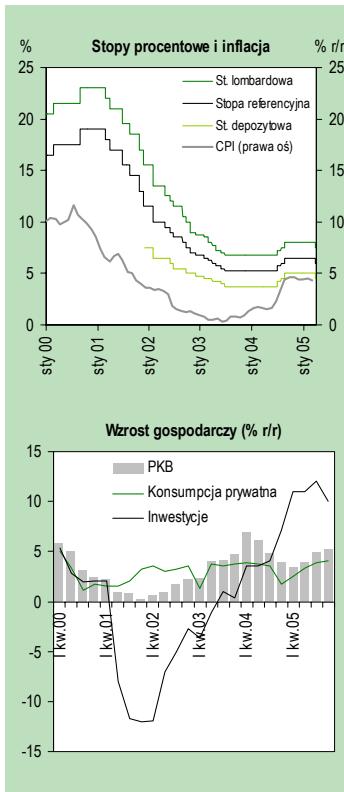


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Kwiecień 2005

Półówka na początek



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
Tomasz Terelak
(22) 586 8342

Email: imie.nazwisko@bzwbk.pl

▪ **Rada Polityki Pieniężnej zredukowała w marcu stopy procentowe o pół punktu procentowego (referencyjną do 6,0%).** Komunikat po posiedzeniu Rady nie pozostawił wątpliwości, że kolejne obniżki stóp procentowych nastąpią - prawie wszystkie krajowe czynniki (niskie miary inflacji, lepsze perspektywy odnośnie cen żywności, brak presji płacowej) wskazują na niższą inflację w przyszłości, choć wspomniano również o pewnych czynnikach ryzyka (najważniejsze ceny ropy). Dość jednoznaczna była również wypowiedź jednego z członków Rady (Andrzeja Sławińskiego), który powiedział, że musiałoby się stać coś co jest dziś bardzo mało prawdopodobne aby nie było obniżki stóp w kwietniu. Bardziej powściągliwy był Dariusz Filar, który wolałby poczekać do maja. Wygląda jednak na to, że pytaniem pozostaje tylko skala redukcji kwietniowej. Bardziej „jastrzębi” członkowie RPP mogą opowiedzieć się przeciwko obniżkom stóp w kwietniu, a członkowie o bardziej „gołębiach” poglądach prawdopodobnie będą wnioskowali o kolejną półówkę. Obniżka o 25 pb, która jest naszym zdaniem bardziej prawdopodobna, może okazać się rozwiązaniem kompromisowym, akceptowalnym dla większości członków Rady. Kolejne ruchy będą zależały również od nadchodzących danych (kolejna niespodzianka inflacyjna zwiększa szansę na 50 pkt. bazowych redukcji).

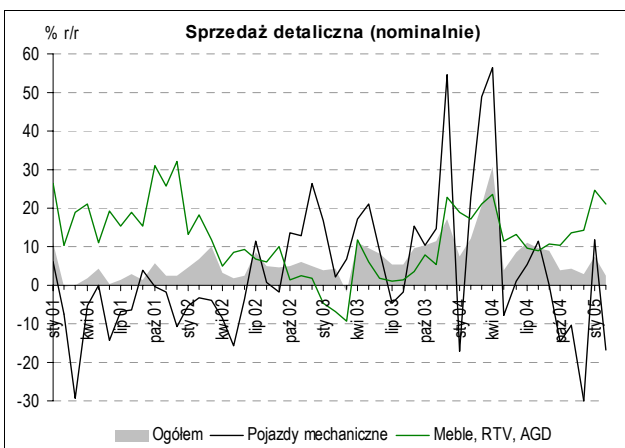
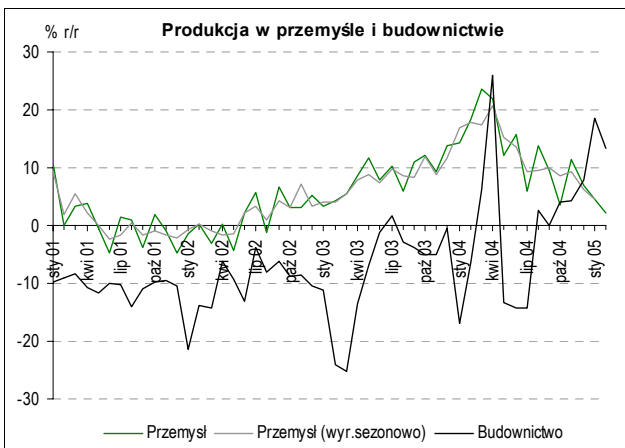
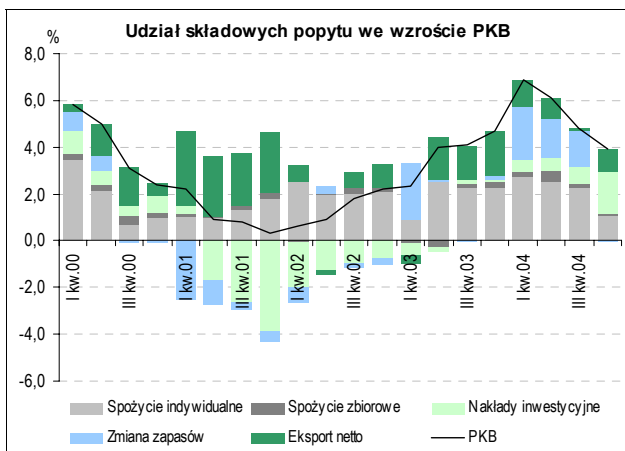
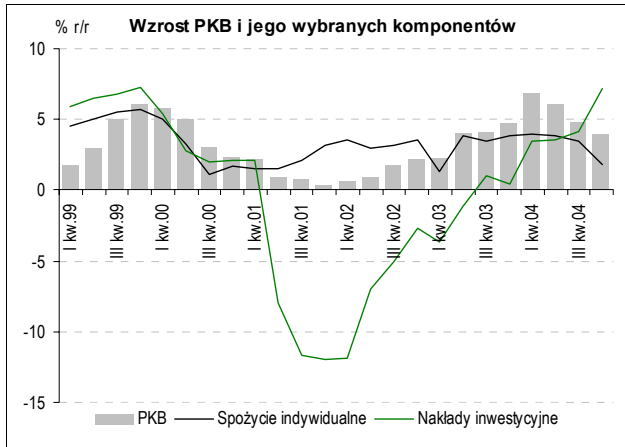
▪ **Po zaskakujących danych o inflacji za styczeń i luty zmiana stóp procentowych w marcu była powszechnie oczekiwana.** Ta podwójna niespodzianka inflacyjna wynikała z rewizji danych styczniowych z 4,0% do 3,7% r/r (za sprawą zmiany w systemie wag koszyka towarów i usług konsumpcyjnych) oraz ze spadku cen żywności w lutym, co obniżyło stopę inflacji do 3,6%. Wygląda na to, że rekordowo wysokie zbiory z ubiegłego roku zaczynają być obecnie odzwierciedlane w cenach detalicznych, co będzie jednym z czynników, z powodu których dynamika inflacji CPI będzie skazana na dalszy spadek. Przyczyni się do tego również efekt bardzo wysokiej bazy (wzrost cen przed akcesją do UE). Według naszych prognoz, CPI nie tylko obniży się do celu RPP (2,5%), ale spadnie niżej, do dolnej granicy przedziału dopuszczalnych wahań wokół celu (1,5%).

▪ **Na redukcję stóp procentowych w marcu wpłynęła również zapewne zmiana perspektyw wzrostu gospodarczego** pod wpływem danych za IV kw. 2004 oraz danych miesięcznych o produkcji i sprzedaży detalicznej w pierwszych miesiącach tego roku. Informacje te skłoniły nas do rewizji prognoz wzrostu PKB na ten rok. Obecnie spodziewamy się, że wyniesie on 4,4% (poprzednio 4,7%). Najsłabsze będą pierwsze dwa kwartały (kolejno tylko 3,5% i 3,8% wzrostu), z powodu silnego efektu bazy w przypadku popytu wewnętrznego (poza inwestycjami). Nie powinno to być jednak poważne spowolnienie i dzięki ożywieniu w inwestycjach oraz powrotowi wzrostu konsumpcji prywatnej do poziomu 3-4% możliwe będzie uzyskanie solidnego tempa wzrostu gospodarczego (ok. 5%) w następnych kwartałach.

Na rynku finansowym 31 marca 2005 r.:					
Stopa depozytowa NBP	4,50	WIBOR 3M	5,91	USDPLN	3,1518
Stopa referencyjna NBP	6,00	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	5,40	EURPLN	4,0837
Stopa lombardowa NBP	7,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,50	EURUSD	1,2957

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 07.04.2005 r.

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, szacunki własne

Przejsiowe osłabienie tempa wzrostu PKB

- Według danych GUS wzrost PKB w IV kwartale ub.r. wyniósł 3,9% r/r. Wyniki te były nieco słabsze niż wcześniej szacowano.
- Wzrost w całym 2004 r. został zrewidowany w dół do 5,3% z wcześniej podawanych 5,4%.
- Wzrost konsumpcji wyniósł 1,8%, co było najniższym wynikiem od I kw. 2003. Nakłady inwestycyjne w IV kwartale ub.r. zwiększyły się o 7,2% potwierdzając, że mamy do czynienia z ożywieniem aktywności inwestycyjnej. Eksport netto miał silny pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy (udział prawie 1 pp).
- Nieoczekiwanie, słabsze od wcześniejszych szacunków wyniki gospodarki w IV kwartale wynikały z tego, że nie nastąpił efekt mocnego wzrostu zapasów (zmiana przyrostu zapasów była neutralna dla wzrostu PKB ogółem), obserwowany w poprzednich trzech kwartałach (udział wzrostu zmiany zapasów wahał się między 1,6 i 2,3 pkt proc).
- W tym roku główną siłą napędową powinny być inwestycje (przewidujemy ich wzrost o prawie 11% wobec 5,1% w 2004). Silne spowolnienie wzrostu prywatnej konsumpcji nie powinno być zjawiskiem trwałym (wskazuje na to szybki wzrost optymizmu konsumentów oraz poprawa koniunktury w handlu detalicznym).
- Dane o PKB w IV kwartale ub.r., nieco słabsze od wstępnych szacunków, oraz słabe dane za pierwsze miesiące br., o których piszemy szczegółowo poniżej, skłoniły nas do rewizji prognoz wzrostu PKB na ten rok. Obecnie spodziewamy się, że wyniesie on 4,4%. Najlepsze będą pierwsze dwa kwartały (kolejno tylko 3,5% i 3,8% wzrostu), z powodu silnego efektu bazy w przypadku popytu wewnętrznego (poza inwestycjami).
- Nie powinno to być jednak poważne spowolnienie i dzięki ożywieniu w inwestycjach możliwe będzie uzyskanie solidnego tempa wzrostu gospodarczego (ok. 5%) w następnych latach.

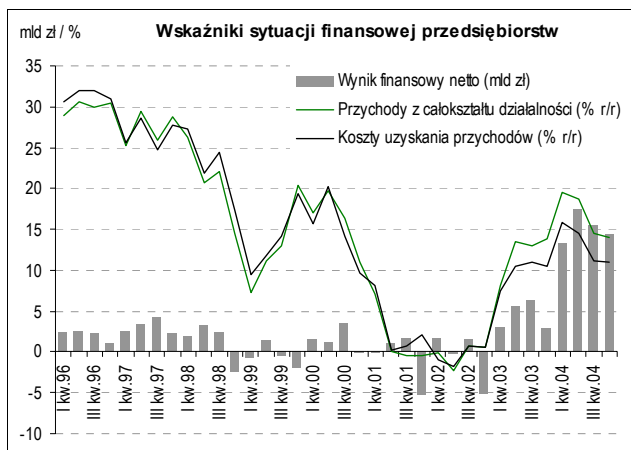
Słabnie wzrost w przemyśle, budownictwo odżyło

- W lutym produkcja przemysłowa zwiększyła się tylko o 2,1% r/r (4,6% r/r w styczniu), słabiej niż ostrożnie oczekiwano.
- Spowolnienie wzrostu produkcji wynikało częściowo z wysokiego efektu bazy (nadzwyczaj silne ożywienie aktywności gospodarczej tuż przed wejściem do UE, co było niemożliwe do powtórzenia w tym roku). Zatem, stopa rocznego wzrostu produkcji (i wielu innych wskaźników) jest w zasadzie skazana na spowolnienie (nawet poniżej zera) w okresie między styczniem a majem br. Niepokojące są jednak wyniki badań koniunktury w przemyśle – najniższe od listopada 2003 r.
- Produkcja budowlana wzrosła o 13,3% r/r potwierdzając pozytywny trend w inwestycjach. Po raz kolejny bardzo dobre wyniki badań koniunktury dla budownictwa w marcu wskazują, że poprawa w tym sektorze (inwestycjach) powinna być trwała.

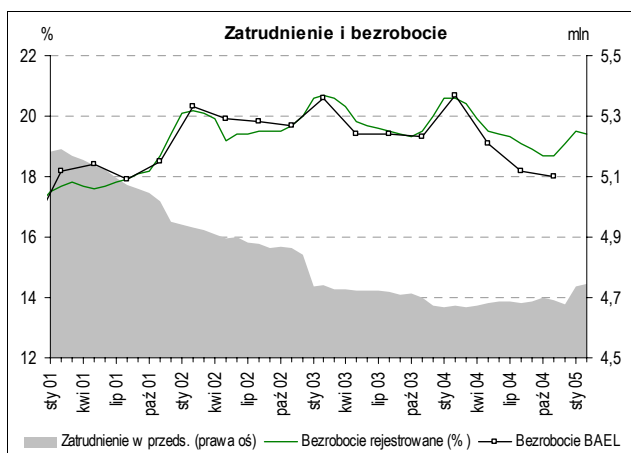
Sprzedaż detaliczna słabsza, ale konsumenci optymistyczni

- Sprzedaż detaliczna w lutym wzrosła o zaledwie 2,4% r/r, mniej niż wskazywały skromne prognozy (nieco powyżej 4% r/r).
- Od października 2004 roku (za wyjątkiem stycznia br.) wzrost sprzedaży detalicznej w ujęciu realnym był ujemny i trend ten był kontynuowany w lutym (spadek o 1,6% r/r).
- Nie wróży to dobrze wzrostowi konsumpcji indywidualnej w I kwartale br. Obok danych o produkcji, wyniki sprzedaży były czynnikiem, który spowodował rewizję naszych szacunków wzrostu PKB w tym roku, głównie w jego I połowie.
- Marcowe wyniki badań koniunktury w handlu detalicznym oraz optymizmu konsumentów pokazują jednak, że średnioterminowe perspektywy popytu konsumpcyjnego na dalsze kwartały (po ustąpieniu efekty bazy) pozostają dobre.

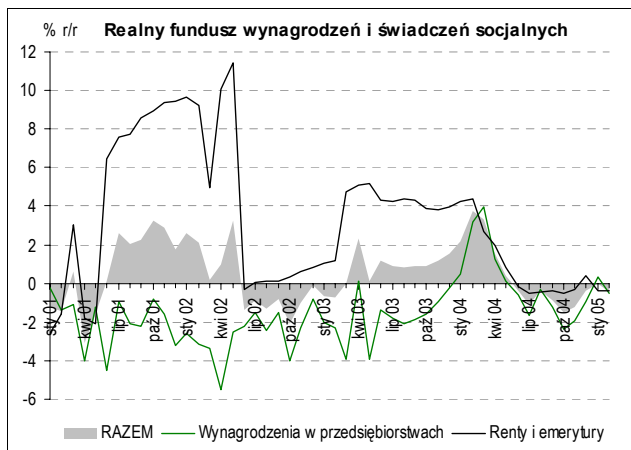
Gospodarka Polski

**Utrzymują się doskonale wyniki finansowe firm**

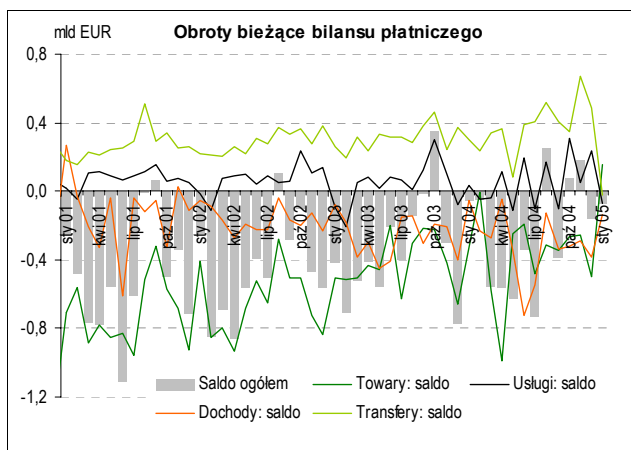
- Sytuacja finansowa firm (zatrudniających powyżej 49 osób) uległa w ostatnim roku znacznej poprawie, na skalę nie notowaną nigdy wcześniej.
- Wynik finansowy brutto ogółem osiągnął 75,4 mld zł (wobec 30 mld zł w 2003 r.), a wynik finansowy netto wyniósł 60 mld zł (18 mld zł rok wcześniej). Wskaźnik poziomu kosztów zmniejszył się wyraźnie do 94,3% z 97,2% w 2003 r., odzwierciedlając kontynuowane wysiłki polskich firm w celu poprawy ich konkurencyjności i efektywności. Rentowność obrotów netto zwiększyła się do 4,8% z 1,7% w poprzednim roku.
- Co ważne, ostatni kwartał ub.r. był równie dobry dla firm jak trzy poprzednie kwartały i brak jest na razie sygnałów o istotnym pogorszeniu zyskowności firm w rezultacie silnej, trwającej od maja 2004 r. aprecjacji złotego.

**Większy popyt na pracę, ale dyscyplina płacowa zachowana**

- Doskonale wyniki finansowe polskich firm przekładają się stopniowo nie tylko na przyspieszenie wzrostu inwestycji, ale również przyczyniają się do ożywienia popytu na pracę.
- W lutym, trzeci miesiąc z rzędu, po kilku latach nieprzerwanego spadku, zwiększyło się o 1,6% r/r zatrudnienie w sektorze firm. Co więcej, dane BAEL (obejmujące całą gospodarkę) pokazały, że w IV kwartale ub.r. nastąpił bardzo wysoki (najwyższy od początku publikowania statystyk BAEL) wzrost zatrudnienia o 2,5% r/r.
- Stopa bezrobocia wg BEAL spadła w IV kwartale do 18% z 18,2% w III kwartale 2004 i 19,3% w ostatnim kwartale 2003. Stopa rejestrowanego bezrobocia w lutym również spadła i wyniosła 19,4% wobec 19,5% w styczniu i 20,6% rok wcześniej.
- Uważamy, że poprawa sytuacji na rynku pracy będzie kontynuowana i przełoży się na szybszy wzrost konsumpcji w przyszłości.



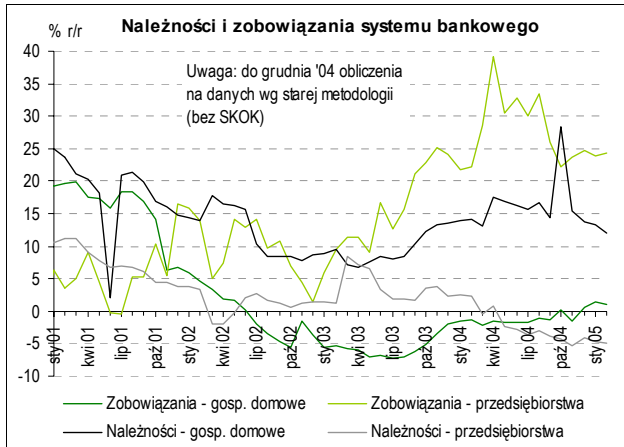
- Na razie jednak wzrost popytu na pracę jest zbyt słaby, aby zapobiec spadkowi realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, ponieważ dyscyplina płac pozostaje bardzo mocna. Fundusz płac w sektorze firm wzrósł w lutym nominalnie o 3% r/r, ale realnie spadł o 0,5% r/r. Wpłynęło na to spowolnienie wzrostu płac w firmach do zaledwie 1,4% r/r.
- Spodziewamy się, że wzrost dochodów realnych gospodarstw domowych przyspieszy i będzie silniej wpływać na konsumpcję prywatną w II półroczu br., gdy coraz szybszy wzrost płac (4-5% r/r) i zatrudnienia zbiegną się w czasie z malejącą inflacją.
- Jednocześnie, nawet jeśli przyjmujemy, że lutowe spowolnienie płac było jednorazowe, nie zmienia to ogólnego wniosku, że płace w przedsiębiorstwach nie wydają się stwarzać poważnego zagrożenia dla średnioterminowego scenariusza inflacji.

**Nadwyżka na dobry początek roku**

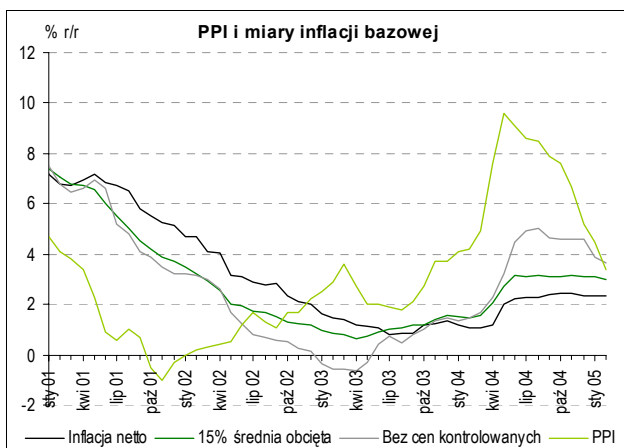
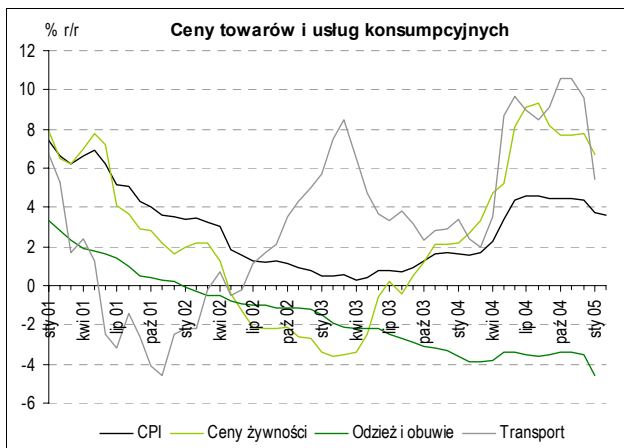
- Gdy 1 kwietnia NBP opublikował dane o bilansie płatniczym za styczeń, można było odnieść wrażenie, że to żart primaprilisowy.
- Okazało się bowiem, że mimo trwającej od kilku miesięcy silnej aprecjacji złotego, w styczniu br., po raz pierwszy od kiedy dostępne są miesięczne statystyki NBP (styczeń 2000), Polska zanotowała nadwyżkę w handlu zagranicznym (158 mln €).
- Przy względnie niskich deficytach w pozostałych elementach rachunku obrotów bieżących, deficyt ogółem na tych rachunku wyniósł tylko 72 mln € (skumulowany w ciągu 12 miesięcy w relacji do PKB pozostał na poziomie 1,5% z grudnia ub.r.).
- Decydujące znaczenia miał gwałtowny wzrost eksportu (blisko 30% r/r), znacznie przewyższający i tak szybkie tempo wzrostu importu (sugerujące dobrą kondycję popytu krajowego, głównie inwestycji).

Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

Gospodarka Polski



Wagi stosowane w obliczaniu CPI (%)	2004	2005
Żywność i napoje bezalkoholowe	26,9	26,9
Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	6,0	5,7
Odzież i obuwie	5,4	5,0
Użytkowanie mieszkania i nośniki energii	21,2	20,9
Wyposażenie mieszk. i prowadzenie. gosp. domowego	4,9	4,7
Zdrowie	5,0	5,3
Transport	8,4	8,8
Łączność	4,9	5,0
Rekreacja i kultura	6,4	6,6
Edukacja	1,5	1,6
Restauracje i hotele	3,9	4,3
Inne	5,5	5,2



Stabilne trendy w statystykach pieniężnych

- Podaż pieniądza M3 wzrosła w lutym o 1,1% m/m (dokładnie zgodnie z naszą prognozą). Przełożyło się to na umiarkowane przyspieszenie rocznej dynamiki do 9,4% z 9,3% w styczniu.
- Roczny wzrost depozytów w sektorze bankowym przyspieszył do 8,7% z 8,4% przy niższym wzroście depozytów gospodarstw domowych (1,0% r/r wobec 1,5% r/r miesiąc wcześniej) i wyższym wzroście depozytów przedsiębiorstw (24,2% r/r wobec 23,9% r/r w styczniu). Z drugiej strony wzrost kredytów pokazał spowolnienie z 3,1% r/r do 2,1% r/r. Zjawisko to było obserwowane zarówno w przypadku gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw (z -4,6% r/r do -4,9% r/r).
- Statystyki monetarne w lutym były pod wpływem mocnego kursu złotego, który obniżył w ujęciu złotowym wartość kredytów denominowanych w walutach obcych.

Podwójna niespodzianka inflacyjna

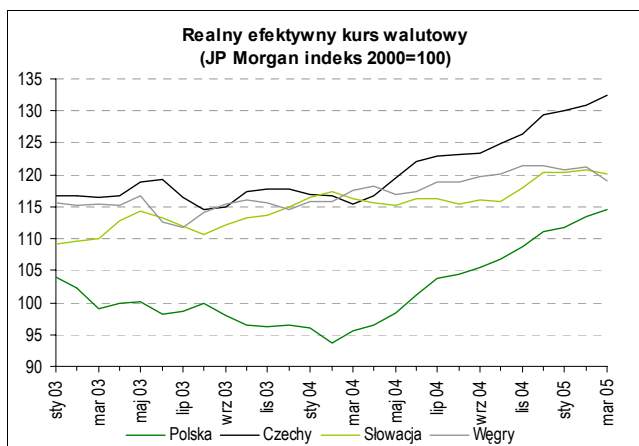
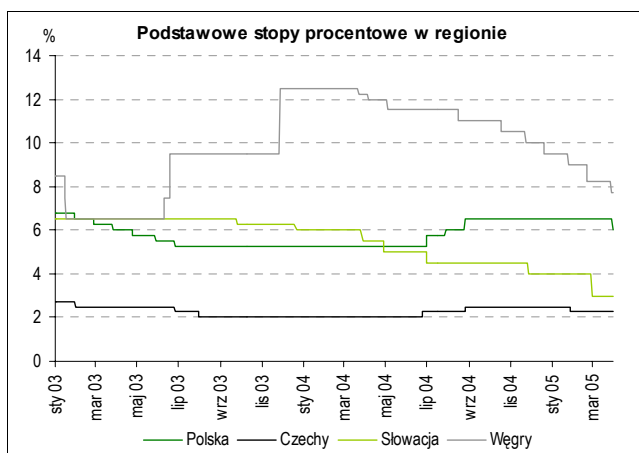
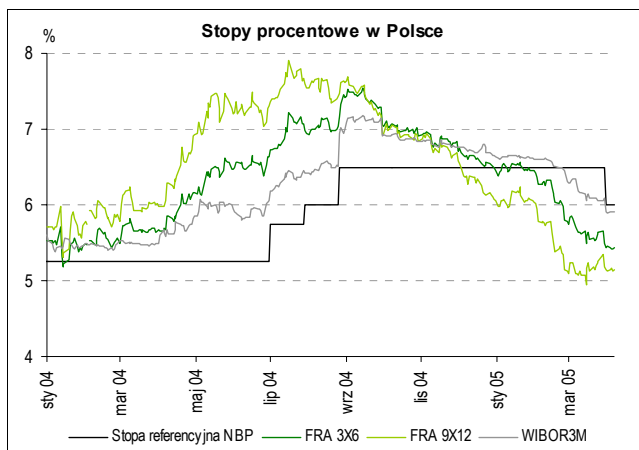
- Najważniejsze ze wszystkich danych publikowanych w ciągu ostatniego miesiąca były dane o inflacji, m.in. dlatego że były najbardziej zaskakujące.
- Wzrost CPI w lutym wyniósł tylko 3,6% r/r wobec zrewidowanego 3,7% r/r w styczniu (z poziomu 4% r/r).
- Pierwszym z czynników, który spowodował taki wynik była rewizja w dół danych styczeniowych, spowodowana zmianą w systemie wag koszyka towarów i usług konsumpcyjnych (po raz pierwszy opartą na wynikach Spisu Powszechnego).
- Choć można się było spodziewać pewnej rewizji CPI w dół, okazała się ona o wiele głębsza niż można było przypuszczać.
- Mimo że udziały głównych kategorii nie uległy znaczącym zmianom (np. waga cen żywności pozostała bez zmian na poziomie 26,9%) prawdopodobnie nastąpiły istotne zmiany na niższym poziomie agregacji.
- Rewizja styczniowej inflacji nie była jedyną niespodzianką. Nie mniej zaskakująca była zmiana cen w lutym, a mianowicie spadek cen wobec poprzedniego miesiąca o 0,1% m/m.
- Po raz drugi z rzędu obniżyły się ceny żywności (tym razem o 0,2% m/m). Wygląda na to, że rekordowo wysokie zbiory z ubiegłego roku dopiero teraz zaczynają być odzwierciedlane w cenach detalicznych. Roczne tempo wzrostu cen żywności obniżyło się w lutym do 5,9% r/r i wydaje się, że trend spadkowy będzie kontynuowany (do ok. 0% w połowie roku).
- Ukształtowanie się cen konsumpcyjnych na początku roku skłoniło nas, podobnie jak innych uczestników rynku, do rewizji prognoz inflacji. Obecnie przewidujemy, że w czerwcu CPI nie tylko obniży się do celu RPP (2,5%), ale spadnie niżej, do dolnej granicy przedziału dopuszczalnych wahań wokół celu (1,5%) i utrzyma się w tych okolicach do końca roku.

Korzystne sygnały z alternatywnych miar inflacji

- W lutym wzrost PPI spadł do 3,4% r/r ze styczniowego poziomu 4,5% (średnia prognoza rynkowa wynosiła 3,7%).
- Spowolnienie wzrostu cen produkcji wynikało częściowo z efektu wysokiej bazy (wysoki wzrost cen surowców rok temu).
- Dodatkowo, spowolnienie rocznego wzrostu PPI było także wzmocnione przez silną aprecjację złotego.
- Dwie najważniejsze naszym zdaniem miary inflacji bazowej pozostawały stabilne nie tylko w styczniu i lutym, ale już od połowy 2004 r., gdy CPI osiągał lokalne maksimum.
- Pozostałe trzy miary inflacji bazowej pokazują natomiast stopniowy spadek w tempie podobnym do spadku inflacji CPI.
- Pokazuje to, że spadek CPI wynika głównie z czynników podażowych, ale jednocześnie presja popytowa jest pod kontrolą.

Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

Pod lupą: Bank centralny



Istotne fragmenty komunikatu RPP z dnia 30 marca 2005

Prognozy cen ropy naftowej na najbliższe lata zakładają obecnie spadek cen w znacznie mniejszej skali niż wcześniej przewidywano.

Stopniowej poprawie sytuacji na rynku pracy nie towarzyszy przyspieszenie dynamiki płac. (...) Jeżeli utrzyma się tempo wzrostu płac nie przekraczające dynamiki wydajności pracy, to będzie możliwe utrzymanie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w większym stopniu opartego na wzroście zatrudnienia.

Niższa od oczekiwań dynamika PKB w IV kw. 2004 r. i być może w I kw. 2005 r. zwiększa prawdopodobieństwo ukształtowania się w 2005 r. inflacji niższej niż przedstawiono w lutym *Raporcie o inflacji*.

Dane o inflacji w pierwszych miesiącach br. oraz najnowsze prognozy cen żywności zwiększają prawdopodobieństwo niższego przebiegu inflacji w latach 2005-2006 niż przedstawiono w lutym *Raporcie*. Ocena ta może być skorygowana w wyniku zmian cen surowców na rynkach światowych, a w szczególności cen ropy naftowej.

Od ostatniego posiedzenia Rady nastąpiła deprecjacja złotego. Kształtowanie się kursu w I kwartale 2005 r. jest generalnie zbieżne ze ścieżką kursu walutowego uwzględnioną w lutym *Raporcie*. Rada dostrzega wzrost niepewności dotyczącej kształtowania się kursu walutowego ze względu na sytuację na międzynarodowych rynkach finansowych i niepewność związaną z okresem przedwyborczym.

Źródło: NBP, Reuters, szacunki własne

Tym razem Rada Polityki Pieniężnej nie zaskoczyła

- Stopy procentowe NBP zostały obniżone o 50 pkt. bazowych – referencyjna do 6,00%, lombardowa do 7,50%, depozytowa do 4,50%. Po zaskakujących danych o inflacji taka decyzja była oczekiwana przez większość analityków.
- Ponieważ po marcowym spadku wartości złotego niektórzy gracze rynkowi oczekiwali redukcji tylko o 25 pb, natychmiastową reakcją rynku było pewne umocnienie na rynku stopy procentowej, które wywołało umiarkowaną aprecjację złotego.
- Według Rady prawie wszystkie krajowe czynniki (niskie miary inflacji, lepsze perspektywy odnośnie cen żywności, brak presji płacowej) wskazują na niższą inflację w przyszłości.
- Wspomniano również o pewnych czynnikach ryzyka, włączając w to ceny surowców na rynku światowym, w szczególności ropy naftowej.

Stopy w dół w całym regionie, w górę w USA

- W ostatnich tygodniach obniżki stóp procentowych nastąpiły w całym naszym regionie – w Czechach o 25 pb i na Węgrzech o 50 pb, na początku marca na Słowacji o 100 pb.
- Bank Anglii i Europejski Bank Centralny pozostawiły stopy procentowe bez zmian.
- Zgodnie z oczekiwaniami, amerykański Fed podwyższył stopy procentowe o 25 pkt. bazowych, jednak towarzyszył temu „jastrzębi” komunikat, który dopomógł spadkowi kursu EURUSD, a tego trendu nie zatrzymały nawet słabe dane z rynku pracy.
- RPP w komunikacie zwróciła uwagę na fakt, że wzrost stóp oficjalnych w USA doprowadził do wzrostu rentowności rynkowych tamże, co z kolei spowodowało, że spadła relatywna opłacalność inwestycji portfelowych w krajach rozwijających się i w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej.

Realny efektywny kurs złotego wcale się nie osłabił

- Biorąc pod uwagę uwagi RPP na temat kursu walutowego, wydaje nam się, że wydarzenia na rynku walutowym nie będą w najbliższym czasie najważniejsze dla zmian stóp procentowych.
- Warto jednak zauważyć, że o ile nominalne kursy walutowe spadły w rezultacie odpływu kapitału do Stanów Zjednoczonych, to nie stało się tak z realnym efektywnym kursem złotego.
- W Polsce następuje ciągła aprecjacja tego kursu – od początku roku o prawie 3%, w ubiegłym roku o ponad 15% (patrz wykres).
- Przepływ kapitału pomiędzy naszym regionem a Stanami Zjednoczonymi miał większy wpływ na rynek węgierski – realny efektywny kurs forinta osłabił się o niecałe 2%. Korona czeska umocniła się, a słowacka była względnie stabilna. Potwierdza to, że fundamenty gospodarcze na Węgrzech są najsłabsze.

Kiedy kolejna obniżka?

- Komunikat po posiedzeniu Rady nie pomógł w ocenie umiejscowienia w czasie kolejnych ruchów parametrów polityki monetarnej, choć nie pozostawił wątpliwości, że kolejne obniżki stóp procentowych nastąpią.
- Jednakże po wypowiedzi członka RPP, Andrzeja Sławińskiego (szczegóły w sekcji *Pod lupą: Bank centralny*), kolejna obniżka stóp procentowych jest niemalże przesądzona już w tym miesiącu.
- Jej skala będzie zależała od danych makroekonomicznych. Według nas redukcja o 25 pb jest bardziej prawdopodobna niż 50 pb, choć rynek będzie zapewne wyceniał ten drugi scenariusz.
- 50 pb będzie możliwe jeśli dane o inflacji ponownie zaskoczą. Wówczas w całym roku zobaczymy głębszą skalę obniżek w stosunku do 100 pb oczekiwanych przez nas wcześniej.

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Leszek Balcerowicz, prezes NBP, przewodniczący RPP

konferencja prasowa, 30 marca

Ostatnie osłabienie złotego uzasadnia ocenę RPP, że bardzo trudno jest prognozować ruchy kursu walutowego.

Jeżeli utrzyma się korzystna tendencja w cenach żywności, to ten czynnik może spowodować, że inflacja spadnie w niektórych miesiącach tego roku poniżej 1,5%.

Istotne jest to, że wobec głębszej niepewności, a ona jest, postępowanie tego typu jest zgodne z dość dominującymi standardami – dozowanie zmian, a nie raz a dobrze, ze względu właśnie na niepewność. Proszę zauważyć, jak często przywoływany jako wzorzec Fed postępował w momencie, kiedy obniżał, a teraz podwyższał (stopy), to są stosunkowo małe dozy.

Reuters, 16 marca

Nie jest ostatecznie rozstrzygnięta kwestia pasma wahań (w systemie kursowym ERM-2). Chodzi o to, aby pasmo było rozsądnie szerokie. Nie wykluczam tutaj asymetrii, czyli więcej, nawet do 15% w kierunku aprecjacji. W kierunku deprecjacji może to być 2,25%. Jestem zwolennikiem tego mniej rygorystycznego rozwiązania.

Krzysztof Rybiński, wiceprezes NBP

Gazeta Wyborcza, 23 marca

Prognozy NBP pokazują, że samym tylko wzrostem gospodarczym nie "wyrośniemy" z deficytu budżetowego. Bez reform fiskalnych nie ma mowy, byśmy weszli do strefy euro w tej dekadzie ani w dającym się przewidzieć terminie. Trzeba przekonać społeczeństwo, że reformy finansów publicznych i wejście do strefy euro to dobra inwestycja, na której wszyscy skorzystają.

Nie sądzę, by *currency board* był dobrym rozwiązaniem.

Dariusz Filar, członek RPP

Reuters, 6 kwietnia

Wcale nie jest powiedziane, że cykl luzowania polityki pieniężnej będzie długi i głęboki. Może to wyglądać w ten sposób, że po pierwszym, większym kroku, kolejne będą bardziej ograniczone, czyli raczej 25-punktowe i ostrożnie rozłożone w czasie. (...) Mnie odpowiadałby jako moment decyzji maj.

Jest naturalną cechą rynku, że on ma skłonność do bardziej radykalnych ocen niż ci, którzy prowadzą politykę pieniężną.

Andrzej Sławiński, członek RPP

Radio PiN, 1 kwietnia

[Pyt.] Co się musi stać by Rada Polityki Pieniężnej nie obniżyła stóp procentowych, jeszcze raz? [Odp.] Musiałoby się stać coś, co w tej chwili wydaje się bardzo mało prawdopodobne. (...) Coś, co spowodowałoby prawdopodobne tempo inflacji, by się znacząco podniosło. (...) Zawsze są tego rodzaju ryzyka, tylko na razie w naszej ocenie tego rodzaju zdarzenia są mało prawdopodobne.

[Pyt.] Czy złoty nie będzie przeszkadzał w tym trendzie spadkowym, jeżeli chodzi o stopy procentowe? [Odp.] Musiałoby nastąpić bardzo duże zmiany w wysokości kursu, które biorąc pod uwagę całokształt sytuacji w gospodarce, w bilansie płatniczym a również na globalnym rynku, nie wydają się bardzo prawdopodobne. (...) Jeśli chodzi o poziom kursu to wydaje się, że nie ma takich czynników, które kazałyby zakładać, że nastąpią bardzo silne zmiany ogólnego poziomu.

Halina Wasilewska-Trenkner, członkini RPP

PAP, 18 marca

Gwałtowna obniżka stóp o 150 pb mogłaby spowodować warunki, które ograniczą możliwość dalszego spadku inflacji. Tak się może wtedy zdarzyć. W obecnej sytuacji obniżka o 150 pb to jest dużo i może spowodować osłabienie tendencji do spadku inflacji. Czy może spowodować wzrost inflacji? - nie wiem. Rewizja danych o inflacji, która miała miejsce w styczniu osłabia stwierdzenie wiceprezesa Rybińskiego, że obniżka stóp procentowych w skali 150 pb w ciągu 12 miesięcy, jakiej oczekuje rynek, znacznie zwiększyłaby ryzyko, że inflacja pozostawałaby powyżej celu inflacyjnego.

Komentarz

Prezes NBP podkreślił, że kursy walutowe są nieprzewidywalne, co sugerować może że Rada nie będzie opierała swojej polityki na podstawie jego krótkoterminowych wahań. Tym bardziej, że po gwałtownym wzmocnieniu złotego do poniżej 3,9 wobec euro nastąpiła deprecjacja do prawie 4,2 w ciągu kilku tygodni z powodów niezależnych od polskiej polityki makroekonomicznej.

Szef NBP zgodził się z przekonaniem rynku, że inflacja będzie poniżej 2% w drugiej połowie roku lub może spaść nawet poniżej 1,5%, jeśli ceny żywności zaskoczą w dół (jest to wbrew poglądom wyrażanym przed posiedzeniem przez niektórych członków RPP, że inflacja będzie na poziomie bliskim 2,5%). Podkreślił on jednak również, że perspektywa średnioterminowa będzie dla Rady najważniejsza. To sugeruje, że dużo niższa inflacja w drugiej połowie 2005 roku została już w pewnym zakresie przez Radę uwzględniona.

Do tej pory NBP miał dość jasno sprecyzowane stanowisko w sprawie pasma wahań złotego w systemie ERM2, zakładające, że najlepszym rozwiązaniem byłby szeroki przedział wahań, tj. $\pm 15\%$. Wypowiedź prezesa NBP sugeruje, że być może stanowisko NBP się zmienia i możliwe jest rozwiązanie kompromisowe (UE woli rozwiązanie, które ograniczałoby zakres możliwej deprecjacji kursu). Sugerowały to również wypowiedzi ministra finansów (patrz *Pod lupą: Rząd i polityka*).

Nie sposób nie zgodzić się z poglądem NBP, mówiącym, że potrzebne są istotne dostosowania polityki fiskalnej jeśli chcemy na trwałe obniżyć deficyt budżetowy do poniżej 3% PKB. RPP umieściła również swojego rodzaju apel o reformy fiskalne w swoim komunikacie po posiedzeniu.

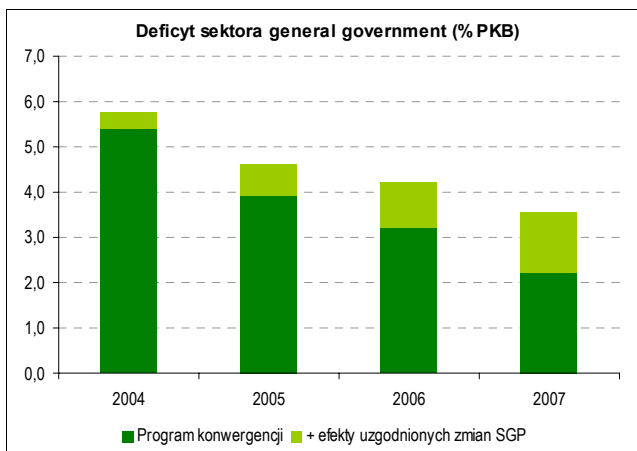
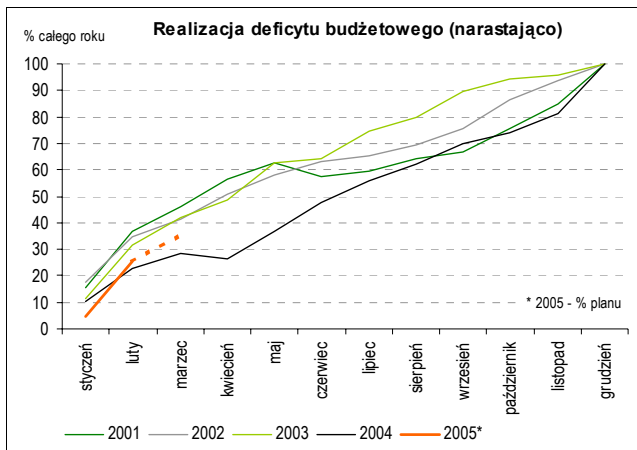
Odrzucenie przez bank centralny pomysłu zmiany systemu kursu walutowego na zarząd walutą *currency board* nie jest niczym nowym, ponieważ zdaniem NBP utrudnić to może (jeśli nie uniemożliwić) spełnienie kryterium inflacyjnego (inflacja mogłaby być kontrolowana wyłącznie przez politykę fiskalną).

Stwierdzenia profesora Filara sugerują, że „jastrzębi” członkowie RPP (wliczając w to prezesa Balcerowicza) mogą opowiedzieć się przeciwko obniżkom stóp w kwietniu. Wspiera to pogląd, że obniżka o 25 pb jest tym razem bardziej prawdopodobna. Członkowie o „gołębich” poglądach prawdopodobnie będą wnioskowali o głębszą redukcję, w związku z czym 25 pb może okazać się rozwiązaniem kompromisowym, akceptowalnym dla większości członków RPP. Filar powiedział również wczoraj, że kluczowym czynnikiem dla RPP będą dane o inwestycjach, ponieważ będą one wskazywały „czy ożywienie inwestycji, które już ma miejsce, gwarantuje, że wzrost PKB będzie trwale powyżej 4%”.

Wypowiedź Andrzeja Sławińskiego wspomnieliśmy już powyżej – sugeruje ona jednoznacznie, że podejmując decyzję o obniżce stóp procentowych w marcu, Rada Polityki Pieniężnej myślała już o kolejnej w kwietniu. Ponieważ, jak powiedział przewodniczący RPP (szczególnie powyżej) Rada wybiera podejście stopniowej redukcji, pozostaje tylko pytanie o ich skalę w najbliższym czasie. Podczas tego samego wywiadu radiowego, Andrzej Sławiński uciekł od odpowiedzi na pytanie czy polityka małych kroków oznacza obniżki o 25 pb czy też o 50 pb, mówiąc, że wszystkie banki centralne (oprócz banku Nowej Zelandii) nie podają, jaka będzie ścieżka zmian stóp procentowych. Zapewne skala redukcji kwietniowej będzie zależała (oprócz bieżących danych) od tego, jaka według Rady możliwa jest łączna skala redukcji w najbliższych miesiącach. Na ten temat wypowiedział się inny członek Rady, Mirosław Pietrewicz: „moim zdaniem w całym roku [obniżki] powinny sięgnąć co najmniej 150 pb”. Pewną wskazówką jest również wypowiedź Haliny Wasilewskiej-Trenkner (poniżej).

Opinia Haliny Wasilewskiej-Trenkner wydaje się sugerować, że nie wahałaby się ona przed obniżaniem stóp w skali nieco mniejszej niż 150 pkt. bazowych. Najwyraźniej po ostatnich publikacjach danych ocena perspektyw gospodarczych ze strony Rady zmieniła się w istotnym stopniu. Jednakże członkini RPP wspomniała także o kilku czynnikach ryzyka. Jej zdaniem, dostosowanie fiskalne jest niezbędnym warunkiem wstępnym dla łagodzenia polityki monetarnej. Członkini RPP zasugerowała również, że istotnym elementem w analizie przyszłych tendencji w polityce monetarnej powinny być plany budżetowe, przygotowywane zresztą przez obecnego ministra finansów. Wasilewska-Trenkner dodała także, że możliwa deprecjacja złotego i rosnące ceny ropy mogą pogorszyć sytuację inflacyjną w przyszłości.

Pod lupą: Rząd i polityka



Prognozy makroekonomiczne KE dla Polski (%/r)

	2004		2005		2006	
	STARA	NOWA	STARA	NOWA	STARA	NOWA
PKB	5,8	5,3	4,9	4,4	4,5	4,5
Konsumpcja pryw	4,0	3,2	4,2	3,8	4,4	3,9
Inwestycje	6,5	5,6	10,0	10,0	12,0	11,0
Stopa bezrobocia	19,0	18,8	18,7	18,3	18,1	17,6
Inflacja HICP	3,5	3,6	3,3	2,1	3,0	2,3
Deficyt <i>general government</i> *	-5,6	-4,8	-4,1	4,4	-3,1	-3,8
Dług <i>general government</i> *	47,7	43,6	49,8	46,8	49,3	47,6

Uwaga: * (w % PKB)

Poparcie dla partii politycznych w marcu

	Pentor	Ipsos	CBOS	OBOP
PO	28 (28)	25 (24)	22 (25)	23 (23)
Samoobrona	18 (14)	19 (15)	14 (12)	16 (14)
PiS	14 (11)	17 (22)	16 (15)	12 (15)
LPR	10 (12)	10 (8)	11 (13)	10 (11)
SLD	5 (8)	7 (8)	6 (6)	9 (7)
SdPI	5 (5)	4 (6)	3 (4)	5 (7)
PSL	4 (6)	6 (6)	8 (7)	9 (7)
UW	6 (4)	- (9)	5 (5)	7 (4)
PD	-	6	-	6

Uwaga: W nawiasach podano wyniki z lutego

Budżet 2005 pod kontrolą, niepewność co do przyszłości

- Deficyt budżetu państwa po lutym wyniósł ok. 25% rocznego planu, a wg wstępnych szacunków MF po marcu było to ok. 36%. Wyniki te sugerują, że nie powinno być problemów z wykonaniem założonego na ten rok deficytu. Wysokie były wpływy podatkowe.
- Agencje ratingowe S&P oraz Fitch podniosły perspektywę dla ratingów polskiego długu z neutralnej na pozytywną, uzasadniając to dobrą kondycją gospodarki oraz poprawą perspektyw fiskalnych Polski, przy założeniu, że kolejny rząd będzie kontynuował konsolidację fiskalną.
- Wg *Rzeczpospolitej* minister Gronicki zaproponuje deficyt budżetu na 2006 r. na poziomie 30 mld zł, o 5 mld mniej niż w br., przy założeniu wzrostu PKB o 5%. Jeśli wybory będą na jesieni, następny rząd zapewne będzie musiał przyjąć i realizować ten projekt. Jednak kontynuacja reform fiskalnych jest niepewna.

Czy reforma paktu euro przybliży nas do wspólnej waluty?

- Przywódcy UE uzgodnili kształt reformy Paktu Stabilności i Wzrostu, rozluźniając zasady dyscypliny fiskalnej w krajach UE.
- Niektóre zmiany spotkały się z krytyką ECB, ponieważ mogą być szkodliwe dla funkcjonowania i stabilności strefy euro.
- Najważniejsza dla Polski była zmiana umożliwiająca uniknięcie sankcji przez te kraje, które przekraczają dopuszczalny poziom deficytu budżetowego z powodu kosztów reformy emerytalnej.
- Przyjęte rozwiązanie oznacza, że procedura nadmiernego deficytu może w przypadku Polski zostać zamknięta w 2007 roku nawet jeśli deficyt budżetu będzie nieznacznie przekraczał 3% PKB, a rząd będzie miał plan jego redukcji poniżej 3% w 2008 r.
- Jednak wprowadzenie euro w Polsce nadal zależy od woli polityków do dokończenia reform fiskalnych. Czy będzie to pierwszoplanowym priorytetem następnego rządu?

Prognozy KE: niższy PKB i inflacja, wyższy deficyt fiskalny

- Komisja Europejska zaktualizowała prognozy makroekonomiczne dla krajów UE. W przypadku Polski obniżono prognozę wzrostu gospodarczego i inflacji.
- Deficyt sektora *general government* w 2004 był znacznie niższy niż zakładano wcześniej dzięki lepszym od planowanych wynikom budżetu centralnego i sektora ubezpieczeń społecznych.
- W kolejnych latach deficyt *general government* ma zmniejszyć się do 4,4% PKB w 2005 oraz 3,8% PKB w 2006 r., wobec odpowiednio 4,1% oraz 3,1% PKB w jesiennej prognozie KE. Pogorszenie prognoz wynikało z uwzględnienia postępów w implementacji reform fiskalnych i niższego wzrostu PKB
- Prognoza deficytu nadal uwzględnia nadwyżkę drugiego filara systemu emerytalnego, która ma osiągnąć mniej więcej 2% PKB w 2004 i 1,9% PKB w 2005.

Data wyborów oraz ich wynik nadal niepewne

- Sondaże opinii publicznej wskazują, że potencjalna koalicja pomiędzy PO oraz PiS może liczyć na niewiele ponad 40% głosów w wyborach do Sejmu, gdyby odbyły się one w marcu.
- Oznacza to ryzyko, że po wyborach trudno będzie utworzyć rząd dysponujący stabilną większością głosów.
- Poparcie dla Samoobrony wzrosło w marcu według wszystkich ośrodków, co może być dodatkowym czynnikiem ryzyka. Nowa Partia Demokratyczna uzyskała w sondażach tylko 6% poparcia.
- Nadal nie jest pewna data wyborów. Marek Belka złożył dymisję 5 maja, ale prezydent Kwaśniewski powiedział, że nie przyjmie jej przed 17 maja, co może uniemożliwić wybory na wiosnę. Pomimo starań Belki może się okazać, że będzie on musiał pełnić obowiązki premiera do jesieni br.

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Aleksander Kwaśniewski, prezydent RP

PAP, 17 marca

Czy Marek Belka złoży dymisję? Nie wykluczam. Natomiast prezydent ma prawo w takiej szczególnej sytuacji dymisji nie przyjąć. [...] Zapowiadam, że na pewno do zakończenia posiedzenia Rady Europy żadnej dymisji przyjmować nie będę.

PAP, 18 marca

Wolałbym, żeby były czerwcowe wybory, ale ja nie będę głosował. Jeżeli posłowie zgłoszą za skróceniem kadencji, wybory będą 19 czerwca, jeżeli nie zgłoszą, wybory będą 25 września.

Marek Belka, premier RP

PAP, 17 marca

[Pyt.] Czy poda się pan do dymisji 5 maja? [Odp.] Oczywiście, że tak.

PAP, 24 marca

Ja się nie obrażę i nie wyjadę na Marsa [jeśli prezydent nie przyjmie dymisji]. Będę pełnił dalej swoje obowiązki, ale uważam, że jest to niedobrze. Premier w Polsce ma wielką władzę, z jednym wyjątkiem - nie może się skutecznie podać do dymisji w takiej sytuacji, jaka jest dzisiaj.

Mirosław Gronicki, minister finansów

PAP, 22 marca

Zgadzam się z tym, co mówi prezes Balcerowicz, że lepiej mieć asymetryczne pasmo, bo nie trzeba interweniować, gdy złoty się wzmocnia, a powinniśmy, gdy złoty się osłabia. Najlepiej byłoby jednak gdybyśmy mieli plus/minus 15 proc., co zdaje się jest mało prawdopodobne.

Reuters, 23 marca

Stopy procentowe są zdyskontowane już w decyzjach inwestorów. To co się dzieje z polską złotówką jest uwarunkowane tym, co się dzieje poza krajem, głównie w Stanach Zjednoczonych. Ale kiedy wychodzą z Polski gorące pieniądze, to wchodzi 'realne' pieniądze. Dlatego po okresie korekty spodziewam się stabilizacji kursu.

Jan Rokita, przewodniczący klubu PO

Reuters, 21 marca

Naszym interesem jest to, żeby kolejne rządy stawiały sobie ambitne zadanie wejścia do euro tak szybko, jak to możliwe, bo to narzuca pewną dyscyplinę polskim finansom publicznym. [...] Problem polega na tym, czy z polskiego punktu widzenia wchodzenie do strefy euro, która staje się powoli strefą zastoju ekonomicznego, jest optymalnym pomysłem na przyszłość. To będzie wymagało oceny sytuacji.

Reuters, 23 marca

Moim zdaniem, wejście Polski do strefy euro powinno być priorytetem nowego rządu, niezależnie od tego, że strefa euro nie jest tygrysem gospodarczym świata. Bilans korzyści wypada zdecydowanie lepiej niż ryzyk. [...] Trzeba starać się, żeby to stało się jak najszybciej, ale wiem, że obecna sytuacja Polski raczej to oddala, niż przybliża, ze względu na 2006 rok.

Zbigniew Chlebowski, poseł PO

Reuters, 11 marca

Mamy własne plany na reformę podatków i finansów publicznych, które chcemy wprowadzić po wyborach. Z całą pewnością nie użyjemy tego dokumentu [planu Gronickiego] by wprowadzić Polskę do strefy euro, co jest naszym strategicznym celem.

Józef Oleksy, przewodniczący SLD

PAP, 16 marca

Nie zamierzamy popierać przedstawionych znienacka przez ministra Gronickiego planów. [...] Uważamy, że nie może to być podstawą do tworzenia budżetu.

Komentarz

Premier Marek Belka wyraźnie potwierdził, że ma zamiar podać się do dymisji 5 maja po głosowaniu w Sejmie wniosku o samorozwiązaniu. Co więcej, lider powstającej Partii Demokratycznej Władysław Frasyniuk stwierdził, że Belka z pewnością przyłączy się do jego ugrupowania 5 maja i „zostanie jego aktywnym członkiem”. Tym czasem prezydent Kwaśniewski zapewnił, że nie przyjmie dymisji Belki, przynajmniej do zakończenia szczytu Rady Europy, który odbędzie się w Warszawie w dniach 16-17 maja. Komplikuje to ponownie kwestię możliwego terminu wyborów parlamentarnych. Z jednej strony, trudno sobie wyobrazić scenariusz, w którym rząd kierowany byłby przez pół roku przez jednego z liderów małej partii opozycyjnej, która oficjalnie nie ma nawet reprezentacji w parlamencie (ale tak właśnie może się stać, gdyby Sejm odrzucił wniosek o samorozwiązaniu, a Belka przystąpił do PD w maju). Z drugiej strony, skrócenie kadencji parlamentu staje się wątpliwe, jeśli prezydent opóźni decyzję o dymisji premiera do 17 maja. W takim przypadku najwcześniejszym możliwym terminem wyborów byłby lipiec, który dla większości ugrupowań politycznych nie jest pożądanym terminem - w czasie wakacji frekwencja wyborcza byłaby bardzo niska, a wyniki nieprzewidywalne. W efekcie termin wyborów parlamentarnych jest nadal bardzo niepewny i pomimo wysiłków Belki może się okazać, że będzie on musiał pełnić obowiązki premiera do jesieni.

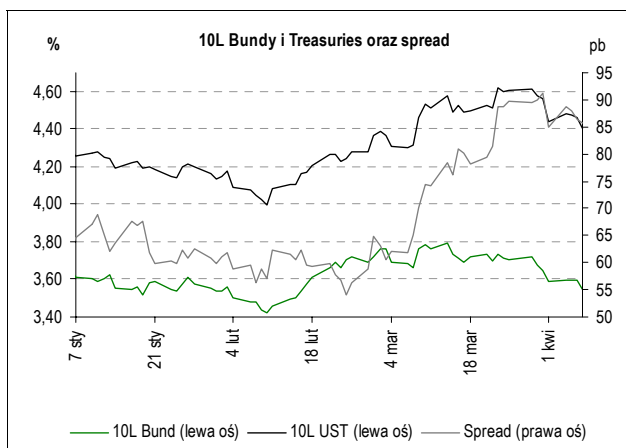
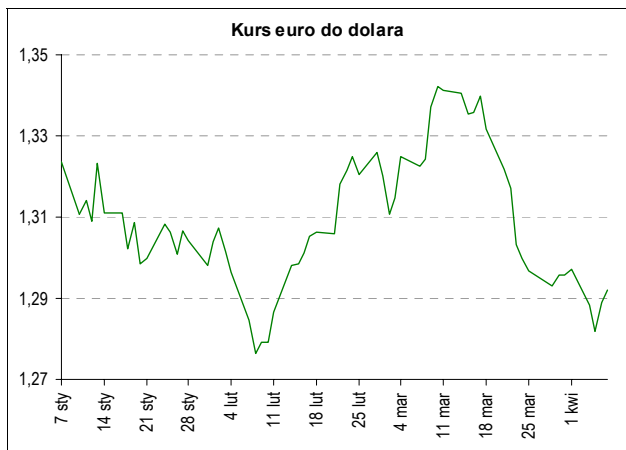
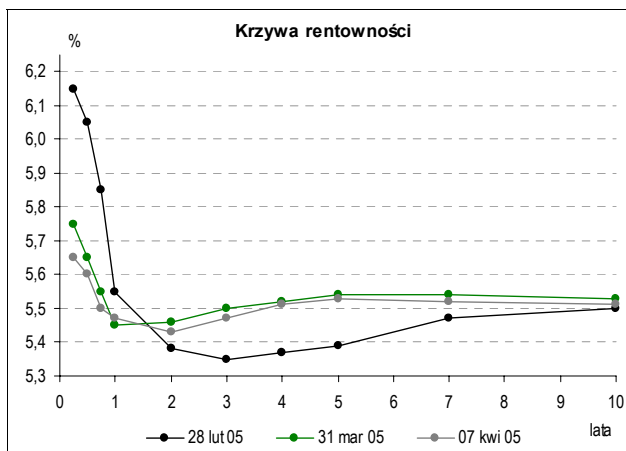
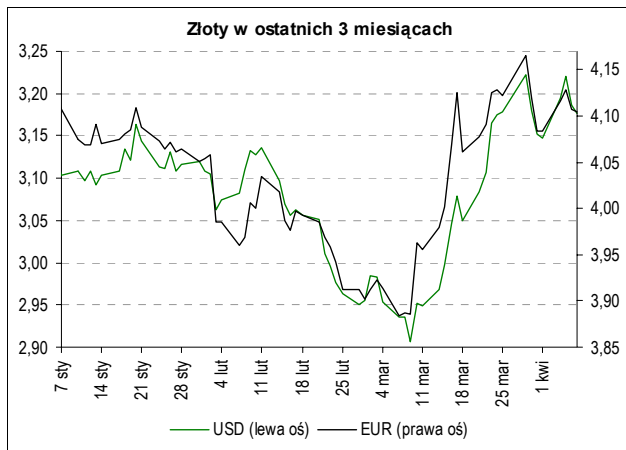
Po wypowiedziach ministra finansów i szefa NBP wydaje się możliwe, że Polska zaakceptuje asymetryczne pasmo w ramach ERM2. W takiej sytuacji strona UE może być skłonna zaakceptować stosunkowo słaby centralny parytet złotego wobec euro w ERM2, np. 4,20 (implikujący pasmo wahań 3,6-4,3). Jednakże, ostateczny kurs parytetowy, po którym złoty będzie zastąpiony przez wspólną walutę może być niższy (np. 4,0) z powodu możliwej presji aprecjacyjnej złotego na drodze do strefy euro. Tak było w przypadku, gdy Grecja przyjmowała euro.

Przewidywania ministra finansów dotyczące perspektyw złotego są w sumie dość zbliżone do naszych. W najbliższym czasie oczekujemy wprawdzie zwiększonej nerwowości inwestorów i zmienności na polskim rynku, za sprawą zarówno rosnącego ryzyka politycznego, jak i zmian kursu eurodolara, jednak w dłuższej perspektywie złoty powinien się umacniać, czemu sprzyjać będą dobre wyniki polskiej gospodarki.

Im bliżej wyborów, tym ważniejsze są deklaracje potencjalnych zwycięzców odnośnie przyszłej polityki gospodarczej rządu. Jan Rokita, potencjalny kandydat PO na premiera po wyborach, wprawdzie deklaruje, że wprowadzenie w Polsce euro „tak szybko, jak to możliwe” powinno być priorytetem następnego rządu, jednak równocześnie sam poddaje w wątpliwość korzyści z tego posunięcia. Łącznie z wcześniejszymi deklaracjami liderów PiS (którzy kategorycznie twierdzą, że wejście do strefy euro powinno być odłożone poza 2010 rok), wypowiedzi te sugerują, że następny rząd może nie być szczególnie zdeterminowany do wprowadzenia Polski do wspólnej strefy walutowej przed końcem obecnej dekady. A przynajmniej nie będzie to priorytetem pierwszoplanowym. Powtarzanie się sygnałów tego typu ze strony potencjalnych zwycięzców wyborów parlamentarnych może wprowadzać dodatkowy element niepewności na rynku co do polityki gospodarczej przyszłego rządu.

Ministerstwo Finansów ogłosiło, iż ma plan działań oszczędnościowych w finansach publicznych, umożliwiający Polsce spełnienie kryteriów konwergencji nawet w przypadku niekorzystnej dla nas decyzji UE w sprawie klasyfikacji OFE. Później okazało się, że decyzja Unii częściowo wychodzi na przeciw polskim postulatom. Wbrew pozorom nie oznacza to jednak, że postulowane przez MF rozwiązania stały się niepotrzebne. Plan opierał się bowiem w głównej mierze na eliminacji nieprawidłowości i nadużyć, zwiększeniu efektywności systemu skarbowego - a więc działaniom ze wszech miar pożądanym niezależnie od kryteriów wyznaczonych przez UE. Tym bardziej, że zdaniem MF do realizacji tych celów w większości nie byłoby potrzebne zmiany ustawowe. Tymczasem pomysły ministra finansów wzbudziły od razu dużą niechęć polityków, zarówno PO, jak i SLD. Pokazują to, że niepewność odnośnie przyszłej polityki fiskalnej w Polsce jest nadal bardzo wysoka.

Monitor rynku



Odływ kapitału trwa

- Złoty w minionym miesiącu osłabił się wskutek odpływu kapitału z rynków wschodzących przed spodziewanymi podwyżkami stóp w USA oraz krajowego ryzyka politycznego przed zbliżającymi się wyborami. Dolar zyskał do złotego 7,7%, a wobec euro 3,7%. Pozytywny czynnik decyzji i komunikatu RPP zdołał jedynie na krótko wesprzeć złotego ze względu na dominację mocnego dolara. Ostatni tydzień przyniósł ograniczone zmiany, gdyż inwestorzy ograniczyli działalność z uwagi na żałobę narodową.
- Obecnie przed wzrostami polską walutę powstrzymuje kurs EURUSD. Ponieważ jest szansa na wzrost kursu EURUSD, powinno być to czynnikiem wspierającym naszą walutę. Należy jednak pamiętać, że apetyt na złotego może stopniowo słabnąć przed 5 maja. Oczekiwania na obniżkę stóp może doprowadzić do krótkoterminowego napływu kapitału w papiery skarbowe.

Rynek odporny wyprzedził waluty

- Ceny polskich obligacji również spadły, jednak ich osłabienie było ograniczone oczekiwaniami rynku na obniżki stóp po bardzo niskich danych inflacyjnych. O ile można było się spodziewać w takiej sytuacji wystromienia krzywej, to jednak rentowności na krótkim końcu krzywej podniosły się także z powodu obaw o wpływ słabszej waluty na decyzje NBP. Ponieważ RPP rozwiązała je, rentowności papierów spadły do poziomów sprzed miesiąca.
- W tym miesiącu znów istotne będą dane o inflacji, ale tym razem większość uczestników rynku spodziewa się dość niskiego poziomu, co powoduje, że spadki rentowności mogą się okazać trwałe jedynie na krótkim końcu. Tutaj wsparciem będzie możliwa kolejna obniżka już w kwietniu. Zbliża się także głosowanie nad rozwiązaniem parlamentu, które może odwieść inwestorów od angażowania się w polskie aktywa.

Dolar – przedmiot pożądania

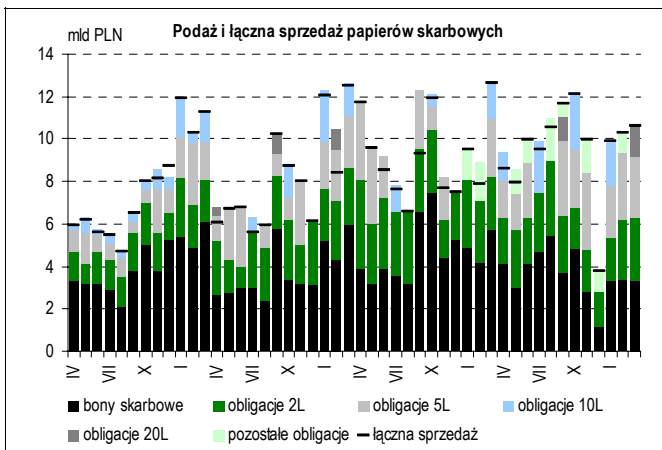
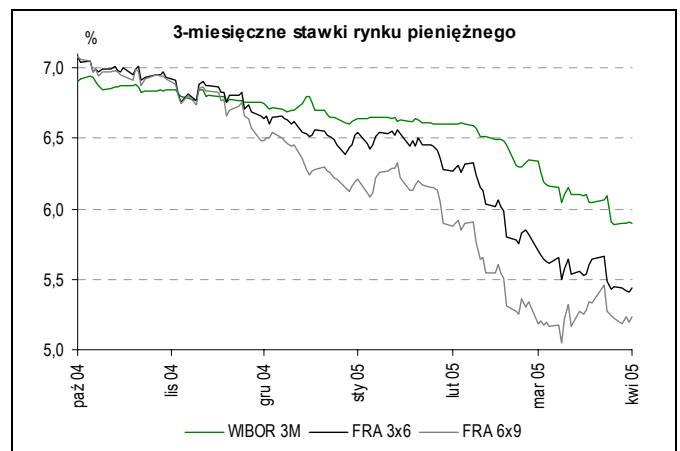
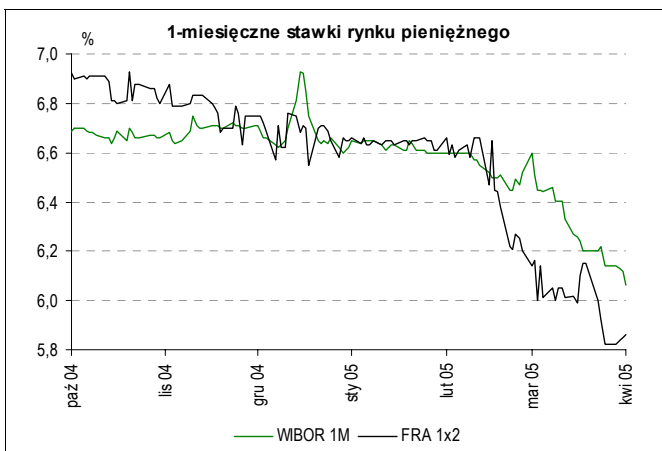
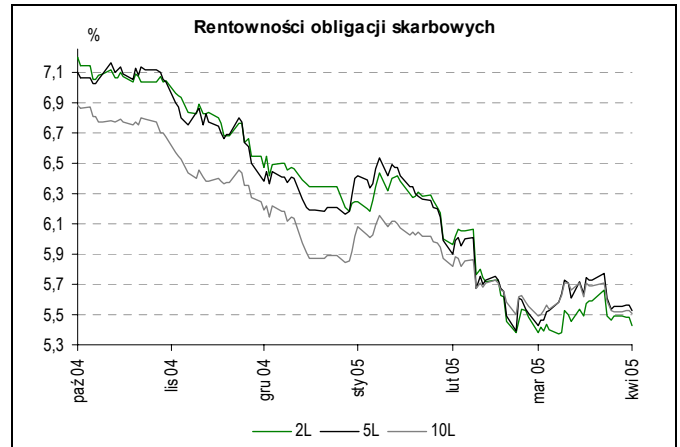
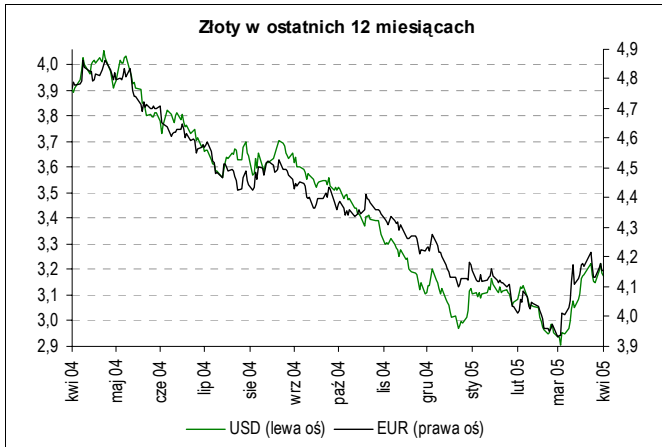
- W minionym miesiącu euro straciło do dolara prawie 4%. Dane o wciąż znacznym deficycie zewnętrznym USA jedynie na krótko wsparły euro, które na skutek oczekiwań oraz samej decyzji Fed mocno się osłabiło. Niespodziewanie słabe dane z rynku pracy w USA nie wzmocniły euro, gdyż gracze na rynku skupiają się obecnie na wskaźnikach inflacji w USA. Żadna z ostatnich wypowiedzi członków FOMC nie zmieniła obrazu rynku.
- Kolejne dane o handlu zagranicznym w USA oraz jego finansowaniu wskażą zapewne, że nierównowaga zewnętrzna USA jest w dalszym ciągu spora, ale wciąż jest finansowana przez azjatyckie banki centralne (wzrosty USDJPY). Raport FOMC rzuci światło na ostatni komunikat Fed. Biorąc to wszystko pod uwagę oraz sygnał długoterminowego wsparcia, euro powinno stopniowo zyskiwać.

Obligacje boją się spowolnienia, a nie inflacji

- Spread 5/1 między euro a Polską nie uległ dużym zmianom i pozostał na poziomie ok. 90 pb. Natomiast rozszerzeniu do 88 z 74 pb uległ spread między 10-latkami w USA i Niemczech. Uzasadniają to rekordowy deficyt zewnętrzny w USA i zmiana retoryki Fed. Same obligacje natomiast umocniły się w ciągu miesiąca, odpowiednio 4,48% oraz 3,60%, ale zanotowały wahania wywołane przez Fed oraz dane z rynku pracy w USA, które w odróżnieniu od EURUSD mocno wsparły ceny papierów.
- Ceny zagranicznych papierów skarbowych nie mają takiego potencjału jak EURUSD. Z natury zmienny poziom zatrudnienia w USA każe poczekać do następnych danych oraz posiedzenia Fed 3 maja. Raport z ostatniego spotkania FOMC oraz nadchodząca publikacja CPI zapewne przypomni rynkom o inflacji, co może spowodować wzrosty rentowności obligacji.

Źródło: Reuters, BZ WBK

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	13-tyg.	52-tyg.	Suma
07.03.2005	-	800 / 800	800 / 800
14.03.2005	-	800 / 800	800 / 800
21.03.2005	-	800 / 800	800 / 800
24.03.2005	100/100	800 / 800	900 / 900
razem marzec*	100/100	3 200 / 3 200	3 300 / 3 300
04.04.2005	100/100	1000 / 1000	1 100 / 1 100
11.04.2005	100	800 - 1 000	900 - 1 100
18.04.2005	100	800 - 1 000	900 - 1 100
25.04.2005	-	800 - 1 100	800 - 1 000
razem kwiecień*	300/100	3 400/4 000/ 1 000	3 700-4 300/ 1 100

* na podstawie szacunków Ministerstwa Finansów.

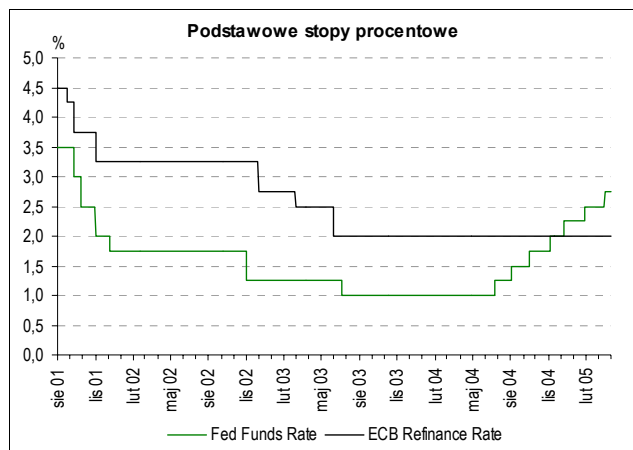
Przetargi obligacji skarbowych w 2005 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				III przetarg			
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż
styczeń	05.01	OK0407	2 000	2 000	12.01	DS1015	2 600	2 130	19.01	PS0310	2 500	2 500
luty	02.02*	OK0407	2 760	2 760	09.02*	IZ0816	960	960	16.02*	PS0310	3 840	3 200
marzec	02.03*	OK0407	3 000	3 000	09.03	WS0922	1 400	1 400	16.03	PS0310	2 900	2 900
kwiecień	06.04	OK0407	3 500	3 500	13.04	DS1015	2 200	-	20.04	PS0310	2 200-3 200	-
maj	04.05	2L	-	-	11.05	12L CPI	-	-	18.05	5L	-	-
czerwiec	01.06	2L	-	-	08.06	3&7L WIBOR	-	-	15.06	5L	-	-
lipiec	06.07	2L	-	-	13.07	10L	-	-	20.07	5L	-	-
sierpień	03.08	2L	-	-	10.08	12L CPI	-	-	-	-	-	-
wrzesień	07.09	2L	-	-	14.09	20L	-	-	21.09	5L	-	-
październik	05.10	2L	-	-	12.10	10L	-	-	19.10	5L	-	-
listopad	02.11	2L	-	-	09.11	12L CPI	-	-	16.11	5L	-	-
grudzień	07.12	3&7L WIBOR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym

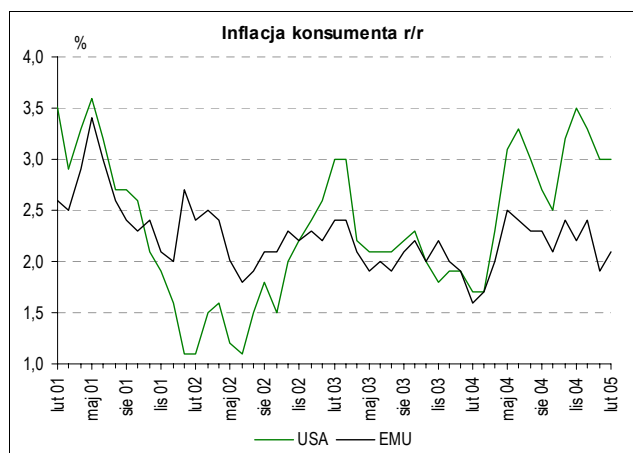
Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy



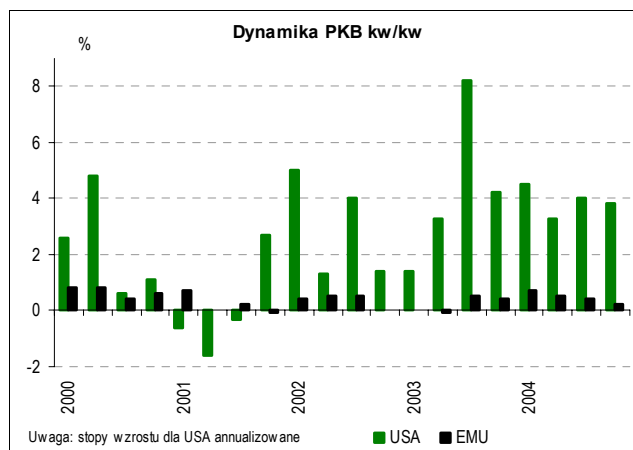
Fed zmienia retorykę

- Fed siódmy raz z rzędu podniósł stopy procentowe w USA do 2,75% na spotkaniu 22 marca. Zmienił sformułowanie w komunikacie, w którym wskazał, że inflacja może przyspieszyć, chociaż utrzymał określenie „umiarkowanego” tempa dalszych podwyżek. Tym samym Fed dał sygnał rynkom finansowym, że nie należy oczekiwać przerwy w cyklu podwyżek oraz zwiększył prawdopodobieństwo bardziej zdecydowanych ruchów. Fed opublikuje sprawozdanie z powyższego posiedzenia 12 kwietnia.
- EBC na spotkaniu 7 kwietnia pozostawił stopy procentowe na poziomie 2%. W komunikacie wyraził obawy odnośnie polityki fiskalnej w krajach strefy euro, ale złagodził nieco ton wobec trwałości ożywienia gospodarczego oraz zagrożenia dla inflacji ze strony wzrostu podaży pieniądza. EBC podkreślił, że wysokie ceny ropy mogą mieć negatywny wpływ na rozwój gospodarczy.



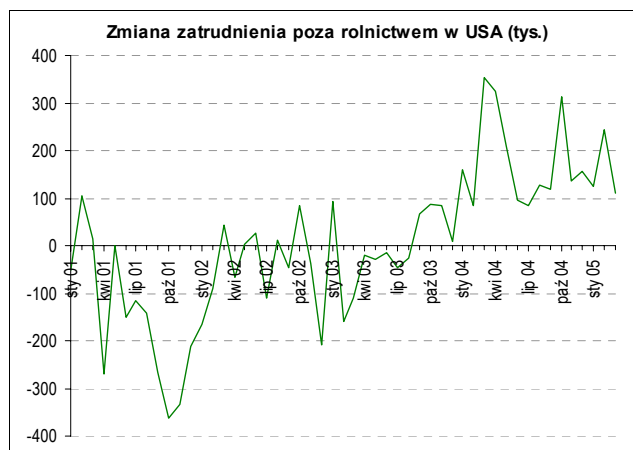
Ropa znów odciska swoje piętno

- Ceny konsumenta w strefie euro wzrosły o 0,3% w lutym, co przekłada się na inflację w ujęciu rocznym na poziomie 2,1%, czyli nastąpiła rewizja w górę wstępnych szacunków 2,0%. Zatem wskaźnik cen powrócił do poziomów powyżej celu inflacyjnego po jednorazowym spadku do 1,9%. Inflacja bazowa z kolei spadła do poziomu 1,4% r/r z 1,6% w pierwszym miesiącu roku.
- Znaczny wzrost cen energii wywołał przyrost CPI w USA o 0,4% w lutym. Inflacja bazowa także przyspieszyła i wyniosła 0,3%. Jednak jej wzrost wynikał z czynników jednorazowych, więc nie będzie stanowił alarmującego sygnału dla Fed. Był to największy wzrost od września, który przełamał ciąg czterech kolejnych miesięcznych wzrostów o 0,2%. Jednak w ujęciu rocznym ceny wzrosły o 3,0%, podobnie jak miesiąc wcześniej. Inflacja bazowa wzrosła do 2,4% wobec 2,3% miesiąc wcześniej.



Komisja obniża prognozy wzrostu

- Gospodarka USA zwięźszyła ubiegły rok szybkim tempem wzrostu za sprawą najwyższego wzrostu zysków przedsiębiorstw od trzech lat. PKB rozwijał się w tempie 3,8% r/r w IV kw., takim samym jak podano miesiąc wcześniej we wstępnych ocenach. Było to nieco mniej niż 4% PKB prognozowanego przez analityków, ale wciąż odzwierciedla znaczny wzrost, tylko trochę niższy niż 4% w III kw.
- Komisja Europejska obniżyła prognozy wzrostu gospodarczego w strefie euro do 1,6% w bieżącym roku wobec 2,0% podanych w październiku 2004. Powodem zmiany prognoz są wysokie ceny paliw oraz wciąż mocne euro. Jednak jej zdaniem ekspansja przyspieszy w roku 2006 roku do 2,1% z powodu rosnącego popytu krajowego oraz inwestycji przy spadającej inflacji oraz niższym bezrobociu.



Rynek pracy ponownie słabnie

- Wskaźnik zaufania inwestorów IFO nieoczekiwanie spadł, choć ZEW zanotował wzrost w marcu drugi miesiąc z rzędu, gdyż opóźnia się nadejście popytu inwestycyjnego. Indeks koniunktury spadł do 94,0 z poziomu 95,4 w lutym. Oczekiwano wzrostu do 95,6. IFO podało w komunikacie, że jest coraz więcej dowodów, że ekspansja w największej gospodarce Europy może zwolnić.
- W USA w marcu utworzono jedynie 110 000 nowych miejsc pracy, najmniej od 8 miesięcy. Dodatkowo, nastąpiło to po rewizji danych o zatrudnieniu za dwa poprzednie miesiące o 27 000 etatów. Zostało to poprzedzone znacznym wzrostem liczby nowych bezrobotnych w tygodniowych danych. Stopa bezrobocia spadła do 5,2% z 5,4%. Ostatnie dane mają szansę rozproszyć obawy o powstanie presji inflacyjnej w gospodarce, ale także mogą rozbudzić obawy o trwałość ożywienia.

Źródło: Reuters, EBC, Federal Reserve

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
4 Kwiecien <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i> EMU: Ceny producenta (II)	5 EMU: Sprzedaż detaliczna (II)	6 <i>POL: Przetarg 2-letnich obligacji (OK0407)</i>	7 <i>POL: Aktywa rezerwowe (III)</i> EMU: Posiedzenie EBC - decyzja GB: Posiedzenie BoE – decyzja EMU: Zapasy hurtowe (II)	8 <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i>
11 <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i>	12 USA: Handel zagraniczny (II) USA: Sprawozdanie z wykonania budżetu (III) USA: Raport Fed	13 <i>POL: Przetarg 10-letnich obligacji (DS1015)</i> USA: Sprzedaż detaliczna (III)	14 <i>POL: Ceny konsumenta (III)</i> <i>POL: Podaż pieniądza (III)</i> EMU: PKB (IV kw.) – rewizja USA: Zapasy w gospodarce (II)	15 <i>POL: Place brutto (III)</i> <i>POL: Zatrudnienie (III)</i> USA: Ceny importowe (III) USA: Napływ kapitału netto (II) USA: Produkcja przemysłowa (III) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (III) USA: Wstępny indeks Michigan (IV)
18 <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i> EMU: Ceny konsumenta (III)	19 <i>POL: Ceny producenta (III)</i> <i>POL: Produkcja przemysłowa (III)</i> GER: Indeks ZEW (IV) EMU: Produkcja przemysłowa (II) USA: Ceny producenta (III)	20 <i>POL: Przetarg 5-letnich obligacji (PS0310)</i> EMU: Bilans handlowy Eurostat (II) USA: Ceny konsumenta (III) USA: Beżowa księga (III)	21 USA: Wskaźniki wyprzedzające (III)	22 <i>POL: Inflacja bazowa (III)</i> <i>POL: Koniunktura (II)</i> EMU: Bilans płatniczy EBC (II)
25 <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>POL: Sprzedaż detaliczna (III)</i> <i>POL: Bezrobocie (III)</i> GER: Indeks IFO (IV)	26 USA: Zaufanie inwestorów (IV)	27 <i>POL: Spotkanie RPP - decyzja</i> EMU: Podaż pieniądza (III) USA: Zamówienia na dobra trwałe (III)	28 <i>POL: Przetarg zamiany</i> USA: PKB (I kw.) USA: PCE (I kw.)	29 <i>POL: Saldo na rachunku obrotów bieżących (II)</i> EMU: Koniunktura (IV)
2 maja USA: ISM w przemyśle (IV)	3 Święto Konstytucji USA: Zamówienia w gospodarce (III) USA: Posiedzenie FOMC - decyzja	4 <i>POL: Aukcja 2-letnich obligacji</i> USA: ISM poza przemysłem (IV)	5 USA: Produktywność (I kw.)	6 USA: Zatrudnienie (IV)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2005 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie RPP	25-26	24-25	29-30	26-27	24-25	28-29	26-27	30-31	27-28	25-26	29-30	20-21
PKB*	-	-	11	-	-	9	-	-	8	-	-	9
Inflacja	17	15 ^a	14 ^b	14	16	14	14	16	14	14	14	14
Inflacja bazowa	25	-	22 ^b	22	24	22	22	24	22	24	22	22
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	23	23	25	23	21	21	22	21	21	23	21
Place brutto, zatrudnienie	17	15	15	15	18	15	15	16	15	17	17	15
Bezrobocie	21	23	23	25	23	21	21	22	21	21	23	21
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	30	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	31 ^c	28	31	29	31	30	12	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	14	14	14	13	14	14	-	-	-	-	-
Bilans NBP	7	7	7	7	6	7	7	-	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	21	21	22	22	20	22	22	19	22	21	22	22

* dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty, ^c za listopad 2004 itd., ^d za styczeń, ^e za luty

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		mar 04	kwi 04	maj 04	cze 04	lip 04	sie 04	wrz 04	paź 04	lis 04	gru 04	sty 05	lut 05	mar 05	kwi 05
Produkcja przemysłowa	% r/r	23,5	21,8	12,2	15,8	6,0	13,7	9,5	3,5	11,4	6,8	4,6	2,1	-0,7	-0,8
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	20,7	30,6	4,0	8,6	10,9	9,6	8,8	4,0	4,4	2,8	7,5	2,4	-7,0	-15,4
Stopa bezrobocia	%	20,4	19,9	19,5	19,4	19,3	19,1	18,9	18,7	18,7	19,1	19,5	19,4	19,2	18,7
Place brutto ^{b c}	% r/r	7,0	4,6	4,4	4,5	3,6	5,1	3,7	2,4	2,7	3,2	2,6	1,4	1,8	2,4
Zatrudnienie ^b	% r/r	-1,3	-1,1	-0,9	-0,7	-0,7	-0,8	-0,6	-0,4	-0,3	0,2	1,5	1,6	1,7	1,8
Eksport ^d	% r/r	26,9	28,5	23,5	35,3	13,5	23,3	17,3	15,1	29,3	21,4	29,4	16,6	9,6	6,9
Import ^d	% r/r	25,6	37,2	16,9	33,6	9,1	21,9	18,9	15,2	23,7	15,7	16,7	18,9	5,9	-3,7
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-578	-987	-248	-192	-486	-314	-345	-265	-255	-501	158	-114	-405	-339
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-552	-562	-627	-336	-734	253	-383	75	176	-163	-72	-264	-350	-129
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-2,1	-1,8	-2,0	-2,1	-1,8	-1,5	-1,5	-1,6	-1,4	-1,2
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-11,8	-11,0	-15,3	-19,9	-23,2	-25,9	-29,0	-30,8	-33,8	-41,5	-1,6	-8,8	-12,6	-14,1
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu	28,4	26,5	36,9	47,9	55,9	62,3	69,8	74,1	81,4	100,0	4,5	25,2	36,0	40,4
Inflacja (CPI)	% r/r	1,7	2,2	3,4	4,4	4,6	4,6	4,4	4,5	4,5	4,4	3,7	3,6	3,6	3,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	4,9	7,6	9,6	9,1	8,6	8,5	7,9	7,6	6,7	5,2	4,5	3,4	2,0	0,2
Podaż pieniądza (M3)*	% r/r	5,7	8,5	6,4	7,2	6,8	7,4	6,5	10,5	6,4	8,7	9,3	9,4	9,4	8,3
Zobowiązania*	% r/r	4,8	8,4	6,2	6,9	6,4	7,6	6,6	11,5	6,5	8,1	8,4	8,7	8,7	7,7
Należności*	% r/r	6,1	8,5	6,1	5,7	4,6	5,2	4,2	9,5	4,0	2,9	3,1	2,1	3,0	2,6
USD/PLN	PLN	3,89	3,97	3,93	3,78	3,64	3,64	3,58	3,46	3,28	3,09	3,11	3,06	3,04	3,14
EUR/PLN	PLN	4,77	4,76	4,72	4,59	4,47	4,43	4,37	4,32	4,26	4,14	4,08	3,99	4,02	4,08
Stopa interwencyjna ^a	%	5,25	5,25	5,25	5,25	6,00	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,00	5,75
WIBOR 3M	%	5,49	5,69	5,99	5,91	6,34	6,58	7,12	6,89	6,81	6,72	6,63	6,54	6,15	5,80
Stopa lombardowa ^a	%	6,75	6,75	6,75	6,75	7,50	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	7,50	7,25
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,87	6,20	6,65	6,79	7,15	7,24	7,38	7,00	6,81	6,44	6,28	5,95	5,51	5,40
Rentowność obligacji 2L	%	6,34	6,83	7,41	7,44	7,80	7,66	7,51	7,04	6,81	6,39	6,24	5,82	5,43	5,40
Rentowność obligacji 5L	%	6,60	7,13	7,57	7,50	7,79	7,65	7,33	7,03	6,78	6,29	6,31	5,80	5,56	5,50
Rentowność obligacji 10L	%	6,65	7,02	7,32	7,27	7,44	7,36	6,96	6,75	6,43	6,02	5,98	5,72	5,57	5,50

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

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

* Od stycznia 2005 NBP zmienił metodologię danych monetarnych (definicja Monetarnych Instytucji Finansowych została rozszerzona o Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo-Kredytowe), w związku z czym dane nie są w 100% porównywalne wstecz. Ponieważ bank centralny udostępnił dane w porównywalnym ujęciu jedynie za kilkanaście ostatnich miesięcy, prognozowanie danych nt. podaży pieniądza, kredytów i depozytów jest obciążone wysokim ryzykiem.

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2002	2003	2004	2005	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05
PKB	mld PLN	781,1	814,7	883,7	943,3	203,8	216,1	218,8	245,0	218,6	229,8	233,0	261,5
PKB	% r/r	1,4	3,8	5,3	4,4	6,9	6,1	4,8	3,9	3,5	3,8	4,9	5,2
Popyt krajowy	% r/r	0,9	2,5	4,5	4,4	5,5	5,1	4,6	2,9	3,2	4,0	4,9	5,2
Spożycie ogółem	% r/r	2,8	2,5	2,8	2,9	3,3	3,5	2,9	1,5	2,2	2,8	3,3	3,5
w tym: spożycie indywidualne	% r/r	3,3	3,1	3,2	3,5	3,9	3,8	3,5	1,8	2,5	3,3	3,9	4,1
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-5,8	-0,9	5,1	10,8	3,5	3,6	4,1	7,2	11,0	11,0	12,0	10,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,1	8,4	12,3	5,6	19,0	16,4	9,2	6,2	2,0	4,9	7,6	8,0
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,9	3,6	7,1	0,9	13,6	11,3	4,0	1,1	-3,1	-3,9	4,3	6,3
Stopa bezrobocia ^a	%	20,0	20,0	19,1	17,7	20,4	19,4	18,9	19,1	19,2	18,1	17,6	17,7
Place realne brutto ^c	% r/r	1,5	2,0	0,8	1,4	3,8	1,6	-0,5	-1,5	-1,6	0,8	3,0	3,6
Eksport ^b	% r/r	6,0	9,1	21,9	11,0	19,3	29,1	17,6	21,8	17,6	11,0	10,0	10,0
Import ^b	% r/r	3,5	3,3	19,1	13,0	12,6	29,3	16,3	18,2	13,0	10,0	12,0	12,0
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-7 701	-5 077	-4 510	-4 881	-909	-1 438	-1 148	-1 015	-361	-1 413	-1 616	-1 491
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-5 404	-4 109	-2 959	-3 173	-654	-1 530	-868	93	-686	-989	-1 212	-1 118
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,7	-2,2	-1,5	-1,3	-1,7	-1,9	-2,0	-1,5	-1,4	-1,1	-1,2	-1,7
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-39,4	-37,0	-41,5	-35,0	-11,8	-19,9	-29,0	-41,5	14,0	22,8	29,8	35,0
Deficyt budżetowy	% PKB	-5,0	-4,5	-4,7	-3,7	-5,8	-3,7	-4,1	-5,1	6,4	3,8	3,0	2,0
Inflacja	% r/r	1,9	0,8	3,5	2,2	1,6	3,3	4,5	4,4	3,7	2,4	1,5	1,4
Inflacja ^a	% r/r	0,8	1,7	4,4	1,5	1,7	4,4	4,4	4,4	3,6	1,6	1,5	1,5
Ceny produkcji	% r/r	1,0	2,6	7,0	1,0	4,4	8,8	8,3	6,5	3,3	-0,3	-0,1	1,2
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	-2,0	5,6	8,7	-	5,7	7,2	6,5	8,7	-	-	-	-
Zobowiązania ^a	% r/r	-4,1	3,7	8,1	-	4,8	6,9	6,6	8,1	-	-	-	-
Należności ^a	% r/r	5,2	8,1	2,9	-	6,1	5,7	4,2	2,9	-	-	-	-
USD/PLN	PLN	4,08	3,89	3,65	3,01	3,82	3,89	3,62	3,27	3,07	3,06	2,95	2,95
EUR/PLN	PLN	3,85	4,40	4,53	3,98	4,78	4,69	4,43	4,24	4,03	4,04	3,95	3,93
Stopa interwencyjna ^a	%	6,75	5,25	6,50	5,50	5,25	5,25	6,50	6,50	6,00	5,50	5,50	5,50
WIBOR 3M	%	9,09	5,69	6,21	5,80	5,47	5,87	6,68	6,81	6,44	5,63	5,55	5,58
Stopa lombardowa ^a	%	8,75	6,75	8,00	7,00	6,75	6,75	8,00	8,00	7,50	7,00	7,00	7,00
Rentowność bonów 52-tyg.	%	8,18	5,33	6,50	5,50	5,75	6,24	7,26	6,75	5,91	5,40	5,40	5,30
Rentowność obligacji 2L	%	7,94	5,38	6,89	5,43	6,28	6,86	7,66	6,75	5,83	5,30	5,30	5,30
Rentowność obligacji 5L	%	7,86	5,61	7,02	5,55	6,67	7,10	7,59	6,70	5,89	5,40	5,50	5,40
Rentowność obligacji 10L	%	7,34	5,77	6,84	5,59	6,70	7,00	7,25	6,40	5,76	5,50	5,60	5,50

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^a wartość na koniec okresu; ^b dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji; ^c w sektorze przedsiębiorstw



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 07.04.2005 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

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.