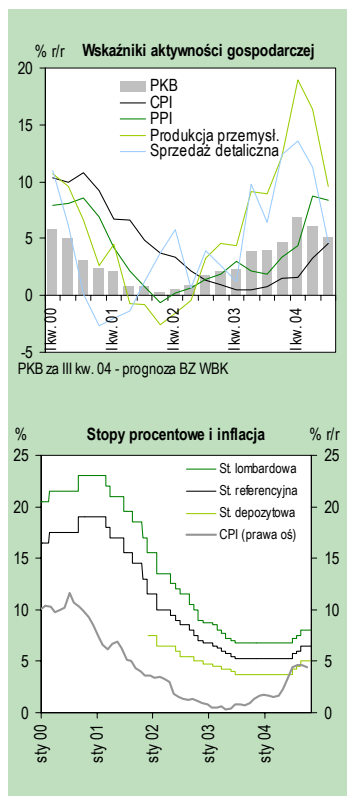


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Listopad 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

Pożyjemy, zobaczymy...

W październiku Rada Polityki Pieniężnej ponownie pozostawiła stopy procentowe bez zmian. Po raz pierwszy od początku cyklu zacieśniania polityki monetarnej decyzja ta nie zaskoczyła rynku finansowego. Argumenty przeciw podwyżce również były zgodne z oczekiwaniami: postępująca aprecjacja złotego, niska presja płacowa, słabsze niż się spodziewano ożywienie w inwestycjach, wygasanie wpływu akcesji do UE na ceny krajowe, odwrócenie negatywnych tendencji na rynku żywności. W efekcie „bilans ryzyk dla przyszłej inflacji” zmienił się na korzyść bardziej pozytywnych perspektyw niż przed miesiącem. Jednak RPP zaznaczyła, że „choć prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu (2,5%) w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej uległo pewnemu zmniejszeniu, nadal jest ono wyższe niż prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej 2,5%”, co uzasadnia utrzymanie restrykcyjnego nastawienia w polityce pieniężnej i naszym zdaniem zapowiada kolejne podwyżki. Kluczowymi wskaźnikami dla decyzji o podwyżce stóp będą w najbliższych miesiącach: sytuacja na rynku walutowym, dane o cenach paliw i żywności, o wzroście płac i zatrudnienia oraz nakładach inwestycyjnych.

Sytuacja tegorocznego budżetu jest wciąż pod kontrolą i wszystko wskazuje na to, że uda się zrealizować deficyt niższy od planowanego w ustawie budżetowej (być może nawet o 5 mld zł.). **Niestety średnioterminowe perspektywy fiskalne wciąż obciążone są dużą niepewnością**, na co wskazaliśmy na to uwagę w poprzednim MAKROskopie przy okazji oceny przyszlórocznego budżetu. W *Raporcie o konwergencji 2004* Komisja Europejska stwierdziła, że Polsce może się nie udać spełnić fiskalnych kryteriów zbieżności do roku 2007, a nasz kraj znalazł się obok Węgier na ostatnim miejscu w zestawieniu, mając największą liczbę obszarów, które nie spełniają wymagań. Nie jest zresztą pewne czy polskie władze będą chciały przyjąć wspólną walutę jak najszybciej to będzie możliwe. Podczas gdy obecny rząd podtrzymuje optymistyczne plany przystąpienia do strefy euro, data przystąpienia będzie faktycznie zależała od kolejnego rządu, a przedstawiciele potencjalnych partii koalicyjnych po wyborach sprzeciwiają się szybkiemu wprowadzeniu wspólnej waluty, co jest sygnałem o możliwych napięciach w następnej koalicji rządzącej.

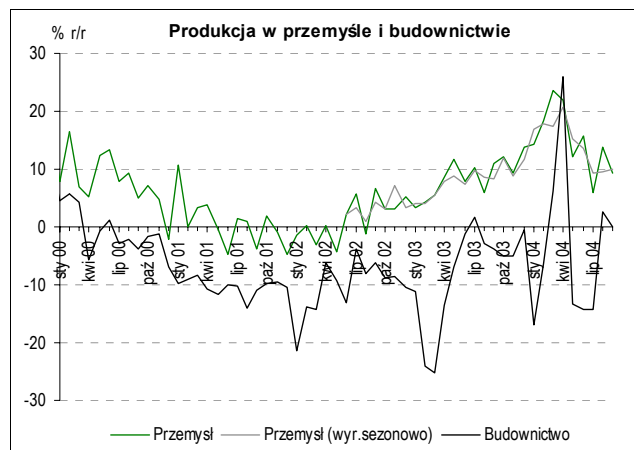
Wrześniowe dane makroekonomiczne potwierdziły trwający stabilny wzrost gospodarczy. Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna wciąż wykazują silny wzrost. Wzrosła również produkcja w sektorze budowlanym a wyniki badań koniunktury sugerują, że najbliższa przyszłość powinna być bardziej pomyślna dla tego sektora, co podtrzymuje nadzieje na silne ożywienie inwestycji przed końcem tego roku. Wyniki gospodarki w trzecim kwartale potwierdzają utrzymanie ekspansji gospodarczej, choć tempo wzrostu PKB w tym okresie spowolniło według naszych szacunków do 5,1%. We wrześniu po raz pierwszy od 13 miesięcy spadła inflacja (do 4,4%). Oczekujemy, że do końca roku stopa inflacji utrzyma się w przedziale 4,3-4,4%, a na początku 2005 r. nastąpi wzrost m.in. na skutek wyższych cen administrowanych.

Na rynku finansowym 29 października 2004 r.:

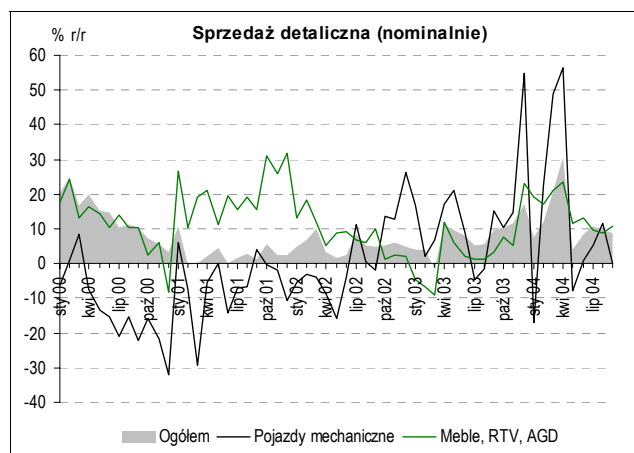
Stopa depozytowa NBP	5,00	WIBOR 3M	6,84	USDPLN	3,3960
Stopa referencyjna NBP	6,50	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	6,93	EURPLN	4,3316
Stopa lombardowa NBP	8,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	7,06	EURUSD	1,2755

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 05.11.2004 r.

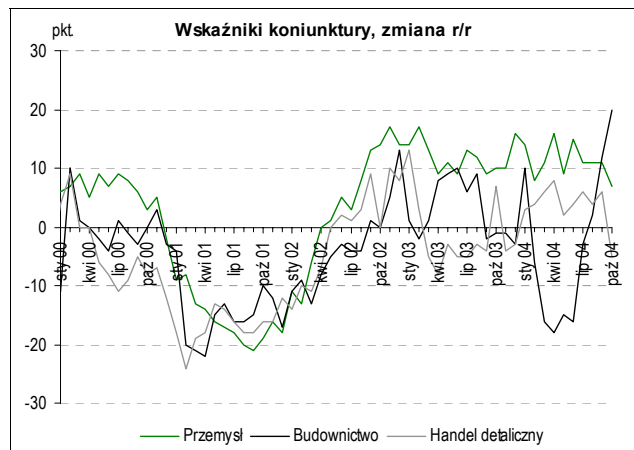
Gospodarka Polski

**Stabilny trend wzrostowy produkcji przemysłowej**

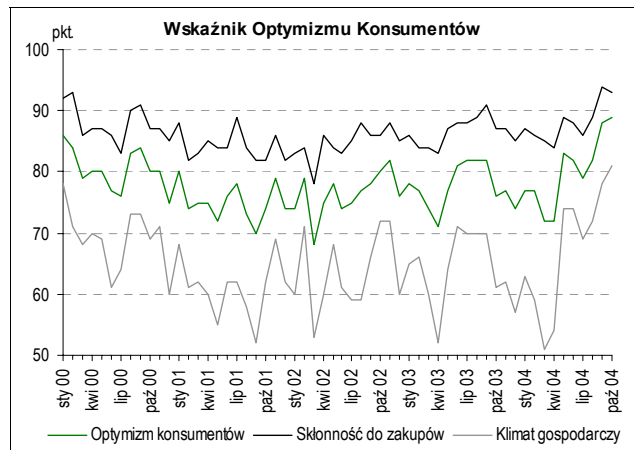
- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami we wrześniu utrzymał się silny trend wzrostowy produkcji przemysłowej (choć oczywiście nie był to tak dobry wynik jak tuż przed akcesją do UE).
- Produkcja wyrównana sezonowo wzrosła dokładnie o 10% r/r, po wzroście o 9,5% r/r w lipcu i 9,2% w czerwcu. Wzrost nieskorygowany był nieco niższy i wyniósł 9,3% r/r.
- W dalszej części tego roku stopa wzrostu produkcji przemysłowej powinna pozostać blisko poziomu 10% (z wyjątkiem października, kiedy spadnie poniżej 5% z powodu mniejszej liczby dni roboczych).
- Produkcja w budownictwie wzrosła o 0,1% r/r, a po wyrównaniu o czynniki sezonowe spadła o 3,9% r/r. Nie była to ani duża niespodzianka pozytywna, ani też wielkie rozczarowanie. Nadal uważamy, że jest szansa na szybszy wzrost produkcji budowlano-montażowej w IV kwartale, wraz z przyspieszeniem inwestycji.

**Solidny wzrost sprzedaży detalicznej**

- Sprzedaż detaliczna wzrosła nominalnie we wrześniu 0,7% m/m i 8,8% r/r. Ozwierciedla to stabilny, nie nadmiernie silny wzrost konsumpcji prywatnej, stwarzający na razie niewielkie zagrożenie dla perspektyw inflacji ze strony presji popytowej.
- Pomijając rynek samochodowy, wzrost sprzedaży detalicznej wydaje się stosunkowo stabilny w ciągu ostatnich kilku miesięcy (wg naszych szacunków wyniósł 9,7% r/r we wrześniu po 9,4% w sierpniu, 11,5% w lipcu i 9,5% w czerwcu).
- Wielkości realne były w pewnym stopniu ograniczone przez przyspieszającą inflację (z 1,6% w I kwartale br. do 4,6% w III kwartale). Realnie sprzedaż detaliczna wzrosła we wrześniu o 3,9% r/r, czyli nieco słabiej niż 4,4% w sierpniu.
- W sumie, wyniki gospodarki w III kwartale potwierdzają, że tempo wzrostu PKB w tym okresie spowolniło do ok. 5%.

**Jesienią wiosna w budownictwie?**

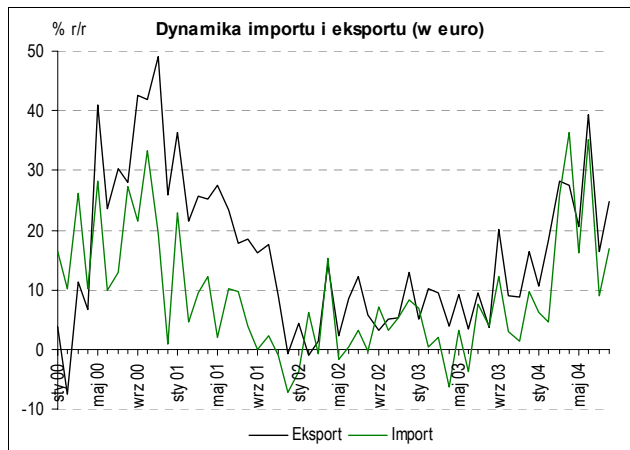
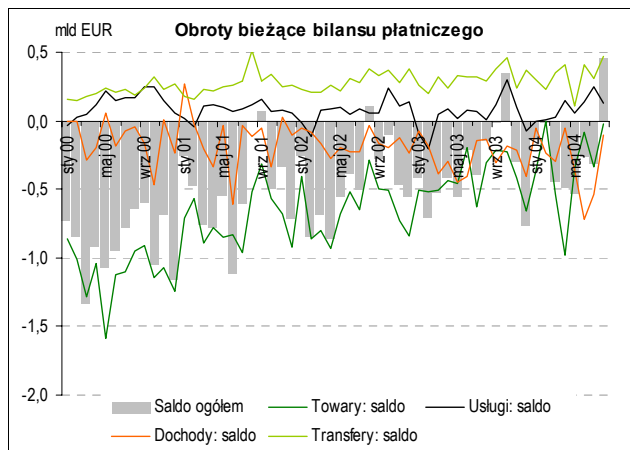
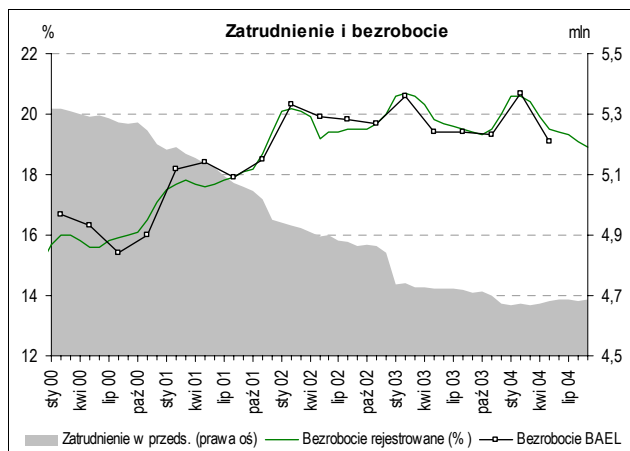
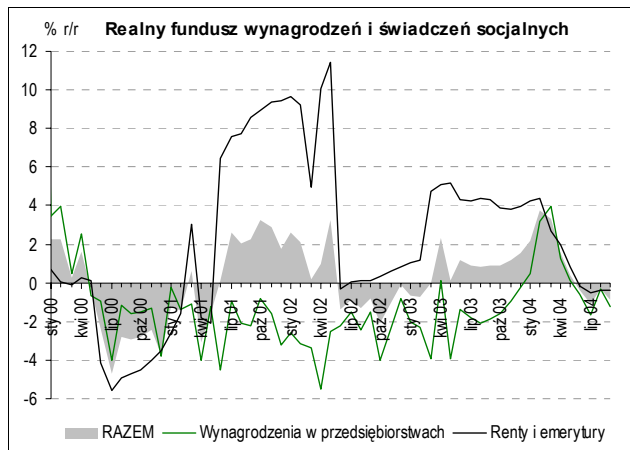
- Wyniki badań koniunktury za październik przyniosły pozytywny sygnał w postaci znacznej poprawy nastrojów budownictwie.
- W budownictwie zarejestrowano gwałtowny wzrost wskaźnika klimatu gospodarczego oraz ożywienie napływu nowych zamówień i wzrost produkcji. Co więcej, przedsiębiorstwa spodziewały się dalszego wzrostu produkcji, napływu zamówień i poprawy sytuacji finansowej w przyszłości.
- Zwiększa to nadzieje, że wreszcie rozpoczęło się silne ożywienie w inwestycjach.
- Mimo sezonowej korekty, nastroje w przemyśle są nadal wyraźnie lepsze niż rok wcześniej. Dobrze wróży to jeśli chodzi o wyniki produkcji tego sektora w najbliższym czasie.
- W handlu detalicznym znaczne pogorszenie nastrojów. Jest to jednak bardziej wynik ostrej konkurencji niż osłabienia konsumpcji.

**Konsumenci w coraz lepszych nastrojach**

- Po silnym wzroście we wrześniu, również w październiku nastąpił silny wzrost optymizmu konsumentów w porównaniu z analogicznym okresem 2003 r. Potwierdza to, że wykształciła się trwała, pozytywna tendencja.
- Ważnym sygnałem, pozytywnym dla wzrostu konsumpcji, jest znaczna redukcja obaw przed bezrobociem.
- W sumie wyniki badań zasugerowały, że w ostatnim kwartale br. powinno nastąpić pewne przyspieszenie wzrostu konsumpcji indywidualnej. Będzie temu sprzyjać napływ dochodów w formie płatności bezpośrednich dla rolników (8 miliardów złotych), choć oczywiście należy pamiętać, że działanie tego czynnika rozłoży się na kilka kwartałów.
- Poza tym badania pokazały, że oczekiwania inflacyjne pozostały na relatywnie niewielkim poziomie.

Źródło: GUS, Ipsos, szacunki własne

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

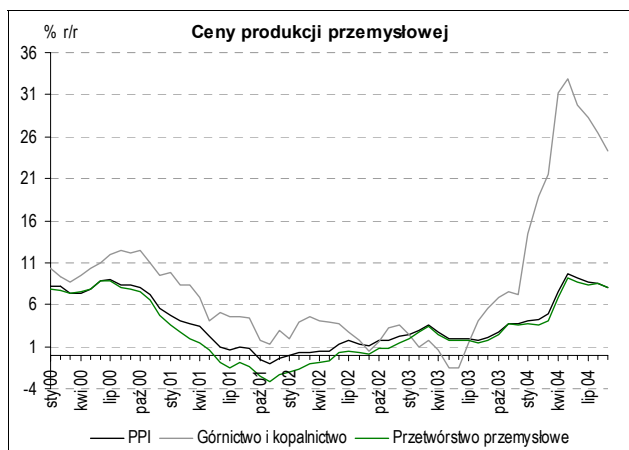
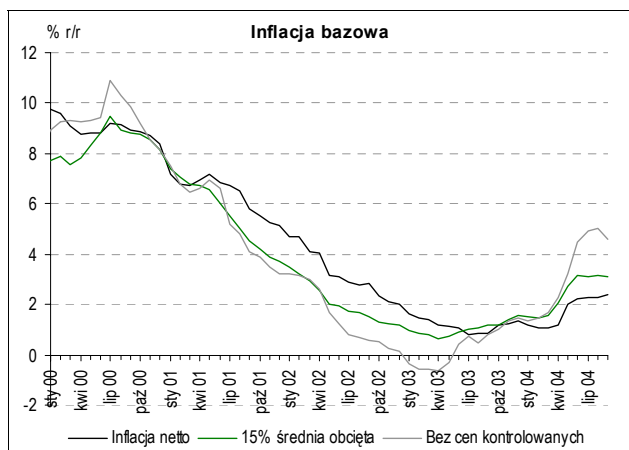
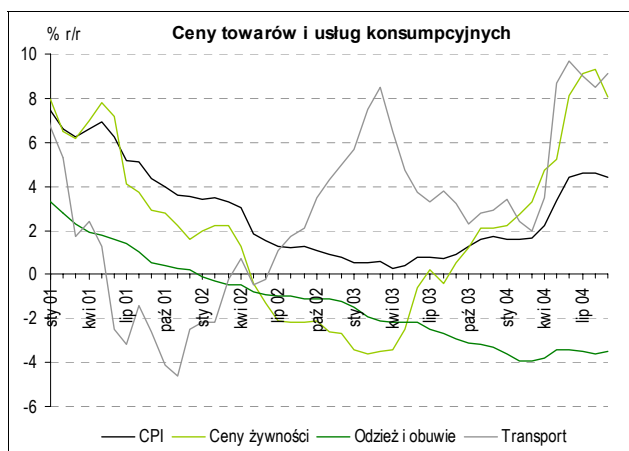
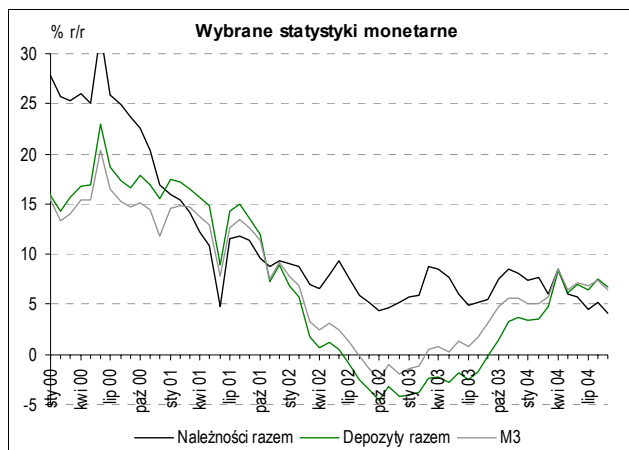
Ekspansja gospodarcza nadal bez ożywienia na rynku pracy

- Sytuacja na polskim rynku pracy, a w szczególności ryzyko zwiększonej presji płacowej na skutek wzrostu oczekiwań inflacyjnych, były w ostatnim czasie jednym z najważniejszych elementów analizowanych przez Radę Polityki Pieniężnej.
- Wrześniowe statystyki z rynku pracy przyniosły w tym kontekście raczej uspokajające sygnały.
- Średnia płaca w sektorze przedsiębiorstw wzrosła o tylko 3,7% r/r (1,1% m/m) wobec wzrostu o 5,1% w poprzednim miesiącu. Oznacza to, że wzrost płac w ujęciu rocznym był dużo wolniejszy od oczekiwań rynkowych (4,8%) i naszej prognozy (4,7%).
- Jeśli połączymy to ze spadkiem zatrudnienia o 0,6% r/r (choć warto zauważyć, że w ujęciu miesięcznym ponownie nastąpił wzrost o 0,1%), to fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł nominalnie o marne 3,1% r/r.
- Biorąc pod uwagę wrześniowy poziom inflacji, fundusz płac w ujęciu realnym zanotował kolejny spadek, tym razem o 1,3% r/r.
- W sumie, wrześniowe statystyki rynku pracy z sektora przedsiębiorstw pokazały, że ryzyko wystąpienia spirali płacowo-cenowej nie jest w chwili obecnej bardzo wysokie.
- Utrzymaniu dyscypliny płacowej w przedsiębiorstwach sprzyja utrzymywanie się wysokiego poziomu bezrobocia (nawet biorąc pod uwagę wysoki poziom naturalnej stopy bezrobocia w Polsce).
- Chociaż widoczna jest na tym polu pewna poprawa (liczba zarejestrowanych bezrobotnych po raz pierwszy od trzech lat spadła poniżej 3 milionów), a roczne tempo spadku bezrobocia stopniowo się zwiększa - we wrześniu wyniosło 0,5% r/r - to jednak poziom nierównowagi na rynku pracy wciąż jest na tyle wysoki (na koniec roku stopa bezrobocia ponownie wzrośnie do ponad 19% wobec 18,9% we wrześniu), aby przeciwdziałać nadmiernej eksplozji konsumpcji i jej potencjalnym następstwom inflacyjnym.

... i bez zagrożeń dla równowagi zewnętrznej gospodarki

- Od momentu zmiany metodologii po wejściu do UE, statystyki bilansu płatniczego są nadal bardzo trudno przewidywalne.
- Biorąc to pod uwagę, deficyt handlowy na poziomie 26 mln € był mniej więcej zgodny z prognozami rynkowymi (mediana prognoz rynkowych wynosiła 143 mln €, a nasza prognoza 119 mln €).
- Dużym zaskoczeniem okazała się natomiast duża nadwyżka na rachunku obrotów bieżących (462 mln €, podczas gdy oczekiwano deficytu wielkości ok. 100 mln €).
- Było to możliwe głównie dzięki wysokiej nadwyżce na rachunku transferów (dodatnie saldo 472 mln € przy wpływach wielkości 717 mln €), co było konsekwencją pozytywnego bilansu rozliczeń pomiędzy Polską a UE (nasz kraj otrzymał w sierpniu z unijnej kasy 357 mln €, a składka przekazana do Brukseli sięgnęła 183 mln €). Pozytywny wpływ na saldo obrotów bieżących miał również niski deficyt w rachunku dochodów.
- Eksport i import w euro wzrosły odpowiednio o 24,8% i 16,9% r/r. Wysokie obroty handlu zagranicznego potwierdzają trwającą ekspansję polskiej gospodarki i pokazują, że umocnienie złotego nie wyrządziło na razie polskiemu eksportowi większych szkód. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach poziom eksportu nadal będzie rósł w skali dwucyfrowej. Wysoki wzrost eksportu (po raz kolejny) sugeruje pewne ożywienie w zakresie inwestycji.
- Według naszych szacunków 12-miesięczny skumulowany deficyt obrotów bieżących w relacji do PKB osiągnął po sierpniu 1,4% w porównaniu z 1,7% w poprzednim miesiącu, potwierdzając, że mimo szybkiego wzrostu gospodarczego nie ma zagrożeń dla równowagi polskiej gospodarki w zakresie relacji zewnętrznych. Przewidujemy, że do końca 2005 r. nastąpi stopniowy wzrost nierównowagi zewnętrznej, ale będzie to nadal bezpieczny poziom.

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

Zaburzenia w statystykach pieniężnych

- Podaż pieniądza M3 wzrosła we wrześniu o 0,2% m/m i 6,4% r/r (7,4% r/r miesiąc wcześniej). Dane o podaży pieniądza były pod wpływem umocnienia złotego, co obniżyło złotową wartość zarówno aktywów jak i pasywów denominowanych w walucie.
- Wzrost depozytów w sektorze bankowym wyniósł 6,8% r/r wobec 7,6% w sierpniu (przy najniższej skali spadku depozytów gospodarstwo domowych od czerwca 2002 r.), a wzrost kredytów spowolnił do 4% r/r z 5,2% w sierpniu.
- W danych październikowych należy się spodziewać znacznych zaburzeń w statystykach pieniężnych, co będzie spowodowane publiczną ofertą prywatyzacji PKO BP. Obserwowany obecnie trend nie powinien ulec drastycznej zmianie. Wzrost podaży pieniądza i kredytów powinien delikatnie przyspieszać w najbliższej przyszłości, nie stwarzając jednak znaczącego ryzyka dla inflacji.

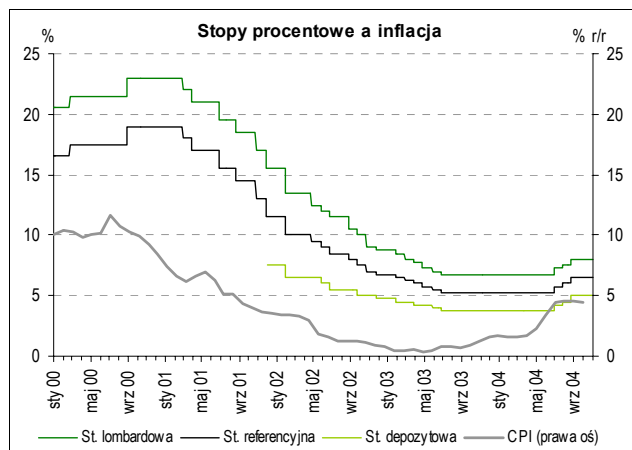
Pierwszy od 13 miesięcy spadek CPI, inflacja bazowa stabilna

- CPI wzrósł we wrześniu o 0,3% m/m, co obniżyło roczną stopę inflacji do 4,4% r/r z 4,6% r/r w sierpniu. Wynik był dokładnie zgodny z naszą prognozą, ale nieznacznie wyższy od konsensusu rynkowego na poziomie 4,3%.
- Spora część inwestorów zakładała, że inflacja spadnie poniżej 4,3% po tym jak wrześniowe dane o CPI w Czechach, na Węgrzech i na Słowacji pokazały spadek głębszy niż się spodziewano za sprawą pozytywnego szoku na rynku żywności.
- Ceny żywności były głównym czynnikiem stojącym za spowolnieniem polskiej inflacji we wrześniu, jednak siła ich wpływu okazała się nie tak wielka jak w innych krajach regionu.
- Równocześnie jednak we wrześniu nastąpiło przyspieszenie wzrostu cen transportu do 9,1% z 8,5% przed miesiącem. Wynikało to z podwyżki cen paliw o 1,9% m/m (wysokie ceny ropy).
- Wygląda więc na to, że podczas gdy jeden negatywny szok podażowy (na rynku żywności) zaczął się stopniowo odwracać, drugi (na rynku paliw) pozostaje ważnym czynnikiem ryzyka dla perspektyw inflacji. Do końca roku ta sytuacja powinna się utrzymać. Roczne tempo wzrostu cen żywności będzie spowalniać, a dynamika cen paliw pozostanie wysoka.
- Dwie miary inflacji bazowej zanotowały we wrześniu nieznaczny spadek, a pozostałe trzy miary delikatny wzrost.
- Dwie najważniejsze miary pozostały na niskim, bliskim celowi inflacyjnym poziomie. Inflacja netto zwiększyła się z 2,3% r/r do 2,4% r/r, a 15% średnia obciąża zmniejszyła się z 3,2% r/r do 3,1% r/r. Pozostałe miary pozostały na poziomie ok. 5% r/r.
- Takie wyniki sugerują, że średnioterminowa tendencje inflacyjne nie są szczególnie niebezpieczne i pomijając negatywne szoki podażowe nie ma obecnie znaczącej presji na wzrost inflacji.

PPI lepszy niż oczekiwano, ale nadal stanowi czynnik ryzyka

- Dane na temat cen producenta we wrześniu były pozytywnym zaskoczeniem, pokazując wzrost tylko o 0,1% m/m i 8,0% r/r, wobec konsensusu rynkowego i naszej prognozy na poziomie 8,4% r/r.
- Lepszy wynik we wrześniu wynikał częściowo z rewizji w dół sierpniowy PPI do 8,5% r/r z podawanych wcześniej 8,7% r/r.
- Spadek PPI może być interpretowany jako znak, że presja na wzrost cen producenta powoli wygasa.
- Wg NBP ceny producenta są nadal czynnikiem ryzyka inflacyjnego, ponieważ rosną głównie ceny uzyskiwane w kraju, podczas gdy umocnienie złotego spowodowało spadek cen uzyskiwanych w eksporcie i osłabiło efekty wzrostu cen surowców.
- Do tej pory przełożenie cen producenta na ceny konsumenta było bardzo ograniczone, ale może się to zmienić wraz z dalszym wzrostem poziomu wykorzystania mocy produkcyjnych.

Pod lupą: Bank centralny



Istotne fragmenty komunikatu RPP z dnia 27 października 2004

W okresie od ostatniego posiedzenia Rady utrzymał się trend aprecjacji złotego, niskie tempo wzrostu wynagrodzeń i wygasły cenowe skutki przystąpienia Polski do Unii Europejskiej. W konsekwencji, bilans ryzyk dla przyszłej inflacji wskazuje na wzrost prawdopodobieństwa niższego przebiegu inflacji w stosunku do scenariusza przedstawionego w sierpniowym *Raporcie o Inflacji*.

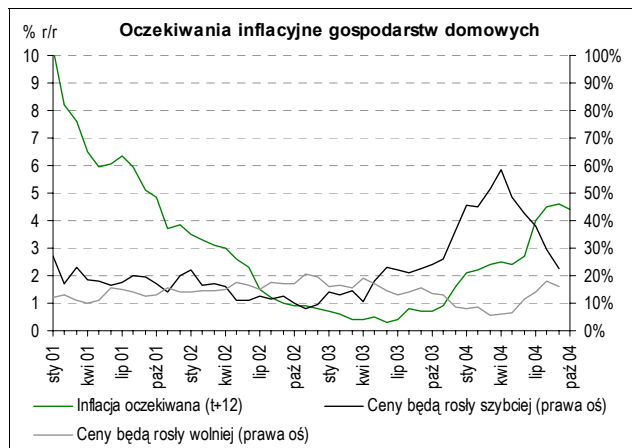
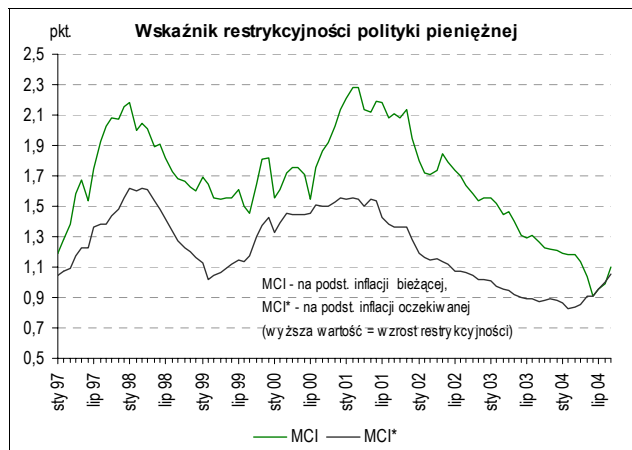
Według szacunków NBP tempo wzrostu PKB w III kwartale wyniosło ok. 4,5% r/r. [...]

Utrwalenie się umiarkowanego wzrostu wynagrodzeń – przy utrzymującej się wysokiej dynamice wydajności pracy – będzie oddziaływać w kierunku szybszego obniżenia inflacji niż przedstawione w sierpniowym *Raporcie*.

Dotychczasowe dane oraz wyniki badań ankietowych NBP sygnalizują wolniejsze niż przewidywane ożywienie w inwestycjach.

Możliwość obniżenia inflacji w pierwszej połowie 2005 roku wynika również z najnowszych prognoz cen żywności, wskazujących na wygasanie proinflacyjnych wstrząsów na rynku żywności. Obecna ocena zbiorów przez GUS w bieżącym roku jest bardziej optymistyczna niż ocena dostępna w momencie sporządzania sierpniowego *Raporu*.

W tej sytuacji Rada ocenia, że choć prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu (2,5%) w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej uległo pewnemu zmniejszeniu, nadal jest ono wyższe, niż prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej 2,5%.



Drugi miesiąc bez podwyżki

W październiku RPP ponownie pozostawiła stopy procentowe bez zmian. Po raz pierwszy od początku cyklu zacieśniania polityki monetarnej decyzja ta nie zaskoczyła rynku finansowego.

Argumenty przeciw podwyżce również były zgodne z oczekiwaniami: postępująca aprecjacja złotego, niska presja płacowa, słabsze niż się spodziewano ożywienie w inwestycjach, wygasanie wpływu akcesji do UE na ceny krajowe, odwrócenie negatywnych tendencji na rynku żywności.

W efekcie „bilans ryzyk dla przyszłej inflacji” zmienił się na korzyść bardziej pozytywnych perspektyw niż przed miesiącem.

Jednak RPP zaznaczyła, że „choć prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu (2,5%) w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej uległo pewnemu zmniejszeniu, nadal jest ono wyższe niż prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej 2,5%”.

... co uzasadnia utrzymanie restrykcyjnego nastawienia w polityce pieniężnej i naszym zdaniem zapowiada kolejne podwyżki.

Kluczowymi wskaźnikami dla decyzji o podwyżce stóp będą w najbliższych miesiącach: dane o cenach paliw i żywności, o wroście płac i zatrudnienia oraz nakładach inwestycyjnych.

W listopadzie poznamy dane o inwestycjach w III kwartale w dużych przedsiębiorstwach, a w grudniu dane o PKB za III kw. br. W listopadzie pojawi się też nowa projekcja inflacyjna NBP, która prawdopodobnie pokaże, że bez dalszych podwyżek stóp inflacji nie da się jednak obniżyć do 2,5% w średnim okresie.

Te argumenty powinny przekonać RPP do kolejnej podwyżki stóp o 25 pkt. bazowych jeszcze przed końcem tego roku.

W sierpniu tylko dwóch członków RPP głosowało przeciw podwyżce stóp o 50 pb: Janusz Krzyżewski i Stanisław Nieckarz. Miesiąc wcześniej przeciwko byli też Jan Czekaj i Stanisław Owsiak.

... a mimo to restrykcyjność monetarna rośnie

Od połowy tego roku wyraźnie wzrasta syntetyczny wskaźnik restrykcyjności polityki pieniężnej (tzw. MCI), uwzględniający zarówno poziom realnych stóp procentowych, jak i realnego efektywnego kursu walutowego.

Oprócz dokonanych przez RPP trzech podwyżek stóp, przyczynia się do tego również znaczna realna aprecjacja złotego – od maja do września br. realny efektywny kurs złotego umocnił się o prawie 9%, a od początku roku o ponad 11%.

RPP wyraźnie dała ostatnio do zrozumienia, że jeśli umocnienie polskiej waluty będzie kontynuowane, to termin kolejnej podwyżki stóp procentowych może się odwlec.

... ponieważ kanał kursowy transmisji monetarnej jest silniejszy niż kanał stóp procentowych w krótkim terminie.

Oczekiwania inflacyjne się poprawiają

We wrześniu po raz pierwszy od dawna obniżył się nieznacznie wskaźnik oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. Inflacja oczekiwana w horyzoncie 12 miesięcy spadła do 4,4% z 4,6% w lipcu i sierpniu.

Jednak wyraźna poprawa struktury odpowiedzi trwa już od kilku miesięcy – szybko spada odsetek osób przewidujących, że wzrost cen przyspieszy w ciągu najbliższego roku, natomiast rośnie grupa tych, którzy oczekują, że ceny będą rosły w tym samym tempie lub wolniej niż obecnie.

Odwrócenie wzrostowej tendencji CPI będzie sprzyjać spadkowi wskaźnika oczekiwań w najbliższych miesiącach.

Spada również inflacja prognozowana w horyzoncie 11 miesięcy przez analityków bankowych – mediana prognoz CPI na wrzesień 2005 wynosi 2,5%, dokładnie w środku celu NBP.



Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Leszek Balcerowicz, prezes NBP

Reuters, 29 października

[Wzrost PKB o] 4,5% w trzecim kwartale to są szacunki ekspertów NBP. Jak się okazuje, wedle GUS wzrost w trzecim kwartale będzie wyższy, co nas cieszy, bo byłoby to potwierdzenie, że ożywienie gospodarcze utrzymuje się.

Krzysztof Rybiński, wiceprezes NBP

PAP, 22 października

Nasze prognozy eksperckie mówią o tym, że inflacja na koniec roku będzie nieco powyżej 4,0%. Wydaje się, że jest ryzyko, iż proces obniżania inflacji będzie przebiegał wolniej, niż jest to zakładane przez ministra finansów. [...] Mamy bardzo silny wzrost cen ropy, dużo wyższy niż był prognozowany, gdy mieliśmy projekcje sierpniową. To oddziaływa na inflację pchając ją do góry szczególnie w krótkim okresie, horyzontie roku-półtora. Później inflacja spada z powodu efektu jaki wysokie ceny mają na wzrost gospodarczy. [...] Od czasu projekcji w sierpniu nastąpiło umocnienie złotego i wiele zależy od tego, jakie są perspektywy dla złotego w najbliższych kwartałach, czy będzie się umacniał, czy pozostanie na obecnym poziomie, czy się osłabi.

Dariusz Filar, członek RPP

konferencja RPP; PAP, 27 października

Zdajemy sobie sprawę z tego jakie ryzyka towarzyszą prognozowaniu kursu walutowego. Z drugiej strony, nie możemy przeoczyć faktu, że dokonało się umocnienie kursu złotego i to wzmocnienie trwało na tyle długo, że można było się w tym dopatrywać pewnej tendencji. I stąd pojawiło się to w komunikatach Rady. Kurs osiągnął określony poziom i jako taki powinien być postrzegany.

Andrzej Sławiński, członek RPP

Rzeczpospolita, 25 października

Rada nie podniosła stóp, ponieważ złoty się umocnił. Silny wpływ złotego na inflację w Polsce nie wynika z wiary RPP w cokolwiek. Jest faktem stwierdzonym empirycznie.

Halina Wasilewska-Trenkner, członek RPP

PAP, 2 listopada

Jeżeli wzrost cen w I kwartale przyszłego roku będzie miał charakter przejściowy, to podwyższenie stóp nie będzie konieczne. Jeżeli będą inne elementy na ten wzrost wpływały, to niestety może się okazać, że będzie to potrzebne.

Jeżeli takie ryzyko się pojawi [presji inflacyjnej w przyszłości], to trzeba będzie przeciwdziałać. W perspektywie, w której możemy oddziaływać, wydaje nam się, że dzięki różnym zdarzeniom jakie miały miejsce, jest szansa, że inflacja powróci do wnętrza przedziału. Jeżeli się okaże że to jest za mało, wtedy trzeba będzie podciągnąć narzędzie, które mamy do dyspozycji, by do tego centrum przedziału powrócić.

Andrzej Wojtyna, członek RPP;

Reuters, 21 października

Obecnie w bilansie inflacyjnym przeważają czynniki, które ograniczają wzrost cen: wzrost płac jest niższy niż wzrost wydajności pracy, luka popytowa jest prawdopodobnie jeszcze ujemna, proinflacyjny wpływ akcesji wygasa, a złoty pozostaje silny wzmocniając restrykcyjność polityki pieniężnej.

Trzeba pamiętać o ukierunkowaniu polityki RPP na przyszłość i o domykaniu się luki popytowej. Fakt, że bilans ryzyka nie zmienił się w porównaniu z wrześniem, nie oznacza, że w najbliższych miesiącach nie nastąpi zmiana stóp. [...] Głównym ryzykiem dla inflacji jest to, że ujemna luka popytowa przekształci się w dodatnią i presja inflacyjna będzie narastać. [...] Jeśli popyt wewnętrzny przez kilka kwartałów będzie rósł szybciej niż potencjalny PKB, to ujemna luka popytowa się domyka i może stać się dodatnią.

Patrząc wstecz, Rada mogła inaczej rozłożyć akcenty uzasadniając sierpniową decyzję. Podwyżka stóp miała w dużej mierze na celu wsparcie rządu w negocjacjach płacowych. [...] Rynki nadmierną wagę przywiązały do utożsamiania się Rady z tą projekcją [inflacyjną].

Komentarz

Prezes NBP zasugerował, że wzrost gospodarczy w III kwartale br. był wyższy niż przewidzieli eksperci banku centralnego i wielu analityków rynkowych. Co ciekawe, wypowiedź Balcerowicza sugeruje, że opiera się on na informacjach z urzędu statystycznego, a nie czystych domysłach. Oficjalne dane GUS opublikuje ok. 10 grudnia. Być może pozytywna niespodzianka ze strony tempa rozwoju gospodarczego ułatwi członkom RPP podjęcie decyzji o podwyżce stóp procentowych.

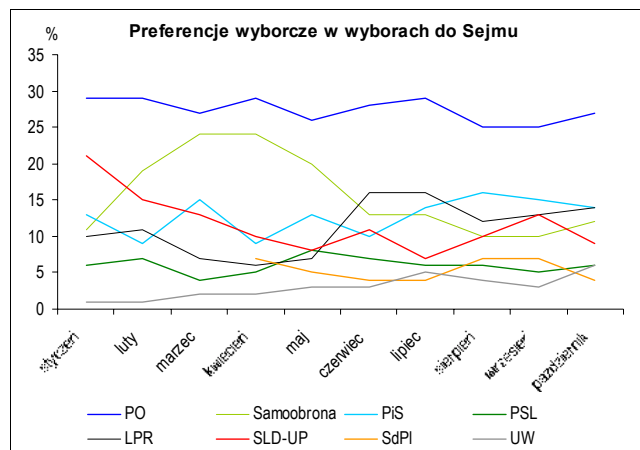
Zdaniem wiceprezesa NBP eksperci banku centralnego są mniej optymistyczni niż Ministerstwo Finansów odnośnie tempa spadku inflacji. Wcześniej minister finansów Mirosław Gronicki przewidywał, że dwunastomiesięczny CPI w grudniu br. powinien się obniżyć do nieco poniżej 4%, a później może spaść nawet do ok. 2% w okresie kwiecień-czerwiec 2005 r. Według NBP inflacja na koniec br. wyniesie nieznacznie powyżej 4%, w I kwartale 2005 wzrośnie, a jej późniejsza redukcja powinna być wolniejsza i dłuższa niż przewiduje ministerstwo. Bardziej szczegółowa ścieżka przewidywanej przez NBP inflacji zostanie zaprezentowana w ramach zaktualizowanej projekcji inflacji, która według Rybińskiego zostanie opublikowana 30 listopada. Oznacza to, że uczestnicy rynku ponownie poznają wyniki projekcji dopiero po posiedzeniu RPP. Niestety.

Ostatnie wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego wyraźnie zwracają uwagę na znaczenie postępującej aprecjacji złotego dla restrykcyjności polityki pieniężnej. Wprawdzie niektórzy członkowie RPP zwracają uwagę na niepewność związaną z prognozowaniem kursu, jednak – jak dosadnie stwierdził Andrzej Sławiński w artykule dla *Rzeczpospolitej* – „we wrześniu Rada nie podniosła stóp, ponieważ złoty się umocnił”. Podobnie było też chyba w październiku. Oczywiście nie bez znaczenia pozostają też inne czynniki, jak niska presja płacowa, sygnały o wciąż małej aktywności inwestycyjnej czy powolnej poprawie sytuacji na rynku pracy. Wydaje się jednak, że jeśli trend umocnienia złotego byłby nadal kontynuowany, to moment kolejnej podwyżki stóp może się nieco odwlec w czasie. Nadal nie uważamy jednak, aby oznaczało to, że cykl podwyżek stopy referencyjnej został już zakończony.

Wypowiedzi Haliny Wasilewskiej-Trenkner wskazują, że chociaż jej zdaniem bilans ryzyk dotyczących przyszłej inflacji zmienił się ostatnio na korzyść, to jednak potencjalna presja inflacyjna w średnim okresie nadal jest istotna. Członkini RPP podkreśliła, że Rada nie zamierza reagować na przejściowe wahania wskaźnika cen, ale skupia się na średnioterminowych perspektywach. Naszym zdaniem potwierdza to, że RPP nie musi czekać z kolejną podwyżką stóp aż do I kwartału 2005, kiedy to nastąpi ponowny wzrost inflacji, ale decyzję o zaostrzeniu polityki pieniężnej może podjąć jeszcze w tym roku, kiedy potwierdzą się oczekiwania nt. czynników zwiększających zagrożenie dla celu inflacyjnego w horyzoncie kilku kwartałów (np. dane o inwestycjach w dużych przedsiębiorstwach i dane o PKB w III kw. br.)

Również Andrzej Wojtyna zdaje się reprezentować podobne stanowisko w sprawie perspektyw polityki pieniężnej. Chociaż bilans czynników wpływających na perspektywę inflacji jest obecnie stosunkowo korzystny, to jednak jego zdaniem należy pamiętać o domykającej się luce popytowej, która może ten bilans czynników zmienić w niedługiej przyszłości. Sugeruje to, że RPP będzie uważnie obserwować tempo wzrostu popytu krajowego i śledzić wszelkie oznaki ożywienia inwestycji. Wojtyna oczekuje, że ożywienie to nastąpi już wkrótce, przejmując rolę głównego motoru wzrostu gospodarczego. Członek RPP dodał też, że rynki finansowe przywiązały nadmierną wagę do utożsamiania się Rady z projekcją inflacyjną, a wyższa od oczekiwań podwyżka stóp procentowych w sierpniu miała w dużej mierze na celu wsparcie rządu w negocjacjach płacowych. Zdaniem Wojtyny, nowa projekcja inflacji pokaże bardziej pozytywne perspektywy inflacji. Powiedział też, że RPP nie będzie brała udziału w przygotowaniu listopadowej projekcji, co sugeruje, że stopień identyfikacji członków Rady z wnioskami projekcji raczej się nie zwiększy tym razem. Chociaż z czasem projekcja inflacyjna powinna mieć coraz większe znaczenie dla RPP.

Pod lupą: Rząd i polityka



Wotum zaufania przeszło! Wybory wiosną, czy na jesieni?

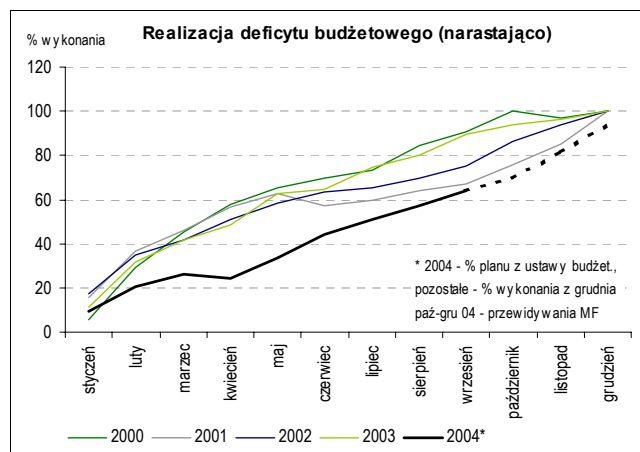
- Zgodnie z oczekiwaniami rząd Marka Belki wygrał w Sejmie głosowanie wniosku o wotum zaufania znaczną przewagą głosów. Odrzucono również wnioski o wotum nieufności wobec ministra zdrowia i ministra spraw zagranicznych.
- ... chociaż na krótko przed głosowaniami wzrosła niepewność co do ich wyniku z powodu wewnętrznych konfliktów w SLD.
- Zgodnie z wcześniejszymi ustaleniami polityków miało to oznaczać, że wybory parlamentarne odbędą się na wiosnę, pod koniec maja 2005. Pamiętać jednak należy, że część polityków zarówno koalicji rządzącej, jak i opozycji coraz bardziej otwarcie popiera utrzymanie kadencji parlamentu do terminu konstytucyjnego, czyli do jesieni 2005.
- Wyniki sondaży potwierdzają, że utworzenie po wyborach rządu o spójnym programie gospodarczym będzie niezwykle trudne.

Wyniki głosowania Sejmu w sprawie 50% PIT

	ZA	PRZECIW	Wstrzym.	Nieobecni
SLD	131	4	4	18
PiS	39	0	0	5
PSL	36	1	0	3
SdPI	29	0	0	4
Samoobrona	22	0	0	9
LPR	19	0	1	5
Koła poselskie	19	6	3	7
Niezzrzeszeni	16	4	1	3
UP	14	0	0	1
PO	0	52	0	4

Wybory coraz bliżej, podatki coraz wyższe

- Sejm i Senat poparły projekt wprowadzenia od 2005 roku nowej, 50% stawki podatku PIT dla najbogatszych podatników, zarabiających powyżej 600 tys. zł rocznie.
- Tak wysoki próg dochodów oznacza, że wzrost podatku dotknie stosunkowo wąską grupę osób, a wpływy z tego tytułu nie będą istotne, czyli jest to propozycja typowo przedwyborcza. Według szacunków resortu finansów, stawka 50% obejmie zaledwie 4 tysiące podatników, przynosząc do budżetu około 240 mln zł.
- Jednak te szacunki zapewne nie biorą pod uwagę możliwego wzrostu skali unikania opodatkowania. Zdaniem ministra finansów Mirosława Gronickiego wystarczy, aby jedna piąta najbogatszych podatników zmieniła formę opodatkowania z PIT na CIT, a budżet w ogóle nie zyska na wyższym podatku. Większa skala ucieczki może wręcz spowodować spadek dochodów budżetu.



Budżet 2004 pod kontrolą, ale z 2005 jeszcze nie wiadomo

- Deficyt budżetu państwa po wrześniu wyniósł 63,9% całorocznego planu, co było zgodne z zapowiedziami MF.
- Wynik był lepszy niż w analogicznym okresie poprzednich lat. Dane te potwierdziły, że w tym roku nie ma większych problemów z realizacją budżetu, a deficyt w grudniu będzie o kilka miliardów niższy od 45,3 mld zł zaplanowanego w ustawie budżetowej (może nawet osiągnąć 40 mld zł.).
- Tymczasem parlament wciąż pracuje nad zmianami, które mają zapewnić oszczędności w kalkulowane w budżet na 2005 rok.
- Rządowy projekt podwyżki składek na ZUS dla przedsiębiorców nie ma poparcia w Sejmie. Pod znakiem zapytania jest też poparcie posłów dla reformy KRUS, która miała zapewnić budżetowi ponad 1 mld zł dodatkowych dochodów. Jeśli projekty te zostaną odrzucone, konieczne będą cięcia wydatków.

Prognozy KE parametrów fiskalnych (% PKB)

	Deficyt finansów publicznych	Dług publiczny brutto
Polska		
2004	-5,6	47,7
2005	-4,1	49,8
2006	-3,1	49,3
Czechy		
2004	-4,8	37,8
2005	-4,7	39,4
2006	-4,3	40,6
Węgry		
2004	-5,5	59,7
2005	-5,2	59,5
2006	-4,7	58,9

KE i ECB sceptycznie o Polsce w drodze do euro

- Komisja Europejska oraz Europejski Bank Centralny opublikowały niezależnie *Raport o konwergencji 2004* – dokument aktualizowany co dwa lata, który podsumowuje osiągnięcia krajów ubiegających się o członkostwo w strefie euro.
- Polska znalazła się obok Węgier na ostatnim miejscu wśród nowych członków UE, mając największą liczbę obszarów, które nie spełniają kryteriów wejścia do strefy euro.
- Zdaniem Komisji Europejskiej ryzyka związane z sytuacją fiskalną w Polsce mogą sprawić, że nasza droga do strefy euro się wydłuży i założona przez rząd data spełnienia kryteriów (2007) nie będzie dotrzymana.
- Co ciekawe, oficjalne prognozy makroekonomiczne KE dla Polski były dość optymistyczne, lepsze niż dla innych krajów regionu (patrz tabela obok).



Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Komentarz

Marek Belka, premier

Reuters, 21 października

Zawsze podkreślałem, że celem naszej polityki gospodarczej jest wejście do unii monetarnej, ale nigdy nie podawałem żadnej daty. Uważam, że wejście do euro tak, bo przynosi wszelkie korzyści, ale nie za wszelką cenę, nie na złamanie karku.

Jerzy Hausner, wicepremier, minister gospodarki i pracy

PAP, Reuters, 22 października

Od początku mówiłem, że ścieżka rozumowania jest taka: wzrost gospodarczy, naprawa finansów publicznych, podjęcie działań umacniających konkurencyjność polskiej gospodarki i wejście do strefy euro. Horyzont myślenia o tym to rok 2009, wcześniej absolutnie nie.

Jerzy Hausner, wicepremier, minister gospodarki i pracy

PAP, 4 listopada

Jestem pewien, że w III kwartale tego roku wzrost PKB przekroczy 5%, a dla trzech kwartałów wyniesie 6%. Nie zgadzam się z opinią, że w III kwartale będzie poniżej 5% PKB. Przewiduję, że będzie to 5,2-5,5%. W całym roku tempo wzrostu polskiej gospodarki wyniesie 5,7-5,8%. Stopa bezrobocia w grudniu 2004 roku ukształtuje się na poziomie 18,9-19%.

Mirosław Gronicki, minister finansów

Reuters, 4 listopada

Sądzę, że do końca roku będziemy mieli powolny spadek inflacji do około 4%, natomiast inflacja w pierwszych miesiącach 2005 może podskoczyć, zależnie od tego w jakim stopniu będzie można odczuć podwyżki cen regulowanych. [...] To nie będzie zbyt duży wzrost, może nawet nie będzie wzrostu [stopy inflacji r/r]. Myślę, że do marca będziemy się wahać w granicach 4-4,5%. Jeżeli nie będzie nadmiernego impulsu z tytułu transferów, to nie sądzę, że będziemy mieli do czynienia z problemem inflacyjnym. Cały czas uważamy, że inflacja pod koniec przyszłego roku będzie poniżej 3%. [...] Na pewno naturalna ścieżka dla popytu konsumpcyjnego w Polsce jest pomiędzy 3-4,5%, taka która jest do utrzymania z inflacją pomiędzy 2-3%. Jeżeli spożycie zacznie rosnać szybciej, to się inflacja nie utrzyma.

NBP wyliczył, że opłacalny kurs [EURPLN] jest 4,2 na podstawie informacji z początku roku. Jeżeli w ciągu roku *unit labour costs* [jednostkowe koszty pracy] znacząco spadły, to w tym momencie kurs opłacalny może być relatywnie niższy. To będzie dynamiczne i pod koniec przyszłego roku może być poniżej czterech złotych.

PAP, 4 listopada

Nowela ustawy o finansach publicznych [wprowadzająca metodologię unijną ESA95] powinna być gotowa jeszcze w tym roku. Na pewno metodologia unijna nie będzie obowiązywać w budżecie 2005 roku. Natomiast budżet powinien być już konstruowany w oparciu o tę metodologię.

Elżbieta Suchocka-Roguska, wiceminister finansów

PAP, 5 listopada

W pierwszych miesiącach 2005 nie przewidujemy żadnych kłopotów z wykonaniem budżetu. Po listopadzie liczymy, że deficyt będzie około 81% [planu]. W całym roku deficyt być może będzie o 2,5 mld zł niższy od planu.

Jarosław Kaczyński, prezes PiS

PAP, 5 listopada

PiS opowiada się przeciwko szybkiemu wprowadzeniu euro i nie zgadzamy się ani na 2009 rok, ani na 2010 rok. W przyszłości ta data będzie dla nas otwarta. [...] Przystąpienie do strefy euro trochę podobne jest to do umieszczenia pacjenta w szpitalu dla zakaźnie chorych w nadziei, że taka silna kuracja go uzdrowi.

Opublikowane w pod koniec października raporty o konwergencji Komisji Europejskiej i Europejskiego Banku Centralnego sugerowały, że data przystąpienia Polski do strefy euro może się opóźnić w związku z niemożnością wypełnienia fiskalnych kryteriów zbieżności do roku 2007, tak jak zaplanował polski rząd. Przedstawiciele rządu, chociaż z jednej strony utrzymują urzędowy optymizm, zapewniając, że sytuacja nie jest aż tak zła i kryteria powinny zostać spełnione na czas, to jednak z drugiej strony asekurują się, przyznając, że wiele zależy od konsekwencji przyszłych ekip politycznych u władzy, a poza tym utrzymanie szybkiego, zrównoważonego wzrostu gospodarczego i konkurencyjności gospodarki jest dla Polski ważniejsze niż jak najszybsze przyjęcie wspólnej waluty.

Nie tylko prezes NBP, ale też przedstawiciele rządu – wicepremier Jerzy Hausner i minister finansów Mirosław Gronicki – stwierdzili w ostatnich tygodniach, że chociaż wzrost gospodarczy w III kwartale br. obniżył się w porównaniu z pierwszą połową roku, to jednak nie był prawdopodobnie aż tak słaby jak sądziła część analityków. Podejrzewamy, że podstawą do ich wypowiedzi były wstępne informacje udostępnione im przez GUS. Cieszy nas to o tyle, że nasza prognoza PKB na III kwartał (5,1%) jest stosunkowo bliska wymienianych przedziałów.

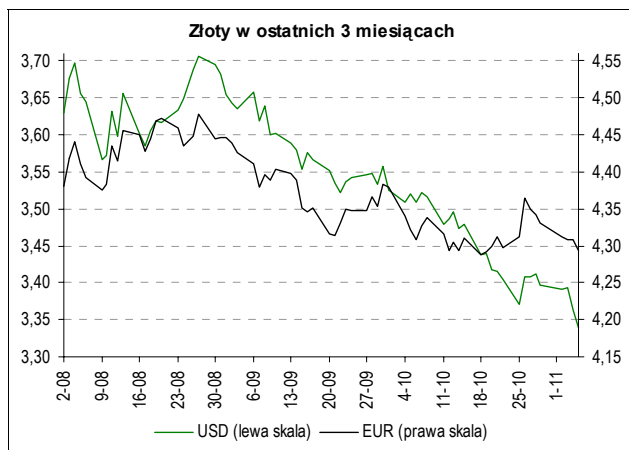
Ścieżka inflacji przewidywana przez ministra finansów Mirosława Gronickiego wydaje się dość optymistyczna. Zakłada ona stosunkowo słaby wzrost cen na początku 2005 roku, spadek CPI poniżej 2,5% w połowie roku (z powodu efektu wysokiej bazy), a następnie nieznaczne tylko przyspieszenie inflacji w ostatnich miesiącach roku – tak, że stopa inflacji w drugiej połowie roku utrzymuje się poniżej 3%. Nie wiemy, jakie założenia odnośnie stóp procentowych kryją się za tym scenariuszem inflacji. Jednak wydaje się, że nawet tak optymistycznych przewidywaniach należy oczekiwać lekkiego zaostrzenia polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach. Mimo wszystko, nadal jest to scenariusz odbiegający od oczekiwań banku centralnego – członkowie Rady Polityki Pieniężnej wielokrotnie podkreślali, że celem RPP jest sprowadzenie inflacji trwale do poziomu 2,5%, a nie tylko do wewnątrz przedziału wahań 2,5% ± 1 pp. A trzeba pamiętać, że – zgodnie z wypowiedzią wiceprezesa NBP – prognozy banku centralnego wskazują, że redukcja inflacji w średnim okresie będzie wolniejsza i słabsza niż przewiduje resort finansów.

Już kilka miesięcy temu minister finansów zapowiadał, że będzie się starał, aby już w 2005 roku obowiązywała w Polsce definicja długu publicznego zgodna z metodologią ESA-95. Jednak system ESA-95 nie będzie obowiązywał „całościowo”, tj. cała sprawozdawczość budżetowa będzie prowadzona wg obecnych standardów. Tak czy inaczej, umożliwi to uniknięcie przekroczenia granicy 55% PKB przez dług publiczny.

Wykonanie budżetu w 2004 roku jest nadal lepsze niż planowano, a szacunki ministerstwa finansów sugerują, że deficyt na koniec grudnia może być ponad 2 mld zł niższy od poziomu 45,3 mld założonego w ustawie budżetowej. Wydaje się jednak, że te szacunki są dość ostrożne, a wicepremier Hausner mówi o możliwości obniżenia deficytu nawet o 5 mld złotych, co jest bliskie naszym szacunkom.

Kluczowe decyzje w sprawie przystąpienia Polski do strefy euro, a także najprawdopodobniej wprowadzenia złotego do systemu ERM-2, będą należały już do następnego rządu, który powstanie po wyborach. Niestety różnice zdań wśród potencjalnych przyszłych koalicjantów są w tej sprawie zasadnicze. Prawdopodobna koalicja PO i PiS po wyborach nie będzie łatwa. Odnosi się to w szczególności do kwestii ekonomicznych. Przystąpienie do strefy euro nie jest zresztą jedynym obszarem, w którym obie partie mają rozbieżne stanowiska – PiS poparł ostatnio wprowadzenie 50% PIT, a w swoim programie ekonomicznym proponuje m.in. likwidację RPP i zobowiązanie banku centralnego do większej troski o wzrost gospodarczy.

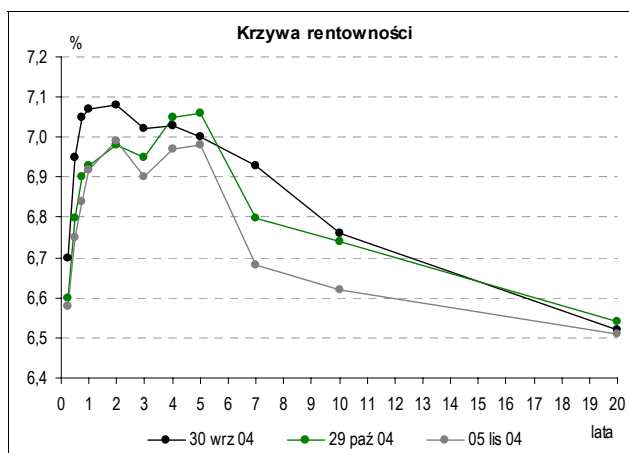
Monitor rynku



Złoty najmocniejszy wobec dolara od siedmiu lat

Październik nie przyniósł większych niespodzianek ani w polityce pieniężnej, ani na scenie politycznej, dlatego na polskim rynku utrzymały się pozytywne nastroje. Mimo dużej zmienności w ciągu miesiąca notowania obligacji pozostały prawie bez zmian, natomiast złoty odnotował dalszą wyraźną aprecjację.

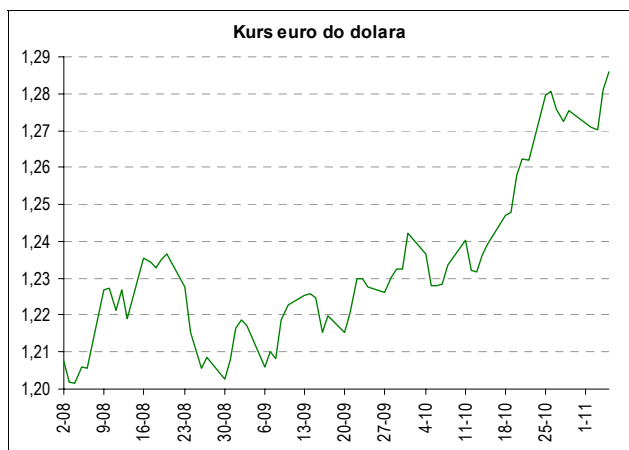
Na początku ub. m. rynek umacniał się, kontynuując trendy zapoczątkowane jeszcze we wrześniu. Sprzyjało temu podniesienie perspektywy ratingu dla polskiego długu przez agencję S&P oraz słabe dane z rynku pracy w USA. Dopiero zamieszanie przed głosowaniem nad wotum zaufania dla rządu spowodowało niewielkie osłabienie, ale wygrana pozwoliła na ponowne odbicie. Negatywny wydzźwięk *Raportu o konwergencji* osłabił złotego, choć reakcja nie była tak gwałtowna jak można się było spodziewać. Z kolei dane o wysokich cenach żywności wpłynęły negatywnie na rynek długu, który jednak następnie odrobił część strat, gdy niektórzy inwestorzy odebrali komunikat RPP jako mocno gołębi.



Ponadto należy mieć na uwadze, że z powodu prywatyzacji PKO BP w październiku złoty był pod presją aprecjacyjną, ze względu na możliwy popyt ze strony instytucji zagranicznych. Dzięki temu, na koniec miesiąca złoty był mocniejszy niż w ostatnim dniu września o ponad 2% wobec koszyka dolar-euro. Tymczasem krzywa rentowności przesunęła się nieznacznie, bowiem jej zmiany nie przekroczyły ± 10 pkt. bazowych.

Na początku listopada aprecjacja złotego przyspieszyła. Pod wpływem rosnącego EURUSD złoty gwałtownie wzmocnił się i wobec dolara osiągnął najsilniejszy poziom od połowy 1997 r. Umocnił się również rynek papierów skarbowych dzięki informacji o wyższych od planu przychodach z prywatyzacji.

Spodziewamy się, że do końca roku zarówno na rynku walutowym, jak i obligacji skarbowych utrzymają się obecne, mocne poziomy.

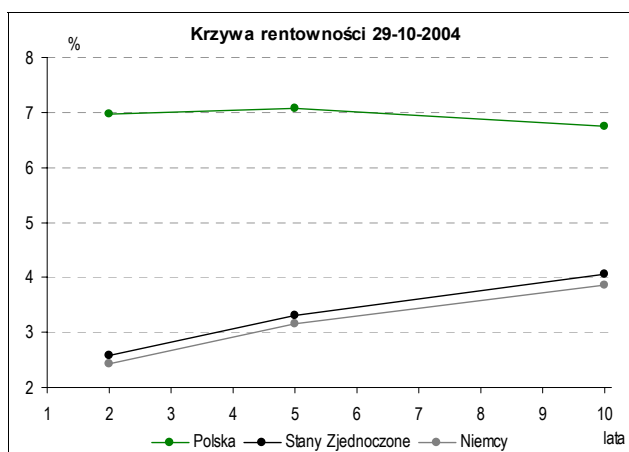


Dolar jeszcze słabszy

Sytuacja na rynkach walutowych nadal jest niestabilna. Od końca sierpnia dolar amerykański znacznie osłabił się wobec euro. W drugiej połowie października nastąpiło przyspieszenie tego trendu po serii niekorzystnych danych z gospodarki amerykańskiej i kurs EURUSD przekroczył poziom 1,25 wcześniej niż oczekiwaliśmy.

W związku z wyborami prezydenckimi do wątpliwości odnośnie trwałości ożywienia dołączyła niepewność polityczna. Po zwycięstwie obecnego prezydenta kurs EURUSD wzrósł do poziomu 1,29. Niektórzy analitycy obawiają się, że administracja Busha będzie raczej popierała słabego dolara, by chronić gospodarkę narastającym deficytem obrotów bieżących.

Dolarowi nie pomogły nawet bardzo dobre dane z rynku pracy. Oczekujemy, że kurs EURUSD pozostanie bliski poziomowi 1,30 do końca pierwszego kwartału przyszłego roku.



Rynek papierów dłużnych stabilniejszy

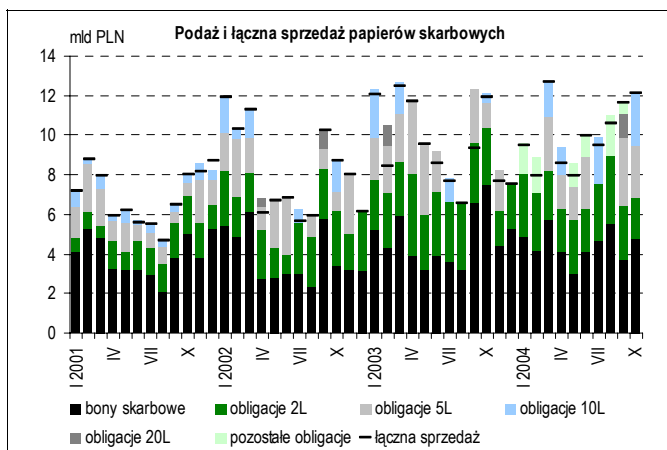
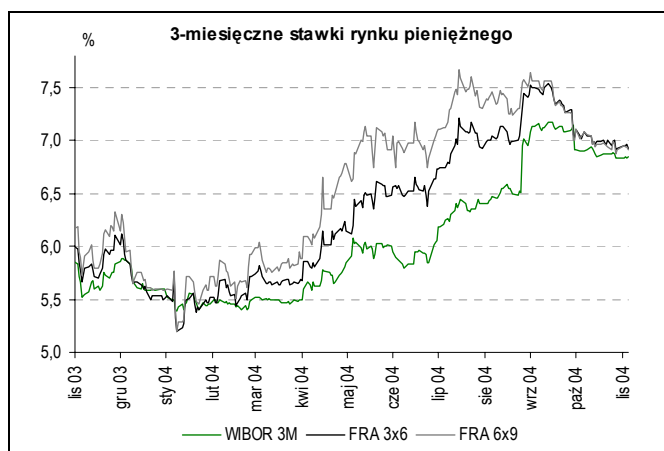
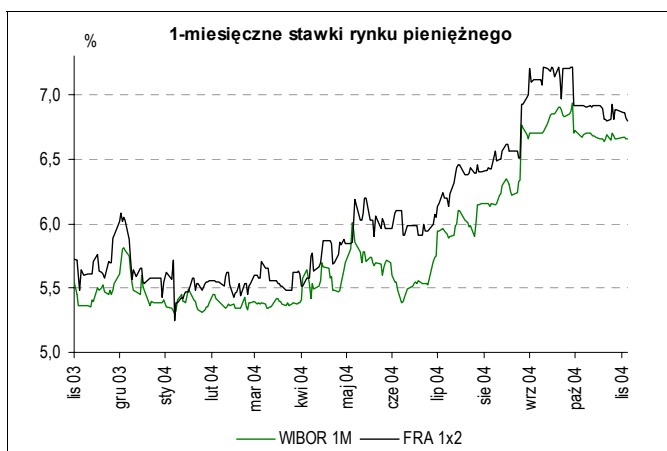
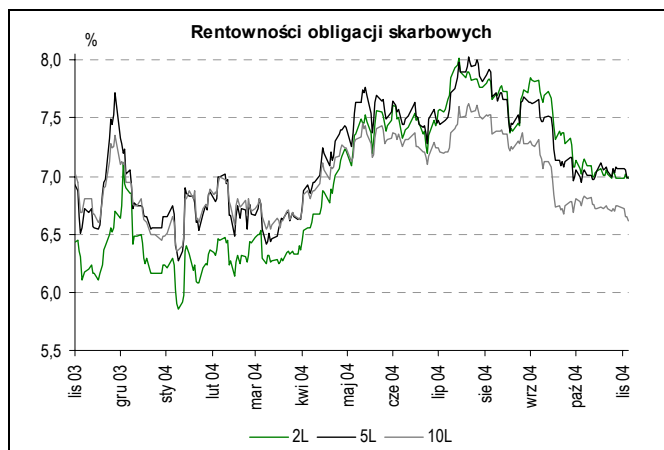
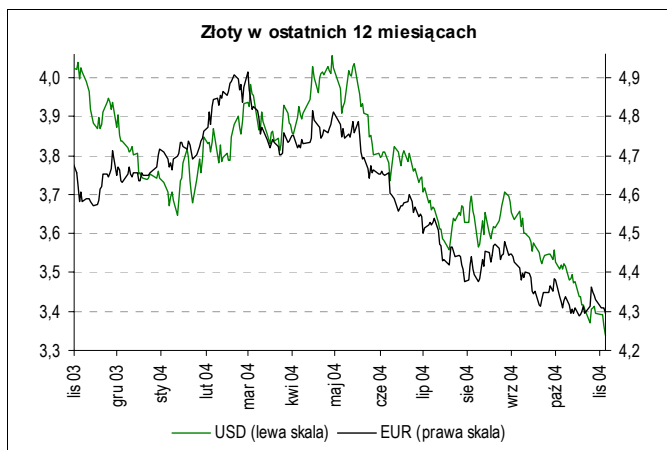
W październiku, przy nieznacznie zmienionych cenach, premia za ryzyko dla polskich obligacji mierzona różnicą pomiędzy oczekiwaną 5-letnią stopą procentową w Polsce i w strefie euro za pięć lat pozostała bez zmian na poziomie około 145 pkt. bazowych po umiarkowanych wahaniach w ciągu miesiąca.

W ubiegłym miesiącu na rynku papierów dłużnych w Stanach Zjednoczonych rentowności utrzymywały się w trendzie horyzontalnym i nie został jeszcze przełamany trend spadkowy trwający, mimo podwyżek stóp, od połowy czerwca br. Zwycięstwo George'a W. Busha w wyborach prezydenckich spowodowało jedynie nieznaczne i krótkotrwałe osłabienie rynku długu.

Perspektywy rynku papierów dłużnych są wysoce niepewne. Tym niemniej w głównym scenariuszu spodziewamy się umiarkowanego wzrostu rentowności do końca 2004 r. i w 2005 r.

Źródło: Reuters, BZ WBK

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	13-tyg.	52-tyg.	Suma
4.10.2004	100 / 100	900 / 900	1 000 / 1 000
11.10.2004	100 / 100	800 / 800	900 / 900
18.10.2004	100 / 100	800 / 800	900 / 900
25.10.2004	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
29.10.2004	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
razem październik	300 / 300	4 500 / 4 500	4 800 / 4 800
8.11.2004	-	1 000	1 000
15.11.2004	-	1 000	1 000
22.11.2004	-	1 000	1 000
29.11.2004	-	1 100	1 100
razem listopad	-	4 100	4 100
grudzień *	100	2 200 - 3 900	

* na podstawie wstępnej informacji na cały IV kwartał

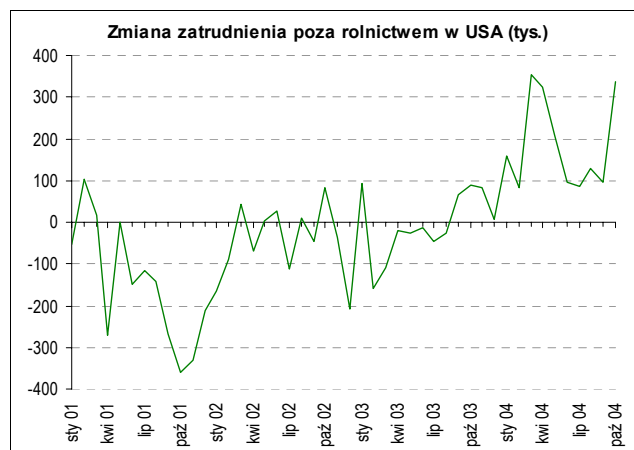
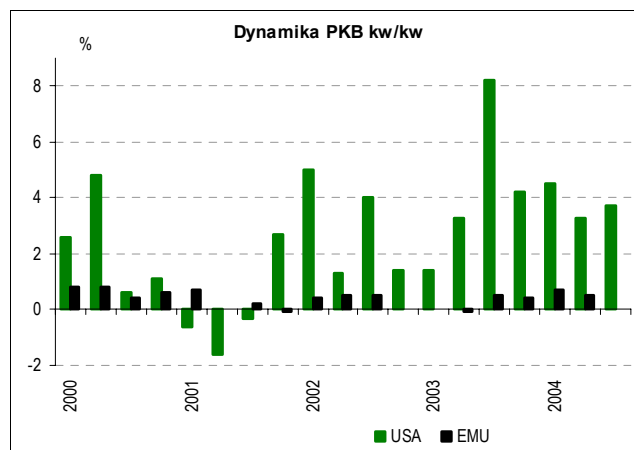
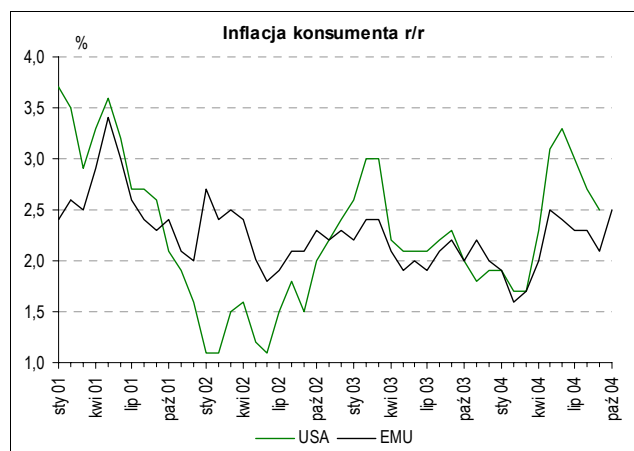
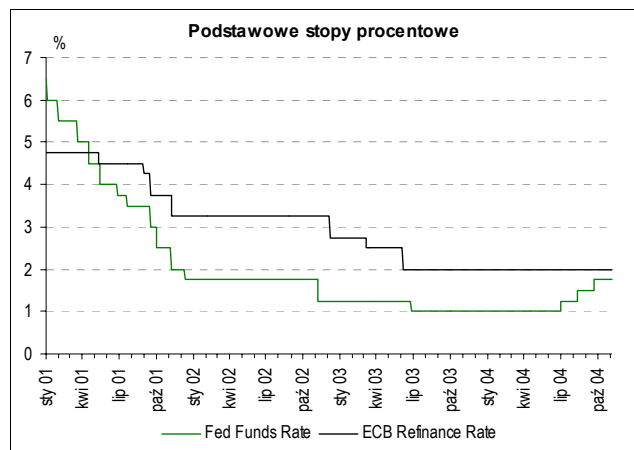
Przetargi obligacji skarbowych w 2004 r. (mln zł)

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	OK1206	2 700,0	2 700,0	8.09*	WS0922	1 200,0	1 200,0	15.09*	DS0509	3 480,0	3 480,0
październik	06.10	OK1206	2 000,0	2 000,0	13.10	DS1015	2 600,0	2 600,0	20.10	DS0509	2 700,0	2 700,0
listopad	03.11	OK1206	2 000,0	2 000,0	10.11	WZ0307/0911	1 000 - 2 000	-	17.11	DS0509	2 000 - 3 000	-
grudzień	01.12	OK1206	2 000 - 3 000	-	-	-	-	-	-	-	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve

Stopy EBC nadal bez zmian, Fed wykona kolejny ruch

▪ Zgodnie z oczekiwaniami, Rada EBC nie zmieniła stóp procentowych na posiedzeniu 4 listopada. Od czerwca 2003 r. główna stopa procentowa w strefie euro – stopa refinansowa – wynosi 2,0%. Prezes EBC ostrzegł, że wzrost inflacji w ostatnim okresie jest niepokojący, ale w perspektywie średnioterminowej ceny powinny pozostać pod kontrolą. Oceniał on, że wzrost gospodarczy utrzymuje się, choć jego trwałość nie jest pozbawiona zagrożeń. Pierwsza podwyżka stóp procentowych przez EBC jest prawdopodobna dopiero w połowie przyszłego roku.

▪ Najbliższe posiedzenie amerykańskiego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC) jest zaplanowane na 10 listopada. Oczekiwana rynkowe wskazują, że czwarty z rzędu wzrost stóp procentowych o 25 pkt. bazowych jest wysoce prawdopodobny. FOMC spotka się w tym roku jeszcze raz 14 grudnia.

Nieoczekiwany wyskok inflacji w strefie euro

▪ W strefie euro, zgodnie z prognozą rynku, wstępne szacunki inflacji we wrześniu zostały zrewidowane w dół w publikacji finalnej. Ceny wzrosły o 0,2% m/m i roczna stopa inflacji spadła do 2,1% z 2,3% w sierpniu. Według wstępnych szacunków, w październiku inflacja wzrosła aż do 2,5%, wyraźnie powyżej prognozy rynku na poziomie 2,2%. Na skutek wysokich cen ropy inflacja osiągnęła najwyższy poziom od pięciu miesięcy. Szósty miesiąc z rzędu przekracza ona górną granicę celu inflacyjnego EBC (2,0%).

▪ W Stanach Zjednoczonych dane o inflacji były zgodne z oczekiwaniami. Ceny konsumenta wzrosły we wrześniu o 0,2% m/m. Przełożyło się to na spadek rocznej stopy inflacji do 2,5% z 2,7% w sierpniu. Jednak dane o inflacji bazowej były nieco wyższe niż oczekiwano. Wyniosła ona 0,3% m/m wobec prognozowanych 0,2%. Roczna stopa inflacji bazowej wzrosła do 2,0% z 1,7%.

Kondycja gospodarki amerykańskiej poprawia się

▪ Według przyspieszonej informacji o wzroście gospodarczym w Stanach Zjednoczonych, wzrost PKB wyniósł w trzecim kwartale br. 3,7% kw/kw, wyraźnie więcej niż 3,3% odnotowane w drugim kwartale 2004 r. Choć wynik był słabszy niż średnia prognoza rynkowa na poziomie 4,2%, to dane te sugerują, że kondycja gospodarki amerykańskiej poprawia się. W III kwartale zanotowano znaczne przyspieszenie dynamiki popytu konsumpcyjnego.

▪ Opublikowane w połowie października dane dotyczące wzrostu gospodarczego w strefie euro w drugim kwartale potwierdziły wcześniejsze szacunki. Wzrost PKB wyniósł 0,5% kw/kw i 2,0% r/r. Natomiast dane za pierwszy kwartał zostały zrewidowane w górę o 0,1 pkt. proc. do odpowiednio 0,7% i 1,4%. Ponadto, Komisja Europejska potwierdziła prognozy wzrostu w trzecim i czwartym kwartale na poziomie 0,3-0,7% w ujęciu kwartalnym.

Bardzo mocne dane z amerykańskiego rynku pracy

▪ Dane z rynku pracy w USA okazały się znacznie lepsze od oczekiwań. W październiku zatrudnienie w sektorach nierolniczych wzrosło aż o 337 tys. osób, najwięcej od 7 miesięcy, znacznie powyżej prognozy rynku na poziomie 169 tys. Co więcej, dane za sierpień i wrzesień zostały zrewidowane w górę w sumie o 113 tys. Stopa bezrobocia wzrosła do 5,5% w październiku z 5,4% we wrześniu, ze względu na wzrost liczby poszukujących pracy, podczas gdy prognoza rynku wskazywała na stopę bez zmian.

▪ Indeks nastrojów przedsiębiorców niemieckich IFO odnotował w październiku nieoczekiwany wzrost do 95,3 pkt z 95,2 pkt we wrześniu. Był to pierwszy wzrost indeksu od trzech miesięcy, podczas gdy średnia prognoza rynku wskazywała na spadek do 94,8 pkt. Ocena bieżącej sytuacji gospodarczej pogorszyła się, a oczekiwania na przyszłość są lepsze niż przed miesiącem.



Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
1 listopada Wszystkich Świętych EMU: PMI (X) USA: ISM (X)	2 USA: Wybory prezydenckie	3 POL: Przetarg obligacji 0K1206 GER: Bezrobocie (X) USA: Zamówienia w przemyśle (IX)	4 EMU: Ceny producenta (IX) EMU: Bezrobocie (IX) EMU: Posiedzenie EBC	5 GER: Produkcja przemysłu (IX) EMU: Sprzedaż detaliczna (IX) USA: Zatrudnienie (X)
8 POL: Przetarg bonów skarbowych	9	10 POL: Podaż pieniądza (X) POL: Przetarg obligacji WZ0307, WZ0911 i IZ0816 FRA: Produkcja przemysłu (IX) USA: Posiedzenie Fed USA: Handel zagraniczny (IX)	11 Święto Niepodległości GER: PKB (III kw.)	12 ITA: Produkcja przemysłu (IX) ITA: PKB (III kw.) FRA: Inflacja wstępna (X) FRA: PKB (III kw.) EMU: PKB (III kw.) USA: Sprzedaż detaliczna (X)
15 POL: Inflacja (X) POL: Przetarg bonów skarbowych ITA: Inflacja finalna (X)	16 USA: Ceny producenta (X)	17 POL: Przetarg obligacji DS0509 POL: Podaż pieniądza (X) POL: Płace i zatrudnienie (X) EMU: Inflacja finalna (X) EMU: Produkcja przemysłu (IX) USA: Inflacja (X) USA: Produkcja przemysłu (X)	18	19 POL: Produkcja przemysłu (X) POL: Ceny producenta (X) FRA: Inflacja finalna (X)
22 POL: Przetarg bonów skarbowych POL: Koniunktura (XI) EMU: Handel zagraniczny (IX)	23 POL: Inflacja bazowa (X) POL: Posiedzenie RPP (I dzień)	24 POL: Posiedzenie RPP (decyzja) POL: Sprzedaż detaliczna (X) POL: Bezrobocie (X)	25 POL: Ceny żywności (I poł. XI) GER: IFO (XI) EMU: Bilans płatniczy (IX)	26
29 POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: Podaż pieniądza (X)	30 POL: Bilans płatniczy (IX) ITA: Inflacja wstępna (XI) EMU: Inflacja wstępna (XI) EMU: Nastroje w biznesie; Koniunktura (XI) USA: PKB (III kw.)	1 grudnia POL: Przetarg obligacji 0K1206 EMU: PKB (III kw.) EMU: Bezrobocie (X) EMU: PMI (XI) USA: ISM (XI)	2 GER: Bezrobocie (XI) EMU: Posiedzenie EBC EMU: Ceny producenta (X) USA: Zamówienia w przemyśle (X)	3 EMU: Sprzedaż detaliczna (X) USA: Zatrudnienie (XI)
6 POL: Przetarg bonów skarbowych	7	8	9 GER: Produkcja przemysłu (X)	10 USA: Ceny producenta (XI)

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	26-27	23-24	-
PKB*	-	20	-	-	-	9	-	-	8	-	-	-
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	23	23	22	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	22	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	29	30	30
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 ^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

		paź 03	lis 03	gru 03	sty 04	lut 04	mar 04	kwi 04	maj 04	cze 04	lip 04	sie 04	wrz 04	paź 04	lis 04
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,1	9,2	13,9	14,4	18,3	23,5	21,8	12,2	15,8	6,0	13,7	9,3	3,5	10,4
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	10,3	11,4	17,3	7,6	12,1	20,7	30,6	4,0	8,6	10,9	9,6	8,8	9,4	11,8
Stopa bezrobocia	%	19,3	19,5	20,0	20,6	20,6	20,4	19,9	19,5	19,4	19,3	19,1	18,9	18,8	18,9
Place brutto ^{b c}	% r/r	3,0	4,1	5,1	3,5	6,3	7,0	4,6	4,4	4,5	3,6	5,1	3,7	4,3	4,6
Zatrudnienie ^b	% r/r	-3,2	-3,3	-3,5	-1,4	-1,5	-1,3	-1,1	-0,9	-0,7	-0,7	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2
Eksport ^d	% r/r	9,1	8,7	16,4	10,6	18,3	28,2	27,6	20,5	39,4	16,5	24,8	10,9	16,3	18,3
Import ^d	% r/r	2,9	1,4	9,6	6,1	4,6	25,8	36,4	16,2	35,2	9,0	16,9	10,1	17,4	18,3
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-223	-420	-658	-369	-9	-535	-986	-349	-89	-340	-26	-200	-320	-500,0
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	347	-295	-770	-130	-14	-447	-487	-543	-269	-318	462	-350	-320	-300,0
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-2,2	-2,1	-2,2	-2,1	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,3	-1,5	-1,8	-1,8
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-34,8	-35,5	-37,0	-4,2	-9,4	-11,8	-11,0	-15,3	-19,9	-23,2	-25,9	-29,0	-31,5	-37,0
Deficyt budżetowy (narastająco)	% całego roku	94,2	96,1	100,0	9,3	20,7	26,1	24,3	33,8	43,9	51,3	57,1	63,9	69,5	81,7
Inflacja (CPI)	% r/r	1,3	1,6	1,7	1,6	1,6	1,7	2,2	3,4	4,4	4,6	4,6	4,4	4,4	4,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,7	3,7	3,7	4,1	4,2	4,9	7,6	9,6	9,1	8,6	8,5	8,0	7,5	7,4
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	4,7	5,6	5,6	5,1	5,1	5,7	8,5	6,4	7,2	6,8	7,4	6,4	9,2	7,2
Zobowiązania	% r/r	1,5	3,3	3,7	3,4	3,5	4,8	8,4	6,2	6,9	6,4	7,6	6,8	10,6	6,9
Należności	% r/r	7,5	8,5	8,1	7,4	7,7	6,1	8,5	6,1	5,7	4,6	5,2	4,0	9,9	7,9
USD/PLN	PLN	3,92	3,94	3,79	3,74	3,84	3,89	3,97	3,93	3,78	3,64	3,64	3,58	3,46	3,35
EUR/PLN	PLN	4,59	4,62	4,66	4,71	4,85	4,77	4,76	4,72	4,59	4,47	4,43	4,37	4,32	4,32
Stopa interwencyjna ^a	%	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	6,00	6,50	6,50	6,50	6,75
WIBOR 3M	%	5,42	5,68	5,69	5,46	5,46	5,49	5,69	5,99	5,91	6,34	6,58	7,12	6,89	6,92
Stopa lombardowa ^a	%	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	7,50	8,00	8,00	8,00	8,25
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,30	5,95	6,02	5,59	5,78	5,87	6,20	6,65	6,79	7,15	7,24	7,38	7,00	7,10
Rentowność obligacji 2L	%	5,53	6,31	6,49	6,17	6,34	6,34	6,83	7,41	7,44	7,80	7,66	7,51	7,04	7,15
Rentowność obligacji 5L	%	6,04	6,86	6,82	6,65	6,76	6,60	7,13	7,57	7,50	7,79	7,65	7,33	7,03	7,10
Rentowność obligacji 10L	%	6,36	6,92	6,75	6,65	6,81	6,65	7,02	7,32	7,27	7,44	7,36	6,96	6,75	6,80

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	890,3	187,1	200,2	201,3	226,0	203,7	216,2	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	3,4	1,1	2,8	2,9	3,3	3,3	3,4	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	3,8	4,2	4,3
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-5,8	-0,9	7,0	-3,6	-1,7	0,4	0,1	3,5	3,3	8,0	10,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,1	8,7	13,2	4,4	9,1	8,9	12,2	19,0	16,4	9,6	7,7
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,9	7,9	9,1	1,2	9,8	6,4	12,4	13,6	11,3	4,7	6,6
Stopa bezrobocia ^a	%	20,0	20,0	19,2	20,6	19,7	19,4	20,0	20,4	19,4	18,9	19,2
Place realne brutto	% r/r	1,5	2,0	1,3	1,4	1,7	1,7	3,2	3,8	1,6	-0,4	0,3
Eksport ^b	% r/r	6,0	9,1	20,6	8,4	5,4	11,4	11,1	19,3	29,1	16,8	17,5
Import ^b	% r/r	3,5	3,3	17,4	3,1	-2,5	8,2	4,5	12,6	29,3	11,6	16,5
Bilans handlowy ^b	mIn EUR	-7 701	-5 077	-4 283	-1 529	-1 089	-1 155	-1 304	-909	-1 438	-566	-1 370
Rachunek bieżący ^b	mIn EUR	-5 404	-4 109	-3 120	-1 641	-1 176	-568	-724	-592	-1 302	-206	-1 020
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,7	-2,2	-1,6	-2,7	-2,4	-2,4	-2,2	-1,7	-1,7	-1,5	-1,6
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-39,4	-37,0	-40,5	-15,5	-23,8	-33,1	-37,0	-11,8	-19,9	-29,0	-40,5
Deficyt budżetowy	% PKB	-5,0	-4,5	-4,5	-8,3	-4,2	-4,6	-1,7	-5,8	-3,7	-4,1	-4,6
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 ^a	% r/r	0,8	1,7	4,4	0,6	0,8	0,9	1,7	1,7	4,4	4,4	4,4
Ceny produkcji	% r/r	1,0	2,6	7,2	3,0	2,2	1,9	3,4	4,4	8,8	8,4	7,4
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	-2,0	5,6	7,8	0,5	1,3	3,1	5,6	5,7	7,2	6,4	7,8
Zobowiązania ^a	% r/r	-4,1	3,7	7,3	-2,3	-1,9	-0,2	3,7	4,8	6,9	6,8	7,3
Należności ^a	% r/r	5,2	8,1	9,6	8,7	6,1	5,4	8,1	6,1	5,7	4,0	9,6
USD/PLN	PLN	4,08	3,89	3,68	3,90	3,83	3,93	3,89	3,82	3,89	3,62	3,38
EUR/PLN	PLN	3,85	4,40	4,55	4,19	4,36	4,42	4,62	4,78	4,69	4,43	4,31
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	6,23	6,37	5,60	5,20	5,60	5,47	5,87	6,68	6,92
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	6,58	5,75	4,94	4,86	5,76	5,75	6,24	7,26	7,07
Rentowność obligacji 2L	%	7,94	5,38	6,98	5,58	4,91	4,92	6,11	6,28	6,86	7,66	7,11
Rentowność obligacji 5L	%	7,86	5,61	7,11	5,50	4,98	5,38	6,57	6,67	7,10	7,59	7,08
Rentowność obligacji 10L	%	7,34	5,77	6,94	5,60	5,19	5,63	6,68	6,70	7,00	7,25	6,82

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 05.11.2004 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.