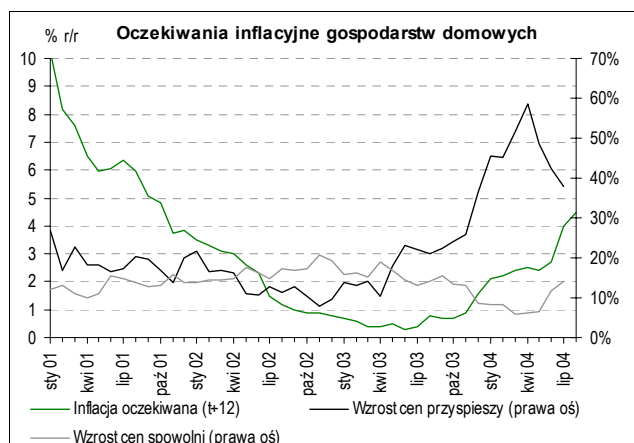
Niektóre z czynników, które w ostatnich miesiącach przyczyniły się do wzrostu inflacji powoli ustępują, w szczególności niektóre z efektów cenowych wejścia Polski do Unii Europejskiej. Ponadto wzrost płac pozostaje na umiarkowanym poziomie, a roczna dynamika wydajności pracy w przemyśle nadal przewyższa tempo wzrostu płac, w wyniku czego roczna dynamika jednostkowych kosztów pracy pozostaje ujemna.

### Projekcje inflacji wg Narodowego Banku Polskiego (r/r)

	projekcja z maja	projekcja z sierpnia
IV kw. 2005	2,1-5,4%	2,8-5,5%
IV kw. 2006	1,1-4,4%	1,6-5,1%

### Projekcja inflacji NBP na IV kwartał 2006 r.

projekcja CPI	prawdopodobieństwo
poniżej 1,5%	23%
1,5-2,5%	13%
2,5-3,5%	15%
ponad 3,5%	49%



Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

### Rada Polityki Pieniężnej ponownie zaskoczyła

- RPP powróciła do bardziej agresywnej skali podwyżek stóp procentowych – kolejne 50 pkt. bazowych podwyższyło stopę referencyjną do 6,5%, lombardową do 8%, a depozytową do 5%.
- Po tym, jak w poprzednim miesiącu skala podwyżki zmniejszyła się do 25 pb, a większość lipcowych danych makroekonomicznych okazała się słabsza od oczekiwań, większość analityków rynkowych (włączając nas) spodziewała się podwyżki o 25 pb.
- Zmienna skala podwyżek w ostatnich trzech miesiącach nie wskazuje na żadną przekonującą strategię, choć naszym zdaniem RPP przyznała pośrednio, że czerwcową podwyżka o 25 pb była pomyłką i Rada nie doceniła wówczas czynników ryzyka.
- Oczekujemy kolejnej podwyżki (najprawdopodobniej o 50pb) we wrześniu i nie zmieniamy opinii, że w tym cyklu zacieśniania polityki pieniężnej główna stopa NBP osiągnie poziom 7,5%.

### Kluczowe były projekcja inflacji i negocjacje płacowe

- Skoro projekcja inflacji była jednym z najważniejszych czynników, które przekonały członków RPP do większej niż poprzednio podwyżki stóp, pojawia się pytanie, dlaczego NBP nie opublikował tych projekcji przed posiedzeniem Rady i dlaczego w związku z tym Rada opierała swoją decyzję na informacji niedostępnej dla innych uczestników rynku. Przykład Banku Anglii nie jest przekonujący.
- Rada mówi o ryzyku wzrostu presji płacowej, podczas gdy ostatnie dane z rynku pracy pokazały niski wzrost płac i stagnację w zatrudnieniu. Wydaje się, że RPP miała raczej na myśli żądania płacowe, które mogą wystąpić podczas rozmów w Komisji Trójstronnej.
- Rada uznała, że podwyżka jest konieczna, mimo wygaszania niektórych czynników, które przyczyniły się do wcześniejszego wzrostu inflacji (w szczególności chodzi o efekty akcesji do UE).

### Wyższa projekcja inflacji = wyższe stopy procentowe

- Wzrost projekcji inflacji w okresie od maja do sierpnia, który nastąpił pomimo podwyżek stóp procentowych w czerwcu i lipcu, skłonił RPP do większej skali podwyżki stóp w sierpniu.
- Według ekonomistów NBP, kolejne podwyżki będą konieczne, aby w średnim terminie obniżyć inflację do celu inflacyjnego 2,5%.
- ... a nawet jeśli stopy wzrosłyby w skali wycenianej przez rynek finansowy, to cel inflacyjny NBP nie zostałby osiągnięty.
- ... gdyż według NBP prawdopodobieństwo, iż inflacja będzie poniżej 2,5% w IV kw. 2006 r. wynosi tylko 36%.
- NBP oczekuje, że obecne tempo wzrostu cen żywności (ok. 9% r/r) utrzyma się do I kw. 2005 r., co w naszej opinii jest zbyt pesymistycznym założeniem. Jeśli ten scenariusz się nie sprawdzi to NBP może obniżyć swoją projekcję inflacji już w listopadzie.

### Oczekiwania inflacyjne – coraz lepsza struktura odpowiedzi

- W sierpniu miara oczekiwań inflacyjnych NBP wzrosła ponownie, ale głównie dlatego, że oparta była na inflacji bieżącej z okresu t-2 (w czerwcu inflacja CPI wzrosła o 1 pkt. proc. do 4,4%).
- Tymczasem struktura odpowiedzi badań ankietowych poprawia się systematycznie od trzech miesięcy. Odsetek gospodarstw domowych oczekujących szybszego wzrostu cen w ciągu kolejnych 12 miesięcy spadł ponownie do 38% w lipcu z 42,3% w czerwcu. Natomiast odsetek tych, którzy oczekiwali, że będzie wolniejszy wzrost cen wzrósł do 14% w lipcu z 11,6% w czerwcu.
- Naszym zdaniem oczekiwać można kontynuacji tego trendu w najbliższych miesiącach, a ponieważ inflacja CPI zacznie obniżać się od września, już niedługo spadacь zacznie również miara oczekiwań banku centralnego. Oznacza to, że w przyszłości może być mniej argumentów za podwyżkami stóp procentowych.



## Pod lupą: Bank centralny

### Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

#### Leszek Balcerowicz, prezes NBP

konferencja prasowa po posiedzeniu RPP, Reuters, 25 sierpnia

Cel jest jeden, dwa i pół [procent]. Cel inflacyjny jest traktowany przez Radę bardzo poważnie. [...] Działania Rady są podyktowane tym, żeby po odchyleniach związanych z wstrząsami podażowymi inflacja ukształtowała się na poziomie celu.

Nie należy przyjmować, że sekwencja stóp, która wystąpiła w przeszłości, będzie się powtarzać na przyszłość. [...] Pojęcie stopniowo mieści zarówno 25 punktów, jak 50 punktów.

Dzisiejszą decyzję wraz z poprzednimi należy traktować jako bardzo ważny sygnał, iż założenia dotyczące przyszłorocznej inflacji, omawiane między partnerami społecznymi, powinny być traktowane jako wiarygodne. Działania RPP zmierzają do uwiarygodnienia tych założeń.

#### Krzysztof Rybiński, wiceprezes NBP

Radio PiN, 1 września

RPP może generalnie zrobić trzy rzeczy. Może powiedzieć tak: zapoznaliśmy się z tą projekcją, ale nie za bardzo wierzymy w tą projekcję, nam się wydaje, że będzie inaczej - odrzucamy projekcję. Rada może powiedzieć tak, to jest drugi wariant: uważamy, że projekcja pokazuje możliwy przebieg inflacji przy stałych stopach natomiast źródła odchylenia inflacji od celu są takie, które z czasem wygasną. Czyli tłumaczymy rynek finansowy i opinii publicznej źródła wzrostu inflacji, ale nie zmieniamy stóp procentowych. I jest trzecia możliwa decyzja: tak uważamy, że to odchylenie jest zbyt duże, że inflacja przy niezmiennych stopach procentowych nie powróci do celu w średnim okresie - podniosimy stopy procentowe. I teraz jak Rada się do tego odniesie, no, to pokazało nam, po pierwsze spotkanie sierpniowe, gdzie Rada powiedziała, że projekcja była bardzo ważnym czynnikiem, która wpłynęła na skalę podwyżki.

Pokazaliśmy RPP również wyniki symulacji; jakby przebiegała inflacja w sytuacji, kiedy by realizowały się rynkowe stopy procentowe. W horyzoncie projekcji, czyli do końca 2006 roku w scenariuszu rynkowych stóp procentowych inflacja nie powraca do celu.

#### Dariusz Filar, członek RPP

Radio PiN, 27 sierpnia

[Czy cel inflacyjny 2,5% jest zbyt ambitny?] Ja nie sądzę, należy pamiętać o tym skąd cel się wziął. [...] Żeby przyjąć euro późnej trzebia spełniać kryteria, z Maastricht. [...] wskaźnik oparty o kryteria z Maastricht dotyczący inflacji wynosi w tej chwili dokładnie 2,5%.

[pyt. Czy na drodze do euro bardzo dobra byłaby inflacja 3.5%?] Też nie mogę się z tym zgodzić, dlatego że do niskiej inflacji należy gospodarkę przyzwyczaić i im wcześniej to się stanie tym lepiej. Byłoby bardzo niedobre gdyby w momencie, kiedy kryteria fiskalne pozwolą na przyjęcie euro NBP, RPP musi gwałtownie tłumić inflację.

Proces zacieśnienia pieniężnego w Polsce nie został zakończony.

Rzeczpospolita, 16 sierpnia

Sądzę, że uwzględniając rodzime próby szacowania stopy naturalnej i odnosząc je do szacunków zagranicznych, można - bez ryzyka zasadniczego rozminięcia się z rzeczywistością - określić poziom realnej stopy naturalnej w Polsce jako zbliżony do 4% (co odpowiada maksymalnemu szacunkowi jej pułapu dla gospodarki USA). Tego poziomu nie należy spuszczać z oka, żeby w jakimś momencie nie stanąć w obliczu nadmiernego [...] wzrostu łącznego popytu.

#### Maria Noga, członek RPP

PAP, 18 sierpnia

Prawdopodobieństwo przekroczenia na koniec roku przez inflację górnego progu celu inflacyjnego jest wielce prawdopodobne. Trudno więc oczekiwać, że Rada nie będzie na to reagowała. Oczekiwania inflacyjne wzmagają się, w związku z tym nastąpi nacisk na płace. Nie możemy dopuścić, żeby uruchomić spiralę cen i płac. RPP nie może patrzeć spokojnie na nakręcanie takiej spirali.

Zdajemy sobie sprawę z odpowiedzialności, ale nie tylko stopami możemy naprawiać gospodarkę i sterować procesami gospodarczymi. Musi temu towarzyszyć reforma finansów publicznych i określona polityka fiskalna. Dlatego też spotykamy się z członkami rządu.

### Komentarz

Prezes Narodowego Banku Polskiego po raz kolejny podkreślił, że celem inflacyjnym nie jest przedział 1,5-3,5%, ale punkt 2,5%. Przypomnijmy, że w raporcie lipcowym zwracaliśmy uwagę na brak konsekwencji Rady w tym zakresie - na przykład w kwietniowym komunikacie z posiedzenia RPP mogliśmy przeczytać o możliwości wystąpienia ryzyka „przekroczenia górnej granicy celu inflacyjnego”. Cieszy nas zatem, że bank centralny ponowił wysiłki ukierunkowane na skoncentrowaniu uwagi odbiorców polityki pieniężnej na środkowym punkcie celu inflacyjnego. Daje to jasną wskazówkę po przekroczeniu jakiego poziomu inflacji (w górę lub w dół) nastąpić może odpowiednia reakcja polityki pieniężnej.

Takiej wskazówki nie ma niestety jeśli chodzi o skalę kolejnych podwyżek stóp procentowych. Niewiele w tym zakresie pomaga stwierdzenie prezesa NBP, że możliwe jest zarówno 25 pb jak i 50 pb.

Projekcja inflacyjna została przygotowana przez zespół ekonomistów banku centralnego i RPP nie jest formalnie „właścicielem” tej projekcji. Projekcja inflacji stanowi tylko jedną z przesłanek, na podstawie których RPP podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Jednakże, jak to zostało zasugerowane w komunikacie po sierpniowym posiedzeniu RPP „wyniki sierpniowej projekcji inflacji były jednym z czynników, które zadecydowały o skali podwyżki”. Można z tego wysnuć wniosek, że większość członków Rady bierze tę projekcję poważnie pod uwagę. Taka interpretacja została również zasugerowana przez wiceprezesa NBP. Jest tak przynajmniej w chwili obecnej, choć nie jest pewne jak RPP będzie reagowała na prognozowaną przez NBP ścieżkę inflacji w przyszłości. Kolejny Raport o inflacji zawierający projekcję inflacyjną zostanie opublikowany w listopadzie i niezmiernie istotne będzie jak zmieni się projekcja inflacji oraz jak bank centralny przeanalizuje ewentualne błędy poprzedniej projekcji.

Skoro wzrost stóp procentowych w skali wycenianej przez rynek finansowy nie jest wystarczający, to stopy rynkowe powinny w najbliższym czasie wzrosnąć. Aż do listopada RPP będzie podejmowała decyzje na podstawie projekcji sierpniowej, co oznacza, że podwyżki są prawdopodobne zarówno we wrześniu, jak i w październiku.

Pytania o zasadność wysokości celu inflacyjnego banku centralnego zostały wywołane przez wypowiedź Witolda Orłowskiego, szefa doradców ekonomicznych Prezydenta. W tym względzie zgadzamy się jednak całkowicie z poglądami przedstawicieli Narodowego Banku Polskiego oraz Rady Polityki Pieniężnej i zmiana celu średnioterminowego wydaje nam się nieuzasadniona. RPP zaakceptowała cel przyjęty przez poprzednią Radę, ale już niebawem przekonamy się jak nowa Rada rozumie realizację tego celu - spotkanie RPP, na którym omawiane będą *Założenia polityki pieniężnej na 2005 r.* planowane jest na 9 września.

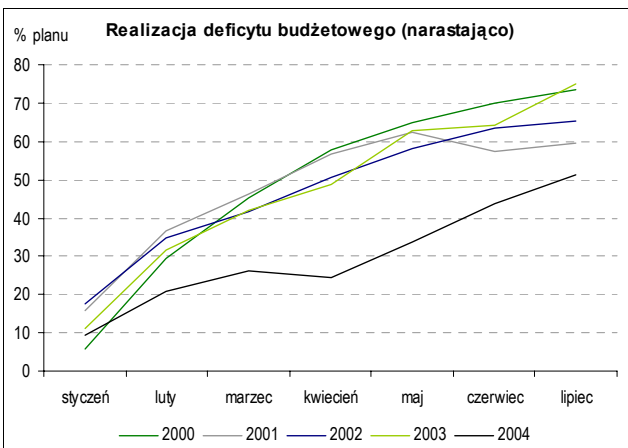
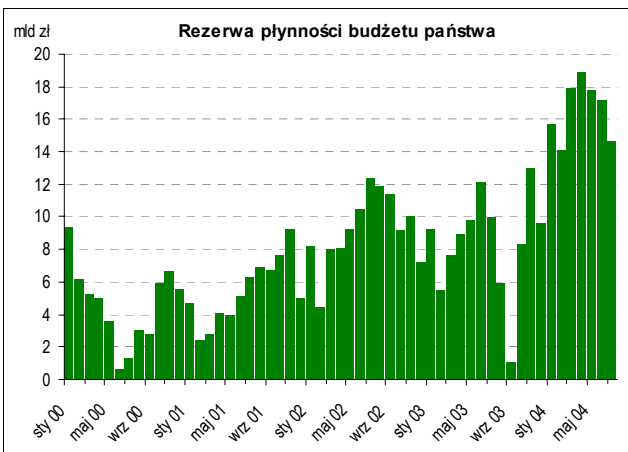
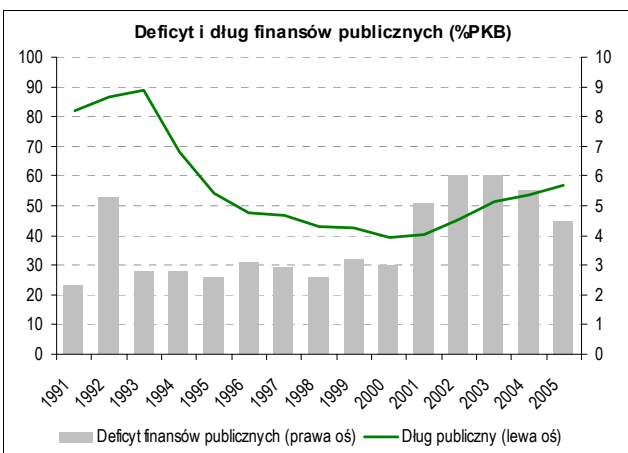
Dariusz Filar ponownie podkreślił, że widzi miejsce na kolejne podwyżki stóp procentowych. Po raz kolejny przedstawił swój pogląd że neutralna stopa procentowa wynosi dla Polski 4% w ujęciu realnym. Jeśli do tego poziomu dodalibyśmy wysokość celu inflacyjnego (2,5%), to neutralna stopa nominalna wyniosłaby 6,5%, czyli dokładnie tyle ile wynosi dziś stopa referencyjna NBP. Jednakże, biorąc pod uwagę wyższy poziom bieżącej inflacji oraz wysokie oczekiwania inflacyjne, wydaje nam się, że docelowy poziom nominalnej stopy procentowej według profesora Filara to 7-8%. Ten argument może być ponownie używany do uzasadnienia konieczności podwyżki stóp procentowych w skali 50 pkt. bazowych we wrześniu.

Marian Noga przedstawił zaskakująco jastrzębie poglądy stwierdzając, że stopa inflacji pozostanie przez jakiś czas powyżej celu inflacyjnego, co najprawdopodobniej skłoni RPP do dalszej reakcji. Już w połowie sierpnia powiedział on, że następne decyzje RPP mogą mieć różną skalę, nie wykluczając tym samym podwyżki o więcej niż 25 pkt. bazowych. Dodał też, że im szybciej nastąpi podwyżka, tym lepiej dla ograniczenia oczekiwań inflacyjnych i spirali cenowo-płacowej. Oznaczać to może, że jeśli Rada Polityki Pieniężnej zechce jeszcze podwyższyć stopy procentowe to można się tego spodziewać na kolejnych posiedzeniach. Dlatego też prognozujemy kolejną podwyżkę już w tym miesiącu.

## Pod lupą: Rząd i polityka

### Założenia do projektu budżetu na 2005 r.

	stare założenia	nowe założenia
Dochody (mln zł)	168 400	ok. 173 000
Wydatki (mln zł)	207 200	ok. 208 000
Deficyt budżetu (mln zł)	38 800	35 000
PKB (%)	5,0	5,0
Popyt krajowy (%)	4,8	5,0
Stopa bezrobocia (%)	17,9	18,2
Inflacja (% , średnioroczna)	2,8	3,0
Stopa ref. NBP (% , średnioroczna)	6,2	7,4
EUR/PLN (średnioroczny)	4,58	4,42
USD/PLN (średnioroczny)	3,81	3,68



Źródło: Ministerstwo Finansów, szacunki własne

### Nowe założenia makroekonomiczne budżetu na 2005 r.

- Minister finansów zaproponował rządowi obniżenie deficytu budżetowego o prawie 4 mld złotych do 35 mld. Było to sugerowane wielokrotnie w wypowiedziach przedstawicieli rządu, tak więc nie powinno być niespodzianką dla rynku finansowego.
- Rząd zaakceptuje finalnie założenia budżetowe 10 września.
- Tegoroczny deficyt budżetowy jest planowany na poziomie 1-2 mld poniżej planu, ale naszym zdaniem może być jeszcze lepiej.
- Obniżenie deficytu na 2005 r. wobec wcześniejszych planów odbyło się dzięki zwiększeniu prognozy dochodów. Stało się tak na skutek wyższej prognozy inflacji i spodziewanych wyższych wpływów z podatku dochodowego od firm (znowu mamy do czynienia z wątpliwym założeniem lepszej ściągłości podatków).
- Podwyższenie prognozy inflacji również stwarza problem, gdyż w poprzednich założeniach budżetowych przyjęto wzrost podwyżek płac w sferze budżetowej na poziomie inflacji.
- Rząd nie zmienił prognozy wzrostu gospodarczego na poziomie 5%, ale oczekuje szybszego wzrostu popytu krajowego. Ministrowie mogą chcieć podwyższyć prognozę wzrostu gospodarczego, tak aby podwyższyć jeszcze bardziej dochody budżetowe, dzięki czemu byłoby miejsce na większe wydatki przy utrzymaniu deficytu na poziomie 35 mld złotych.
- Prognoza głównej stopy NBP została podwyższona o ponad 1 pkt. proc. Jest ona teraz zgodna z naszą prognozą.
- Zgadamy się również z nowym założeniem odnośnie kursu walutowego (mocniejszy złoty niż w poprzednich założeniach).
- Rząd planuje likwidację wszystkich środków specjalnych, co może dać kilkaset milionów złotych oszczędności.
- Przychody z prywatyzacji planowane są na 5-7 mld złotych.

### Dług publiczny poniżej 55% PKB w tym roku

- Wbrew wcześniejszym kasandrycznym wizjom nieuniknionego przekroczenia poziomu 55%, jeśli chodzi o relację długu publicznego do PKB, wszystko wskazuje że tak się nie stanie.
- Minister finansów uznał uniknięcie przekroczenia tego progu bezpieczeństwa za jedno ze swoich najważniejszych zadań i zrobi wszystko, aby to zadanie zrealizować.
- Przykładowo, może on w tym celu maksymalnie wykorzystać rezerwę płynnościową budżetu, która wynosi kilkanaście miliardów.
- Wykorzysta on również środki z pomocy unijnej do bieżącego zarządzania płynnością budżetu (NBP dokonał w sierpniu operacji wymiany €750m na złote, a jeśli NBP nie zrobiłby tego, to minister finansów gotów był wymienić te środki na rynku walutowym).
- A od przyszłego roku będzie już inna definicja długu publicznego.

### Sytuacja budżetu „nie tak różowa”, ale nadal pod kontrolą

- Deficyt budżetu państwa po siedmiu miesiącach tego roku osiągnął 23,2 mld zł, czyli 51,3% całorocznego planu.
- Skumulowany wzrost dochodów od początku roku stopniowo ulega zmniejszeniu i po siedmiu miesiącach roku wpływu budżetu są już tylko o 2,3% r/r wyższe. Powodem tego jest głównie pogorszone po 1 maja kształtowanie się dochodów z podatków pośrednich oraz CIT, potwierdzające słowa nowego ministra finansów, że „sytuacja budżetu nie jest aż tak różowa”.
- Strona wydatkowa budżetu centralnego wydaje się być pod kontrolą i realizacja deficytu budżetowego w tym roku jest nadal dużo lepsza niż w odpowiednim okresie kilku poprzednich lat.
- Nadal przewidujemy, że deficyt w całym roku będzie nieco niższy niż planowane 45,3 mld zł.

## Pod lupą: Rząd i polityka

### Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

#### Aleksander Kwaśniewski, prezydent

TVN24, 18 sierpnia; www.gazeta.pl, 19 sierpnia

Gdyby premier Marek Belka nie otrzymał w październiku wotum zaufania od Sejmu, wybory parlamentarne mogłyby się odbyć na początku przyszłego roku. [gdyby premier wotum zaufania otrzymał] Trzymamy się tej decyzji o samorozwiązaniu Sejmu - która deklarowana także przez SLD - miałyby zapaść tak, aby wybory mogły się odbyć na wiosnę. Będę przekonywał do znalezienia formuły wspólnego udziału w wyborach parlamentarnych środowisk lewicowych - SLD, SdPI i UP. [...] To jedyne sensowne rozwiązanie.

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

PAP, 27 sierpnia

Wzrost wyniesie w 2005 roku na pewno powyżej 5% Będziemy rozstrzygać w ciągu najbliższych dni te prognozy. Przyjmijmy, że jest to wzrost rządu 5,5% PKB. [Planowana w projekcie budżetu średnioroczna inflacja w przyszłym roku] może być 2,9%, może być też 3% proc., ale też 3,1%.

#### Mirosław Gronicki, minister finansów

Gazeta Wyborcza, 1 września

Pan przewodniczący Janik nie jest w rządzie. Inicjatywa w sprawie podatków jest po stronie Ministerstwa Finansów, ewentualnie całego rządu. To chyba jasno pokazuje moje stanowisko.

PAP, 31 sierpnia

Nie zgadzam się z tą projekcją. Bazuje ona na krańcowo pesymistycznych założeniach wzrostu cen ropy naftowej, cen żywności i inflacji płac. Jest to bardzo pesymistyczna projekcja ostrzegawcza, a nie prognoza operacyjna, która mogłaby być wykorzystana do projekcji budżetu. Jest to ewidentny przykład czegoś takiego, co służy raczej epatowaniu niż prowadzeniu porządnie polityki gospodarczej. Nas interesuje prognoza a nie projekcja. Wydaje mi się, że jednak rzeczą, którą NBP powinien robić, to oprócz projekcji dawać też prognozy inflacyjne. To by dawało nam inne narzędzie porównawcze.

Stopa średnioroczna będzie wyższa niż 7,1%. Nie chcę prognozować dokładnie, ale będąc realistą zakładam, że stopy procentowe pod koniec przyszłego roku będą wyższe niż obecnie

Gazeta Bankowa, 16 sierpnia

[pyt. Kiedy spełnimy kryteria z Maastricht w sytuacji, gdyby Eurostat podtrzymał decyzję o niezaliczaniu środków w OFE do sektora finansów publicznych?] Wówczas wszystko przesunie się ad calendas Graecas. Ja jednak zakładam, że będzie inaczej. Z tego, co wiem, możemy liczyć na poparcie ze strony niemieckiej i francuskiej [...]. Była również rozmowa z panem Brownem z Wielkiej Brytanii, który może nie był już tak, jak to się mówi - committed, ale stwierdził, że może to poprzeć. Zakładam więc, że jednak dostaniemy na to zgodę.

#### Krzysztof Janik, przewodniczący SLD;

Rzeczpospolita, 17 sierpnia

Jeżeli odmówimy wotum zaufania dla rządu Belki, to na pewno nie z powodu decyzji personalnych. [...] Gdyby natomiast okazało się, że rząd nie radzi sobie z rzeczywistością, to nie byłoby sensu przedłużać jego funkcjonowania. Jeżeli w tych sprawach [podatkowych] napotkamy opór ze strony rządu, to będziemy się zastanawiać, czy należy ten gabinet wspierać.

#### Marek Borowski, przewodniczący SdPI

Polskie Radio 1, 19 sierpnia

Przyjęliśmy taką zasadę, że ponieważ od wotum do wotum mija trzy miesiące z kawałkiem, w związku z tym raz w miesiącu dokonujemy takiej publicznej oceny [rządu Marka Belki]. [...] Po pierwszym miesiącu dokonaliśmy takiej oceny. Od razu powiem, była to ocena negatywna, ponieważ po pierwszym miesiącu niewiele się stało. Drugiej takiej oceny dokonamy niedługo, w ciągu tygodnia, ponieważ minie akurat drugi miesiąc rządów premiera Belki. I jak pan mnie tak pyta, czy na przykład gdyby jutro było głosowanie, to jaki byłby nasz stosunek — gdyby jutro było głosowanie, to stosunek byłby negatywny.

### Komentarz

Politycy zaczęli już zastanawiać się nad strategią przedwyborczą. Ze strony prezydenta Aleksandra Kwaśniewskiego i polityków SLD wyszła nieśmiała propozycja utworzenia jednej listy wyborczej partii lewicowych. Zanim jednak do tego dojdzie, będzie mieli do czynienia z drugim głosowaniem nad wotum zaufania dla rządu, którego wyniki, nie są bynajmniej przesądzone (wypowiedzi polityków SLD i SdPI poniżej).

Ważne jest jednak, że wciąż istnieje wola polityczna (przynajmniej wśród niektórych polityków) organizacji wyborów na wiosnę, gdyż wygrany ułatwiłoby to przygotowanie trudnego budżetu na rok 2006.

Wicepremier od spraw gospodarczych zapewnił, że wzrost gospodarczy w przyszłym roku wyniesie powyżej 5%. Jednak jak widać po przyjętych wstępnie przez rząd założeniach budżetowych, ministrowi finansów udało się obronić przed optymistycznymi atakami. Naszym zdaniem, założenie wzrostu gospodarczego rządu 5,5% wcale nie byłoby nadmiernie przesadne, choć łatwiej będzie realizować ustawę budżetową opartą na ostrożnych założeniach. O ile oczywiście pozostali ministrowie nie będą chcieli mimo wszystko korzystać z owoców ożywienia gospodarczego.

Nie dziwi nas, że minister finansów jest przeciwny propozycjom podatkowym SLD, które są uzasadnione politycznie, a nie ekonomicznie. Ciekawia nas jednak ewentualne konsekwencje tej różnicy zdań. Czekamy w szczególności na wypowiedź premiera w tej sprawie.

Minister finansów nie zgodził się z projekcją Narodowego Banku Polskiego z powodu krańcowego pesymizmu niektórych założeń makroekonomicznych. W naszej opinii, szczególnie scenariusz cen żywności na najbliższe miesiące jest zbyt pesymistyczny, gdyż utrzymanie wzrostu rocznego cen żywności na poziomie 9% oznaczać musiałoby średni miesięczny wzrost cen żywności w okresie wrzesień-grudzień o 1%. Dla porównania, nasza prognoza inflacji zakłada obniżenie rocznego wskaźnika inflacji dla cen żywności z powyżej 9% w sierpniu do ok. 7% w grudniu, co implikuje inflację CPI na poziomie 4,3% na koniec roku. Minister finansów zakłada jeszcze niższą inflację w grudniu (ok. 4%), co jest znacznie poniżej poziomu ponad 5% prognozowanego przez NBP. Cóż, jeśli okaże się, że minister finansów ma rację, można się spodziewać rewizji w dół projekcji banku centralnego już w listopadzie. Minister finansów zakłada podwyżki stóp procentowych w podobnej skali jak mówi o tym nasza prognoza.

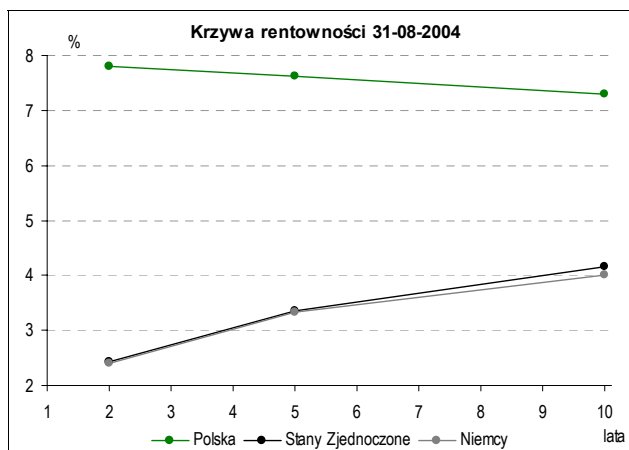
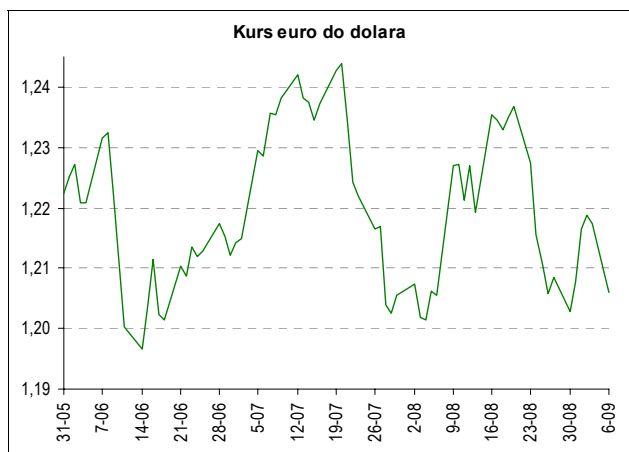
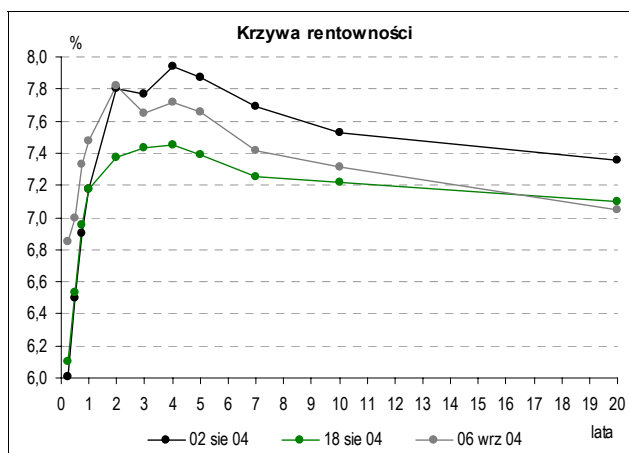
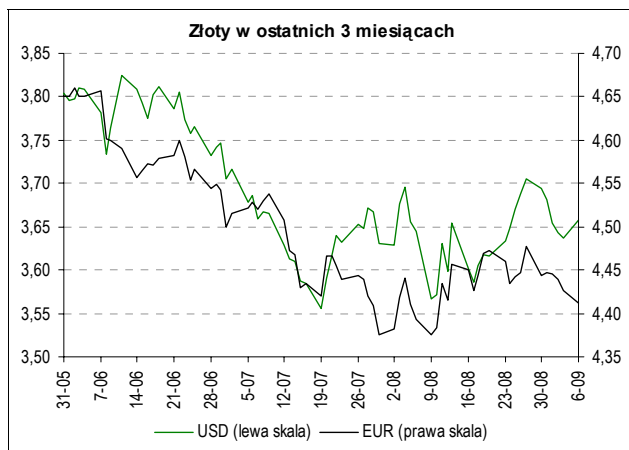
Od dawna powtarzamy, że sprawa traktowania polskich otwartych funduszy emerytalnych jako części sektora publicznego nie została jeszcze przeegrana. Jednak może ona pozostać nierozwiązana aż do przyszłego roku. Pierwszego września GUS przesłał do Eurostatu i Komisji Europejskiej tzw. notyfikację fiskalną, czyli dane dotyczące deficytu i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych, która zakładała, że OFE są częścią sektora finansów publicznych. Eurostat ma obowiązek odnieść się do tych danych do 15 września, a ponieważ brak jest ostatecznej decyzji co do traktowania OFE, Eurostat zapewne przyjmie te informacje. Kolejna notyfikacja fiskalna w marcu 2005.

Posłowie wrócili z wakacji, można się więc spodziewać, że polityka może być ponownie istotnym elementem ryzyka dla polskiego rynku finansowego w nadchodzącym czasie. Na pierwszy plan wysuwają się plany zmian podatkowych proponowane przez SLD (regresywna kwota wolna od podatku, zerowa stawka dla najmniej zarabiających), które już spotkały się ze sprzeciwem ministra finansów (szczegółowy powyżej). Być może pozostałe partie również będą chciały coś „wygrać” przed kolejnym głosowaniem nad wotum zaufania dla rządu zaplanowanym na 6 października. Zwiększyłyby to ryzyko polityczne.

Według Marka Borowskiego z SdPI, gdyby jutro było głosowanie, to stosunek jego partii do rządu Marka Belki byłby negatywny. Jednak, nie wszyscy podzielają ten pogląd, gdyż przewodnicząca klubu SdPI Jolanta Banach stwierdziła dzień wcześniej, że „więcej przemawia za tym, żeby utrzymać ten rząd”. Nastawienie do głosowania w sprawie wotum zaufania nie jest jedynym aspektem, który dzieli partię lewicową. O ile, jak wspomnieliśmy powyżej, zarówno prezydent, jak i przedstawiciele SLD są przywiązani do koncepcji wyborów wiosennych, Banach powiedziała, że wybory powinny odbyć się dopiero na jesieni przyszłego roku.



## Monitor rynku



Źródło: Reuters, BZ WBK

### Czy niepewność polityczna znowu osłabi złotego?

- Sierpień był kolejnym miesiącem, w którym istotne dla sytuacji na polskim rynku były nadzieje na podwyżki stóp procentowych i sama decyzja RPP. Ponieważ jednak te oczekiwania były raczej stabilne, to częściej zmiany cen wynikały z różnych czynników o wpływie krótkookresowym. Tym niemniej i tak największe ruchy następowały w związku ze stopami banku centralnego.
- Na początku miesiąca nie ukształtowały się żadne wyraźne trendy i rynek krajowy był raczej pod wpływem rynków zagranicznych. Dopiero po publikacji słabych danych o zatrudnieniu w USA nastąpiło wzmocnienie w ślad za ruchem na tamtejszych rynkach.
- W połowie sierpnia skala dziennych wahań zmniejszyła się i złoty powoli osłabiał się. Natomiast krzywa rentowności odnotowała mocny ruch w dół po podaniu niższych od oczekiwań danych o inflacji i dynamiki produkcji, które nieco osłabiły nadzieje na wzrost stóp.
- Sporo zamieszania na rynku wynikało z decyzji RPP, która przewyższyła oczekiwania. Bardzo osłabił się krótki koniec krzywej rentowności, a złoty po natychmiastowej, ale krótkotrwałej aprecjacji również stracił na wartości, najpewniej na skutek realizacji zysków.
- Na koniec sierpnia złoty był słabszy niż w ostatnim dniu lipca o blisko 1,5% wobec koszyka dolar-euro. Krzywa rentowności przesunęła się w ubiegłym miesiącu w dół o ok. 10-20 pb, z wyjątkiem sektora 2L, który pozostał na tym samym poziomie.
- Na początku września było stosunkowo spokojnie. Tym razem po publikacji raportu z rynku pracy USA nie odnotowano większych zmian na polskim rynku finansowym.
- Ze względu na oczekiwane kolejne podwyżki stóp NBP oczekujemy dalszego wzrostu rentowności obligacji. Spodziewamy się przejściowego osłabienia złotego w październiku, w związku z niepewnością co do wyniku głosowania nad wotum zaufania.

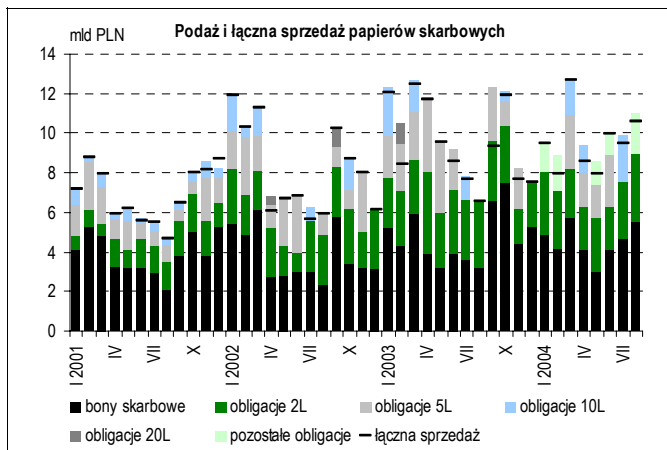
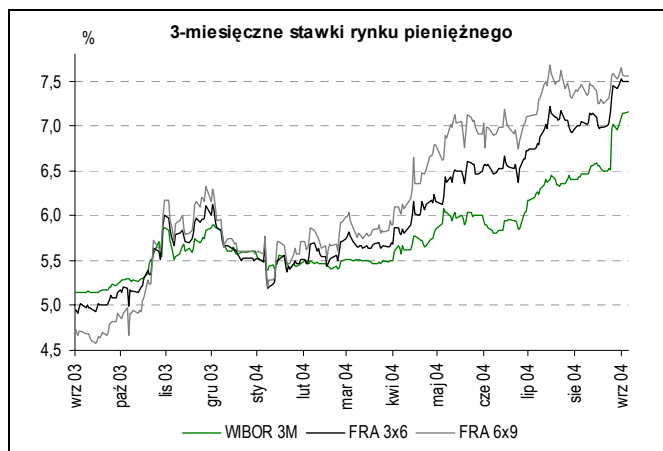
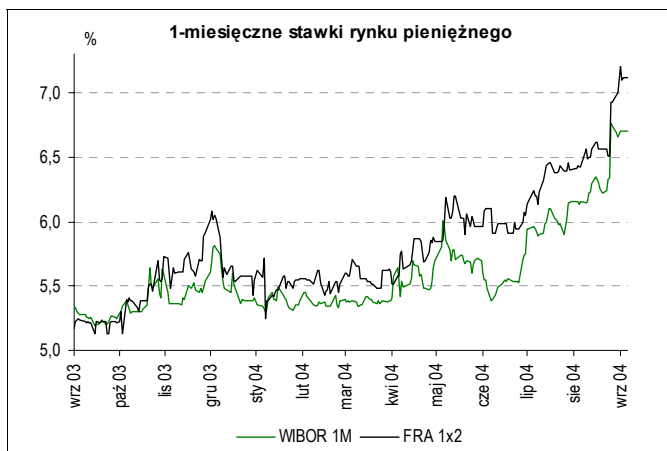
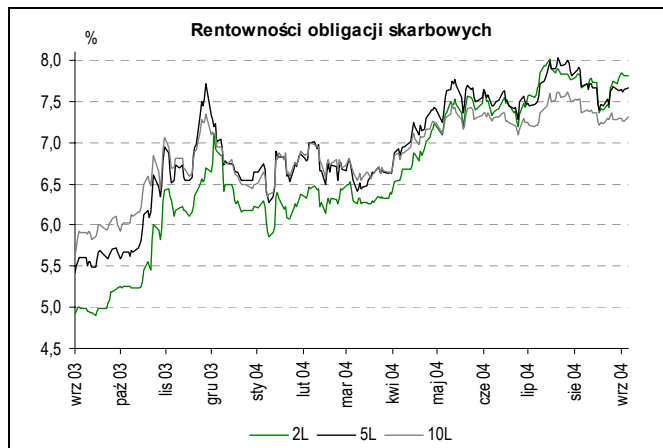
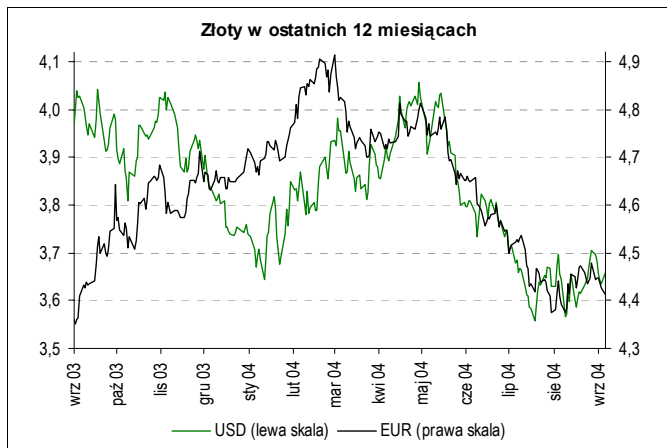
### Gwałtowne zmiany na rynku walutowym

- Rynki walutowe nadal są niestabilne. W sierpniu skala wahań była niewiele mniejsza niż w lipcu. Podobnie jak miesiąc wcześniej, w pierwszej połowie sierpnia dolar stracił na wartości po serii danych o słabej kondycji gospodarki USA, ale tym razem kurs EURUSD nie zdołał przebić poziomu 1,24.
- Trend deprecjacji odwrócił się głównie dzięki spadkowi cen ropy naftowej. W rezultacie EURUSD powrócił do około 1,20. Potem na krótko dolar osłabił się po kiepskich danych o nastrojach konsumentów, ale dobre dane z rynku pracy za sierpień umocniły oczekiwania podwyżek stóp przez Fed, a zatem i dolara.
- Od kilku miesięcy powtarzamy, że perspektywy dolara pozostają chwiejne. Wobec niepewności co do wzrostu gospodarczego i zmian cen ropy oraz napięć geopolitycznych sądzimy, że nadal nie ukształtują się wyraźny trend.

### Rynek pracy kieruje rynkiem obligacji

- Przy niewielkim spadku średnich rentowności w sierpniu premia za ryzyko dla polskich obligacji mierzona różnicą pomiędzy oczekiwaną 5-letnią stopą procentową w Polsce i w strefie euro za pięć lat pozostała stosunkowo stabilna i jej średni poziom był bliski średniej za lipiec. Ocena średniookresowych perspektyw Polski pozostaje niezmienną od czerwca.
- W sierpniu na rynku amerykańskich obligacji skarbowych rentowności były niższe niż w lipcu w wyniku spadku na początku miesiąca po słabych danych z rynku pracy. Dużo lepszy raport za sierpień przełożył się na gwałtowne przesunięcie krzywej w górę na początku września.
- Wobec przewidywań dalszych podwyżek stóp przez Fed, powrót do trendu wzrostu rentowności po dwóch miesiącach korekty jest wysoce prawdopodobny.

# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	13-tyg.	52-tyg.	Suma
2.08.2004	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
9.08.2004	-	900 / 900	900 / 900
16.08.2004	-	1 100 / 1 100	1 100 / 1 100
23.08.2004	-	1 400 / 1 400	1 400 / 1 400
30.08.2004	-	1 100 / 1 100	1 100 / 1 100
<b>razem sierpień</b>	-	<b>5 500 / 5 500</b>	<b>5 500 / 5 500</b>
6.09.2004	-	1 000	1 000
13.09.2004	-	1 000	1 000
20.09.2004	-	1 000	1 000
27.09.2004	100	1 300	1 400
<b>razem wrzesień</b>	<b>100</b>	<b>4 300</b>	<b>4 400</b>

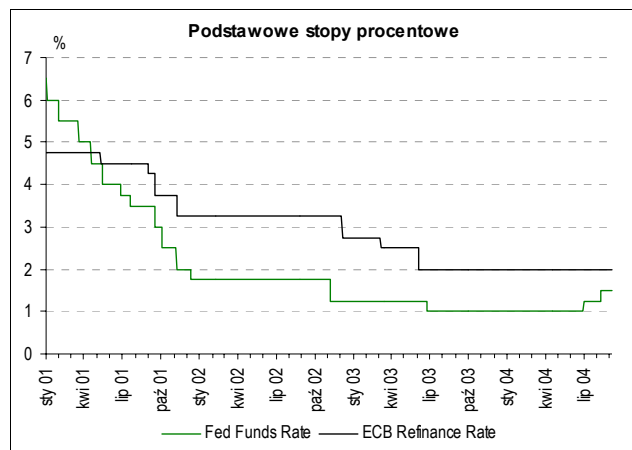
**Przetargi obligacji skarbowych w 2004 r. (mln zł)**

miesiąc	I przetarg			II przetarg			III przetarg					
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż
styczeń	07.01*	OK0406	3 200,0	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	OK1206	2 700,0	2 700,0	8.09	WS0922	1 000,0	-	15.09	DS0509	2 000 - 3 000	-
październik	06.10	OK1206	-	-	13.10	DS1015	-	-	20.10	DS0509	-	-
listopad	03.11	OK1206	-	-	10.11	WZ0307/0911	-	-	17.11	DS0509	-	-
grudzień	01.12	OK1206	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

\* razem z przetargiem uzupełniającym

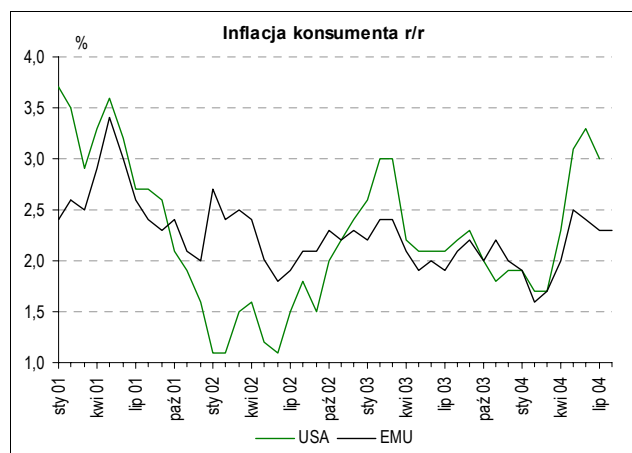
Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

## Przegląd międzynarodowy

**Stopy EBC jeszcze bez zmian, Fed kontynuuje podwyżki**

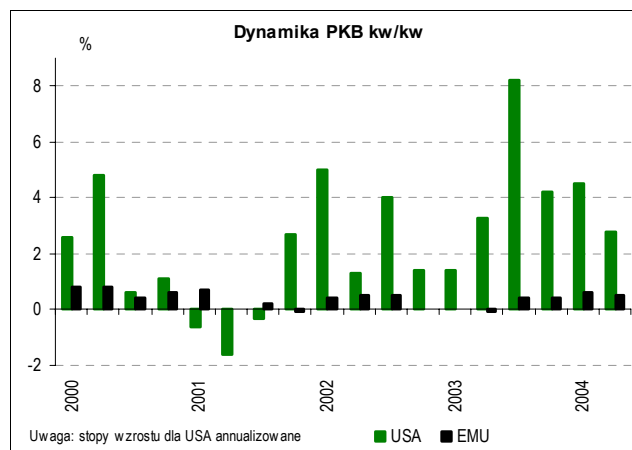
▪ Zgodnie z oczekiwaniami analityków, Rada Europejskiego Banku Centralnego nie zmieniła stóp procentowych na posiedzeniu 2 września. Piętnasty miesiąc z rzędu główna stopa procentowa w strefie euro – stopa refinansowa – została utrzymana na poziomie 2,0%. Na konferencji prasowej prezes EBC Jean-Claude Trichet ocenił, że ożywienie gospodarcze w strefie euro utrzymało swoją dynamikę i koniunktura będzie dalej się poprawiać w następnych miesiącach. Pierwsza podwyżka stóp procentowych przez EBC jest oczekiwana dopiero w przyszłym roku.

▪ Najbliższe posiedzenie amerykańskiego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC) jest zaplanowane na 21 września. Oczekiwania rynkowe wskazują, że trzeci z rzędu wzrost stóp procentowych o 25 pkt. bazowych jest niemal pewny. Naszym zdaniem do końca roku stopy wzrosną łącznie o 75 pkt. bazowych.

**Presja inflacyjna słabnie**

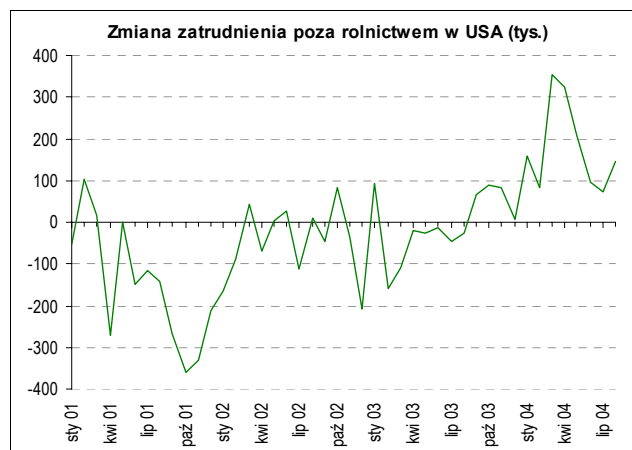
▪ W strefie euro wstępne szacunki inflacji w lipcu zostały zrewidowane w dół w publikacji finalnej. Ceny konsumenta spadły o 0,2% m/m i na skutek tego roczna stopa inflacji spadła do 2,3% z 2,4% w czerwcu. Prognoza rynku wskazywała na potwierdzenie danych wstępnych na poziomie 2,4% r/r. Według wstępnych szacunków, w sierpniu inflacja pozostała na poziomie 2,3% r/r, gdy oczekiwania rynku ponownie wskazywały na 2,4%. Od maja dynamika cen pozostaje powyżej górnej granicy celu EBC na poziomie 2,0%.

▪ Dane inflacyjne w Stanach Zjednoczonych były wyraźnie lepsze od średnich oczekiwań rynku. W lipcu ceny spadły o 0,1% m/m, podczas gdy analitycy prognozowali wzrost o 0,2%. Przełożyło się to na spadek rocznej stopy inflacji do 3,0% z 3,3% odnotowanych w czerwcu. Jednocześnie inflacja bazowa spadła do 1,8% r/r z 1,9% w czerwcu.

**Spowolnienie wzrostu w USA**

▪ W połowie sierpnia wstępne szacunki wskazały, że w II kw. br. wzrost gospodarczy w strefie euro był nieco słabszy od prognoz. Odnotowano wzrost PKB o 0,5% kw/kw, a w ujęciu rocznym gospodarka strefy euro wzrosła o 2,0% r/r, przyspieszając z 1,3% w I kw. br. Komisja Europejska utrzymała prognozę wzrostu na III kw. w przedziale 0,3-0,7% kw/kw oraz opublikowała przewidywania na IV kw. również na poziomie 0,3-0,7%. Wszystkie te dane i prognozy potwierdzono na początku września.

▪ Według wstępnej informacji o wzroście gospodarczym w Stanach Zjednoczonych, w II kwartale br. amerykański PKB wzrósł o 2,8% kw/kw, a więc wolniej niż podano miesiąc wcześniej w informacji przedwstępnej, gdy wzrost ten szacowano na 3,0%. Dane po rewizji były znacznie gorsze od wyniku I kw. br., czyli 4,5%, ale były zgodne z oczekiwaniami ekonomistów.

**Dobre dane z amerykańskiego rynku pracy**

▪ Tym razem dane z rynku pracy USA okazały się być zgodne z oczekiwaniami. W sierpniu zatrudnienie w sektorach nierolniczych wzrosło o 144 tys. osób, czyli dość blisko średniej prognozy rynku na poziomie 150 tys. Co więcej, rozczarowujące dane za lipiec i czerwiec zostały wyraźnie zrewidowane w górę o w sumie 59 tys. do odpowiednio 73 tys. i 96 tys. Stopa bezrobocia odnotowała drugi z rzędu spadek do 5,4% w sierpniu z 5,5% w lipcu, podczas gdy prognoza rynku wskazywała na stopę bez zmian..

▪ Indeks nastrojów przedsiębiorców w gospodarce Niemiec, IFO, odnotował w sierpniu niewielki spadek do 95,3 pkt z 95,6 w lipcu, podczas gdy średnia prognoza rynku wskazywała nawet na głębszy spadek do 95,1 pkt. Według badań instytutu IFO, ocena bieżącej sytuacji gospodarczej poprawiła się, natomiast oczekiwania na najbliższe miesiące uległy pogorszeniu.

Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>6 września</b> POL: Przetarg bonów skarbowych	<b>7</b> GER: Produkcja przemysłu (VII) EMU: PKB (II kw.)	<b>8</b> POL: PKB (II kw.) POL: Przetarg obligacji WS0922	<b>9</b>	<b>10</b> POL: Bilans płatniczy (VII) USA: Ceny producenta (VIII) USA: Handel zagraniczny (VII)
<b>13</b> POL: Przetarg bonów skarbowych FRA: Produkcja przemysłu (VII)	<b>14</b> POL: Inflacja (VIII) POL: Podaż pieniądza (VIII) POL: Płace i zatrudnienie (VIII) FRA: Inflacja wstępna (VIII) ITA: Inflacja finalna (VIII) USA: Sprzedaż detaliczna (VIII)	<b>15</b> POL: Przetarg obligacji DS0509 ITA: Produkcja przemysłu (VII) USA: Produkcja przemysłu (VIII)	<b>16</b> EMU: Inflacja finalna (VIII) USA: Inflacja (VIII)	<b>17</b> POL: Produkcja przemysłu (VIII) POL: Ceny producenta (VIII) EMU: Produkcja przemysłu (VII)
<b>20</b> POL: Przetarg bonów skarbowych	<b>21</b> POL: Koniunktura (IX) EMU: Bilans płatniczy (VII) USA: Posiedzenie Fed	<b>22</b> POL: Inflacja bazowa (VIII) POL: Przetarg obligacji IZ0816 FRA: Inflacja finalna (VIII) EMU: Handel zagraniczny (VII)	<b>23</b> POL: Sprzedaż detaliczna (VIII) POL: Bezrobocie (VIII)	<b>24</b> POL: Ceny żywności (I poł. IX)
<b>27</b> POL: Przetarg bonów skarbowych GER: IFO (IX) EMU: Podaż pieniądza (VIII)	<b>28</b> POL: Posiedzenie RPP (I dzień)	<b>29</b> POL: Posiedzenie RPP (decyzja) USA: PKB (II kw.)	<b>30</b> POL: Bilans płatniczy (II kw.) ITA: Inflacja wstępna (IX) EMU: Nastroje w biznesie; Koniunktura (IX) EMU: Inflacja wstępna (IX)	<b>1 października</b> EMU: PMI (IX) USA: ISM (IX)
<b>4</b> POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: Ceny producenta (VIII) EMU: Sprzedaż detaliczna (VIII) USA: Zamówienia w przemyśle (VIII)	<b>5</b> GER: Bezrobocie (IX) EMU: Bezrobocie (VIII)	<b>6</b> POL: Przetarg obligacji 0K1206	<b>7</b> EMU: Posiedzenie EBC	<b>8</b> GER: Produkcja przemysłu (VIII) USA: Zatrudnienie (IX)

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	28-29	-	-	-
PKB*	-	20	-	-	-	9	-	-	8	-	-	-
Inflacja	15	16 <sup>a</sup>	15 <sup>b</sup>	14	14	14	14	16	14	14	15	14
Inflacja bazowa	23	-	23 <sup>b</sup>	23	24	22	23	24	22	22	23	22
Ceny producenta	20	18	17	20	20	18	19	18	17	19	19	17
Produkcja przemysłowa	20	18	17	20	20	18	19	18	17	19	19	17
Sprzedaż detaliczna	23	20	19	22	21	23	23	23	23	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	23	23	21	24	21
Handel zagraniczny	około 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	31	-	-	30	-	-	30	-	-	-
Bilans płatniczy	30	-	12 <sup>c</sup>	13	14	16	13	11	10	12	10	13
Podaż pieniądza	14	13	12	14	14	14	14	13	14	14	10	14
Bilans NBP	7	6	5	7	7	7	7	6	7	7	5	7
Wskaźniki koniunktury	22	20	19	22	21	22	21	20	21	21	22	21
Ceny żywności, 1-15	-	9 <sup>c</sup> i 25 <sup>d</sup>	25	23	25	25	23	25	24	25	25	23

\* dane kwartalne

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

Źródło: GUS, NBP



## Dane i prognozy ekonomiczne

### Wskaźniki miesięczne

		sie 03	wrz 03	paź 03	lis 03	gru 03	sty 04	lut 04	mar 04	kwi 04	maj 04	cze 04	lip 03	sie 03	wrz 03
Produkcja przemysłowa	% r/r	5,9	10,9	12,1	9,2	13,9	14,4	18,3	23,5	21,8	12,2	15,8	6,0	16,0	12,8
Sprzedaż detaliczna <sup>c</sup>	% r/r	5,5	9,7	10,3	11,4	17,3	7,6	12,1	20,7	30,6	4,0	8,6	10,9	10,5	8,9
Stopa bezrobocia	%	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	19,0
Place brutto <sup>b c</sup>	% r/r	1,9	2,2	3,0	4,1	5,1	3,5	6,3	7,0	4,6	4,4	4,5	3,6	4,5	4,1
Zatrudnienie <sup>b</sup>	% r/r	-3,2	-3,1	-3,2	-3,3	-3,5	-1,4	-1,5	-1,3	-1,1	-0,9	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5
Eksport <sup>d</sup>	% r/r	4,4	20,1	11,4	8,2	14,0	19,6	10,9	29,9	25,0	23,6	30,5	23,3	22,1	11,5
Import <sup>d</sup>	% r/r	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	9,7
Bilans handlowy <sup>d</sup>	mln EUR	-232	-266	-254	-503	-545	-173	-218	-461	-1 106	-379	203	-100	-250	-200
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	mln EUR	-55	-57	314	-356	-566	191	-101	-428	-748	-568	83	-100	-200	-50
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	% PKB	-2,4	-2,2	-2,0	-1,9	-2,0	-1,7	-1,4	-1,3	-1,5	-1,6	-1,4	-1,3	-1,4	-1,3
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-29,6	-33,1	-34,8	-35,5	-37,0	-4,2	-9,4	-11,8	-11,0	-15,3	-19,9	-23,2	-27,2	-30,7
Deficyt budżetowy (narastająco)	% całego roku	70,6	84,4	93,3	98,9	100,0	9,3	20,7	26,1	24,3	33,8	43,9	51,3	60,0	67,7
Inflacja (CPI)	% r/r	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	4,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1,8	2,1	2,7	3,7	3,7	4,1	4,2	4,9	7,6	9,6	9,1	8,6	8,6	8,3
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	1,7	3,1	4,7	5,6	5,6	5,1	5,1	5,7	8,5	6,4	7,2	6,7	6,9	7,0
Zobowiązania	% r/r	-1,7	-0,2	1,5	3,3	3,7	3,4	3,5	4,8	8,4	6,2	6,9	6,2	6,9	7,0
Należności	% r/r	5,2	5,4	7,5	8,5	8,1	7,4	7,7	6,1	8,5	6,1	5,7	4,7	6,2	7,8
USD/PLN	PLN	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	3,73
EUR/PLN	PLN	4,37	4,46	4,59	4,62	4,66	4,71	4,85	4,77	4,76	4,72	4,59	4,47	4,43	4,48
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	6,00	6,50	7,00
WIBOR 3M	%	5,16	5,17	5,42	5,68	5,69	5,46	5,46	5,49	5,69	5,99	5,91	6,34	6,58	7,35
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	7,50	8,00	8,50
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,82	4,91	5,30	5,95	6,02	5,59	5,78	5,87	6,20	6,65	6,79	7,15	7,24	7,50
Rentowność obligacji 2L	%	4,86	5,02	5,53	6,31	6,49	6,17	6,34	6,34	6,83	7,41	7,44	7,80	7,66	7,90
Rentowność obligacji 5L	%	5,38	5,60	6,04	6,86	6,82	6,65	6,76	6,60	7,13	7,57	7,50	7,79	7,65	7,80
Rentowność obligacji 10L	%	5,60	5,93	6,36	6,92	6,75	6,65	6,81	6,65	7,02	7,32	7,27	7,44	7,36	7,50

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

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


**Wskaźniki kwartalne i roczne**

		2002	2003	2004	1Q03	2Q03	3Q03	4Q03	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04
PKB	mld PLN	781,1	814,7	893,6	187,1	200,2	201,3	226,0	203,7	219,6	221,3	249,0
PKB	% r/r	1,4	3,8	5,9	2,3	3,9	4,0	4,7	6,9	6,1	5,1	5,7
Spożycie ogółem	% r/r	2,8	2,5	3,3	1,1	2,8	2,9	3,3	3,3	3,2	3,4	3,5
w tym: spożycie indywidualne	% r/r	3,3	3,1	4,1	1,4	3,8	3,5	3,9	4,0	4,0	4,2	4,3
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-5,8	-0,9	8,5	-3,6	-1,7	0,4	0,1	3,5	9,0	9,0	10,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,1	8,7	14,6	4,4	9,1	8,9	12,2	19,0	16,5	11,5	11,3
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,9	7,9	9,5	1,2	9,8	6,4	12,4	13,6	10,3	6,1	8,0
Stopa bezrobocia <sup>a</sup>	%	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	1,1	1,4	1,7	1,7	3,2	3,8	1,1	-0,5	0,0
Eksport <sup>b</sup>	% r/r	6,0	9,1	19,1	8,4	5,4	11,4	11,1	19,3	26,4	18,5	13,0
Import <sup>b</sup>	% r/r	3,5	3,3	16,5	3,1	-2,5	8,2	4,5	12,6	25,7	13,1	15,0
Bilans handlowy <sup>b</sup>	mIn EUR	-7 701	-5 345	-4 532	-1 600	-1 118	-1 325	-1 302	-909	-1 282	-550	-1 791
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	mIn EUR	-5 404	-3 550	-2 865	-1 584	-895	-463	-608	-696	-1 233	-220	-716
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	% PKB	-2,7	-1,9	-1,5	-2,6	-2,2	-2,1	-1,9	-1,5	-1,6	-1,5	-1,5
Deficyt budżetowy <sup>a</sup>	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	-4,9	-4,0
Inflacja	% r/r	1,9	0,8	3,5	0,5	0,5	0,8	1,5	1,6	3,3	4,6	4,3
Inflacja <sup>a</sup>	% r/r	0,8	1,7	4,3	0,6	0,8	0,9	1,7	1,7	4,4	4,5	4,3
Ceny produkcji	% r/r	1,0	2,6	7,3	3,0	2,2	1,9	3,4	4,4	8,8	8,5	7,7
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	-2,0	5,6	6,4	0,5	1,3	3,1	5,6	5,7	7,2	7,0	6,4
Zobowiązania	% r/r	-4,1	3,7	5,8	-2,3	-1,9	-0,2	3,7	4,8	6,9	7,0	5,8
Należności	% r/r	5,2	8,1	11,8	8,7	6,1	5,4	8,1	6,1	5,7	7,8	11,8
USD/PLN	PLN	4,08	3,89	3,78	3,90	3,83	3,93	3,89	3,82	3,89	3,67	3,73
EUR/PLN	PLN	3,85	4,40	4,60	4,19	4,36	4,42	4,62	4,78	4,69	4,46	4,47
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	6,75	5,25	7,25	6,00	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	7,00	7,25
WIBOR 3M	%	9,09	5,69	6,41	6,37	5,60	5,20	5,60	5,47	5,87	6,76	7,55
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	8,75	6,75	8,75	7,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	8,50	8,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	8,18	5,33	6,76	5,75	4,94	4,86	5,76	5,75	6,24	7,30	7,77
Rentowność obligacji 2L	%	7,94	5,38	7,27	5,58	4,91	4,92	6,11	6,28	6,86	7,79	8,17
Rentowność obligacji 5L	%	7,86	5,61	7,41	5,50	4,98	5,38	6,57	6,67	7,10	7,75	8,13
Rentowność obligacji 10L	%	7,34	5,77	7,18	5,60	5,19	5,63	6,68	6,70	7,00	7,43	7,60

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

<sup>a</sup> wartość na koniec okresu; <sup>b</sup> dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji



Bank Zachodni WBK S.A.

## PION SKARBU

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 06.09.2004 r. zostało przygotowane przez:

## ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

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

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

**Maciej Reluga** – Główny Ekonomista

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

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

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

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

## DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

### Kraków

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

### Poznań

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

### Warszawa

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

### Wrocław

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

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. lub Grupy AIB w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.



Bank Zachodni WBK jest członkiem Allied Irish Banks Group.