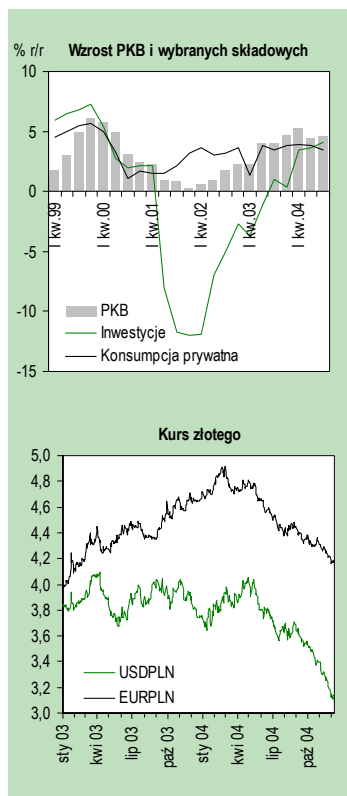


# MAKROskop

## Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Grudzień 2004



## Złoty interes

▪ **W ostatnim okresie obserwujemy silne umocnienie złotego oraz spadek rentowności na rynku obligacji skarbowych.** Przez polski rynek przelata się szeroka fala inwestorów zagranicznych, próbujących (skutecznie) zrobić dobry interes na aktywach denominowanych w złotych. Umocnienie złotego szło zresztą w parze z osłabieniem dolara na rynkach międzynarodowych. Ponieważ w najbliższym czasie istnieje ryzyko testowania intencji Europejskiego Banku Centralnego (możliwość interwencji) i kolejnych rekordowych poziomów kursu EUR/USD (1,37), jest możliwe, że również złoty jeszcze delikatnie zyska na wartości. W przyszłym roku oczekujemy jednak względnej stabilności na rynku EUR/USD (a nawet obniżenia tego kursu) i z tego tytułu zmniejszyć się może presja na aprecjację złotego. Nie uważamy również, aby były duże szanse na interwencje walutowe w Polsce, tym bardziej, że naszym zdaniem nie byłyby one uzasadnione. Jeśli rząd postrzeżałby, że silny złoty stwarza ryzyko dla opłacalności eksportu i tempa wzrostu gospodarczego w przyszłym roku, możliwe byłyby raczej operacje Ministerstwa Finansów na rynku walutowym (analogicznie, jak to miało miejsce w tym roku w celu wzmocnienia złotego), tj. kupno walut na wykup/obsługę zadłużenia zagranicznego (od jakiegoś czasu przedstawiciele rządu wspominają o możliwości wykupu długu Klubu Paryskiego). Należy również pamiętać, że wraz ze zbliżającymi się wyborami parlamentarnymi, których rezultat jak również polityka gospodarcza ukształtowana w ich wyniku są wciąż niepewne, wzrosnąć może premia za ryzyko przy inwestowaniu w polskie aktywa.

▪ **Tendencje kursowe są również kluczowe dla Rady Polityki Pieniężnej.** Wydaje się, że najważniejszą przyczyną uznania przez Radę, że bilans ryzyk dla przyszłej inflacji jest obecnie bardziej pozytywny, niż prezentowany w aktualnej wersji projekcji inflacji NBP, jest różnica w oczekiwanych scenariuszach kursu walutowego. Modele NBP zakładają pewne osłabienie złotego w horyzoncie projekcji, podczas gdy RPP zwróciła uwagę na ważne czynniki wspierające aprecjację złotego w średnim i dłuższym terminie. To stawia kurs złotego na szczycie listy zmiennych kluczowych dla przyszłych decyzji w polityce monetarnej (przed dynamiką płac i perspektywami wzrostu inwestycji w całej gospodarce). Uważamy, że przy zakładanej przez nas stabilizacji kursu złotego na dzisiejszych (silnych) poziomach, możliwe są dalsze, ostrożne podwyżki stóp procentowych. Tym bardziej, że inflacja konsumenta wzrosła do ok. 5% w I kwartale przyszłego roku, co może pociągnąć za sobą wzrost oczekiwań inflacyjnych. Stopa inflacji utrzyma się więc do kwietnia na poziomie znacząco (o co najmniej 2 pkt. proc.) wyższym od celu inflacyjnego NBP (2,5%), a należy dodać, że taka różnica jest już obserwowana od kilku miesięcy. Oczekujemy również wyraźniejszego ożywienia w inwestycjach oraz szybszego niż w ostatnich miesiącach wzrostu płac wektorze przedsiębiorstw.

### W tym miesiącu:

Temat miesiąca	
<b>Papiery skarbowe AD 2005</b>	<b>2</b>
Gospodarka Polski	4
Pod lupą: Bank centralny	7
Pod lupą: Rząd i polityka	9
Monitor rynku	11
Przegląd międzynarodowy	13
Kalendarz makroekonomiczny	14
Dane i prognozy ekonomiczne	15

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

**Piotr Bielski**  
(22) 586 8333  
**Piotr Bujak**  
(22) 586 8341  
**Tomasz Terelak**  
(22) 586 8342

Email: imie.nazwisko@bzwbk.pl

### Na rynku finansowym 30 listopada 2004 r.:

Stopa depozytowa NBP	5,00	WIBOR 3M	6,77	USDPLN	3,1793
Stopa referencyjna NBP	6,50	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	6,72	EURPLN	4,2150
Stopa lombardowa NBP	8,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	6,72	EURUSD	1,3258

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 9.12.2004 r.



## Temat miesiąca

### Papiery skarbowe AD 2005\*

Według projektu ustawy budżetowej zaakceptowanego przez rząd i przesłanego do prac w parlamencie, który jest podstawą niniejszego opracowania, w 2005 r. deficyt budżetowy ma wynieść 35,0 mld zł, w porównaniu z przewidywanym wykonaniem deficytu w br. na poziomie 43,7 mld zł. Jednak w rzeczywistości w przyszłym roku niedobór środków budżetowych zostanie zredukowany w znacznie mniejszym stopniu, ze względu na wyższe niż w tym roku rozchody nie sklasyfikowane jako wydatki budżetowe, czyli tzw. wydatki „pod kreską”. Nie wpływają one na wielkość deficytu budżetu państwa, ale należy je brać pod uwagę, szacując potrzeby pożyczkowe budżetu netto, które wraz z wartością zapadających papierów skarbowych składają się na potrzeby pożyczkowe budżetu państwa brutto do sfinansowania głównie poprzez emisje nowych papierów. Według naszych szacunków (szczegóły poniżej), w 2005 r. rząd wyda łącznie **49,4 mld zł** ponad zaplanowane wpływy, a w br. przewidywana nadwyżka rozchodów nad wpływami będzie tylko nieznacznie większa.

W ostatnich miesiącach nastąpiły zmiany w strukturze emisji rynkowych skarbowych papierów wartościowych (SPW – bony i obligacje skarbowe z wyłączeniem obligacji oszczędnościowych). Pod rządami nowego szefa resortu Ministerstwo Finansów zaczęło konsekwentnie realizować założenia strategii zarządzania długiem publicznym i wydłuża średni termin zapadalności papierów skarbowych. Korzystając ze sprzyjających warunków rynkowych, resort ogranicza podaż bonów oraz dwuletnich obligacji skarbowych, zwiększając ofertę obligacji o długich terminach zapadalności. Znalazło to odzwierciedlenie w planie krajowego finansowania deficytu na przyszły rok, w którym założono zerowe saldo emisji bonów skarbowych.

W uzasadnieniu do projektu budżetu na rok 2005 Ministerstwo Finansów zaplanowało, że w przyszłym roku wpływy z emisji SPW wyniosą 125,9 mld zł. Jednocześnie w tym samym dokumencie prognozuje się pozyskanie z emisji tych papierów 131,0 mld zł w roku bieżącym, podczas gdy w uzasadnieniu do budżetu na rok 2004 zakładano wpływy na poziomie 139,0 mld zł. Prognoza wykonania przychodów z emisji jest więc niższa od pierwotnego planu o 8 mld zł, a obecnie dostępne dane wskazują, że w rzeczywistości emisja będzie mniejsza jeszcze o kilka miliardów zł.

Najważniejszą przyczyną tej sytuacji jest mniejszy niż uprzednio założono deficyt budżetowy. Inne istotne czynniki to mniejsze od planu transfery do otwartych funduszy emerytalnych (OFE) i wydatki na prefinansowanie projektów unijnych oraz wyższe finansowanie środkami z emisji zagranicznych, obligacjami oszczędnościowymi oraz środkami przechodzącymi z roku 2003 r.

Planowana na przyszły rok wielkość emisji SPW wynika z oszacowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa brutto skorygowanych o inne źródła finansowania. Jak napisaliśmy powyżej, szacujemy, że w 2005 r. potrzeby pożyczkowe netto wyniosą **49,4 mld zł**. Składa się na nie deficyt budżetowy zakładany w projekcie budżetu na poziomie 35 mld zł oraz rozchody budżetowe umieszczone „pod kreską”. Wśród nich istotne pozycje to transfery do OFE (planowane na 11,3 mld zł), prefinansowanie projektów unijnych (4,6 mld zł) oraz pożyczki udzielone na oddłużenie ZOZ-ów (2,2 mld zł) oraz dla KUKI (1 mld zł). Z drugiej strony zaplanowane są też zmniejszające potrzeby pożyczkowe przychody „pod kreską” – z prywatyzacji (4,4 mld zł) i spłaty pożyczki przez NFZ (0,3 mld zł).

Nominalną wartość SPW przypadających do wykupu w 2005 r. (wyemitowanych w latach poprzednich i niewielkiej puli 13-tyg. bonów skarbowych, które zostaną sprzedane w trakcie roku) szacujemy na około **84,6 mld zł**, przy założeniu odkupienia na przetargach zamiany do końca br. obligacji o wartości 3 mld zł. W sumie potrzeby pożyczkowe budżetu brutto wyniosą w przyszłym roku **134,0 mld zł**. Po zmniejszeniu tej kwoty o planowane dodatnie salda finansowania zagranicznego (3,6 mld zł) i sprzedaży obligacji oszczędnościowych (2,9 mld zł) otrzymaliśmy nasz szacunek wpływów z emisji SPW na poziomie **127,5 mld zł**. Jest on wyższy od wspomnianego wyżej planu resortu finansów z projektu budżetu na poziomie 125,9 mld zł. Prawdopodobnie w momencie przygotowywania projektu założono w 2004 r. większy niż obecnie wydaje się prawdopodobny odkup obligacji na przetargach zamiany oraz mniejszą emisję bonów.

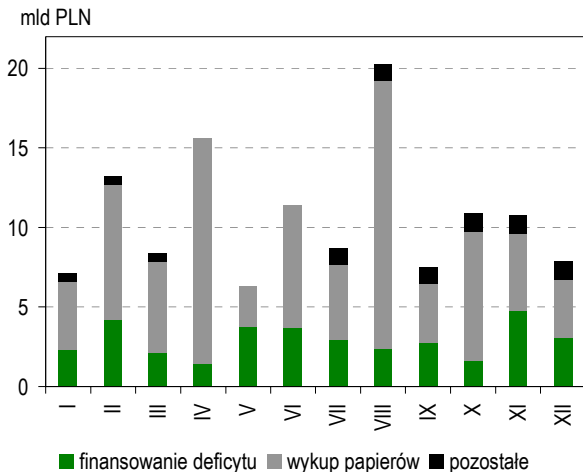
Wykres na następnej stronie przedstawia nasze oszacowanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa brutto w kolejnych miesiącach 2005 r. Prognoza wykonania deficytu bierze pod uwagę fakt, że następny rok będzie pierwszym pełnym rokiem członkostwa Polski w Unii Europejskiej i dlatego nie było możliwe proste odwzorowanie trendów z kilku lat poprzednich. Profil zapadalności SPW opracowaliśmy na podstawie danych z Ministerstwa Finansów o wyemitowanych

\* Tekst został opracowany przez Aleksandra Krzyżaniaka



papierach według stanu na dzień 19 listopada 2004 r. przy założeniu utrzymania wysokiego odkupu na przetargach zamiany do końca br. Rozkład pozostałych kwot w poszczególnych miesiącach oszacowaliśmy na podstawie dostępnych obecnie informacji. Przykładowo, transfery do OFE i prefinansowanie projektów unijnych zostały rozłożone równomiernie, wpływy z prywatyzacji są skoncentrowane w II i III kwartale, a finansowanie zagraniczne w pierwszej połowie roku.

**Potrzeby pożyczkowe budżetu brutto w 2005 r.**



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Według naszych szacunków, najtrudniejszymi miesiącami w finansowaniu potrzeb pożyczkowych będą luty, kwiecień i sierpień, dla których widoczne są „kominy płatnicze” znacznie przekraczające 10 mld zł, a w ostatnim z wymienionych miesięcy jest to ponad 20 mld zł. W lutym wysoka kwota jest rezultatem zarówno dużego deficytu budżetowego, jak i wysokich zobowiązań z tytułu wykupu SPW. Z kolei w kwietniu i sierpniu są one wynikiem spiętrzenia płatności z tytułu wykupu dużych serii obligacji skarbowych.

Na podstawie potrzeb pożyczkowych nie można jednak wprost prognozować wielkości emisji w poszczególnych miesiącach, bowiem resort finansów ma zawsze możliwość regulowania podaży papierów skarbowych, posiłkując się środkami zgromadzonymi na rachunkach rządu w NBP. W miesiącach, gdy potrzeby są niskie, emisja jest od nich większa, by zgromadzoną w ten sposób rezerwę środków wykorzystać w trudniejszych miesiącach i w rezultacie nie powodować nadmiernego wzrostu podaży papierów. Dlatego bliższa rzeczywistości powinna być prognoza podaży SPW w ujęciu kwartalnym. Naszą prognozę emisji papierów brutto i netto (zmniejszonej o wykup papierów zapadających) zawarliśmy w tabeli obok. Jak już wspomnieliśmy, na przyszły rok założono zerowe saldo emisji bonów skarbowych. Oznacza to, że emisja

nowych papierów będzie równa wykupowi zapadających. Tabela przedstawia także przewidywaną przez nas strukturę podaży SPW przy założeniu, że w kwartałach wartości emisji i wykupu bonów będą równe.

**Prognoza podaży krajowych papierów skarbowych**

mld PLN	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	SUMA
emisja brutto	28,8	32,8	36,5	29,4	<b>127,5</b>
w tym: bony	14,2	11,2	13,9	11,3	<b>50,6</b>
obligacje	14,6	21,6	22,6	18,1	<b>76,9</b>
emisja netto	10,3	8,4	11,2	13,0	<b>42,9</b>
wykup	18,5	24,4	25,3	16,4	<b>84,6</b>

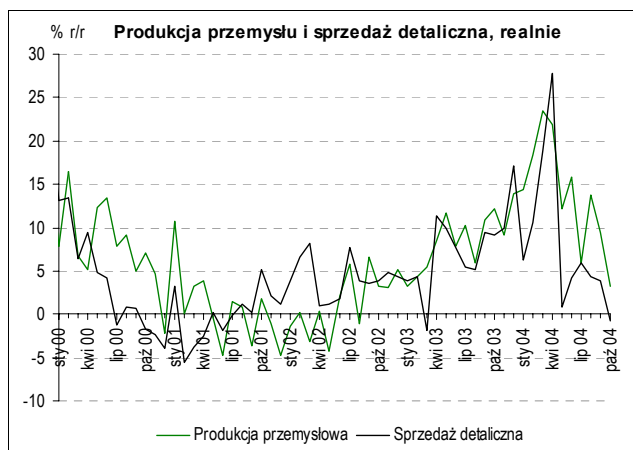
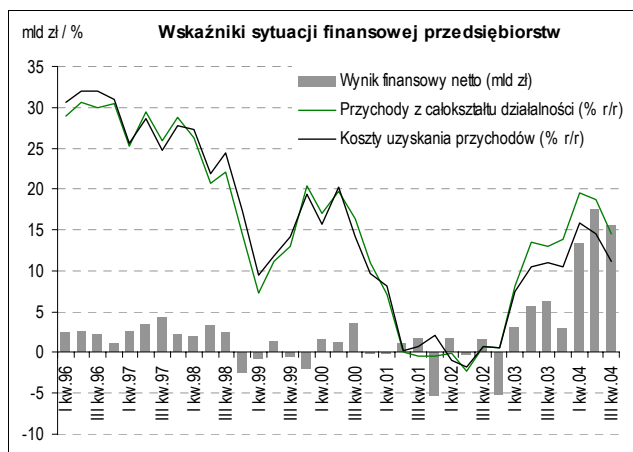
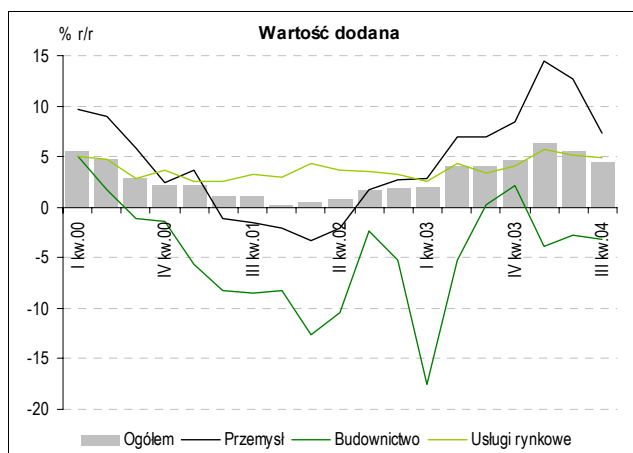
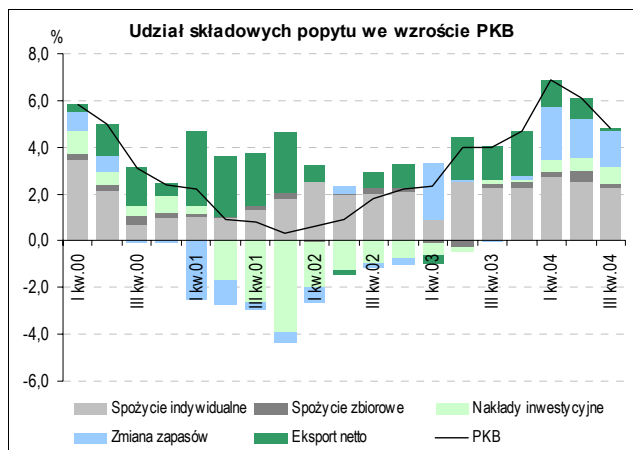
Źródło: BZ WBK

Szczególnie wysoka emisja SPW zapowiada się w drugim i trzecim kwartale 2005 r. Część podaży zostanie jednak zapewne przeniesiona na przetargi zamiany. Wyniki ostatnich aukcji tego rodzaju wskazują, że w sprzyjających warunkach może to dotyczyć dość wysokich kwot i w rezultacie podaż w II i III kw. może zostać ograniczona do poziomu zbliżonego do pozostałych kwartałów. Należy jednak przy tym mieć na uwadze, że emisja obligacji na przetargach zamiany nie jest neutralna dla rentowności uzyskiwanych na przetargach sprzedaży.

Wysoka niepewność związana jest z wykonaniem planu przychodów z prywatyzacji. Projekt ustawy budżetowej zakłada na przyszły rok wpływy na poziomie 5,7 mld zł, z czego 4,4 mld zł ma być przekazane do budżetu państwa. Jednak w chwili obecnej klimat polityczny nie sprzyja prywatyzacji (vide uchwały Sejmu w tej sprawie), a w przyszłym roku może być jeszcze gorszy ze względu na kampanię przed wyborami parlamentarnymi. Z drugiej strony, minister skarbu zapowiada obecnie, że w 2005 r. przychody mogą, pod pewnymi warunkami, przekroczyć zakładany poziom. Przypomnijmy, że w bieżącym roku, mimo niesprzyjającego nastawienia parlamentu, plany prywatyzacyjne będą wykonane z nadwyżką pierwszy raz po kilkuletniej przerwie. Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania, oceniamy, że w zależności od przebiegu procesu prywatyzacji istnieje prawdopodobieństwo, że w II i III kwartale podaż obligacji skarbowych będzie się różnić w sumie o ±2 mld zł od szacunków przedstawionych w tabelach powyżej.

Warto jeszcze wspomnieć o ryzyku związanym z planem finansowania zagranicznego. Ministerstwo Finansów zapowiedziało emisję euroobligacji na kwotę 1,5 mld euro w pierwszym kwartale 2005, jednak jeśli trend aprecjacji złotego okazałby się trwały, to powstanie pytanie o dalsze emisje zagraniczne. Gdyby rzeczywiście zaniechano dalszych sprzedaży obligacji na rynkach międzynarodowych, to podaż obligacji na rynku krajowym musiałaby być wyższa od naszych szacunków.

## Gospodarka Polski



Źródło: GUS, szacunki własne

### Gospodarka wciąż rozwija się w szybkim tempie

- Wzrost PKB w III kwartale 2004 wyniósł 4,8%, co świadczy, że polska gospodarka wciąż znajduje się na ścieżce szybkiego wzrostu gospodarczego. Wzrost PKB w drugiej połowie roku będzie niższy niż w I półroczu (6,5% i 6,1% w I i II kwartale), ale to dlatego, że wyniki z początku roku były przejściowo pod wpływem boomu popytowego, który wystąpił tuż przed akcesją Polski do UE.
- Wciąż jednak nie widać silnego odbicia w inwestycjach w srodku trwał. Wzrost nakładów inwestycyjnych wyniósł 4,1% po 3,6% w II kwartale. Brak ożywienia dotyczy jednak głównie małych i średnich przedsiębiorstw, ponieważ wg GUS w firmach zatrudniających co najmniej 50 osób inwestycje po trzech kwartałach wzrosły o 9%.
- Zjawisko to może częściowo wynikać z tego, że małe i średnie firmy, które liczą na współfinansowanie swoich projektów inwestycyjnych z funduszy Unii Europejskiej, wstrzymują rozpoczęcie tych projektów do momentu zatwierdzenia pomocy UE. W III kw. br. odsetek zatwierdzonych projektów był jeszcze bardzo niewielki.
- Wzrost konsumpcji prywatnej spowolnił do 3,5% z 3,8% w II kw., po części za sprawą konsekwencji wejścia do UE (spadek sprzedaży nowych samochodów), a częściowo za sprawą wzrostu inflacji, obniżającej siłę nabywczą dochodów ludności.
- Częściowo, dynamika inwestycji i konsumpcji może być jednak zaniżona w rachunkach GUS. Wg naszych obliczeń dane GUS oznaczają, że w III kwartale (po raz trzeci z rzędu) miał miejsce niesamowity przyrost zapasów, odpowiedzialny za ok. 1,6 pkt. proc. wzrostu PKB. Trudno to uzasadnić od strony ekonomicznej.
- Kontrybucja eksportu netto pozostała dodatnia, ale mocno osłabła – do 0,1 pp wobec ok. 1 pp w pierwszym półroczu.
- W kolejnych kwartałach wzrost PKB powinien pozostać na poziomie 5%, dzięki przyspieszeniu wzrostu inwestycji, poprawie konsumpcji prywatnej oraz dodatniemu eksportowi netto.

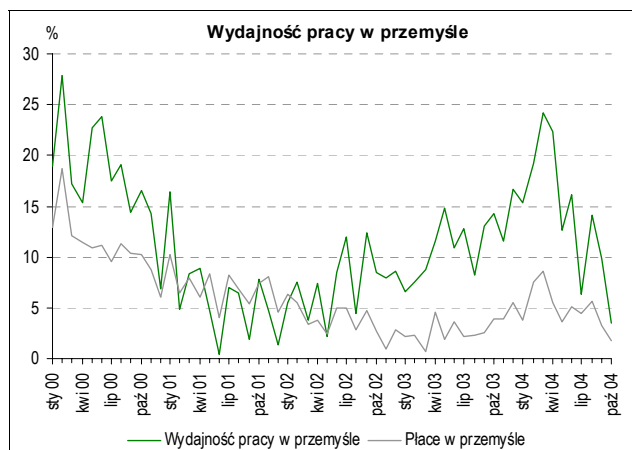
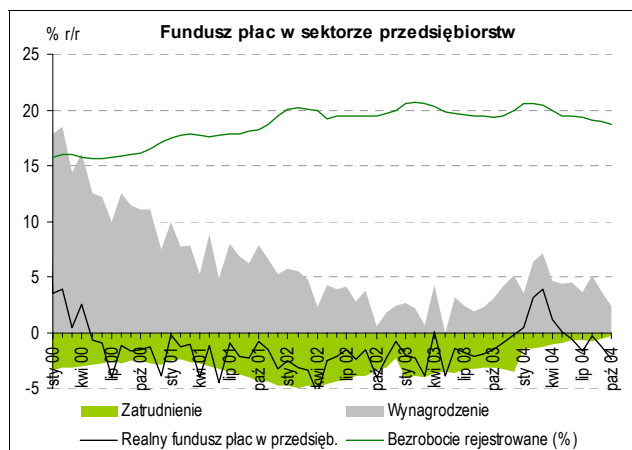
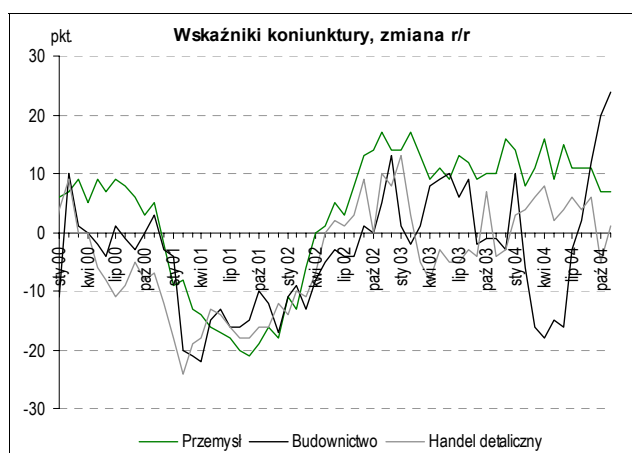
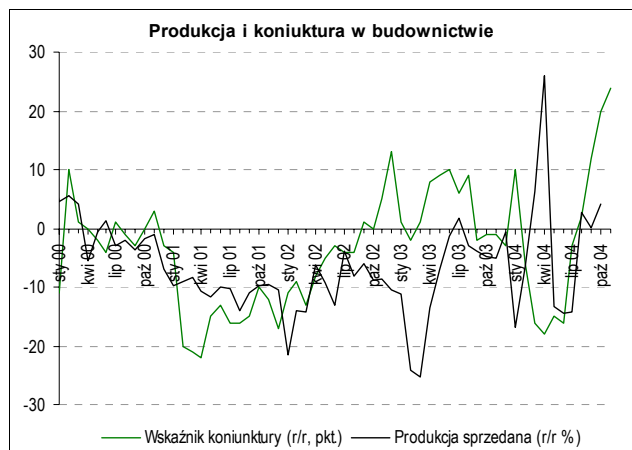
### Wyniki finansowe przedsiębiorstw wciąż bardzo dobre

- W III kwartale 2004 sytuacja finansowa polskich firm była nadal wyjątkowo dobra. Trwała bardzo szybka poprawa prawie wszystkich wskaźników kondycji finansowej, choć jej tempo było nieznacznie słabsze niż w I półroczu.
- W tym okresie przychody z całokształtu działalności firm wzrosły o 14,4% r/r. Przyrost kosztów od kilku kwartałów jest wyraźnie wolniejszy od wzrostu przychodów i w III kw. wyniósł 11,2% r/r.
- W efekcie wynik finansowy brutto był ponad dwukrotnie wyższy niż przed rokiem, a wynik finansowy netto zwiększył się niemal dwa i pół razy. Tak wysokich i szybko rosnących zysków polskie firmy nie notowały przynajmniej od połowy lat 90.
- Zwiększała się grupa firm eksportujących, których zresztą wyniki finansowe były wyraźnie lepsze od średniej. Poprawie w tej grupie nie przeszkodziła aprecjacja złotego w III kwartale (o ok. 6%).

### Słabszy początek IV kwartału w przemyśle i handlu

- Produkcja przemysłowa wzrosła w październiku o 3,3% r/r, znacznie wolniej niż w poprzednich miesiącach.
- Jednak w dużej części wynikało to z mniejszej niż przed rokiem liczby dni roboczych. Skorygowany wzrost produkcji wyniósł 8,6% r/r, co można traktować jako wynik potwierdzający kontynuację wyraźnej ekspansji w sektorze przemysłowym.
- Wyraźne spowolnienie dotknęło też sprzedaży detalicznej, której wartość wzrosła w październiku zaledwie o 4% r/r, a w kategoriach realnych nastąpił wręcz spadek o 0,8% r/r. Najgłębszy spadek wystąpił w sprzedaży samochodów, nominalnie -14,8% r/r.
- Nie musi to jednak oznaczać, że gospodarstwa domowe mniej wydają – część wydatków, np. na samochody, przeniosła się do obszarów, które nie są rejestrowane w oficjalnych statystykach sprzedaży (np. import używanych aut z UE).

## Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

## ... za to w budownictwie pierwsze oznaki ożywienia

- Tymczasem sektor budowlano-montażowy przejawia oznaki stopniowej poprawy sytuacji, co może być zapowiedzią długo oczekiwanego, wyraźniejszego ożywienia w inwestycjach.
- W październiku produkcja w budownictwie wzrosła o 4,1% r/r. Najwięcej od czterech lat (jeśli nie liczy zaburzenia przed wejściem do UE). Wzrost skorygowany o czynniki sezonowe wyniósł 2,2%.
- Zmianę trendu w budownictwie sygnalizują też wyniki badań koniunktury. Wskaźnik klimatu w sektorze budowlano-montażowym liczony przez GUS gwałtownie odbił w górę w październiku i listopadzie; jego wzrost w ujęciu rok do roku wyniósł 24 pkt. – jest to najsilniejsza poprawa przynajmniej od połowy lat 90.
- Firmy budowlane odnotowują wyraźną poprawę swojej sytuacji finansowej i oczekują dalszego wzrostu portfela zamówień. Niestety równocześnie firmy chcą znacznie ograniczyć zatrudnienie.

## Badania koniunktury sugerują kontynuację wzrostu

- Poza budownictwem, w którym nastąpiła zaskakująco nagle poprawa nastrojów, wskaźniki koniunktury GUS w innych sektorach gospodarki zanotowały sezonowe pogorszenie. Jednak w ujęciu rok do roku w miarę pozytywne tendencje zostały utrzymane.
- Najmniej optymistyczne oceny pochodzą z handlu detalicznego, gdzie wskaźnik koniunktury nie wykazuje tendencji wzrostowej od października. Spodziewamy się jednak, że wkrótce się to zmieni.
- Badania GUS dot. koniunktury konsumenckiej wykazały mocny wzrost wskaźnika zaufania konsumentów. Może to zapowiadać wzrost konsumpcji, finansowanej m.in. dopłatami dla rolników.
- Pogorszenie koniunktury w IV kw. wykazały również badania NBP. Po części było to osłabienie sezonowe, jednak na uwagę zasługuje spadek optymizmu co do przyszłych zatrudnienia i inwestycji, mimo że nadal rośnie wykorzystanie mocy wytwórczych.

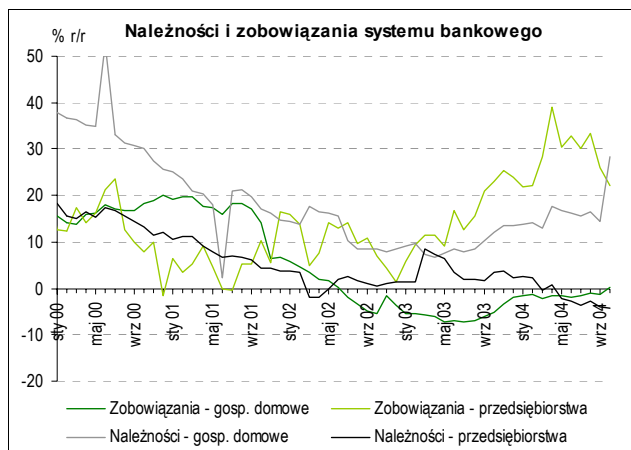
## Popyt na pracę rośnie powoli, ale systematycznie

- Dane z rynku pracy generują mieszane sygnały. Wprawdzie zatrudnienie i bezrobocie wykazują nieśmiałe oznaki poprawy, ale wzrost płac jest wręcz zaskakująco niski.
- Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw kontynuowało lekki miesięczny wzrost (w październiku o 0,3% m/m) i było już tylko 0,4% niższe niż przed rokiem. Ten wynik jest zaniżany przez górnictwo i budownictwo, podczas gdy znacznie lepiej jest w przetwórstwie przemysłowym i handlu – tam zatrudnienie wzrasta już od pół roku, w październiku (odpowiednio) 0,6% r/r i 2,4% r/r.
- Stopa bezrobocia spadła do 18,7%, a tempo spadku liczby osób bez pracy przyspieszyło do prawie 4% r/r. To najszybsza poprawa od trzech lat, choć oczywiście sytuacja wciąż nie jest różowa.
- W kolejnych miesiącach oczekujemy umocnienia tych tendencji.

## ... ale nie przekłada się na wzrost presji płacowej

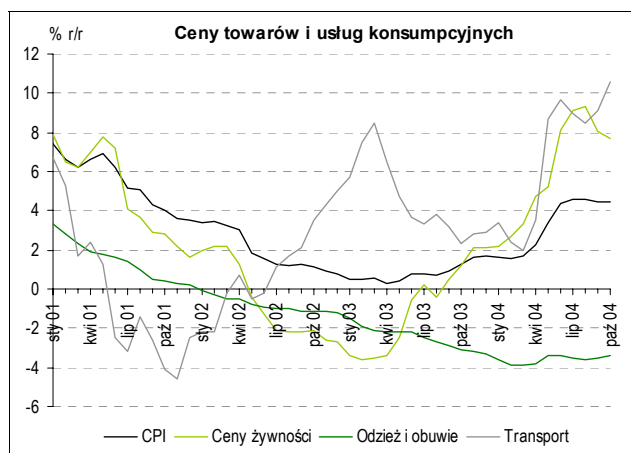
- Płace w sektorze przedsiębiorstw zwiększyły się w październiku zaledwie o 2,4% r/r; realnie ich wartość nabywcza spadła o 2%.
- Co ciekawe, za to spowolnienie odpowiedzialny jest przede wszystkim sektor przetwórstwa przemysłowego, w którym wzrost płac (zaledwie 1,5% r/r) kształtowany jest w sposób rynkowy.
- Dane te świadczą o braku presji płacowej w gospodarce. Biorąc pod uwagę aktualną stopę inflacji i wzrostu gospodarczego, wzrost wynagrodzeń jest wręcz mizerny.
- W efekcie tonieje realna siła nabywcza gospodarstw domowych. Zarówno realny fundusz płac, jak i fundusz świadczeń społecznych będą w II połowie br. niższe niż przed rokiem, hamując konsumpcję.
- Jest to korzystne dla perspektyw inflacji, tym bardziej, że procesowi temu towarzyszy wciąż silny wzrost wydajności pracy w firmach, przewyższający tempo wzrostu wynagrodzeń.

## Gospodarka Polski



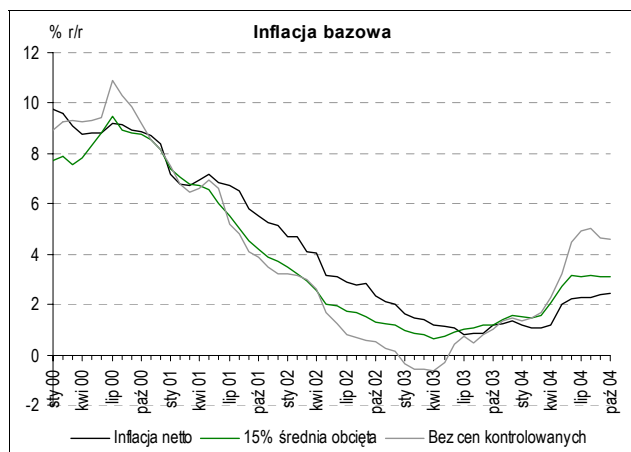
### Pieniądz chwilowo pod wpływem prywatyzacji PKO BP

- Październikowe dane nt. agregatów pieniężnych były zaburzone jednorazowym czynnikiem – publiczną ofertą akcji PKO BP.
- Subskrypcja na akcje spowodowała krótkotrwały, ale bardzo silny wzrost podaży pieniądza oraz depozytów ogółem (o prawie 20 mld zł). Tempo wzrostu M3 podskoczyło z 6,5% do 10,5% r/r, a depozytów z 6,6% do 11,4% r/r. Kredyty ogółem wzrosły o prawie 18 mld zł, z czego większość stanowiły kredyty na zakup akcji.
- Z powodu chwilowego zaburzenia statystyk, nie dają one zbyt wiele nowych wskazówek co do bieżącej sytuacji gospodarczej.
- Najmniej zaburzone z powodu emisji akcji PKO BP były kredyty i depozyty przedsiębiorstw. Niestety w tych obszarach nie nastąpiły zmiany dotychczasowych tendencji – kredyty kontynuowały spadek w porównaniu z poprzednim rokiem (blisko -4% r/r), a tempo wzrostu lokat firm pozostało wysokie, ok. 22% r/r.



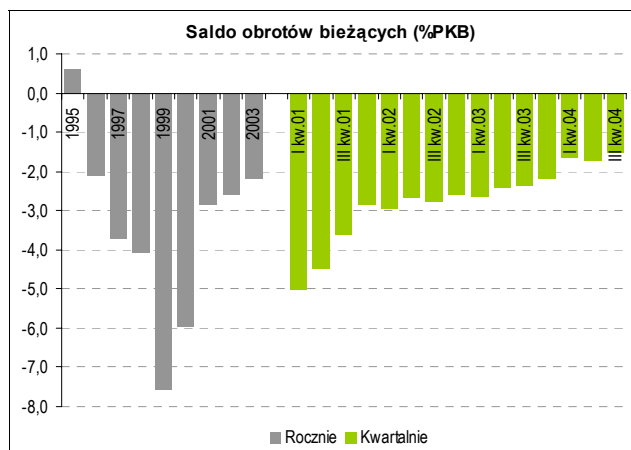
### Na jesieni inflacja lekko w górę, a nie w dół

- Niespodziewanie, stopa inflacji w październiku wzrosła do 4,5% z poziomu 4,4% miesiąc wcześniej.
- Było to spowodowane głównie wzrostem krajowych cen paliw (2,8% m/m i 19,2% r/r), co oznacza, że mocna aprecjacja złotego wobec USD nie zneutralizowała w pełni wysokich cen surowców na świecie. Ceny pozostałych towarów również nie sugerowały silnego wpływu złotego na ceny detaliczne.
- Silniejszy od oczekiwań był również wzrost cen producenta. PPI wzrosło o 7,7% r/r, prawdopodobnie też za sprawą cen surowców.
- Do końca 2004 r. stopa inflacji CPI pozostanie na poziomie ok. 4,5%, a w I kwartale 2005 wzrośnie do blisko 5% (m.in. w wyniku podwyżek podatków, cen energii i gazu).
- W połowie roku 2005 CPI wyraźnie się obniży za sprawą efektu bazy, ale do końca roku powinna pozostać nieco powyżej 3%.



### Inflacja bazowa i oczekiwania inflacyjne pod kontrolą

- Większość miar inflacji bazowej była stabilna w październiku. Inflacja netto pozostała na poziomie 2,4%, tj. poniżej celu inflacyjnego, a 15% średnia obciąża wyniosła 3,1%. Wskazuje to, że presja popytowa na ceny pozostaje ograniczona.
- Z drugiej strony, trzy pozostałe miary są wciąż bliżej 5% niż 3%.
- Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych kontynuowały spadek. W listopadzie stopa inflacji oczekiwana w horyzoncie 12 miesięcy spadła do 4% z 4,4% miesiąc wcześniej.
- Częściowo wynikało to z obniżenia inflacji obserwowanej (która ma wpływ na wartość wskaźnika oczekiwań), ale również z poprawy struktury odpowiedzi w ankietach.
- Wzrost inflacji w IV kw. 2004 i I kw. 2005 może jednak ponownie podnieść oczekiwania gospodarstw domowych, ze względu na ich mocno adaptacyjny charakter.



### Mocny złoty nie szkodzi na razie bilansowi płatniczemu

- We wrześniu zarówno eksport, jak i import zanotowały szybkie tempo wzrostu, na poziomie odpowiednio 16,2% r/r i 15,2% r/r.
- Potwierdza to, że zarówno popyt zagraniczny na polskie towary pozostaje wysoki (pomimo wzmacniającego się złotego), jak również stopniowo zwiększa się zapotrzebowanie na import ze strony mocnego popytu krajowego.
- Jak na razie nie widać jednak poważnego zagrożenia wzrostem nierównowagi zewnętrznej. Przeciwnie, po trzech kwartałach roku deficyt obrotów bieżących spadł do najniższego poziomu od połowy lat 90., osiągając 1,5% PKB.
- Warto jednak pamiętać, że od maja br. do statystyk bilansu płatniczego trzeba podchodzić z ograniczonym zaufaniem, ponieważ zmiany systemu zbierania danych po wejściu do UE obniżyły jakość danych. Dowodem na to są mocne rewizje wstecz.

Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

## Pod lupą: Bank centralny

### Istotne fragmenty komunikatu RPP z dnia 24 listopada 2004

W ocenie Rady najnowsze dane ekonomiczne wskazują, że bilans ryzyk dla przyszłej inflacji kształtuje się korzystniej niż przedstawiono w listopadowej projekcji inflacji. Na ocenę tę wpłynęła utrzymująca się silna aprecjacja złotego, choć Rada dostrzega niepewność przewidywań dotyczących trwałości tej tendencji. Drugą przesłanką tej oceny jest brak nadmiernego wzrostu płac, co oznacza ograniczenie efektów drugiej rundy.

Wyższa od celu inflacja odzwierciedla w głównej mierze wzrosty cen związane z przystąpieniem Polski do UE i wzrost cen surowców na rynkach światowych.

Silne wzmocnienie złotego oddziałuje w kierunku obniżenia inflacji. Gdyby tendencja ta utrwałała się, oddziaływałoby to w kierunku osłabienia wzrostu gospodarczego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej.

W najbliższych dwóch latach tempo wzrostu PKB może ukształtować się nieco niżej od prognozowanego w sierpniu 4,5-5,5%.

Brak koniecznych reform może prowadzić do przekraczania kolejnych progów ostrożnościowych relacji długu publicznego do PKB i skutkować znaczącym wzrostem premii za ryzyko inwestowania w Polsce, co poprzez deprecjację złotego może stać się źródłem dodatkowej presji inflacyjnej.

Ze względu na bardzo wysoki poziom wykorzystania mocy produkcyjnych, utrzymuje się ryzyko przenoszenia efektów kosztowych na wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych.

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

	maj	sierpień	listopad
IV kw. 2005	2,1-5,4%	2,8-5,5%	2,5-5,2%
IV kw. 2006	1,1-4,4%	1,6-5,1%	1,3-4,8%

### Prawdopodobieństwo, w jakim CPI znajdzie się w danym przedziale w IV kw. 2006

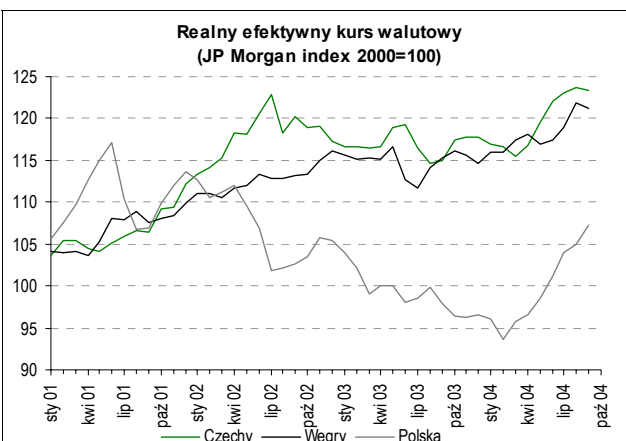
CPI	Projekcja sierpień	Projekcja listopad
poniżej 1,5%	23%	27%
1,5-2,5%	13%	14%
2,5-3,5%	15%	16%
ponad 3,5%	49%	43%

### Wybrane fragmenty Raportu o inflacji w III kwartale br.

Zdaniem Rady, obecnie dostępne dane oraz wyniki badań ankietowych NBP wskazują, że dotychczasowe zwiększenie restrykcyjności polityki pieniężnej w warunkach znaczącego wzrostu bieżącej inflacji i oczekiwań inflacyjnych przyczyniło się do ograniczenia presji płacowej (efektów drugiej rundy). Niemniej, oczekiwania inflacyjne osób prywatnych nadal utrzymują się na wysokim poziomie i – mając na uwadze, że pozostają one pod silnym wpływem bieżącego tempa wzrostu cen – prawdopodobnie pozostaną powyżej celu RPP co najmniej do I kw. 2005 r. włącznie. W rezultacie, pełniejsza ocena efektów drugiej rundy będzie możliwa dopiero w II kw. przyszłego roku.

Choć niewielkiemu pogorszeniu uległy wskaźniki koniunktury, wskazują one na kontynuację tendencji wzrostowych w polskiej gospodarce. Niemniej od września do listopada wzrosła niepewność jak silne i trwałe będzie ożywienie gospodarcze w Polsce. Wzrost niepewności wynika przede wszystkim z niejasnej sytuacji dotyczącej siły ożywienia inwestycyjnego.

Zgodnie z projekcją listopadową, przy założeniu niezmiennych stóp procentowych prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego 2,5% w latach 2005-2006 jest mniejsze niż przedstawione w sierpniowym Raporcie, jednak nadal wyższe niż prawdopodobieństwo tego, że inflacja znajdzie się poniżej celu.



Źródło: Gazeta Bankowa, GUS, NBP, szacunki własne

### Stopy i nastawienie bez zmian

- Na listopadowym posiedzeniu RPP trzeci miesiąc z rzędu nie zmieniła stóp procentowych. Decyzja była zgodna z konsensusem rynkowym, podczas gdy my widzieliśmy możliwość podwyżki.
- U podłoża decyzji Rady leżało przekonanie, że bilans ryzyk dla przyszłej inflacji kształtuje się korzystniej niż przedstawiono w nowej, listopadowej projekcji (szczegóły poniżej).
- Wynikało to z umocnienia złotego (choć RPP zdaje sobie sprawę z niepewności dotyczącej przyszłych trendów na rynku walutowym), braku presji płacowej (ograniczenie ryzyka wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy) oraz opóźnienia ożywienia inwestycji (odzwierciedlone w delikatnym obniżeniu prognoz wzrostu gospodarczego).
- Jednocześnie Rada utrzymała restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej, ponieważ prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji powyżej celu jest nadal wyższe niż jej spadku poniżej celu.

### Nowy Raport o inflacji i nowa projekcja inflacji

- Raport o inflacji za III kwartał br. zawierał ocenę RPP odnośnie sytuacji gospodarczej oraz perspektyw inflacji, uaktualnioną projekcją inflacji przygotowaną przez analityków NBP, jak również wyniki wszystkich głosowań przeprowadzonych przez Radę w okresie lipiec-wrzesień br.
- Wyniki głosowań pokazały, że we wrześniu nie było w ogóle wniosku o podwyżkę stóp procentowych.
- Zgodnie z wcześniejszymi wskazówkami ze strony bankierów centralnych nowa projekcja inflacji przedstawia niższą ścieżkę inflacji niż nakreślona w sierpniu, ale w dalszym ciągu powyżej celu inflacyjnego w całym horyzoncie prognozy, czyli do końca 2006 r.
- Rozkład prawdopodobieństwa przypisany przewidywanej inflacji także zmienił się na korzyść niższej inflacji, ale prawdopodobieństwo, że CPI pozostanie powyżej celu inflacyjnego w analizowanym okresie nadal jest wyższe niż 50%, a dokładniej bliskie 60%.
- W Raporcie... stwierdzono, że od publikacji poprzedniej projekcji inflacji w sierpniu, pojawiło się wiele pozytywnych czynników dla perspektyw przyszłej inflacji. M.in. RPP uznała, że zaostrzenie polityki pieniężnej zaaplikowane w okresie czerwiec-sierpień pomogło powstrzymać presję płacową i uniknąć efektów drugiej rundy.
- Wydaje się jednak, że najważniejszą przyczyną uznania przez Radę, że bilans ryzyk dla przyszłej inflacji jest obecnie bardziej pozytywny, niż prezentowany w aktualnej wersji projekcji, jest różnica w oczekiwanych scenariuszach kursu walutowego.
- Modele NBP zakładają pewne osłabienie złotego w horyzoncie projekcji, podczas gdy RPP zwróciła uwagę na ważne czynniki wspierające aprecjację złotego w średnim i dłuższym terminie.
- To stawia kurs złotego na szczycie listy zmiennych kluczowych dla przyszłych decyzji w polityce monetarnej (przed dynamiką płac i perspektywami wzrostu inwestycji w całej gospodarce).

### Silny złoty powodem niepokoju o wzrost gospodarczy

- Badania ankietowe NBP pokazały, że kurs złotego, w tym jego wahania, przesunął się na pierwsze miejsce barier rozwoju działalności przedsiębiorstw.
- Deklarowany przez firmy kurs złotego gwarantujący opłacalność sprzedaży eksportowej obniżył się do 4,1 w przypadku euro i 3,52 w przypadku dolara. Jeden z tych progów został więc już przekroczony.
- Warto jednak zwrócić uwagę, że aprecjacja złotego następuje w warunkach silnego wzrostu konkurencyjności polskiej gospodarki (mierzonej spadkiem jednostkowych kosztów pracy i wzrostem wydajności pracy). Wydaje się więc, że firmy będą potrafiły dostosować się do trudniejszej sytuacji, podobnie jak w przeszłości.
- Ponadto, wg NBP w kosztach eksporterów prawie 25% stanowi import (tylko 4,8% u nieeksporterów), a więc mocny złoty przyczynia się również do obniżenia kosztów działalności eksporterów.



## Pod lupą: Bank centralny

### Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

#### Leszek Balcerowicz, prezes NBP

Program 1 Polskiego Radia, 2 grudnia

Jeżeli spojrzymy na całą gospodarkę i porównamy jej sytuację obecną, z tą która występowała rok temu, to okazuje się na szczęście, że nawet przy tym wzmocnionym kursie złotego w stosunku do euro my jesteśmy konkurencyjni. I to zresztą widać w imponujących wynikach polskiego eksportu.

Obecny poziom złotego do euro jest mniej więcej taki, jaki był w pierwszym kwartale 2003 roku. Od tego czasu na szczęście wydajność pracy w Polsce rosła szybciej.

PAP, 1 grudnia

W opinii NBP i międzynarodowych instytucji finansowych, na czele z MFW, ta strategia nieinterweniowania na rynku walutowym dobrze Polsce służyła i służy [...] Polska od momentu, kiedy wprowadziła strategię płynnego kursu i BCI należy do czołówki krajów stosujących to rozwiązanie.

#### Krzysztof Rybiński, wiceprezes NBP

PAP, 30 listopada

Według naszych analiz, gdyby obecna aprecjacja kursu się utrzymywała albo się nasiliła, mogłoby to spowodować odchylenie się ścieżki inflacji od poziomu celu w dół (...) wówczas bank centralny może reagować na to, zmieniając parametry polityki pieniężnej lub, i wiele krajów tak robi, interweniując na rynku walutowym.

W sytuacji gdy bank centralny realizuje politykę bezpośredniego celu inflacyjnego, kurs walutowy nie jest celem pośrednim.

Jeżeli aprecjacja by się utrzymała, można oczekiwać, że efekty dla inflacji i wzrostu gospodarczego będą silne i nie można wykluczyć, że przy utrzymującej się aprecjacji przebieg inflacji w projekcji centralnej mógłby być nawet poniżej celu inflacyjnego.

Po części umocnienie złotego w ostatnich 6 miesiącach wynika z czynników fundamentalnych. Po części wynika z czynników spekulacyjnych. (...) Skala aprecjacji i charakter napływu tego kapitału wskazuje na to, że ten trend może się odwrócić.

Rzeczpospolita, 27-28 listopada

Gdy mamy do czynienia z niepewnością, konieczne są bardziej zdecydowane zmiany stóp procentowych niż wówczas, gdy ona nie istnieje. (...) Literatura o polityce pieniężnej, jaka pojawiała się w ostatnich latach, ma na celu wypracowanie strategii odpornych na różne rodzaje niepewności, z jaką muszą zmagać się banki centralne. Wyniki badań pokazują, że te "odporne" strategie obejmują silniejszą reakcję stóp procentowych na odchylenia faktycznej lub prognozowanej inflacji od celu inflacyjnego. Pozwala to na ustabilizowanie oczekiwań i obniżenie zmienności zarówno inflacji, jak i produkcji. (...) Literatura ekonomiczna sugeruje silniejszą reakcję na zagrożenia inflacyjne także wówczas, gdy bank centralny nie ma wsparcia w postaci budowanej przez dziesiątki lat wiarygodności.

#### Jan Czekaj, członek RPP

Gazeta Wyborcza, 1 grudnia

Stopy procentowe są pod kontrolą banku centralnego, kurs złotego kształtuje się natomiast niezależnie na rynku (NBP z zasady nie interweniuje na rynku walutowym w celu utrzymania kursu na określonym poziomie), ale pod wpływem poziomu stóp procentowych.

Równoczesne podnoszenie stóp procentowych i przeciwdziałanie aprecjacji [poprzez interwencje walutowe] to jak przysłowiowe gaszenie ognia oliwą, ba! – wysokooktanową benzyną.

#### Andrzej Sławiński, członek RPP

Radio PiN, 15 listopada

To [nastawienie w polityce pieniężnej] będzie zależało od tego jak kształtuje się przygotowywana przez naszych ekspertów projekcja inflacji. Jeżeli prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji w perspektywie dwóch lat będzie wyraźnie wyższe od prawdopodobieństwa tego, że inflacja będzie niższa od naszego celu inflacyjnego to [...] zostanie utrzymane restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej.

### Komentarz

W trakcie prezentacji nowej projekcji inflacji wiceprezes NBP Krzysztof Rybiński zasugerował, że jeśli trend aprecjacji złotego utrzyma się, może to spowodować przyszłą inflację poniżej celu 2,5%, a w takim przypadku RPP musiałaby zareagować, poprzez odpowiednie dostosowanie w polityce pieniężnej. Dodał też, że bank centralny miałby wówczas do dyspozycji dwa narzędzia: stopy procentowe i interwencje walutowe. Tyleż nieoczekiwane, co raczej nieprzypadkowe (powtarzane kilka razy w różnych wypowiedziach udzielanych przez Rybińskiego) przypomnienie o możliwości interwencji zrodziło pytanie, czy bank centralny faktycznie może rozważać taki ruch w przypadku dalszego umocnienia złotego. Wypowiedź ta wywołała całą lawinę komentarzy innych bankierów centralnych i przedstawicieli rządu na temat kursu złotego.

Przy okazji wypowiedzi Rybińskiego nasuwa się pytanie, dlaczego rozważania nt. możliwego wpływu trwałej aprecjacji kursu na perspektywy polityki RPP nie zostały zaprezentowane przez jej członków, lecz przez wiceprezesa NBP. W przeciwieństwie do poprzedniej RPP, w *Założeniach polityki pieniężnej na 2005* nowa RPP nie wspominała ani słowem o możliwości interwencji walutowych, mimo że już wówczas umocnienie kursu krajowej waluty mogło wzbudzać jej niepokój. Sugeruje to, że RPP drugiej kadencji nie postrzega interwencji walutowych jako skutecznego instrumentu polityki pieniężnej nawet w skrajnych sytuacjach. Poprzednia RPP pisała wprost w swoich dokumentach, że mogą być one wykorzystane w celu osiągnięcia celu inflacyjnego, choć nigdy ich nie stosowała.

Wątpliwości odnośnie stanowiska NBP w sprawie ewentualnych interwencji walutowych starał się rozwiać prezes NBP Leszek Balcerowicz. Jego zdanie na ten temat jest bardzo jasne i uporządkowało ono dyskusję o interwencjach walutowych. Prezes NBP podkreślił, że dotąd strategia nieinterweniowania na rynku walutowym sprawdzała się i wyraził przekonanie że nie ma powodów, aby od niej odchodzić. Odnośnie siły złotego, Balcerowicz zwrócił uwagę, że dla eksporterów dużo korzystniej niż nominalny kurs walutowy kształtował się realny efektywny kurs walutowy (z powodu szybko poprawiającej się konkurencyjności polskich firm oraz spadających jednostkowych kosztów pracy). Naszym zdaniem te komentarze pokazują, że zgoda NBP na przeprowadzenie interwencji na rynku walutowym jest minimalna. Wciąż czekamy na opinie pozostałych członków RPP.

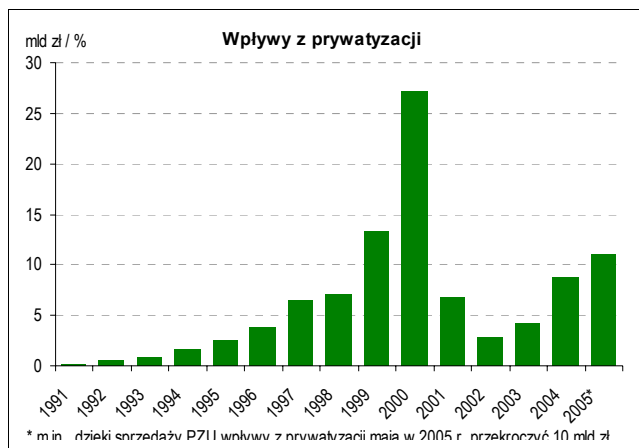
W swoim artykule opublikowanym w Rzeczpospolitej wiceprezes NBP dowodzi, powołując się na wyniki najnowszych badań empirycznych, że duża niepewność dotycząca przyszłej sytuacji gospodarczej nie musi powstrzymać banku centralnego przed podwyżkami, co z pewnością było kierowane pod adresem polskiej Rady Polityki Pieniężnej, która wysoką niepewnością tłumaczyła brak zdecydowanych kroków w polityce pieniężnej. Chociaż artykuł Rybińskiego wydaje się przekonujący, trudno oczekiwać, aby okazał się on skuteczny w doprowadzeniu do zmiany poglądów niektórych członków RPP. W warunkach utrzymującej się niepewności dotyczącej procesów gospodarczych, w tym inflacyjnych, znaczna część członków RPP będzie się zapewne opowiadać za utrzymaniem w polityce pieniężnej podejścia wyczekującego.

Wypowiedź Jana Czekaja, jednego z członków RPP opowiadających się za mniej restrykcyjną polityką pieniężną, wskazuje, że nie jest on zwolennikiem interwencji walutowych. Biorąc pod uwagę, że Czekaj jest jednym z tych członków RPP, którym przypisuje się większą dbałość o wzrost o gospodarczy, jego niechęć wobec interwencji potwierdza, że prawdopodobieństwo ich przeprowadzenia wydaje się naprawdę minimalne. Wypowiedź Czekaja sugeruje jednak równocześnie, że jest on zdecydowanym przeciwnikiem dalszego podnoszenia stóp procentowych.

Wypowiedź Andrzeja Sławińskiego sugeruje, że możliwość zmiany nastawienia w polityce pieniężnej z restrykcyjnego na neutralną jest uzależniona od wyników projekcji inflacji NBP. Wydaje się, że o ile projekcja inflacji nie jest przez członków RPP brana całkowicie poważnie przy podejmowaniu decyzji o stopach procentowych, to ma ona pierwszorzędne znaczenia dla decyzji o ewentualnej zmianie nastawienia w polityce pieniężnej. Sugeruje to, że zmiany nastawienia są najbardziej prawdopodobne w tych miesiącach, w których publikowana jest projekcja inflacji.



## Pod lupą: Rząd i polityka



### Główne założenia zawarte w zaktualizowanym Programie konwergencji przesłanym przez rząd do Brukseli

	2004	2005	2006	2007
Wzrost PKB	5,7 (5,0)	5,0 (5,0)	4,8 (5,6)	5,6 (5,6)
Deflator PKB (%)	2,7 (1,7)	2,7 (2,0)	2,5 (2,1)	2,4 (1,9)
HICP	3,5	3,0	2,7	2,5
EUR/PLN (średnio)	4,55 (4,79)	4,28 (4,66)	4,28 (46,2)	4,24 (4,55)
Saldo sektora <i>general government</i> (% PKB)	-5,4 (-5,7)	-3,9 (-4,2)	-3,2 (-3,3)	-2,2 (-1,5)
Dług sektora <i>general government</i> (% PKB)	45,9 (49,0)	47,6 (51,9)	48,0 (52,7)	47,2 (52,3)

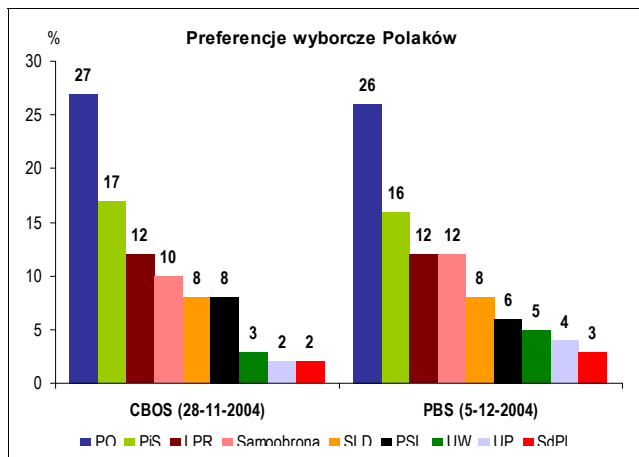
Uwaga: w nawiasach wartości z poprzedniej wersji programu

### Posłowie popsuli projekt budżetu na 2005 r.

- Stosunkiem głosów 227 do 176, Sejm zatwierdził w trzecim czytaniu budżet na 2005 rok, wysyłając go do Senatu.
- Posłowie dodali kilka poprawek do rządowego projektu ustawy, podnosząc zarówno dochody, jak i wydatki o 815,6 mln zł. Wzrost ten ma pochodzić m.in. z wyższych wpływów z VAT (600 mln zł) i akcyzy (120 mln zł). Wcześniej posłowie dokonali niekorzystnej zmiany w strukturze wydatków (na kwotę 1,3 mld zł), obniżając planowane koszty obsługi długu i zwiększając wydatki socjalne.
- Wszystko to powoduje, że realizacja przyszłorocznego budżetu może być trudniejsza niż założył to sobie minister finansów. Głównym źródłem ewentualnych problemów wydają się być nadmiernie optymistyczne założenia co do dochodów.
- Po poprawkach Senatu ponowne głosowanie budżetu odbędzie się w Sejmie 28 grudnia. 30 grudnia budżet ma podpisać prezydent.

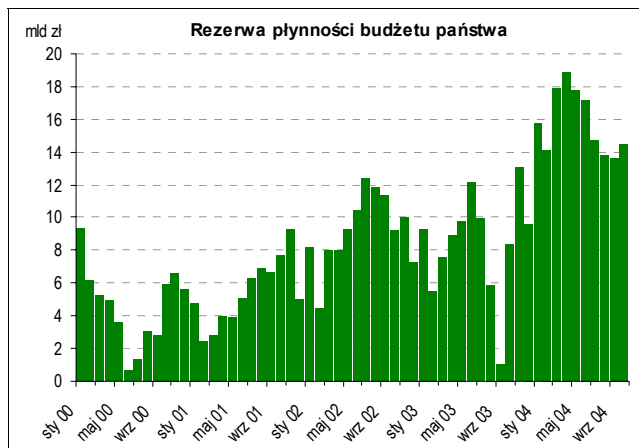
### Bardzo optymistyczny Program konwergencji

- Ministerstwo Finansów opublikowało zaktualizowany Program konwergencji, który przedstawia średnioterminowe perspektywy polskiej gospodarki do roku 2007.
- Dokument potwierdza założenie spełnienia fiskalnych kryteriów konwergencji w 2007 r.
- Co ciekawe, ministerstwo przewiduje redukcję prognozowanego tempa wzrostu PKB w 2006 r. (o 0,8 pkt proc.) i jednocześnie oczekuje nieznacznej poprawy salda sektora *general government* (zgodna z metodologią unijną kategoria opisująca stan finansów publicznych) o 0,1 pkt proc.
- Wątpliwości jest więcej. Ogólne dochody są niższe, jednak nie następuje obniżenie wpływów podatkowych. Po stronie wydatków widoczna jest poprawa, ale następuje ona w pozycji „pozostałe”, co wydaje się dość tajemnicze i może wynikać ze zmian definicyjnych.



### PO-PiS zyskuje na popularności

- Najnowsze wyniki sondaży opinii publicznej pokazały wzrost łącznego poparcia dla PO i PiS.
- Wynik sondażu PBS oznacza, że przy obecnej ordynacji wyborczej ewentualna koalicja PO-PiS uzyskałaby w Sejmie większość miejsc (miałaby 238 posłów w 460-osobowym Sejmie).
- Rosną więc szanse na utworzenie stabilnej koalicji rządzącej po wyborach, gdyż koalicja składałaby się tylko z dwóch partii.
- Należy jednak pamiętać o poważnych różnicach programów obu potencjalnych koalicjantów (szczególnie w kwestiach gospodarczych). Podczas gdy PO opowiada się za bardziej liberalną polityką gospodarczą, to PiS ma orientację bardziej pro-społeczną.
- Nawet jeśli obie partie uzyskają wspólnie większość w parlamencie, to możliwe będą istotne kontrowersje pomiędzy nimi w zakresie kształtowania polityki gospodarczej.



### Budżet 2004 nadal w świetnej kondycji

- Na koniec października deficyt budżetu państwa osiągnął 67,9% rocznego planu (wobec 89% przeciętnie w odpowiednim okresie w latach 2000-2003).
- Potwierdza to, że rzeczywisty deficyt budżetu będzie przynajmniej o 3 mld zł niższy od planowanych 45,3 mld zł. Taka prognoza jest także wspierana przez wstępne szacunki deficytu po listopadzie (tylko 75% całorocznego planu wobec 93% przeciętnie w odpowiednim okresie w latach 2000-2003).
- Płynność budżetu pozostaje wysoka. Na koniec października wynosiła 14,5 mld zł (wzrost z 13,6 mld zł mimo że zaczęto wypłacać dopłaty dla rolników). Wzmacnia to pozycję ministerstwa na pierwotnym rynku papierów skarbowych w najbliższych miesiącach, zwłaszcza, że w listopadzie ministerstwo otrzymało przychody z prywatyzacji PKO BP (ponad 7 mld zł).

Źródło: Ministerstwo Finansów



## Pod lupą: Rząd i polityka

### Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

#### Marek Belka, premier;

Reuters, 2 grudnia

Wczoraj podjąłem decyzję o odbyciu spotkania z NBP. Dziś dopiero się z prezesem Balcerowiczem oficjalnie skontaktuję. Myślę, że nie ma czasu na czekanie, bo to co dzieje się na rynku walutowym jest potencjalnie dosyć niepokojące. Wiem, że jest wola po obu stronach żeby takie spotkanie odbyć, więc odbędzie się szybko. Ja sądzę, że spotkanie z NBP odbędzie się nawet szybciej niż w ciągu dwóch tygodni.

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

PAP, 2 grudnia

Mamy swobodny, rynkowy kurs. (...) Nie sądzę, żeby należało zmieniać mechanizm kursowy, a więc nie sądzę, aby NBP dysponował łatwymi i prostymi metodami, które mogłyby spowodować zatrzymanie tej tendencji (...) W związku z tym pole możliwych działań jest ograniczone, a interwencji NBP ja raczej nie przewiduję (...) [Spotkanie z NBP] To będzie dobra okazja, żeby merytorycznie porozmawiać, czy to jest groźne dla gospodarki, do jakiego stopnia i jakie działania można podjąć. Jest pewna pula instrumentów (...), które można by zastosować, gdybyśmy rzeczywiście naprawdę obawiali się, że umacnianie złotego może zagrozić eksportowi, a to wzrostowi, ale to przedwczesna rozmowa. Nie ma żadnego powodu do jakiegos gwałtownego niepokoju.

#### Mirosław Gronicki, minister finansów

TVN24, 4 grudnia

To spotkanie, które może się odbyć w granicach dwóch tygodni, nie tylko z prezesem, ale także z RPP, ma dotyczyć przede wszystkim naszej drogi do euro. Rząd przyjął program konwergencji, a kolejnym krokiem jest rozpoczęcie rozmów na wyższym szczeblu niż do tej pory na temat wejścia do euro. Trudno powiedzieć, czy dyskusja na temat bieżącej sytuacji na rynku walutowym przesłoni dyskusję na temat przyszłości. Nie sądzę, żeby to był w tej chwili najważniejszy problem.

PAP, 2 grudnia

Nie, nie uważam [że jest potrzeba prowadzenia interwencji na rynku walutowym]. Na razie nie ma żadnych decyzji, żeby zmieniać reżim kursowy, nie ma też mowy o interwencjach.

PAP, 24 grudnia

Nie widzimy większych problemów z realizacją przyszłorocznego budżetu, choć gdyby te ustawy zostały przyjęte, realizacja przebiegałaby spokojnie. Problemu nie ma, bo FUS jest poza budżetem i wysokość dotacji się nie zmienia.

Reuters, 16 listopada

[Osiągnięcie deficytu fiskalnego poniżej 3% PKB w 2006 r.] To możliwe. Jeśli jednak tak się stanie, nie będzie to wynikiem polityki rządu, ale, na przykład, dynamicznego wzrostu eksportu i rozwoju gospodarki. Wzrost gospodarczy w 2006 roku powinien wynieść przynajmniej 6%.

#### Jan Rokita, przewodniczący klubu parlamentarnego PO;

Reuters, 1 grudnia

Absolutnie liniowy podatek dochodowy, zdecydowanie jest ciągle możliwe przy obecnym stanie finansów wprowadzenie 3X15 w 2006 roku, jeśli wybory byłyby w maju. Wariant awaryjny, którego bym nie chciał, to 2x15, czyli liniowe podatki dochodowe z wyższym VAT-em zredukowanym każdego roku.

Jeżeli wybory odbędą się w maju, kończymy operację przygotowania głębokich zmian w finansach publicznych na 1 stycznia 2006 roku. Wybory późnojesienne ten scenariusz nam kompletnie paraliżują. (...) Wtedy wszystko się przekłada na 1 stycznia 2007. To oznacza stratę pierwszego roku dla gabinetu, czyli najlepszego roku.

Gazeta Wyborcza, 13 listopada

[Pyt: Czy prezes NBP powinien podlegać Sejmowi, czy pozostać niezależny?] Organ odpowiedzialny za kształtowanie polityki monetarnej musi być instytucją niezależną od rządu i parlamentu. Tu nie ma mowy o żadnych odstępstwach. To kwestia imponderabilii.

### Komentarz

Kurs złotego jest ostatnio kluczowym czynnikiem dla perspektywy polityki pieniężnej. Oczywiście pozostaje on również w centrum uwagi rządu, mając wpływ nie tylko na wartość długu publicznego i koszty jego obsługi, ale również na tempo wzrostu gospodarczego i zyskowność przedsiębiorstw. Wypowiedzi przedstawicieli rządu odnośnie kursu złotego i ewentualnej interwencji były dalekie od jedności. Najbardziej wyraźne oznaki zaniepokojenia siłą złotego wyrażał premier Marek Belka. Znacznie bardziej wyważony w swoich opiniach był minister finansów Mirosław Gronicki, którego zdaniem mocny złoty nie zaszkodzi istotnie gospodarce.

Niemniej, biuro prasowe rządu opublikowało specjalny komunikat, mówiący, że premier Marek Belka jest zaniepokojony siłą złotego, oraz informujący, że planowane jest specjalne spotkanie z władzami banku centralnego i Radą Polityki Pieniężnej, aby rozważyć metody, którymi mogłyby przeciwdziałać umocnieniu polskiej waluty. Spowodowało to wzrost obaw o presję ze strony rządu na przeprowadzenie interwencji walutowych. Obawy te zostały jednak szybko zmniejszone przez wypowiedź ministra Gronickiego, który wyraźnie dał do zrozumienia, że nie widzi potrzeby ingerowania w kurs złotego i potwierdził, że płynny kurs walutowy jest najlepszym rozwiązaniem dla polskiej gospodarki.

Wicepremier i minister gospodarki Jerzy Hausner również nie wydaje się szczególnie zaniepokojony siłą krajowej waluty.

Seria wypowiedzi dotyczących złotego, która pojawiła się po wywołaniu tematu przez wiceprezesa NBP Krzysztofa Rybińskiego (patrz sekcja *Pod lupą: bank centralny*), spowodowała zamieszanie na rynku walutowym i zaowocowała zwiększoną zmiennością kursu złotego (zob. w sekcji *Monitor rynku* poniżej). Zdecydowanie cała debata o ewentualnym interweniowaniu na złotym wydaje się bezcelowa i nie popchnie rynku do osłabiania złotego. Przeciwnie, im więcej mówi się o możliwej interwencji i poziomach, przy których mogłyby nastąpić, tym więcej graczy może chcieć przetestować granice tolerancji rządu i banku centralnego. Szczególnie, że osoby odpowiedzialne za politykę gospodarczą same przyznają jednocześnie, że są fundamentalne powody do aprecjacji złotego w średnim i długim terminie. Ponieważ przedstawiciele rządu i bankierzy centralni zdają sobie sprawę, że w takich warunkach ewentualne interwencje walutowe byłyby nieskuteczne, to prawdopodobieństwo ich wystąpienia jest minimalne.

Minister finansów podkreśla, że odrzucenie dwóch ustaw z planu Hausnera nie będzie miało wpływu na budżet centralny (zakładając, że rząd nie postanowi zwiększyć dotacji dla FUS). Będzie jednak miało negatywny wpływ na wynik całego sektora finansów publicznych, który odzwierciedla całokształt prowadzonej polityki fiskalnej państwa.

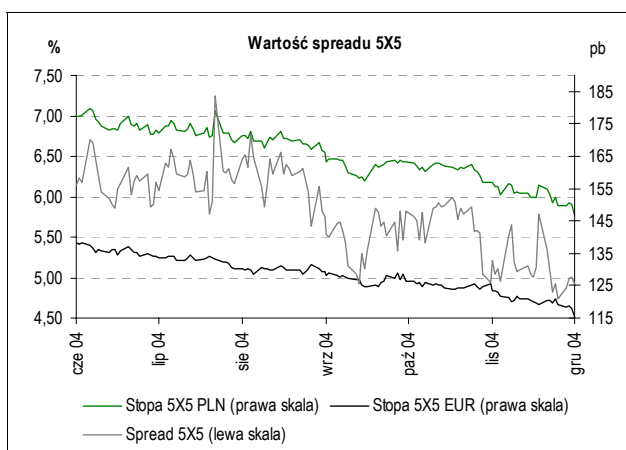
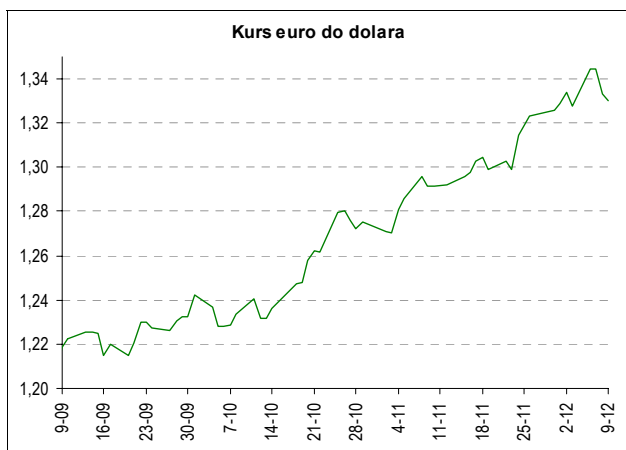
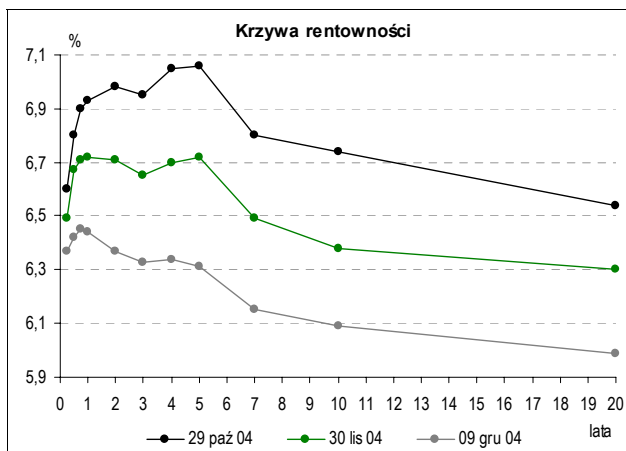
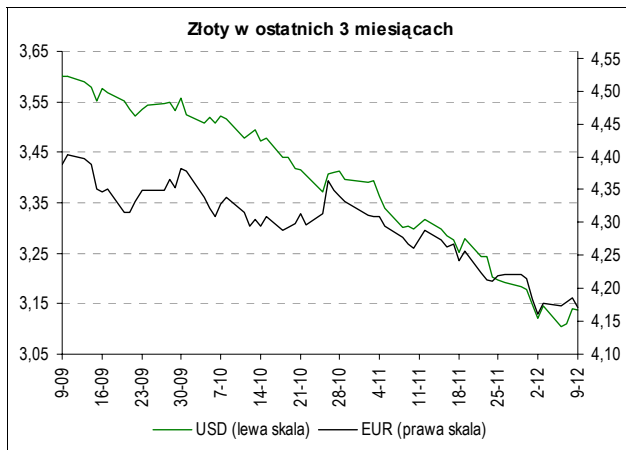
Dość nieoczekiwanie minister finansów zaczął głosić opinię, że jeśli utrzymają się pozytywne tendencje w gospodarce, to Polska może obniżyć deficyt budżetowy poniżej 3% PKB już w 2006 roku, czyli o rok wcześniej niż planowano. Przy braku bardziej zdecydowanych reform fiskalnych wydaje się to bardzo mało prawdopodobne, a wypowiedzi ministra mają chyba tylko na celu utrzymanie dobrych nastrojów na rynku długu.

Lider PO i prawdopodobny kandydat tej partii na przyszłego premiera coraz częściej zabiera głos w sprawie przyszłej polityki gospodarczej. Zmuszają go być może do tego w dużej mierze rzucające się każdemu w oczy istotne różnice w programach gospodarczych PO oraz jego potencjalnego koalicjanta PiS.

Rokita podtrzymuje deklaracje, że PO będzie zmierzać do wprowadzenia liniowego podatku dochodowego oraz obniżenia stawki VAT. Warto jednak zwrócić uwagę, że lider PO jednocześnie sugeruje, że jeśli wybory odbędą się na jesieni, to jego partia nie będzie w stanie przeprowadzić planowanych zmian. Czyżby przedłużenie kadencji Sejmu do jesieni miało być swego rodzaju alibi przed zarzutem o niekonsekwentne realizowanie obietnicy przeprowadzenia głębokich reform.

Podczas gdy PiS deklarował niedawno, że chciałby likwidacji RPP i poszerzenia celu banku centralnego o dbałość o wzrost gospodarczy, PO staje w obronie niezależności polskiego banku centralnego. Oprócz zdecydowanych zapewnień Rokity, że będzie bronił niezależności RPP, na jej straży stoją również uregulowania prawne UE.

## Monitor rynku



Źródło: Reuters, BZ WBK

### Ogromny napływ kapitału na rynek finansowy

- W listopadzie złoty umocnił się do koszyka walut o kolejne 4,5%. Znaczną część tego spadku przyjął na siebie dolar, który osłabiając się do euro, traci na wartości także do walut peryferyjnych wobec euro.
- Z końcem listopada rozgorzała dyskusja na temat potencjalnych interwencji walutowych w celu osłabienia złotego. Nie zmieniła ona fundamentalnie uzasadnionej siły złotego, ale doprowadziła do wzrostu zmienności na rynku, która powinna powstrzymać dalsze umacnianie się złotego.
- Rentowności papierów skarbowych zanotowały znaczny spadek, który do końca listopada na benchmarku 5-letnim wyniósł 34 pkt. bazowych, natomiast do 10 grudnia aż 71 pb osiągając swoje minimum na poziomie 6,29%. Wynikało to z przekonania rynku o zbliżającym się końcu cyklu podwyżek stóp oraz znacznego umocnienia się międzynarodowych rynków obligacji, z którym polskie papiery są mocno skorelowane. W sektorze powyżej roku rynek zaczął nawet wyceniać zmianę nastawienia Rady.
- Rząd planuje zwiększyć przyszłoroczne wpływy z prywatyzacji, co pozytywnie odbiło się na rynku obligacji, gdyż oznacza to ograniczanie potrzeb pożyczkowych budżetu.
- W miarę zbliżania się do końca roku zarówno rynek walutowy, jak stopy procentowej będą stawały się coraz bardziej nie płynne z uwagi na zamykanie pozycji przez inwestorów. Z jednej strony wspiera to stabilizowanie się rynku na bieżących poziomach rynkowych, z drugiej jednak czyni rynek podatnym na krótkoterminowe ruchy.
- Oczekujemy zmiany trendu wzrostowego na rynku walutowym w horyzontalny w grudniu. Niemniej jednak złoty pozostanie mocny, gdyż inwestorzy wysoko oceniają polskie aktywa. Rynek obligacji wejdzie w fazę konsolidacji przed początkiem roku, tradycyjnie obfitującym w podaż obligacji.

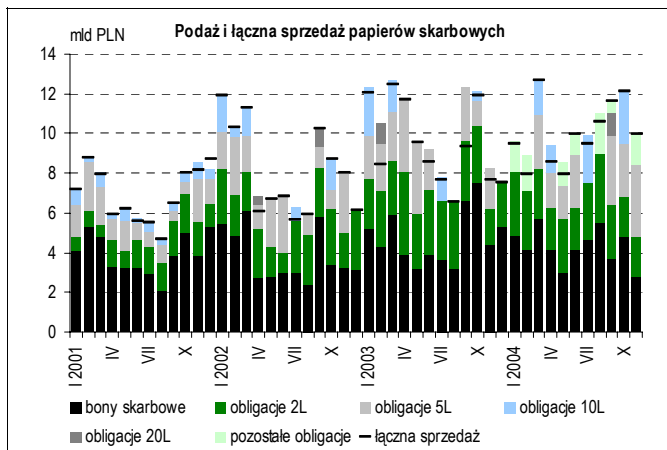
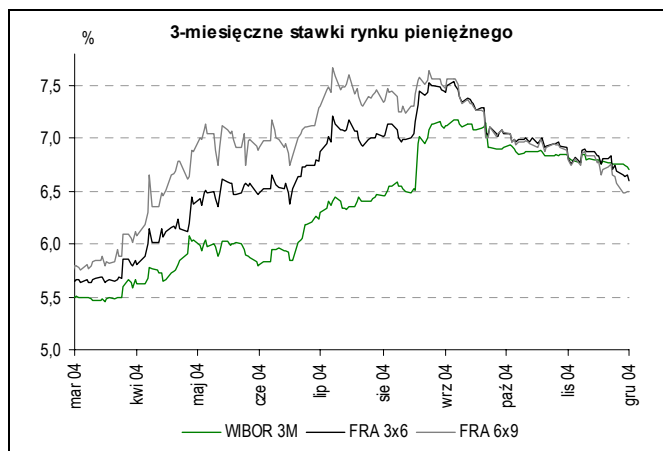
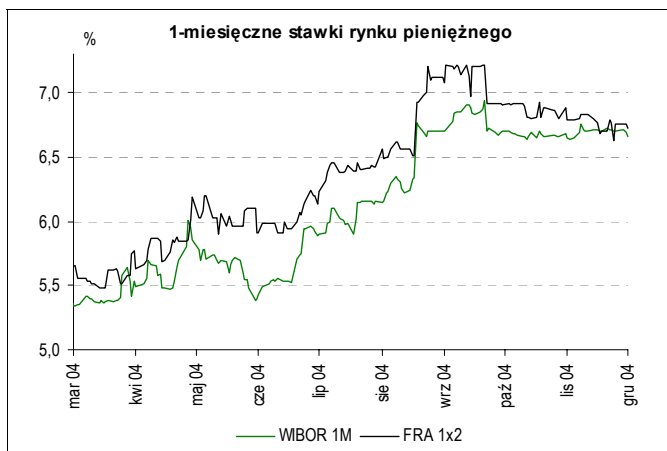
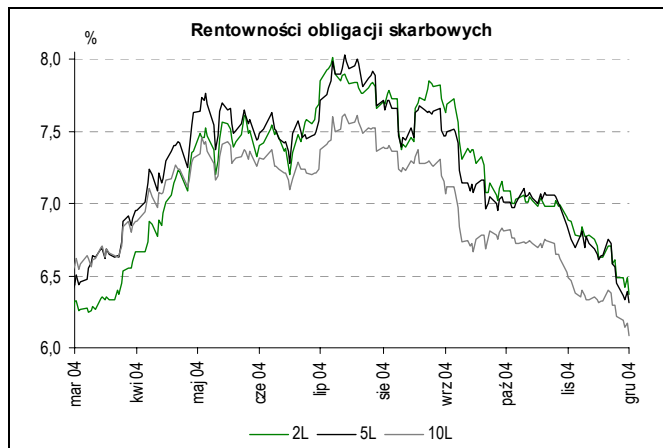
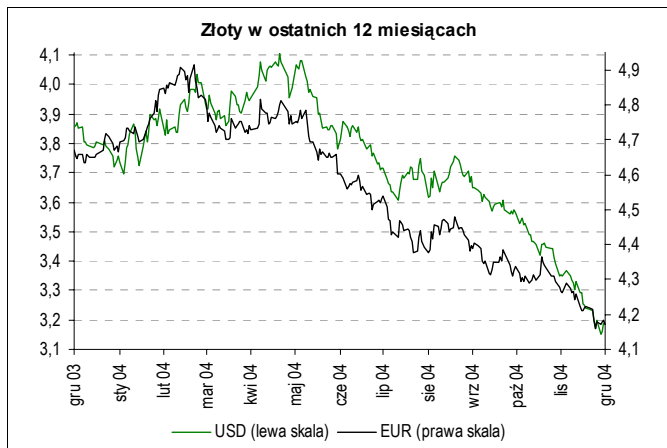
### Dolar pod presją

- Kluczową sprawą dla rynku EUR/USD była wypowiedź prezesa Fed Alana Greenspana o potencjalnym spadku popytu na aktywa dolarowe, jeśli nie zostaną eliminowane deficyty na rachunku obrotów bieżących oraz budżetowy. Relacje tych deficytów do PKB przekraczają poziom, przy których nie są uznawane za możliwe do sfinansowania bez poważnej przeceny dolara lub wzrostu rentowności papierów skarbowych. Nie długo po tej wypowiedzi EUR/USD przebił psychologiczną granicę 1,30.
- Trudną sytuację dolara pogorszył przedstawiciel banku centralnego Chin, który zapowiedział, że jego kraj zmniejszy udział aktywów dolarowych w rezerwach. Chiny, prowadząc politykę sztywnego kursu juana zmuszone były do ciągłych interwencji na rynku, a zakupione dolary inwestowane były w amerykańskie papiery skarbowe.

### Niemieckie obligacje w cenie

- W listopadzie wraz ze spadkiem rynkowych stóp procentowych ryzyko polskich aktywów rządowych wyrażone różnicą pięcioletnich stóp procentowych forward za pięć lat wobec aktywów w strefie euro spadło do ok. 125 pb ze 145 pb miesiąc wcześniej. Świadczy to o przybliżaniu się, zdaniem rynku, daty wejścia Polski do strefy euro.
- Na skutek wciąż gorszych danych o gospodarce europejskiej oraz wpływu kursu walutowego EUR/USD rentowności niemieckich 10-letnich obligacji zanotowały znaczny spadek osiągając poziom 3,60% wobec 3,90% na początku listopada.
- W listopadzie nastąpiło rozszerzenie różnicy rentowności 10-letnich papierów niemieckich i amerykańskich z 40 do obecnych 65 pkt. bazowych. Jest to następstwo sytuacji na rynku EUR/USD. Tendencja ta utrzyma się, jeśli dolar będzie dalej taniał.

# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	13-tyg.	52-tyg.	Suma
8.11.2004	-	1000 / 1000	1000 / 1000
15.11.2004	-	1000 / 1000	1000 / 1000
22.11.2004	-	400 / 400	400 / 400
29.11.2004	-	400 / 400	400 / 400
<b>razem listopad</b>	-	<b>2 800 / 2 800</b>	<b>2 800 / 2 800</b>
6.12.2004	-	400 / 400	400 / 400
13.12.2004	-	300	300
20.12.2004*	100	300 - 800	400 - 900
<b>razem grudzień*</b>	<b>100</b>	<b>1 000 - 1 500 / 400</b>	<b>1 100 - 1 600 / 400</b>

\* na podstawie szacunków Ministerstwa Finansów.

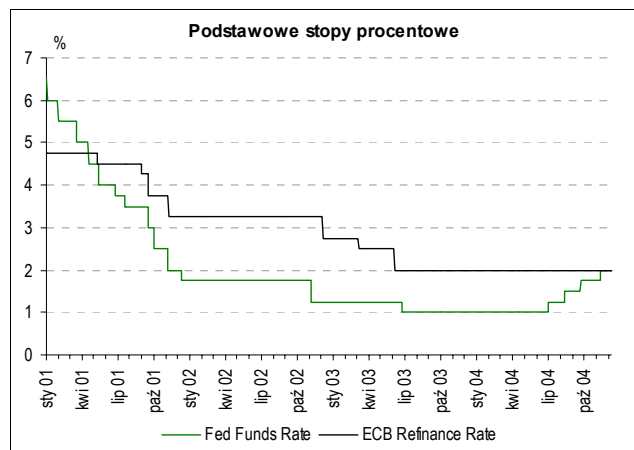
**Przetargi obligacji skarbowych w 2004 r. (mln zł)**

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	1 560,0	1 560,0	17.11*	DS0509	3 600,0	3 600,0
grudzień	01.12	OK1206	1 600,0	1 600,0	08.12*	IZ0816	960,0	960,0	-	-	-	-

\* razem z przetargiem uzupełniającym

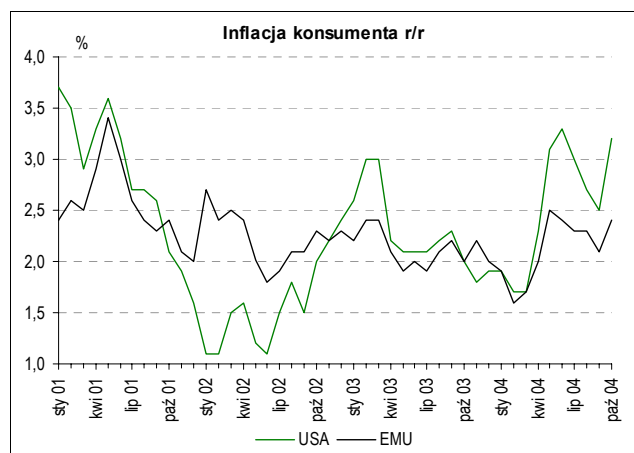
Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

## Przegląd międzynarodowy



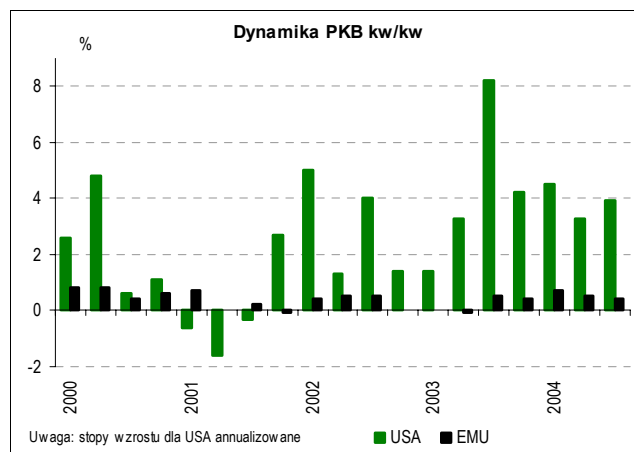
### Fed podwyższa, EBC straszy

- Fed zgodnie z oczekiwaniami podniósł w listopadzie stopy procentowe o 25 pkt. bazowych do 2%. Tym samym stopy procentowe w USA i strefie euro wyrównały się. W komunikacie poza dotychczasową retoryką Fed podkreślił, że będzie dokonywał kolejnych podwyżek w umiarkowanym tempie. W związku z tym na kolejnym spotkaniu, które ma się odbyć 14 grudnia Fed prawdopodobnie znów zwiększy koszt kredytu o kolejne 25 pb.
- Na swoim spotkaniu 2 grudnia EBC pozostawił stopy procentowe na poziomie 2,00%. Jednak prezes Jean-Claude Trichet w związku ze spekulacjami odnośnie potencjalnych obniżek oznajmił, że rozważana była podwyżka stóp. Powodem tego była uporczywie wysoka inflacja w strefie euro. Biorąc pod uwagę stan gospodarek europejskich oraz wysoki kurs euro takie rozwiązanie wydaje się w najbliższym czasie mało prawdopodobne.



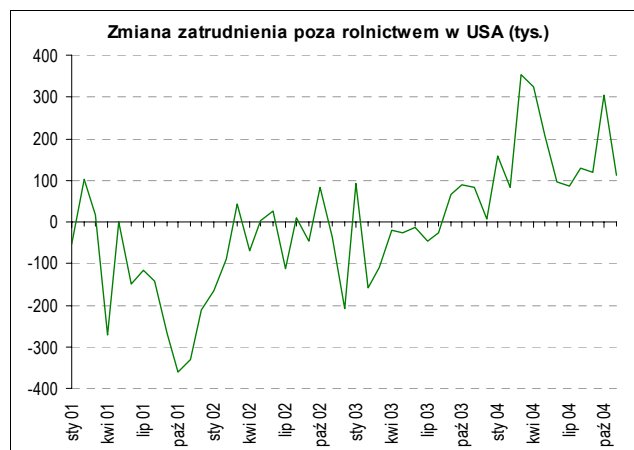
### Ropa podbija ceny

- Indeks cen konsumpcyjnych w USA w październiku na skutek wyjątkowo wysokich cen ropy naftowej osiągnął wartość 3,2%, co znacznie przewyższyło prognozy rynkowe. Inflacja bazowa wyłączająca ceny żywności i energii pozostała na niezmiennym poziomie 2,0%. Jako, że ceny ropy spadły zarówno w Londynie jak i w Nowym Jorku o ok. 20% ze swych najwyższych poziomów, należy się spodziewać, że inflacja spadnie znacznie w kolejnych miesiącach.
- Inflacja w strefie euro w dalszym ciągu znajduje się na poziomie przewyższającym cel EBC. Październikowe dane pokazały skok wskaźnika z 2,1% do 2,4%. W dalszym ciągu inflację podbijają kraje peryferyjne strefy euro, dla których obecny poziom stóp procentowych jest zbyt niski, biorąc pod uwagę fazę cyklu koniunkturalnego.



### Rewizje wzrostu

- Według zrewidowanych danych o wzroście Produktu Krajowego Brutto w USA w III kw. dynamika okazała się lepsza niż przedstawiona we wstępnych danych i wyniosła 3,9% (3,7% wcześniej). Z kolei deflator PKB został zrewidowany w dół, co tworzy jeszcze lepszy obraz amerykańskiej gospodarki.
- W listopadzie ukazały się publikacje zarówno wstępnych jak i ostatecznych danych o wzroście PKB w strefie euro. Pierwsze z nich, według których dynamika roczna wyniosła 1,9% r/r, skłoniła Komisję Europejską do rewizji prognoz na IV kw. oraz na rok 2005 do poziomu 0,2-0,6%. Dane zrewidowane pokazały jeszcze niższą ekspansję, bo wyniosła ona w ujęciu rok do roku tylko 1,8% r/r. Na początku grudnia opublikowane zostały obiecujące dane realnej gospodarki w Niemczech, która stanowiła do tej pory główny czynnik spowalniający wzrost w całej Europie.



### Rynek pracy znów w centrum uwagi

- Odkąd na początku roku Alan Greenspan dał do zrozumienia rynkowi, że najistotniejsze z punktu widzenia szybkości zacieśniania polityki monetarnej będą dane z rynku pracy, dane o przyroście zatrudnienia poza rolnictwem w USA jest najbardziej obserwowanym wskaźnikiem na świecie. Tym razem zaskoczyła ona rynek w dół i osiągnęła wartość 112 tys., wobec oczekiwań na poziomie 180 tys. Ponadto zrewidowano dane za dwa poprzednie miesiące łącznie o 54 tys. nowych miejsc pracy.
- Indeks IFO, czyli barometr koniunktury w największej gospodarce strefy euro obniżył się w październiku do 94,1 z 95,5 miesiąc wcześniej. Obniżeniu uległa zarówno ocena bieżącej, jak i oczekiwanej sytuacji gospodarczej. Wpływ na to miały mocne euro, wysokie ceny ropy oraz w dalszym ciągu problemy strukturalne gospodarki niemieckiej.

Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>29 listopada</b> <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i> EMU: Podaż pieniądza (X)	<b>30</b> POL: Bilans płatniczy (IX) ITA: Inflacja wstępna (XI) EMU: Inflacja wstępna (XI) EMU: Nastroje w biznesie; Koniunktura (XI) USA: PKB (III kw.)	<b>1 grudnia</b> <i>POL: Przetarg obligacji OK1206</i> EMU: PKB (III kw.) EMU: Bezrobocie (X) EMU: PMI (XI) USA: ISM (XI)	<b>2</b> GER: Bezrobocie (XI) EMU: Posiedzenie EBC EMU: Ceny producenta (X) USA: Zamówienia w przemyśle (X)	<b>3</b> EMU: Sprzedaż detaliczna (X) USA: Zatrudnienie (XI)
<b>6</b> <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i> GER: Zamówienia w Przemysle (X)	<b>7</b> <i>POL: Aktywa rezerwowe (XI)</i> GER: Indeks ZEW USA: Produktywność (Rewizja III kw. 2004) USA: Koszty pracy (Rewizja III kw. 2004)	<b>8</b> <i>POL: Aukcja obligacji IZ0816</i>	<b>9</b> <i>POL: PKB (III kw.)</i> GER: Produkcja przemysłu (X) GER: Bilans Handlowy (X) USA: Ceny Dóbr Importowanych (XI) USA: Zapasy Hurtowe (X)	<b>10</b> ITA: PKB (III kw.) (Rewizja) GER: Finalny HICP (XI) FRA: Wstępny HICP (XI) FRA: Bilans handlowy (X) USA: Ceny producenta (XI) USA: Wstępny Indeks Michigan (XII)
<b>13</b> <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i> ITA: Produkcja przemysłowa (X) USA: Sprzedaż detaliczna (XI) USA: Zapasy w gospodarce (X)	<b>14</b> <i>POL: Zatrudnienie i płace (XI)</i> <i>POL: Ceny konsumenta (XI)</i> <i>POL: Podaż pieniądza (XI)</i> ITA: Finalny HICP (XI) USA: Handel międzynarodowy (X) USA: Produkcja przemysłowa (XI) USA: Posiedzenie FOMC	<b>15</b> <i>POL: Decyzja RPP</i> USA: New York Fed (XII) USA: Napływ kapitału netto (X) USA: Zagraniczne udziały w Treasuries	<b>16</b> EMU: Finalny HICP (XI) USA: Zezwolenia budowlane (XII) USA: Saldo rachunku bieżącego (III kw.) USA: Philadelphia Fed	<b>17</b> <i>POL: Produkcja sprzedana (XI)</i> <i>POL: Ceny producenta (XI)</i> ITA: Zamówienia w przemyśle (X) GER: Indeks Ifo (XII) EMU: Produkcja przemysłowa (X) USA: Ceny konsumenta (XI)
<b>20</b> <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i>	<b>21</b> <i>POL: Koniunktura (XI)</i> FRA: Wydatki konsumentów (XI)	<b>22</b> <i>POL: Inflacja bazowa (XI)</i> <i>POL: Sprzedaż detaliczna (XI)</i> <i>POL: Bezrobocie (XI)</i> FRA: Ceny producenta (XI) FRA: Finalny HICP (XI) EMU: Saldo rachunku bieżącego (X)	<b>23</b> <i>POL: Ceny Żywności (I poł. XII)</i> ITA: Sprzedaż detaliczna (X)	<b>24</b> <b>Wigilia Bożego Narodzenia</b>
<b>27</b>	<b>28</b> ITA: Zaufanie inwestorów (XII)	<b>29</b> ITA: Ceny producenta (XI)	<b>30</b> <i>POL: Rachunek bieżący (X)</i> EMU: Podaż pieniądza (XI)	<b>31</b>
<b>3 stycznia 2005</b> <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i>	<b>4</b> ITA: Wstępny HICP (XII)	<b>5</b> <i>POL: Aukcja obligacji dwuletnich</i> EMU: Ceny producenta (XI) EMU: Stopa Bezrobocia (XI)	<b>6</b> FRA: Zaufanie konsumentów (XII)	<b>7</b> <i>POL: Aktywa rezerwowe (XII)</i> EMU: Sprzedaż detaliczna (XI)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

### Kalendarz publikacji danych w 2005 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie RPP	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PKB*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja	17	15 <sup>a</sup>	14 <sup>b</sup>	14	16	14	14	16	14	14	14	14
Inflacja bazowa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ceny producenta	20	17	17	19	20	17	19	18	19	19	18	19
Produkcja przemysłowa	20	17	17	19	20	17	19	18	19	19	18	19
Sprzedaż detaliczna	21	21	21	21	23	21	21	22	21	21	23	21
Płace brutto, zatrudnienie	17	15	15	15	18	15	15	16	15	17	17	15
Bezrobocie	21	21	21	21	23	21	21	22	21	21	23	21
Handel zagraniczny	około 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	31 <sup>c</sup>	28	31	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	14	14	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilans NBP	7	7	7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	21	21	22	22	20	22	22	19	22	21	22	22
Ceny żywności, 1-15	-	9 <sup>d</sup> i 25 <sup>e</sup>	25	25	25	24	25	25	23	25	25	23

\* dane kwartalne; <sup>a</sup> dane wstępne za styczeń, <sup>b</sup> dane za styczeń i luty, <sup>c</sup> za listopad 2004 itd., <sup>d</sup> za styczeń, <sup>e</sup> za luty

Źródło: GUS, NBP



## Dane i prognozy ekonomiczne

### Wskaźniki miesięczne

		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	gru 04
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,2	13,9	14,4	18,3	23,5	21,8	12,2	15,8	6,0	13,7	9,5	3,3	9,9	8,9
Sprzedaż detaliczna <sup>c</sup>	% r/r	11,4	17,3	7,6	12,1	20,7	30,6	4,0	8,6	10,9	9,6	8,8	4,0	6,7	8,5
Stopa bezrobocia	%	19,5	20,0	20,6	20,6	20,4	19,9	19,5	19,4	19,3	19,1	18,9	18,7	18,8	19,2
Place brutto <sup>b c</sup>	% r/r	4,1	5,1	3,5	6,3	7,0	4,6	4,4	4,5	3,6	5,1	3,7	2,4	3,2	4,0
Zatrudnienie <sup>b</sup>	% r/r	-3,3	-3,5	-1,4	-1,5	-1,3	-1,1	-0,9	-0,7	-0,7	-0,8	-0,6	-0,4	-0,2	0,0
Eksport <sup>d</sup>	% r/r	8,7	16,4	10,6	18,3	28,2	27,6	20,5	39,4	16,5	25,9	16,2	20,8	22,1	18,0
Import <sup>d</sup>	% r/r	1,4	9,6	6,1	4,6	25,8	36,4	16,2	35,2	9,0	18,3	15,2	18,6	21,2	13,6
Bilans handlowy <sup>d</sup>	mln EUR	-420	-658	-369	-9	-535	-986	-349	-89	-340	-43	-202	-151	-464,2	-550,0
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	mln EUR	-295	-770	-130	-14	-447	-487	-543	-269	-318	324	-224	-51	-284,2	-370,0
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	% PKB	-2,1	-2,2	-2,1	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,4	-1,5	-1,7	-1,7	-1,4
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-35,5	-37,0	-4,2	-9,4	-11,8	-11,0	-15,3	-19,9	-23,2	-25,9	-29,0	-30,8	-34,0	-37,5
Deficyt budżetowy (narastająco)	% całego roku	96,1	100,0	9,3	20,7	26,1	24,3	33,8	43,9	51,3	57,1	63,9	67,9	74,9	82,7
Inflacja (CPI)	% r/r	1,6	1,7	1,6	1,6	1,7	2,2	3,4	4,4	4,6	4,6	4,4	4,5	4,5	4,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,7	3,7	4,1	4,2	4,9	7,6	9,6	9,1	8,6	8,5	7,9	7,7	7,6	7,7
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	5,6	5,6	5,1	5,1	5,7	8,5	6,4	7,2	6,8	7,4	6,5	10,5	6,5	6,9
Zobowiązania	% r/r	3,3	3,7	3,4	3,5	4,8	8,4	6,2	6,9	6,4	7,6	6,6	11,4	6,4	6,5
Należności	% r/r	8,5	8,1	7,4	7,7	6,1	8,5	6,1	5,7	4,6	5,2	4,2	9,4	4,9	5,6
USD/PLN	PLN	3,94	3,79	3,74	3,84	3,89	3,97	3,93	3,78	3,64	3,64	3,58	3,46	3,28	3,18
EUR/PLN	PLN	4,62	4,66	4,71	4,85	4,77	4,76	4,72	4,59	4,47	4,43	4,37	4,32	4,26	4,20
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	6,00	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
WIBOR 3M	%	5,68	5,69	5,46	5,46	5,49	5,69	5,99	5,91	6,34	6,58	7,12	6,89	6,81	6,75
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	7,50	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,95	6,02	5,59	5,78	5,87	6,20	6,65	6,79	7,15	7,24	7,38	7,00	6,81	6,60
Rentowność obligacji 2L	%	6,31	6,49	6,17	6,34	6,34	6,83	7,41	7,44	7,80	7,66	7,51	7,04	6,81	6,50
Rentowność obligacji 5L	%	6,86	6,82	6,65	6,76	6,60	7,13	7,57	7,50	7,79	7,65	7,33	7,03	6,78	6,50
Rentowność obligacji 10L	%	6,92	6,75	6,65	6,81	6,65	7,02	7,32	7,27	7,44	7,36	6,96	6,75	6,43	6,20

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	887,1	187,1	200,3	201,4	226,1	203,8	216,1	218,8	248,4
PKB	% r/r	1,4	3,8	5,7	2,3	4,0	4,0	4,7	6,9	6,1	4,8	5,1
Spożycie ogółem	% r/r	2,8	2,5	3,2	0,9	2,6	2,9	3,3	3,3	3,5	2,9	3,1
w tym: spożycie indywidualne	% r/r	3,3	3,1	3,8	1,3	3,8	3,5	3,8	3,9	3,8	3,5	3,8
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-5,8	-0,9	6,2	-3,7	-1,1	1,0	0,4	3,5	3,6	4,1	10,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,1	8,7	13,1	4,4	9,1	8,9	12,2	19,0	16,4	9,7	7,3
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,9	7,9	7,8	1,2	9,8	6,4	12,4	13,6	11,3	4,7	1,5
Stopa bezrobocia <sup>a</sup>	%	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	0,9	1,4	1,7	1,7	3,2	3,8	1,6	-0,4	-1,2
Eksport <sup>b</sup>	% r/r	6,0	9,1	21,9	8,4	5,4	11,4	11,1	19,3	29,1	19,1	20,4
Import <sup>b</sup>	% r/r	3,5	3,3	18,4	3,1	-2,5	8,2	4,5	12,6	29,3	13,9	17,8
Bilans handlowy <sup>b</sup>	mIn EUR	-7 701	-5 077	-4 098	-1 529	-1 089	-1 155	-1 304	-909	-1 438	-585	-1 166
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	mIn EUR	-5 404	-4 109	-2 818	-1 641	-1 176	-568	-724	-592	-1 302	-218	-706
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	% PKB	-2,7	-2,2	-1,4	-2,7	-2,4	-2,4	-2,2	-1,7	-1,7	-1,5	-1,4
Deficyt budżetowy <sup>a</sup>	mld PLN	-39,4	-37,0	-37,5	-15,5	-23,8	-33,1	-37,0	-11,8	-19,9	-29,0	-37,5
Deficyt budżetowy	% PKB	-5,0	-4,5	-4,2	-8,3	-4,2	-4,6	-1,7	-5,8	-3,7	-4,1	-3,4
Inflacja	% r/r	1,9	0,8	3,5	0,5	0,5	0,8	1,5	1,6	3,3	4,5	4,5
Inflacja <sup>a</sup>	% r/r	0,8	1,7	4,6	0,6	0,8	0,9	1,7	1,7	4,4	4,4	4,6
Ceny produkcji	% r/r	1,0	2,6	7,3	3,0	2,2	1,9	3,4	4,4	8,8	8,3	7,7
Podaż pieniądza (M3) <sup>a</sup>	% r/r	-2,0	5,6	6,9	0,5	1,3	3,1	5,6	5,7	7,2	6,5	6,9
Zobowiązania <sup>a</sup>	% r/r	-4,1	3,7	6,5	-2,3	-1,9	-0,2	3,7	4,8	6,9	6,6	6,5
Należności <sup>a</sup>	% r/r	5,2	8,1	5,6	8,7	6,1	5,4	8,1	6,1	5,7	4,2	5,6
USD/PLN	PLN	4,08	3,89	3,66	3,90	3,83	3,93	3,89	3,82	3,89	3,62	3,31
EUR/PLN	PLN	3,85	4,40	4,54	4,19	4,36	4,42	4,62	4,78	4,69	4,43	4,26
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	6,75	5,25	6,50	6,00	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	6,50	6,50
WIBOR 3M	%	9,09	5,69	6,21	6,37	5,60	5,20	5,60	5,47	5,87	6,68	6,82
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	8,75	6,75	8,00	7,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	8,00	8,00
Rentowność bonów 52-tyg.	%	8,18	5,33	6,51	5,75	4,94	4,86	5,76	5,75	6,24	7,26	6,80
Rentowność obligacji 2L	%	7,94	5,38	6,90	5,58	4,91	4,92	6,11	6,28	6,86	7,66	6,78
Rentowność obligacji 5L	%	7,86	5,61	7,03	5,50	4,98	5,38	6,57	6,67	7,10	7,59	6,77
Rentowność obligacji 10L	%	7,34	5,77	6,85	5,60	5,19	5,63	6,68	6,70	7,00	7,25	6,46

*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 9.12.2004 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

**Tomasz Terelak** (22) 586 83 42

## DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

### Gdańsk

Długie Ogrody 10  
80-765 Gdańsk  
tel. (58) 326 26 40  
fax (58) 326 26 42

### 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.