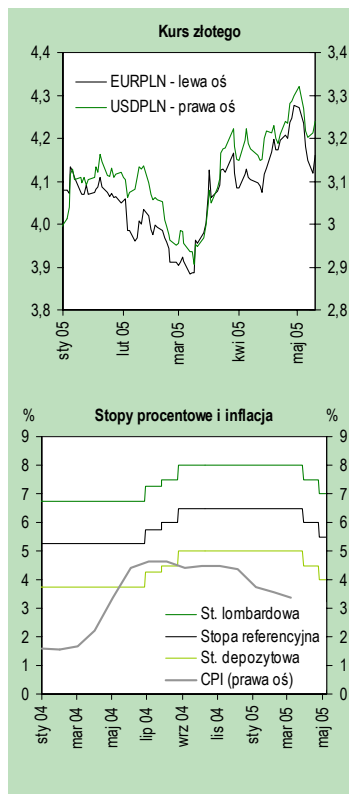


# MAKROskop

## Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Maj 2005



### W tym miesiącu:

Temat miesiąca	
<b>Kredytowe VARiacje</b>	<b>2</b>
Gospodarka Polski	6
Pod lupą: Bank centralny	9
Pod lupą: Rząd i polityka	11
Monitor rynku	13
Przegląd międzynarodowy	15
Kalendarz makroekonomiczny	16
Dane i prognozy ekonomiczne	17

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

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

Email: ekonomia@bzwbk.pl

## Pora relaksu

▪ **Po kilku tygodniach burzliwych wydarzeń na polskiej scenie politycznej, co miało negatywny wpływ na rynek finansowy, sytuacja na pewien czas się ustabilizowała.** Po majowym głosowaniu w Sejmie wygląda na to, że rząd pozostanie przy władzy aż do wyborów na jesieni. Najważniejszym wydarzeniem w tym okresie będzie przygotowywanie budżetu na 2006 r., który powinien zostać przyjęty przez rynki w miarę pozytywnie (deficyt ok. 30 mld zł). Ponieważ prezydent i marszałek Sejmu zapowiedzieli zablokowanie ustaw psujących finanse publiczne, takie perspektywy polityczne powinny poprawić nastroje na polskim rynku przynajmniej do momentu, gdy niepewność polityczna ponownie wzrośnie wraz ze zbliżaniem się terminu wyborów. Stąd oczekujemy umocnienia złotego w okresie czerwiec-lipiec.

▪ **Niepewność polityczna była jedną z najważniejszych przyczyn wprowadzenia przez Radę Polityki Pieniężnej w kwietniu neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej, które sugeruje, że na pewien czas Rada wstrzyma się z obniżkami stóp procentowych.** Jednocześnie Rada obniżyła stopy procentowe aż o 50 pkt. bazowych ze względu na optymistyczne oceny perspektyw inflacyjnych (inflacja przez pewien czas poniżej celu inflacyjnego). Ponieważ sytuacja ekonomiczna z punktu widzenia inflacji jest raczej korzystna, oznaczać to może, że po wygaśnięciu czynników ryzyka (oprócz polityki, wysokie ceny surowców), Rada mogłaby powrócić do łagodnego nastawienia i obniżek stóp procentowych. Jednakże, niepewność polityczna dotycząca programu gospodarczego następnego rządu (w szczególności odnośnie ścieżki obniżania deficytu budżetowego, perspektyw wejścia do systemu ERM2 i strefy euro) nie uległa zmniejszeniu, a co za tym idzie nie należy się spodziewać szybkiego powrotu do nastawienia łagodnego w polityce pieniężnej. Choć członkini RPP Halina Wasilewska-Trenkner stwierdziła nawet, że „cykl obniżek stóp dobiegł końca”, uważamy że niskie wskaźniki inflacji w najbliższych miesiącach oraz ryzyko, że wzrost gospodarczy może okazać się niższy niż jeszcze niedawno oczekiwano, skłoni Radę do dostrajającej obniżki stóp procentowych (o 25 pkt. bazowych) w miesiącach letnich (lipiec).

▪ **W tym miesiącu kontynuujemy rozpoczętą kilka miesięcy temu analizę sytuacji na rynku kredytów, prezentując wyniki oszacowanego modelu ekonometrycznego.** Pomimo znacznych zmian w gospodarce na przestrzeni ostatnich lat, dane statystyczne potwierdziły istnienie relacji długookresowej pomiędzy realną wartością kredytów a PKB, stopą procentową i inflacją. Uzyskane wyniki wydają się potwierdzać wnioski, które nasuwały się na wstępnych etapach analizy – w najbliższych latach możemy mieć w Polsce do czynienia z istotnym przyspieszeniem wzrostu kredytów w systemie bankowym, czemu sprzyjać będzie przewidywane utrzymanie stosunkowo silnego wzrostu gospodarczego, spadek stóp procentowych w perspektywie wejścia do strefy euro, oraz utrwalenie na dość niskim poziomie stopy inflacji.

Na rynku finansowym 29 kwietnia 2005 r.:					
Stopa depozytowa NBP	4,00	WIBOR 3M	5,59	USDPLN	3,2988
Stopa referencyjna NBP	5,50	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	5,35	EURPLN	4,2756
Stopa lombardowa NBP	7,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,58	EURUSD	1,2961

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.05.2005 r.

## Temat miesiąca

### Kredytowe VARiacje

Kilka miesięcy temu zwróciliśmy Państwa uwagę na tendencje zachodzące w polskiej gospodarce na rynku kredytów. W dwóch kolejnych numerach MAKROskopu, w lutym i w marcu, przedstawiliśmy analizę zjawisk w tym obszarze, które dokonały się na polskim rynku na przestrzeni ostatnich kwartałów, oraz próbowaliśmy wyciągnąć wnioski, jakie skutki dla dalszego rozwoju sytuacji na rynku kredytów może mieć proces nadrabiania przez Polskę zaległości w rozwoju gospodarczym oraz pogłębianie integracji ze strukturami europejskimi (wejście do Unii Europejskiej oraz dążenie do wejścia do strefy euro). Zapowiedzieliśmy wtedy również przedstawienie bardziej sformalizowanej analizy zjawisk na rynku kredytowym, opartej na wnioskowaniu statystycznym i ekonometrycznym. W tym miesiącu wywiązujemy się z tego zobowiązania i prezentujemy wyniki dokonanych przez nas szacunków.

Do zbadania zależności zachodzących na rynku kredytów w Polsce, posłużyliśmy się wielorównaniowym modelem wektorowej autoregresji (VAR, ang. *vector auto-regression*) z mechanizmem korekty błędem, opisującym relacje pomiędzy wartością kredytów, aktywnością ekonomiczną, i kosztami kredytu (więcej szczegółów nt. modelu, wykorzystanych danych statystycznych, oraz wyników estymacji zawiera Aneks techniczny na str. 5). Model ten pozwala na analizę zależności długookresowych zachodzących pomiędzy zmiennymi ekonomicznymi, przy jednoczesnym uwzględnieniu krótkookresowej dynamiki zmiennych i tymczasowych odstępstw od stanu równowagi. Zanim jednak przejdziemy do przedstawienia wyników estymacji, warto wspomnieć o kilku istotnych zastrzeżeniach dotyczących przyjętej metodologii, wykorzystanych danych i dokonanych szacunków.

- Poważnym ograniczeniem dla analizy ekonometrycznej procesów zachodzących w polskiej gospodarce jest wciąż dostępność danych statystycznych. W badaniu wykorzystujemy dane kwartalne za okres I kw. 1995 – IV kw. 2004. Jest to stosunkowo krótka próba, szczególnie jeśli chcemy oszacować funkcjonujące w gospodarce relacje długookresowej równowagi.

- Problemy z danymi wiążą się również z ich jakością; dokonywane często zmiany metodologiczne i definicyjne zaburzają ciągłość i porównywalność szeregów czasowych i mogą niekorzystnie wpływać na wyniki obliczeń.

- W analizowanym okresie miało miejsce kilka poważnych zmian w gospodarce, które mogły mieć wpływ na zmianę zachowania zmiennych ekonomicznych i wzajemnych powiązań pomiędzy nimi. Przykładowo, był to zarówno okres końcowej fazy okresu przyspieszonej transformacji gospodarczej, jak i pierwszego poważnego spowolnienia gospodarczego; końcowej fazy dezinflacji oraz przejścia do stabilizacji inflacji na stosunkowo niskim poziomie; duży wpływ na gospodarkę miała także akcesja do UE.

- Ze względu na ograniczoną dostępność i porównywalność danych statystycznych oraz mały rozmiar próby konieczne było ograniczenie się do bardzo prostej specyfikacji modelu ekonometrycznego; prosta konstrukcja może nie wychwycić wszystkich zależności obowiązujących faktycznie w gospodarce.

- Standardowo w tego typu badaniach występuje problem z identyfikacją, w jakim stopniu obserwowane zmiany wartości kredytów wynikają ze zmian popytu na kredyt, a w jakim ze zmian po stronie podaży. Skonstruowany uproszczony model opisuje jedynie stronę popytową, w związku z czym istnieje ryzyko, że specyfikacja nie uwzględnia istotnych czynników (podażowych), które mogły mieć wpływ na zachowanie wolumenu kredytu w analizowanym okresie. Może to zaburzać uzyskane wyniki.

Wszystkie powyższe problemy złożyły się na fakt, że oszacowanie poprawnej teoretycznie i statystycznie, stabilnej relacji długookresowej opisującej zmiany wolumenu kredytu w polskiej gospodarce okazało się niezwykle trudne. Przeprowadzone przez nas badania, które uwzględniały wiele alternatywnych specyfikacji funkcji popytu na kredyt, wykorzystujących różne definicje zmiennych i różne poziomy dezagregacji danych, w większości przypadków zakończyły się niepowodzeniem, nie pozwalając na empiryczne potwierdzenie występowania w całym analizowanym okresie stabilnej i sensownej ekonomicznej relacji równowagi. W zasadzie jedynie w przypadku danych o największym stopniu agregacji uzyskane wyniki można uznać za zadowalające pod względem własności statystycznych modelu, jak i interpretacji ekonomicznej. Wyniki te przedstawiamy poniżej.

Omawiany model opisuje relacje pomiędzy wartością kredytów ogółem a PKB, krótkoterminową stopą procentową i inflacją (patrz *Aneks techniczny*). Dostępne dane statystyczne potwierdziły występowanie relacji długookresowej równowagi pomiędzy ww. zmiennymi. Oszacowana relacja długookresowa ma postać:

$$k_t = 4,437 \cdot y_t - 0,996 \cdot r_t - 2,073 \cdot cpi_t - 0,282 \cdot trend_t$$

Zgodnie z intuicją oraz przesłankami teoretycznymi, realna wartość kredytów ( $k_t$ ) okazała się dodatnio powiązana z poziomem aktywności gospodarczej ( $y_t$ ), podczas gdy znak współczynnika przy  $r_t$  oraz  $cpi_t$  jest ujemny, odzwierciedlając negatywny wpływ kosztów związanych z pozyskaniem kredytów.

Warto zwrócić uwagę na stosunkowo dużą wartość parametru przy  $y_t$ . Wynik ten jest znacznie wyższy niż wartości uzyskiwane w podobnych badaniach empirycznych dla innych gospodarek europejskich (zwykle pomiędzy 1 a 2) i sugeruje wysoką elastyczność dochodową funkcji popytu na kredyt w Polsce. Warto jednak mieć na uwadze, że polska gospodarka charakteryzowała się na początku okresu transformacji (i wciąż jeszcze) bardzo niską relacją kredytów do PKB w porównaniu do innych rozwiniętych gospodarek rynkowych, w związku z czym tak wysoka wartość współczynnika przy  $y_t$  prawdopodobnie odzwierciedla m.in. proces nadgania zaległości w tym zakresie, tj. pogłębiania rynku kredytowego.

Wrażliwość kredytu na koszty jego pozyskania okazała się wyraźnie mniejsza, jednak również istotna. Zauważmy, że faktyczne znaczenie w gospodarce ma poziom nie nominalnej, a realnej stopy procentowej. Jeśli przyjmiemy, że oczekiwania inflacyjne są formowane w sposób adaptacyjny, wówczas powyższą relację długookresowej równowagi możemy po przekształceniu przedstawić w nieco innej formie:

$$k_t = 4,437 \cdot y_t - 0,996 \cdot rr_t - 3,069 \cdot cpi_t - 0,282 \cdot trend_t$$

gdzie  $rr_t = (r_t - cpi_t)$  jest realną stopą procentową.

Długookresowa elastyczność kredytu względem stopy procentowej jest bliska jedności (co do modułu), co sugeruje, że polityka monetarna ma dość duży wpływ na kształtowanie się procesów w sferze pieniężnej w polskiej gospodarce. Wynik ten może budzić pewne zdziwienie, szczególnie biorąc pod uwagę problemy z transmisją sygnałów polityki pieniężnej na rynek kredytowy, o których mówił do niedawna bank centralny, a wynikające z wysokiej nadpłynności systemu bankowego, która utrzymywała się w Polsce przez większą część ostatniej dekady. Równocześnie sugeruje to również, że dalsza konwergencja realnych stóp procentowych w Polsce w okresie poprzedzającym przystąpienie do strefy euro może być istotnym czynnikiem generującym ożywiony wzrost kredytów w systemie bankowym.

Jeszcze bardziej istotnym pozytywnym impulsem dla rozwoju rynku kredytowego może być utrwalenie się niskiej inflacji, ponieważ oszacowane równanie długookresowe sugeruje silny negatywny wpływ CPI na

zainteresowanie kredytem w Polsce. Można interpretować to np. w ten sposób, że wysoka inflacja znacznie zwiększa poczucie niepewności wśród potencjalnych kredytobiorców, jednak aż tak wysoka wartość parametru przy  $cpi_t$  jest, trzeba przyznać, sporym zaskoczeniem. W szczególności fakt, że wartość tego współczynnika jest około trzykrotnie większa niż wartość semi-elastyczności kredytu wobec stopy procentowej może nieść ze sobą dość poważne wnioski dla polityki pieniężnej. Wynik taki sugerować może bowiem, że trwałe zakotwiczenie wzrostu cen na niskim poziomie może mieć działanie silnie stymulujące wzrost kredytów oraz aktywność gospodarczą, nawet jeśli byłoby okupione wyższym poziomem realnych stóp procentowych. Wydaje się jednak, że jest to wniosek zbyt daleko idący, a silnie ujemna wartość omawianego parametru w modelu może wynikać – podobnie jak w przypadku elastyczności dochodowej – z zachodzących w polskiej gospodarce procesów transformacji, których formalnie nie uwzględnia prosta specyfikacja modelu. To, że w analizowanym okresie mieliśmy równocześnie do czynienia z szybko postępującym procesem dezinflacji oraz dynamicznym rozwojem rynku kredytowego mogło bowiem, i najprawdopodobniej wynikało nie tyle z ich wzajemnych powiązań przyczynowo-skutkowych, ale z faktu, że transformująca się gospodarka dochodziła z pewnego punktu startowego do stanu równowagi równoległe w wielu odrębnych płaszczyznach. Ostrożność w interpretacji silnie ujemnej semi-elastyczności kredytów względem  $cpi_t$  w równaniu kointegracji sugeruje też fakt, że implikuje ona również odwrotnie proporcjonalną zależność w przeciwnym kierunku – model przewiduje, że wzrost kredytów w gospodarce jest istotnym czynnikiem antyinflacyjnym w długim okresie.

Warto zwrócić uwagę, że w oszacowanych w ramach modelu VEC równaniach krótkookresowej dynamiki (patrz str. 5) zależności pomiędzy zmianą kredytów, a zmianą inflacji mają już nieco inny charakter – wydaje się, że bardziej zgodny z intuicją. W równaniu objaśniającym zmianę kredytu:

$$\Delta k_t = \beta_0 \cdot ECM_{t-1} + \beta_1 \cdot \Delta k_{t-1} + \beta_2 \cdot \Delta y_{t-1} + \beta_3 \cdot \Delta r_{t-1} + \beta_4 \cdot \Delta cpi_{t-1} + \beta_5 + \varepsilon_t$$

współczynnik  $\beta_3$  jest ujemny (-0,69), podczas gdy  $\beta_4$  ma wartość dodatnią (0,76). Zauważmy, że wartości bezwzględne obu parametrów są zbliżone. Co więcej, przeprowadzony test Walda nie pozwala na odrzucenie restrykcji, mówiącej, że oba współczynniki są sobie równe co do modułu ( $\beta_3 = -\beta_4$ ), co oznacza, że powyższe równanie można zapisać jako:

$$\Delta k_t = \beta_0 \cdot ECM_{t-1} + \beta_1 \cdot \Delta k_{t-1} + \beta_2 \cdot \Delta y_{t-1} + \beta_3 \cdot (\Delta r_{t-1} - \Delta cpi_{t-1}) + \beta_5 + \varepsilon_t$$

A zatem, w krótkim okresie zmiana realnej wartości kredytów jest silnie (ujemnie) uzależniona od zmian poziomu realnej stopy procentowej ( $\beta_3 \approx -0,7$ ), ale nie od zmian samej inflacji. Wrażliwość na koszt kredytu wychodzi przy tym na pierwszy plan jeśli chodzi o siłę oddziaływania w krótkim okresie, spychając na dalszy plan zależność od czynników dochodowych ( $\beta_2 = 0,42$ ).

Biorąc powyższe pod uwagę, tym bardziej wydaje się uzasadnione podejrzenie, że oszacowana w modelu silna odwrotna zależność pomiędzy stopą inflacji a realną wartością kredytów w długim okresie może być bardziej dziełem przypadku, czy efektem oddziaływania nie uwzględnionych w modelu mechanizmów, niż faktycznie funkcjonującą w gospodarce relacją długookresową.

Oprócz oceny ogólnego kierunku i siły wzajemnego oddziaływania pomiędzy zmiennymi, o których mówią wartości oszacowanych parametrów, model wektorowej autoregresji pozwala na przeanalizowanie dynamicznej struktury opóźnień w ich wzajemnych interakcjach – w jakim tempie zaburzenia/zmiany w poszczególnych zmiennych przekładają się na zmiany w czasie pozostałych wartości i zmiennych w modelu. Służy temu analiza tzw. funkcji odpowiedzi (reakcji) na jednostkowe szoki w modelu (ang. *impulse responses analysis*). Możliwa jest m.in. analiza jak zaburzenia poszczególnych zmiennych modelu wpływają na zmiany wartości innych zmiennych, oraz jak szybko po wystąpieniu takich losowych zmian gospodarka (model) powraca do stanu długookresowej równowagi. Oszacowane na bazie naszego modelu VAR profile odpowiedzi na szoki na rynku kredytów, stóp procentowych, w poziomie PKB, czy inflacji przedstawione są w formie wykresów w *Aneksie technicznym* na str. 5.

Funkcje odpowiedzi dla poszczególnych zmiennych wskazują, że jednorazowe zaburzenie o wielkości jednego odchylenia standardowego w dowolnej zmiennej trwale wpływa na wartość pozostałych zmiennych w modelu (co jest typowe dla modeli VAR z kointegracją). Realna wartość kredytów reaguje najszybciej na zmiany PKB, bo już po jednym kwartale od wystąpienia szoku. Niemal równie szybka jest odpowiedź na szokową zmianę inflacji, która z największą siłą objawia się po 2 kwartałach, po czym następuje nieznaczne odreagowanie i stabilizacja. Oznacza to, że nieoczekiwane zmiany w gospodarce jak np. recesja lub skokowy wzrost inflacji (np. w efekcie wzrostu cen ropy), powinny ograniczyć wartość kredytów bardzo szybko, bo

już po 1-2 kwartałach. Co ciekawe, reakcja w przeciwnym kierunku zajmuje nieco więcej czasu, ponieważ model sugeruje, że pełne skutki nieoczekiwanego zaburzenia na rynku kredytów (np. spowodowanego wprowadzeniem ustawy regulującej poziom oprocentowania) powinny być odczuwalne zarówno dla gospodarki (PKB, inflacji) dopiero po ok. 3-4 kwartałach. Pełna reakcja kredytów na zmianę stopy procentowej przebiega jeszcze wolniej i bardziej stopniowo i zajmuje ok. 5-6 kwartałów, co potwierdza, że polityka banku centralnego powinna być prowadzona z odpowiednim wyprzedzeniem.

Równie dużo czasu wymaga, aby wszystkie zawarte w modelu zmienne powróciły do stanu wzajemnej równowagi (opisanego w równaniu kointegracji) po wystąpieniu zaburzenia w jednej z nich. Oszacowane funkcje odpowiedzi wskazują, że zajmuje to ok. 4-6 kwartałów. Najbardziej powolny jest powrót do równowagi w przypadku szokowej zmiany w wartości kredytów, natomiast najbardziej gwałtowny powrót wydaje się mieć miejsce w przypadku zaburzenia w poziomie PKB.

Pomimo wątpliwości co do poprawnej specyfikacji modelu przedstawionych we wstępie, uzyskane wyniki wydają się potwierdzać wnioski, które nasuwały się na wstępnych etapach analizy sytuacji na polskim rynku kredytowym, dokonanej w *MAKROskopie* w poprzednich miesiącach. Sugerują one, że w najbliższych latach możemy mieć w Polsce do czynienia z istotnym przyspieszeniem wzrostu kredytów w systemie bankowym, czemu sprzyjać będzie przewidywane utrzymanie stosunkowo silnego wzrostu gospodarczego, spadek stóp procentowych w perspektywie wejścia do strefy euro, oraz utrwalenie na dość niskim poziomie stopy inflacji. O ile w długim okresie najważniejszym czynnikiem sprzyjającym rozwojowi rynku kredytowego powinien być szybki wzrost gospodarczy oraz wciąż duży dystans jaki dzieli Polskę od innych gospodarek europejskich jeśli chodzi o nasycenie kredytem (relacja kredytów do PKB), to w krótszym horyzoncie – kilku kwartałów – kluczowe znaczenie dla dynamiki należności w systemie bankowym powinny mieć zmiany poziomu realnych stóp procentowych. W tym kontekście można mieć nadzieję, że w niedługim czasie ujawni się na rynku kredytowym wpływ dość wyraźnego spadku realnego oprocentowania kredytów, jaki miał miejsce od połowy 2004 r. w następstwie wyraźnego przyspieszenia inflacji po wejściu Polski do UE.

## Aneks techniczny

Do analizy zachowania kredytu w polskiej gospodarce skonstruowaliśmy model wektorowej autoregresji z mechanizmem korekty błędem (VEC, ang. *vector error correction model*), opierając się m.in. na podobnych badaniach empirycznych prowadzonych w ostatnich latach dla gospodarek europejskich<sup>1</sup>. Zmienne użyte w modelu zdefiniowane zostały następująco:

- $k_t$  realna wartość kredytów (w logarytmie); należności ogółem monetarnych instytucji finansowych w cenach stałych (deflator: indeks CPI);
- $y_t$  zmienna skali (w logarytmie); wartość PKB w cenach stałych, po oczyszczeniu z sezonowości;
- $r_t$  nominalna stopa procentowa; WIBOR 3M;
- $cpi_t$  stopa inflacji; w modelu roczne tempo wzrostu CPI.

Wykorzystano dane kwartalne, obejmujące okres 1995-2004.

Przeprowadzone testy statystyczne pozwoliły uznać, że wszystkie ww. zmienne są zintegrowane rzędu I(1) (wyników nie przytaczamy ze względu na ograniczoną ilość miejsca).

Za liczbę opóźnień w modelu VEC przyjęto 2 jako kompromis pomiędzy niewielką liczbą stopni swobody, a dobrą specyfikacją modelu. Wybrano specyfikację modelu, uwzględniającą trend (restricted) i wyraz wolny (unrestricted) w równaniu kointegracji. Za pomocą testu opartego o procedurę Johansena udało się potwierdzić istnienie jednego wektora kointegracji dla ww. zmiennych. Wartości oszacowanych parametrów wektora kointegracji w modelu VEC(2) przedstawiono poniżej:

$k$	$y$	$r$	$cpi$	Trend
-1.0000	4.4372	-0.99620	-2.0725	-0.028177
	(1.3241)	(.95377)	(.66409)	(.014801)

Uwaga: W nawiasach standard errors

Następna tabela przedstawia wartości oszacowanych parametrów równań krótkookresowych:

	$\Delta k$	$\Delta y$	$\Delta r$	$\Delta cpi$
$ECM_{t-1}$	-.053508 [.259]	-.078710 [.024]	.013827 [.564]	.10448 [.000]
$\Delta k_{t-1}$	.32417 [.060]	.038325 [.750]	.11434 [.188]	-.035785 [.554]
$\Delta y_{t-1}$	.42118 [.089]	-.22275 [.204]	-.054376 [.660]	-.24096 [.009]
$\Delta r_{t-1}$	-.69378 [.048]	.17532 [.472]	.46574 [.011]	.29751 [.020]
$\Delta cpi_{t-1}$	.75922 [.061]	.14579 [.605]	.18665 [.356]	.039906 [.778]
Const	2.2204 [.255]	3.2580 [.024]	-.57374 [.562]	-4.3086 [.000]
R-Squared	.19812	.29536	.36452	.67694
DW-statistic	1.6627	1.9607	2.1359	1.6901

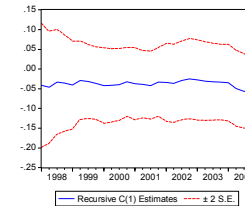
Uwaga:  $ECM = -1.0000*k + 4.4372*y - 0.99620*r - 2.0725*cpi - 0.028177*Trend$   
W nawiasach podano p-values;

Na podstawie standardowych statystyk i testów diagnostycznych można stwierdzić, że oszacowany model ma stosunkowo przyzwoite własności statystyczne. Nie można odrzucić hipotezy o normalności reszt i braku heteroscedastyczności; jedynie w jednym równaniu stwierdzono autokorelację reszt.

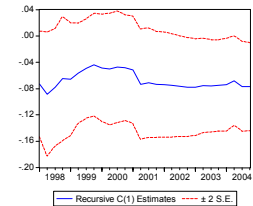
Przeprowadzone symulacje wskazują na pewną zmienność w czasie parametrów w równaniach krótkookresowych w okresie przed rokiem 2001, a następnie ich stabilizację. Co ciekawe, największą stabilnością parametrów charakteryzuje się równanie, w którym zmienną objaśnianą jest  $\Delta k$ . Poniższe wykresy przedstawiają zmianę w czasie oszacowanych wartości parametrów w równaniach dynamicznych przy wyrazie korekty błędem  $ECM_{t-1}$ .

<sup>1</sup> Patrz: Brzoza-Brzezina M. (2004), *Lending booms in Europe's periphery: South-Western lessons for Central-Eastern members*, NBP; Calza A., Manrique M., Sousa J. (2003), *Aggregate loans to the euro area private sector*, ECB Working Paper No. 202; Hofmann B. (2001) *The determinants of private sector credit in industrialized countries: do property prices matter?*, BIS Working Paper No. 108.

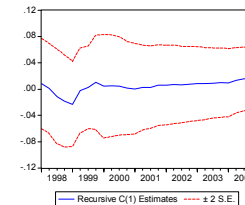
Równanie  $\Delta k$ :



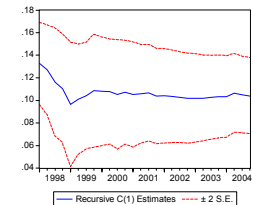
Równanie  $\Delta y$ :



Równanie  $\Delta r$ :

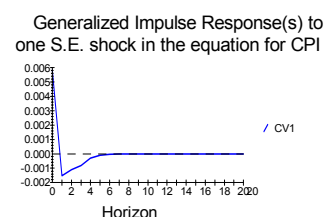
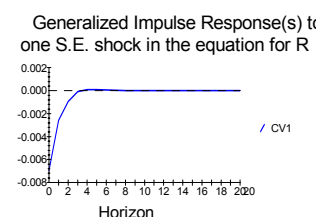
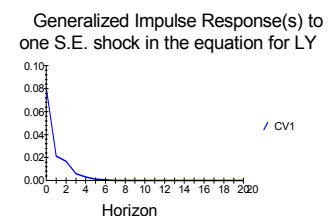
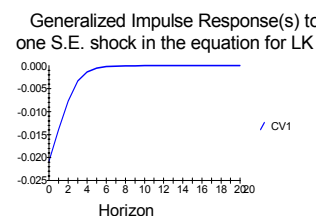
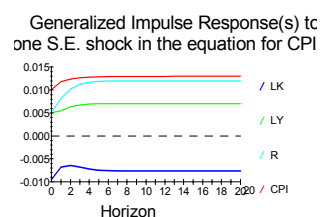
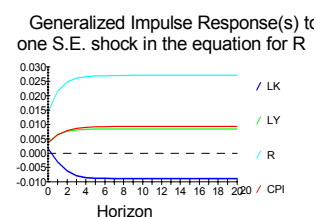
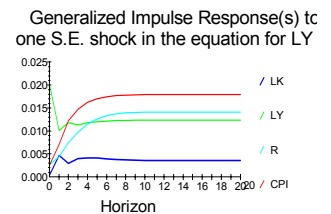
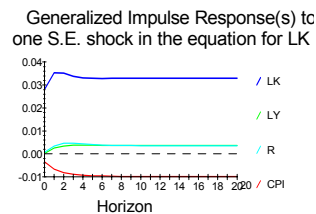


Równanie  $\Delta cpi$ :

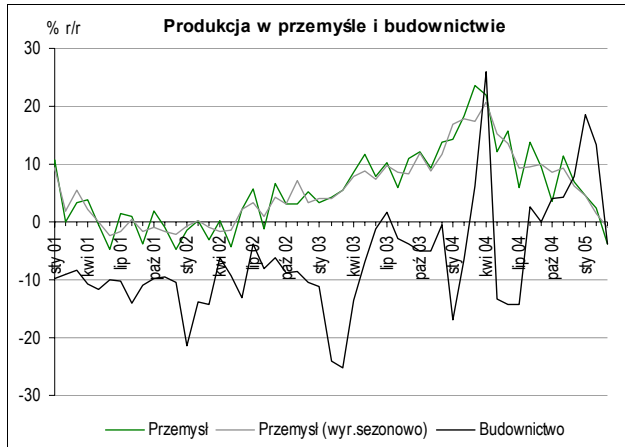


Powyższe wyniki oraz analiza zachowania zmiennych w czasie skłoniły nas do próby oszacowania całego modelu osobno na dwóch podokresach: 1995-2000 oraz 2001-2004. Uzyskane wyniki dla pierwszego z ww. okresów były zbliżone do tych uzyskanych na całym próbie, natomiast w przypadku drugiego podokresu nie udało się potwierdzić występowania jednej relacji długookresowej. Może to sugerować faktyczną zmianę w funkcji kształtowania kredytu w tym okresie, ale równie dobrze może być wynikiem bardzo małej liczby obserwacji w obu podpróbach, co nie pozwala na wiarygodne wnioskowanie statystyczne (szczególnie w przypadku modelu VAR).

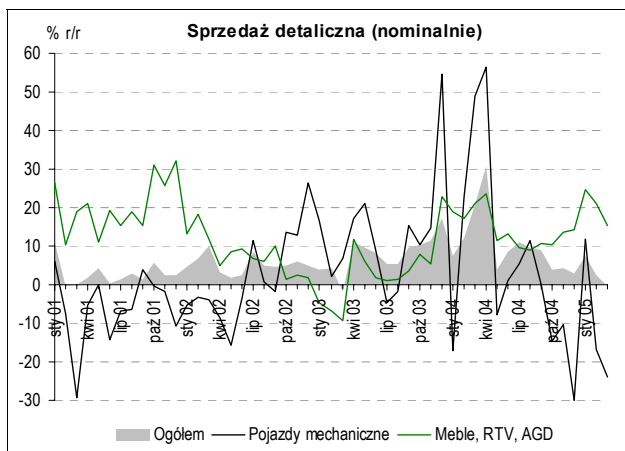
Wykresy poniżej przedstawiają profil ewolucji w czasie reakcji zmiennych oraz ścieżkę powrotu do długookresowej równowagi oszacowanego wektora kointegracji (CV) w odpowiedzi na jednostkowe zaburzenia w poszczególnych zmiennych endogenicznych (*generalized impulse responses of variables/CVs to shocks in equations*):



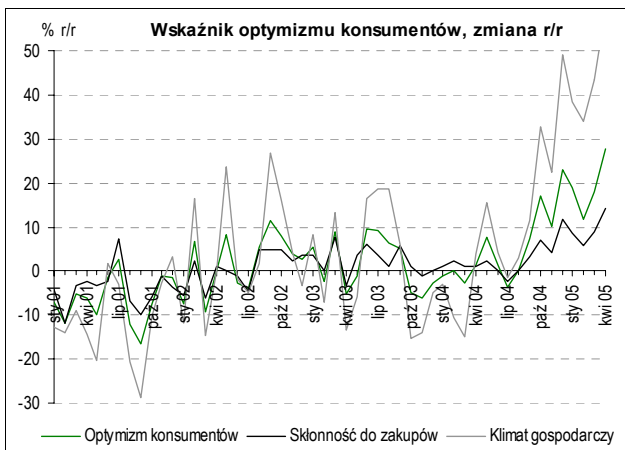
## Gospodarka Polski

**Głębszy niż oczekiwano spadek produkcji**

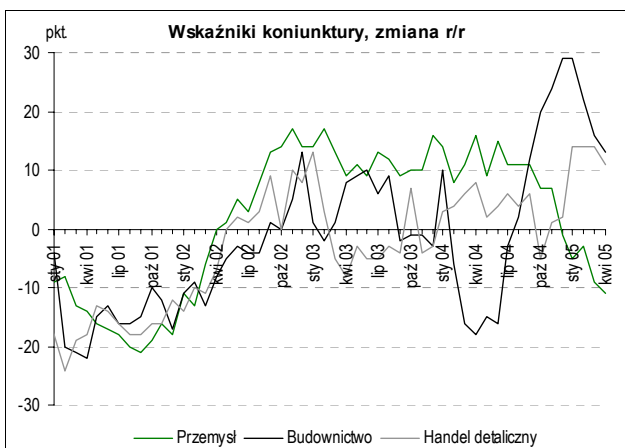
- Ze względu na efekt bazy i mniejszą liczbę dni roboczych oczekiwano, że w marcu produkcja przemysłowa zanotuje pierwszy od połowy 2002 r. spadek, ale jego skala była znacznie głębsza niż oczekiwane 0,5% r/r i wyniosła 3,7% r/r.
- Produkcja w budownictwie spadła o 3,8% r/r po wzroście o 13,3% r/r w lutym. Wynikało to z mniejszej liczby dni roboczych i wysokiej bazy (podobnie jak w przemyśle), a dodatkowo z faktu, że pogoda w marcu nie sprzyjała pracom budowlanym.
- Marcowe dane o produkcji zmniejszyły nieco nasz optymizm jeśli chodzi o tegoroczny wzrost PKB. Nadal uważamy, że II połowa roku będzie dużo lepsza, ale zanim to nastąpi, kiepskie wyniki przemysłu przełożą się na spadek tempa wzrostu PKB w I kw. br. do zaledwie 3%. Rośnie tym samym ryzyko dla prognozy wzrostu PKB w całym 2005 roku na poziomie bliskim 4,5%.

**...ale sprzedaż detaliczna lepiej niż prognozy**

- W przeciwieństwie do danych o produkcji, dynamika sprzedaży detalicznej w marcu była miłą niespodzianką. Zmniejszyła się ona o zaledwie 0,3% r/r, a oczekiwaliśmy spadku o 7%.
- Gdyby nie pojazdy mechaniczne, sprzedaż zanotowałaby zapewne spory wzrost. Mimo wysokiej bazy (gorączka zakupów przed wejściem do UE), sprzedaż takich kategorii dóbr konsumpcyjnych jak farmaceutyki i leki, czy meble, RTV i AGD rosła o odpowiednio 29% r/r i 15% r/r.
- Nawet jeżeli na marcową sprzedaż pozytywnie wpłynął termin świąt wielkanocnych, to jej poziom wskazuje, że spowolnienie konsumpcji w IV kwartale ub.r., kontynuowane w I kw. 2005, jest raczej przejściowe i można się spodziewać odbicia popytu konsumpcyjnego w II połowie br. Szczególnie biorąc pod uwagę coraz lepsze nastroje konsumentów (patrz niżej).

**Gwałtowny wzrost optymizmu konsumentów**

- Nastroje konsumentów w kwietniu zanotowały najsilniejszą poprawę w historii badań, chociaż nie osiągnęły jeszcze rekordowych poziomów.
- Silnie zmalały obawy gospodarstw domowych przed bezrobociem.
- Autorzy badania zasugerowali, że silny wzrost wskaźników optymizmu mógł być zjawiskiem jednorazowym związanym z wydarzeniami po śmierci papieża, ale naszym zdaniem wyniki potwierdzają obserwowane już wcześniej trendy w zakresie nastrojów konsumentów.
- Podtrzymujemy opinię, że w II połowie roku możliwe jest wyraźne przyspieszenie wzrostu popytu konsumpcyjnego. Wraz z coraz silniejszym ożywieniem aktywności inwestycyjnej (dzięki optymizmowi firm – patrz niżej) powinno to umożliwić powrót tempa wzrostu PKB do powyżej 5% w ostatnim kwartale roku.

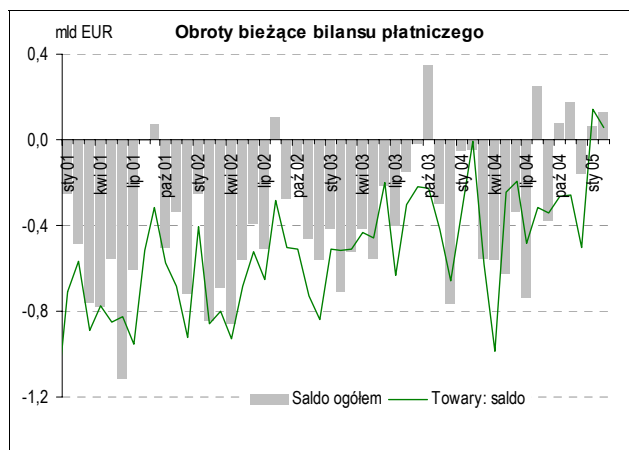
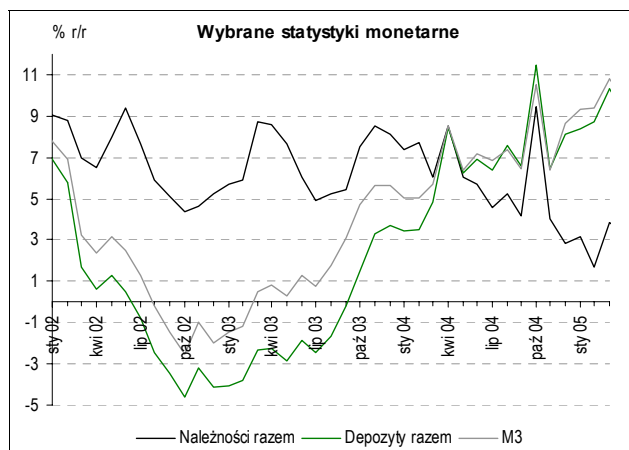
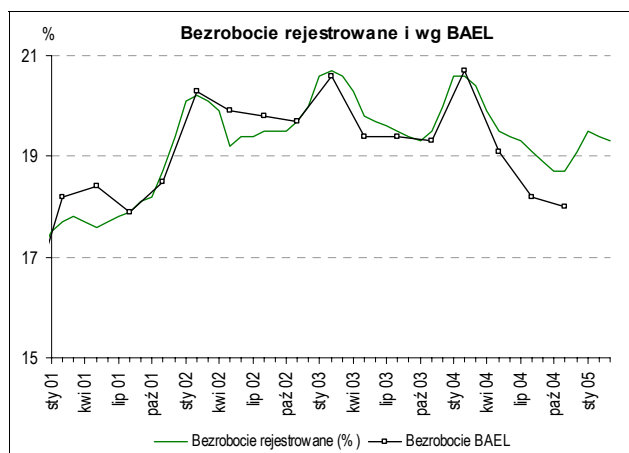
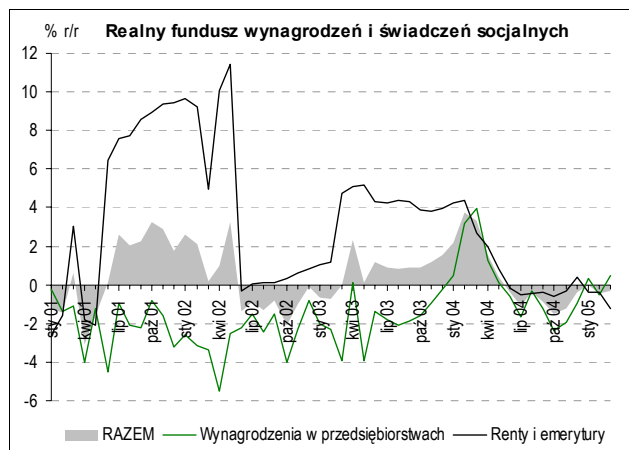
**Przedsiębiorstwa też dość optymistyczne**

- Wyniki kwietniowego badania koniunktury gospodarczej GUS były podobne jak w poprzednim miesiącu.
- W handlu detalicznym i budownictwie indeksy po raz kolejny poprawiły się wyraźnie w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku.
- W przemyśle było gorzej niż przed rokiem, ale pomijając wyniki sprzed roku, podwyższone jak wiele innych zmiennych przez ożywienie przedakcesyjne, wskaźnik w przemyśle był w kwietniu na jednym z najwyższych poziomów w historii badania GUS.

We wszystkich trzech sektorach gospodarki utrzymują się bardzo dobre oczekiwania na przyszłość: przewidywany jest wzrost produkcji i sprzedaży. Zanotowano znaczną poprawę w portfolio zamówień krajowych, co potwierdza nasze przewidywania dotyczące mocnego wzrostu popytu wewnętrznego w tym roku.

Źródło: GUS, Ipsos, szacunki własne

## Gospodarka Polski

**Poprawy na rynku pracy ciąg dalszy**

▪ Zatrudnienie z sektora przedsiębiorstw w marcu było o 0,1% mniejsze niż w lutym, ale wzrosło 1,6% r/r (nieznacznie poniżej konsensusu rynkowego i naszej prognozy na poziomie 1,7% r/r), potwierdzając kontynuację pozytywnego trendu w zakresie popytu na pracę, który rozpoczął się kilka miesięcy temu.

▪ Przeciętna płaca wzrosła o 2,9% m/m oraz 2,2% r/r po wzroście o zaledwie 1,4% r/r miesiąc wcześniej. Wynik był lepszy od konsensusu rynkowego na poziomie 1,5% r/r i naszej prognozy 1,8% r/r, ale oczywiście trudno go uznać za sygnał poważnego wzmocnienia presji płacowej. Spodziewamy się jednak stopniowego przyspieszania tempa wzrostu wynagrodzeń w kolejnych miesiącach, aż do poziomu powyżej 5% r/r pod koniec roku.

▪ W połączeniu ze sporym wzrostem zatrudnienia oraz spadkiem inflacji, fundusz płac w przedsiębiorstwach wzrósł w marcu o 3,8% r/r nominalnie i 0,5% r/r realnie. Jest to już pewna poprawa w porównaniu z kilkoma ostatnimi miesiącami, kiedy miał miejsce realny spadek funduszu płac (z wyjątkiem stycznia).

▪ Przewidujemy, że fundusz płac znacznie rośnie dużo szybciej w kolejnych miesiącach, w skali, która nie była obserwowana w polskiej gospodarce od kilku lat (z wyjątkiem krótkiego okresu pomiędzy lutym a kwietniem 2004). W tej chwili sytuacja na rynku pracy jawi się jako bardzo korzystna dla perspektyw inflacyjnych, ale niewykluczone, że w niedługim czasie rynek pracy może się stać źródłem pewnych napięć inflacyjnych.

▪ Nie powinny być one jednak znaczące, ponieważ mimo systematycznego spadku nadal na bardzo wysokim poziomie znajduje się stopa bezrobocia. W marcu wyniosła 19,3% wobec 20,4% rok wcześniej. To ciągle na tyle dużo, że wniosek o dezinflacyjny wpływ bezrobocia nie zmienia się nawet jeśli weźmiemy pod uwagę, że naturalna stopa bezrobocia w Polsce jest dość wysoka i wynosi nieco ponad 10%.

**Dwucyfrowy wzrost podaży pieniądza**

▪ Podaż pieniądza M3 wzrosła w marcu o 10,8% r/r w porównaniu z 9,4% r/r miesiąc wcześniej.

▪ Depozyty ogółem wzrosły o 10,3% r/r przy sporej poprawie dynamiki depozytów gospodarstw domowych oraz utrzymaniu wysokiego tempa wzrostu depozytów przedsiębiorstw.

▪ Wzrost kredytów ogółem nieco przyspieszył, ale jest nadal niewielki (3,8% r/r wobec 1,7% r/r w lutym). Przyspieszył wzrost kredytów dla gospodarstw domowych (13,7% r/r) i poprawiła się nieco dynamika kredytów dla firm (-3,6% r/r wobec -5% r/r w lutym). Należy pamiętać, że kredyty w ujęciu złotowym są pod wpływem umocnienia złotego, które miało miejsce w ostatnim roku.

▪ Dane o podaży pieniądza odzwierciedlają fakt, że polska gospodarka odnotowuje stosunkowo szybki (choć przejściowo osłabiony) wzrost gospodarczy.

**Nadwyżka handlowa i w obrotach bieżących**

▪ Zarówno na rachunku bieżącym, jak i w obrotach towarowych zanotowano w lutym nadwyżki (odpowiednio 132 mln € i 57 mln €).

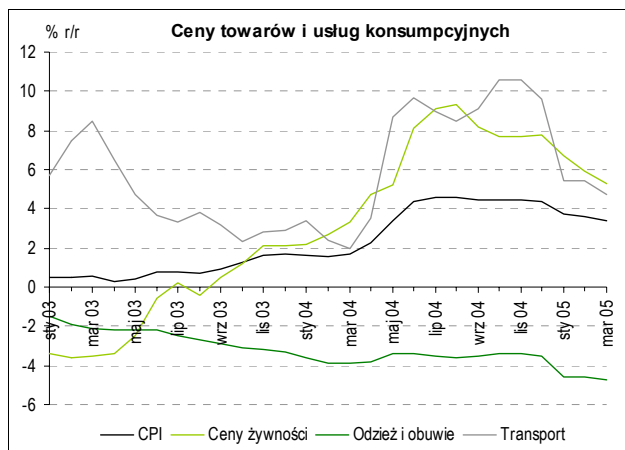
▪ Dodatkowo, zrewidowano dane styczniowe i zamiast wcześniej podawanego deficytu, pokazały one nadwyżkę 63 mln €.

▪ Skumulowany deficyt obrotów bieżących za kolejne 12 miesięcy obniżył się w lutym do 1,3% PKB.

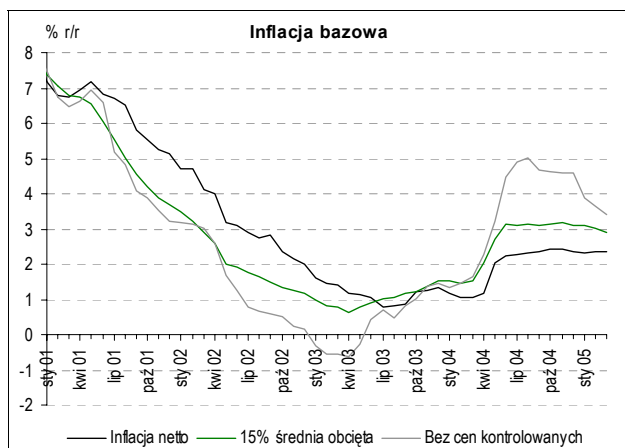
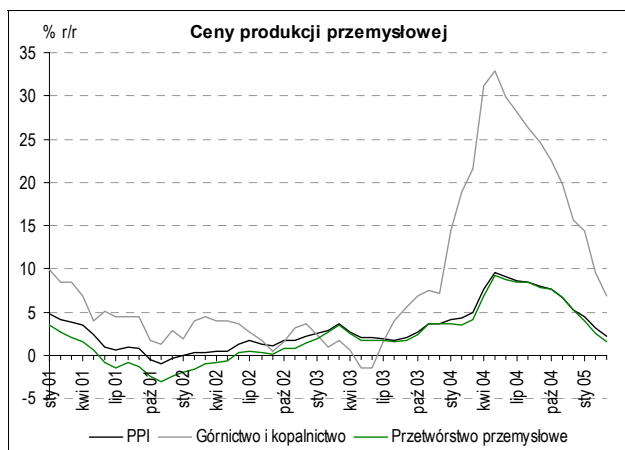
▪ Zarówno eksport, jak i import zanotowały silne wzrosty o odpowiednio 22,6% r/r i 21,1% r/r, licząc w euro. Niemniej, ze względu na silną aprecjację złotego do euro w ciągu ostatnich 12 miesięcy (o blisko 18%), dynamiki eksportu i importu wyrażone w złotych są bliskie zeru. Nie zmienia to jednak faktu, że eksport nadal rośnie silniej niż import, a więc kontrybucja eksportu netto do PKB w I kwartale br. była zapewne dodatnia, rekompensując do pewnego stopnia niski wzrost konsumpcji indywidualnej.

Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

## Gospodarka Polski


**Zmiana naszych prognoz CPI po udostępnieniu przez GUS miesięcznych zmian cen w 2004 r. wg wag dla 2005 r.**

Miesiąc 2005 r.	Stara prognoza (% r/r)	Nowa prognoza (% r/r)
Kwiecień	3,3	3,0
Maj	2,4	2,3
Czerwiec	1,6	1,6
Lipiec	1,6	1,5
Sierpień	1,6	1,5
Wrzesień	1,5	1,6
Październik	1,4	1,5
Listopad	1,4	1,4
Grudzień	1,6	1,6
Średniorocznie	2,3	2,2


**CPI po raz kolejny niższe niż oczekiwano**

- Ceny konsumpcyjne wzrosły w marcu o 0,1% m/m, dokładnie zgodnie z naszą prognozą. Roczny wzrost CPI był jednak niższy niż oczekiwaliśmy i spowolnił do 3,4% z 3,6% w lutym.
- Rozbieżność trafności prognoz miesięcznej i rocznej zmiany cen wynikała z faktu, że do momentu publikacji danych GUS nie ujawnił szeregów miesięcznych zmian cen w 2004 r. przeliczonych według systemu wag używanych w 2005 roku.
- Dlatego dokładne prognozy miesięcznych zmian cen w pierwszych miesiącach br. nie przekładały się na trafne prognozy dwunastomiesięcznej dynamiki cen w tym okresie.
- Tak czy inaczej inflacja w marcu po raz kolejny w tym roku była niższa niż oczekiwano – konsensus rynkowy wynosił 3,5% – powodując nieznaczną poprawę prognoz inflacji na dalszą część tego roku.
- Główną przyczyną spadku inflacji w marcu były roczne spadki cen żywności i paliw, gdyż miesięczne zmiany cen w tym kategoriach były mniejsze niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Ceny żywności wzrosły o 0,2% m/m oraz 5,3% r/r wobec wzrostu o 5,9% r/r miesiąc wcześniej. Ceny paliw wzrosły o 0,9% m/m oraz 9,1% r/r po wzroście o 10,2% w poprzednim miesiącu. Zmiany cen innych kategorii dóbr i usług konsumpcyjnych były mniej istotne dla zmiany tempa wzrostu cen.
- W sumie, marcowe dane potwierdziły, że inflacja będzie w nadchodzących miesiącach spadać (głównie z powodu odwrócenia się niekorzystnych szoków podaźowych na rynku żywności). Prognozujemy, że inflacja spadnie do ok. 1,5% r/r w czerwcu i pozostanie tam aż do końca roku.
- Wspomniane wyżej efekty zmian systemu wag i korekty miesięcznych zmian cen w 2004 r. dla naszych prognoz CPI przedstawione są w tabeli obok.

**Wyraźne spowolnienie wzrostu cen produkcji**

- PPI wzrósł w marcu o 0,5% m/m oraz 2,2% r/r.
- Miesięczny wzrost był dużo większy niż oczekiwano, ale roczny wzrost był dosyć bliski naszej prognozie oraz średniej rynkowej (2,1% r/r), ponieważ lutowe dane zostały zrewidowane w dół.
- Dane pokazały, że największy wzrost cen nastąpił w produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (prawie 7% m/m) oraz tytoniu (1,1% m/m). Silny wzrost cen na tych rynkach może mieć wpływ na wzrost cen konsumpcyjnych w kolejnych miesiącach.
- Trend wzrostu cen produkcji powinien być jednak dosyć korzystny dla perspektyw inflacyjnych, gdyż przewidywany jest szybki spadek dynamiki PPI w ciągu najbliższych paru miesięcy (przy bardzo efekcie wysokiej bazy) – w maju i czerwcu dynamika PPI powinna spaść nieco poniżej zera.

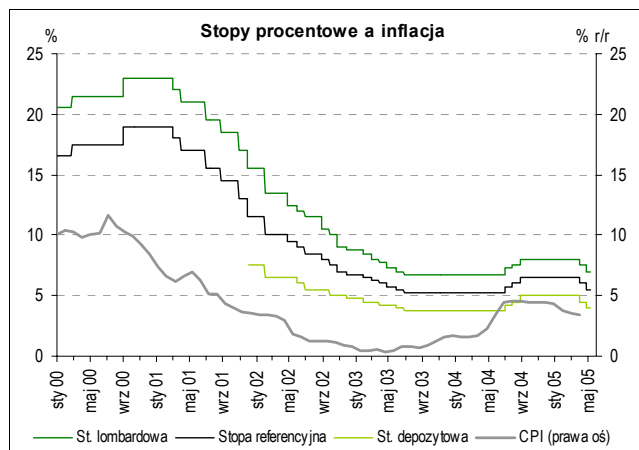
**Inflacja bazowa prawie stabilna**

- Cztery z pięciu wskaźników inflacji bazowej spadły w marcu o 0,1-0,2 pp w porównaniu z lutym.
- Jedynie inflacja netto nieznacznie się podniosła do 2,4% r/r z 2,3% w poprzednim miesiącu (tak naprawdę była niemal stabilna, ponieważ zmiana dotyczyła drugiego miejsca po przecinku).
- Stabilizacja inflacji netto w przedziale 2,2%-2,4%, którą obserwujemy już od prawie roku, potwierdza, że znaczny wzrost dynamiki CPI, który nastąpił w drugim półroczu 2004 był spowodowany niemal wyłącznie odbiciem cen paliw i żywności, które ze wskaźnika inflacji netto są wyłączone.
- Teraz, kiedy szoki na tych dwóch rynkach tracą impet (szoki paliwowy się osłabił, a na rynku żywności wręcz zmienił kierunek), można się spodziewać, że wzrost CPI spadnie na pewien czas poniżej inflacji netto.

Źródło: GUS, NBP, szacunki własne



## Pod lupą: Bank centralny



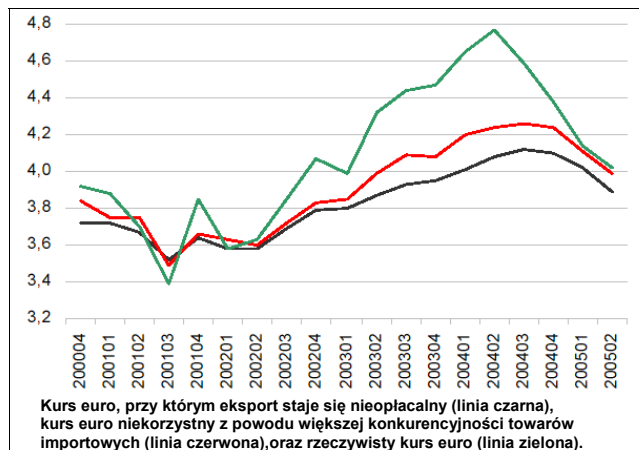
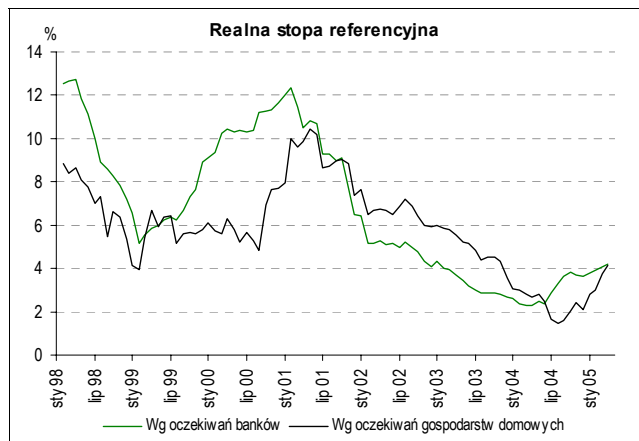
### Istotne fragmenty komunikatu RPP z dnia 27 kwietnia 2005

Międzynarodowe ośrodki prognostyczne zrewidowały w górę prognozy cen ropy na najbliższe lata. W latach 2006 i 2007 zakładają one obecnie spadek cen w mniejszej skali niż dotychczas przewidywano.

Spadek bieżącej inflacji oraz zmniejszenie się różnicy między inflacją CPI a bazową inflacją netto potwierdzają wygaśnięcie przejściowych czynników, które w 2004 r. przyczyniły się do wzrostu inflacji. Dane o inflacji w I kw. br. oraz najnowsze prognozy cen żywności sygnalizują możliwość niższej inflacji w latach 2005-2006 niż przedstawiono w lutym *Raporcie o inflacji*.

Kształtowanie się kursu w kwietniu br. jest generalnie zbieżne ze ścieżką kursu walutowego uwzględnioną w lutym *Raporcie*. Na kształtowanie się kursu walutowego może wpłynąć sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych i niepewność związana z okresem przedwyborczym.

Rada wyraża zaniepokojenie zgłaszanymi w ostatnich miesiącach licznymi propozycjami legislacyjnymi, których konsekwencją może być wzrost deficytu sektora finansów publicznych, a w konsekwencji odsunięcie momentu spełnienia kryteriów członkostwa w strefie euro. Niepewność co do perspektyw reform finansów publicznych oraz co do skali realizacji innych niezbędnych reform strukturalnych stanowi istotny czynnik ryzyka inflacyjnego.



Kurs euro, przy którym eksport staje się nieopłacalny (linia czarna), kurs euro niekorzystny z powodu większej konkurencyjności towarów importowych (linia czerwona), oraz rzeczywisty kurs euro (linia niebieska).

Źródło: NBP, Reuters, szacunki własne

### Jastrzębia obniżka stóp

- RPP obniżyła stopy procentowe o 50 pkt. bazowe podczas gdy większość analityków spodziewało się redukcji o 25pb. W praktyce jednak decyzja była bardziej „jastrzębia” niż to wygląda na pierwszy rzut oka (patrząc tylko na skalę obniżki).
- Wraz z redukcją stóp RPP zmieniła nastawienie w polityce pieniężnej z łagodnego na neutralne. W rezultacie, reakcja rynku na decyzję była taka jakiej można było oczekiwać w przypadku obniżki o 25pb i utrzymania nastawienia łagodnego.
- Podczas gdy oczekiwaliśmy, że Rada obniży stopy procentowe w sumie o 50pb, ale w dwóch ostrożnych ruchach po 25pb w kwietniu i maju (po czym miałyby nastąpić zmiana nastawienia na neutralne), kwietniowa decyzja okazała się bardziej śmiała i wszystko, czego oczekiwaliśmy stało się w ciągu jednego posiedzenia Rady.

### Komunikat dość „gołębi”, polityka czynnikiem ryzyka

- Komunikat Rady po decyzji pokazał, że powodem śmielszej obniżki stóp niż o 25pb był fakt, że Rada optymistycznie ocenia perspektywy inflacji – w ocenie Rady bilans ryzyk dla przyszłej inflacji kształtuje się korzystniej niż przedstawiono w lutym projekcji inflacji a inflacja może utrzymywać się poniżej celu inflacyjnego przez okres kilku kwartałów począwszy od III kw. 05.
- Przyczyną zmiany nastawienia była niepewność Rady odnośnie sytuacji politycznej i polityki gospodarczej nowego rządu (szczegóły w tabeli obok i w sekcji *Pod lupą: Bank centralny*).
- Oprócz ryzyka politycznego, jedynym czynnikiem ryzyka wskazywanym przez Radę są ceny surowców. Jeśli dojdzie do kolejnych zmian prognoz cen ropy, to może zmienić się projekcja inflacji. Warto jednak zauważyć, że Rada jednocześnie zaznaczyła potencjalnie negatywny wpływ tego czynnika na wzrost.

### Czy jest jeszcze miejsce na obniżki stóp w tym roku?

- Poprzez wprowadzenie neutralnego nastawienia bankierzy centralni zasugerowali, że 100 pkt. bazowych w ciągu dwóch miesięcy było wystarczające, przynajmniej na pewien czas.
- Potwierdziło to, że oczekiwania niektórych uczestników rynku na obniżki stóp w 2005 roku w skali 200-300pb były przesadzone.
- Jeśli inflacja będzie zgodnie z oczekiwaniami niska, a utrzymają się postrzegane przez RPP ryzyka dla wzrostu gospodarczego, to można się spodziewać dostrajających ruchów w polityce pieniężnej (o 25 pb) w II połowie br.
- W podstawowym scenariuszu oczekujemy, że jedna taka redukcja będzie miała miejsce przed wyborami (w lipcu). Należy pamiętać, że ryzyka polityczne, na które zwraca uwagę Rada nie znikną do wyborów (a może nawet pozostaną po wyborach).

### Huśtawka złotego bez konsekwencji

- Według raportu NBP o koniunkturze, mimo znacznej aprecjacji złotego rzeczywisty kurs euro cały czas pozostaje powyżej deklarowanych przez firmy kursów granicznych dla opłacalności eksportu oraz kursu niekorzystnego z powodu większej konkurencyjności produkcji importowej (wykres obok).
- W przypadku dolara, istnieje pewien przedział wartości złotego, dla którego eksporterzy są konkurencyjni, natomiast towary importowane są tańsze od ich substytutów rodzimej produkcji.
- Należy pamiętać, że odpowiedzi przedsiębiorstw są formułowane w dużej mierze na podstawie rzeczywistego kursu, a kwietniowe osłabienie złotego pomogło eksporterom.
- Krótkoterminowe umocnienie złotego w najbliższym czasie (czerwiec-lipiec), którego oczekujemy, nie powinno mieć dużego znaczenia dla Rady, wobec potencjalnego osłabienia na jesieni.

## Pod lupą: Bank centralny

### Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

#### Leszek Balcerowicz, prezes NBP, przewodniczący RPP

konferencja prasowa, 27 kwietnia

W poprzednich latach deflacja wystąpiła z przyczyn sezonowych. Tego nie da się wykluczyć w tym roku, ale nie należy z tego wyciągać długookresowych wniosków [dla polityki monetarnej].

#### Marian Noga, członek RPP

konferencja prasowa, PAP, 27 kwietnia

Inflacja spadnie w tym roku w okolice 2,5% i będzie się utrzymywała poniżej 2,5% do końca 2007 r. Trzeba rozróżnić dwa kroki: sprowadzenie inflacji do pasma wahań 1,5-3,5%, a drugi - do 2,5%. Obecnie Rada jest na dobrej drodze do 2,5%.

#### Andrzej Sławiński, członek RPP

Radio PiN, 28 kwietnia

Inflacja netto najprawdopodobniej spadnie poniżej 2% w dość szybkim czasie.

[neutralne nastawienie] jest wyrazem, miejmy nadzieję, przejściowego skumulowania się pewnych ryzyk i niepewności. Chodzi tutaj nie tylko o to, co może się stać na rynku ropy, ale chodziło nam o to, że polskiej gospodarce jest potrzebne możliwie szybkie wejście do ERM 2, a potem do strefy euro. Żeby było to możliwe potrzebna jest pewność, że spełnimy kryterium fiskalne z Maastricht. Teraz wchodzimy w taki okres, że jakiś czas niestety nie będziemy mieli pewności czy to kryterium zostanie spełnione dostatecznie szybko.

Proszę zauważyć, że myśmy w ciągu ostatnich miesięcy stworzyli rynek duży komfort, tzn. najpierw zmieniliśmy nastawienie, a potem były decyzje dotyczące stóp procentowych. Nie możemy wykluczyć, że też tak będzie, że jeżeli będą zmiany stóp procentowych, to będą poprzedzone zmianą nastawienia, jakkolwiek niewykluczone jest, ale mniej prawdopodobne, że zmiany stóp będą przy nastawieniu tym, które teraz jest.

#### Andrzej Wojtyła, członek RPP

konferencja prasowa, PAP 27 kwietnia

Przy neutralnym nastawieniu prawdopodobieństwo decyzji jest rozłożone symetrycznie. Lepiej, żeby zmiany (obniżki) były dokonywane przy łagodnym, a podwyżki przy restrykcyjnym, ale trzeba brać pod uwagę sytuację, gdy okresowo wzrasta rola niepewności, także w wyniku czynników politycznych. Są dopuszczalne warianty, że przy neutralnym te decyzje mogą być przeprowadzone.

PAP, 28 kwietnia

Słaby wzrost konsumpcji, jeśli się przedłuży (a dochodzące z rynku sygnały nie sugerują znacznej poprawy w I kw. br.), postawi pod znakiem zapytania trwałość obecnego ożywienia. Optymistycznie nastawieni komentatorzy twierdzą co prawda, że ciężar podtrzymania ożywienia przejęły na siebie inwestycje (...) Problem polega jednak na tym, że przy wolnym wzroście konsumpcji, ograniczonych możliwościach utrzymania dotychczasowej dynamiki eksportu oraz konieczności ograniczania deficytu budżetu, utrzymanie średniorocznego tempa PKB powyżej 4% wymagałoby co najmniej podwojenia dynamiki inwestycji w stosunku do obserwowanej w 2004 r.

Przedsiębiorstwa mogą powstrzymać się od zwiększania nakładów inwestycyjnych gdyby okazało się, że tempo wzrostu popytu konsumpcyjnego nie przyspieszyło w I kwartale. Hamująco na wzrost inwestycji i popytu może oddziaływać ryzyko polityczne.

W miarę zbliżania się terminu wyborów parlamentarnych i prezydenckich będzie wzrastała rola ryzyka politycznego co może doprowadzić do deprecjacji złotego i niekorzystnego wpływu na inflację. Uczestnicy rynków finansowych będą w coraz większym stopniu postrzegać to ryzyko przez pryzmat poglądów partnerów potencjalnej powybiorczej koalicji na temat kontynuacji reform finansów oraz co się z tym ściśle wiąże perspektywy wejścia do euro.

Dlatego tak ważne jest to, aby główne partie jak najszybciej upubliczniły swoje programy gospodarcze. Niepokojące jest to, że z programami nie można się jeszcze zapoznać, a niedawne wypowiedzi jednego z czołowych polityków na temat możliwej drogi do członkostwa Polski w Unii Gospodarczej i Walutowej sugerują niestety, że ich budowa znajduje się ciągle na dość wczesnym etapie.

### Komentarz

My również nie zgadzamy się z opiniami że problem inflacji ustąpił w Polsce miejsca problemowi deflacji. Choć w scenariuszu bardzo niskich cen żywności w miesiącach letnich nie można całkowicie wykluczyć, że inflacja CPI spadnie poniżej zera. W przypadku inflacji PPI jest niemalże pewne, że będzie miała ona wielkości negatywne przez kilka najbliższych miesięcy.

Po raz kolejny członkowie Rady powtórzyli oczekiwania na spadek inflacji poniżej celu w najbliższych miesiącach. Sugeruje to, że taki scenariusz został już niejako uwzględniony w poziomie stóp procentowych ustalonych przez RPP i nie przeszkodził w powrocie do nastawienia neutralnego. Krótkoterminowe prognozy inflacji są bardzo korzystne, jednak to średnioterminowa perspektywa (rok 2007) powinna być dla Rady najważniejsza.

Oczekiwania odnośnie inflacji netto są spójne z naszymi przewidywaniami, lecz członek RPP podzielił się tym spostrzeżeniem po raz pierwszy. Oznacza, to że Rada uwzględniła już w swojej decyzji nie tylko znaczący spadek inflacji CPI, ale również inflacji netto.

Profesor Sławiński wyraził nadzieję, że wzrost ryzyka politycznego, odnotowany przez Radę w komunikacie, jest przejściowy. Ponieważ sytuacja ekonomiczna z punktu widzenia inflacji jest raczej korzystna, oznaczać to może, że po wygaśnięciu tego czynnika ryzyka, Rada mogłaby powrócić do łagodnego nastawienia i obniżek stóp procentowych. Problem w tym, że po głosowaniu Sejmu na początku maja wiemy już, że ten okres niepewności potrwa niemalże pół roku. A nie jest również pewne, czy Rada Polityki Pieniężnej uzyska pewność odnośnie perspektyw wejścia Polski do strefy euro zaraz po wyborach, biorąc pod uwagę różnice programowe potencjalnych zwycięzców.

Wypowiedź profesora Sławińskiego sugeruje, że ewentualne kolejne obniżki stóp są bardziej prawdopodobne po ponownej zmianie nastawienia na łagodne niż przy nastawieniu neutralnym. Oczekujemy jednak, że nastąpi jedna obniżka stóp w lipcu bez zmiany nastawienia.

Obniżki przy nastawieniu neutralnym nie można oczywiście wykluczyć. Naszym zdaniem bardzo mało prawdopodobne jest kolejne cięcie stóp już w maju (i mało prawdopodobna jest obniżka w czerwcu). Należy jednak pamiętać, że z majowym posiedzeniem wiąże się dodatkowa niepewność, ponieważ w tym miesiącu Rada zapozna się z nową projekcją inflacji. Nie sądzimy, aby zmieniła ona znacząco wiedzę Rady na temat perspektyw inflacji w średnim terminie (co potwierdzają wypowiedzi Haliny Wasilewskiej-Trenkner). Neutralne nastawienie zostało zapewne wprowadzone po zapoznaniu się z wstępnymi wynikami projekcji.

Czynnikiem, który mógłby spowodować bardziej wyraźne łagodzenie polityki monetarnej byłoby spowolnienie wzrostu gospodarczego na skalę większą niż obecnie się przewiduje. Na to ryzyko zwrócił uwagę profesor Wojtyła w komentarzu do raportu INE PAN "Gospodarka Polska, Prognozy i Opinie", przytoczonym przez PAP. My jednak nadal przewidujemy wzrost PKB powyżej 4% w tym roku, ponieważ spowolnienie wzrostu konsumpcji uważamy za przejściowe (w II połowie br. realnemu wzrostowi konsumpcji będzie sprzyjał spadek inflacji) i nadal spodziewamy się dwucyfrowego wzrostu inwestycji i nieznacznie negatywnej (jeśli w ogóle) kontrybucji eksportu netto do wzrostu ogółem. Wydaje się, że bank centralny również nie zmienił jak na razie swoich prognoz, gdyż w jednym z wywiadów Andrzej Sławiński stwierdził, że wzrost PKB wyniesie 4,0-4,5% średnio w tym roku i ok. 5% w końcówce roku. W komunikacie Rada zaznaczyła jednak, że istnieje ryzyko dla odchylenia tej prognozy w dół.

Znaczenie wzrostu ryzyka politycznego w najbliższym czasie podkreślił również profesor Wojtyła. Wydaje się, że zdaniem Rady ryzyko to neutralizuje niejako czynniki wpływające potencjalnie pozytywnie na inflację w przyszłości i było najważniejszym czynnikiem dla RPP aby stwierdzić, przyjmując neutralne nastawienie polityki pieniężnej, że prawdopodobieństwo obniżki stóp jest dzisiaj niższe od prawdopodobieństwa pozostawienia stóp bez zmian. Ryzyko polityczne obejmuje takie elementy jak termin wyborów parlamentarnych (dziś jest on już mniej więcej znany), niepewność co do programów gospodarczych partii politycznych, które mogą tworzyć nowy rząd, strategię nowego rządu w sprawie wejścia do ERM2 i strefy euro. Ciekawe, że przy tak dużej presji na skrócenie kadencji Sejmu ze strony partii opozycyjnych, nie zdołały one jeszcze przedstawić (a być może przygotować) swoich programów gospodarczych.

## Pod lupą: Rząd i polityka

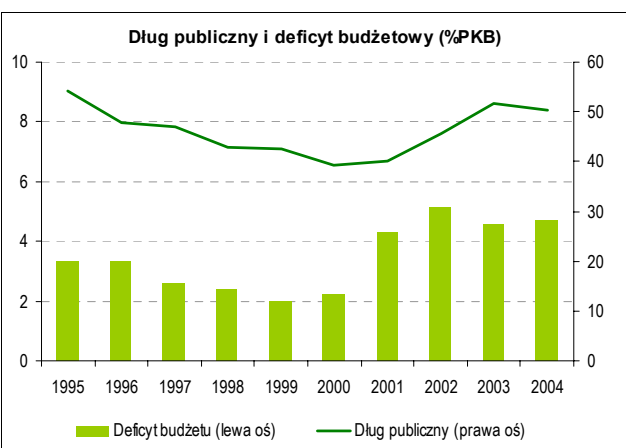
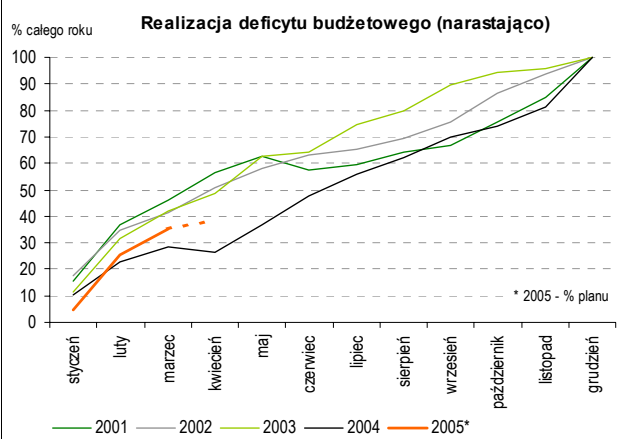
### Wyniki głosowania nad samorozwiązaniem parlamentu

	Za	Przeciw	Wstrzymało się	Nie głosowało
SLD	2	140	-	8
PO	56	-	-	-
PiS	46	-	-	-
PSL	38	-	-	2
Samoobrona	31	-	-	-
SdPI	27	1	1	2
UP	-	11	1	-
LPR	25	-	-	-
pozostałe	30	20	9	10
<b>Razem</b>	<b>255</b>	<b>172</b>	<b>11</b>	<b>22</b>

### Poparcie dla partii politycznych w majowym sondażu PBS

	Poparcie w % zamierzających głosować	Liczba mandatów
PiS	22 (17)	124
PO	22 (24)	122
Samoobrona	15 (17)	81
LPR	11 (12)	61
SLD	7 (6)	36
PSL	6 (4)	36
PD	4	-
SdPI	4	-

Uwaga: W nawiasach podano wyniki z kwietnia



Źródło: Ministerstwo Finansów, PBS, Sejm

### Wybory na jesieni

- Zgodnie z oczekiwaniami, opozycja nie zdołała zgromadzić większości dwóch trzecich głosów potrzebnych do rozwiązania parlamentu – zabrakło ponad 50 głosów.
- Premier podał się do dymisji, która nie została przyjęta. W praktyce wyklucza to możliwość przeprowadzenia wcześniejszych wyborów.
- Jest raczej mało prawdopodobne, aby został zrealizowany pomysł uchwalenia konstruktywnego wotum nieufności wobec premiera Marka Belki. Myśli o tym część polityków SLD.
- Pomysł popierają posłowie PSL i Samoobrony. Zapewne jednak problemem będzie wyłonienie wspólnego kandydata.
- Istnieje pewne, choć naszym zdaniem nieduże, ryzyko przedwyborczego rozdawnictwa (szczegóły na następnej stronie).

### Prawo i Sprawiedliwość na czele sondaży

- W związku z tym, że wybory odbędą się na jesieni (pomiędzy 25 września a 16 października), w sondażach przedwyborczych może się jeszcze dużo zmienić.
- Póki co jednak, PiS zyskało pierwszą pozycję w niektórych kwietniowych sondażach przedwyborczych (obok pierwszy sondaż majowy), tuż przed PO. Wynik PO i PiS w ostatnich sondażach nie gwarantuje większościowej koalicji dwóch partii.
- Dodatkowym czynnikiem ryzyka w tej kwestii jest możliwa zmiana prawa wyborczego. Partie polityczne, które uzyskują ostatnio bardzo niskie poparcie w sondażach (ok. 5%) ale dysponują większością w obecnym parlamencie rozważają taką zmianę prawa wyborczego, która dałaby tym ugrupowaniom o kilka miejsc w parlamencie więcej, kosztem ugrupowań prowadzących w sondażach.

### Czy niższy wzrost zagrozi wpływem z podatków pośrednich?

- Po pierwszym kwartale deficyt budżetu wyniósł 35,2% całorocznego planu, czyli 12,3 mld zł.
- Choć wykonanie dochodów w całym kwartale było bardzo dobre (dobry styczeń w związku z przeniesieniem dochodów z 2004 r.), wyniki samego marca były mniej imponujące, szczególnie jeśli chodzi o wpływy z podatków pośrednich.
- Deficyt budżetowy osiągnął 38-39% planu po kwietniu.
- MinFin szacuje wzrost gospodarczy w I kw. na poziomie 2,5% (my prognozujemy 3%), jednak podkreśla, że spowolnienie wynika głównie z efektu bazy, podczas gdy odsezonowany wzrost w ujęciu kwartalnym przyspieszył.
- Ryzyko wolniejszego wzrostu PKB (i niższej inflacji) stanowi pewien czynnik ryzyka dla realizacji tegorocznego budżetu.

### Dług publiczny powyżej 50% PKB w 2004

- Państwowy dług publiczny powiększony o przewidywane wypłaty z poręczeń i gwarancji wyniósł w 2004 roku 444,1 mld zł, czyli 50,3% PKB, i przekroczył tym samym (drugi rok z rzędu) pierwszy próg ostrożnościowy.
- Dług sektora *general government* (liczony zgodnie z metodologią unijną) wyniósł w ubiegłym roku 386,2 mld zł, czyli 43,7% PKB. MinFin oczekuje wzrostu do 45,1% PKB w 2005 r.
- Przekroczenie pierwszego progu bezpieczeństwa nakłada pewne ograniczenia przy planowaniu budżetu na rok 2006 - relacja deficytu budżetu państwa do dochodów budżetu państwa nie może być wyższa niż analogiczna relacja z roku bieżącego.
- Relacja to stanowi również górny limit w przypadku budżetu każdej jednostki samorządu terytorialnego.

## Pod lupą: Rząd i polityka

### Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

#### Aleksander Kwaśniewski, prezydent RP

PAP, Reuters, 6 maja

Postanowiłem (...) odmówić przyjęcia dymisji Rady Ministrów złożonej przez premiera Marka Belkę. (...) Apeluje do parlamentu, żeby nie przyjmował ustaw niekorzystnych dla Polski, polskiej gospodarki, obliczonych wyłącznie na efekt wyborczy. Będę korzystał ze swoich prerogatyw bez żadnych ograniczeń. Nie widzę żadnego powodu, żeby nie protestować, odmawiać podpisu ustawom, które będą szkodliwe, czy właśnie związane z kampanią wyborczą.

#### Włodzimierz Cimoszewicz, marszałek Sejmu

Polityka, 2 maja

Ja jako marszałek mam taką władzę, że mogę zapewnić, iż nie wprowadzę do porządku obrad żadnego punktu zwiększającego wydatki państwa, przynoszącego szkodę państwu ani żadnego, który miałby służyć wyłącznie politycznym propagandowym kampaniom.

#### Marek Belka, premier RP

PAP, Reuters, 6 maja

Jeśli chodzi o ministra Gronickiego, to jest on otwarty na sugestie. Mam jednak obawy, że opozycja nie będzie chciała brać odpowiedzialności za budżet (...), gdyż łatwiej jest krytykować. Nie jest naszą intencją, aby zrobić budżet wyborczy, ale taki który będzie służył krajowi przez wiele lat. W sprawie prywatyizacji nic się nie zmienia. (...) Rząd przede wszystkim będzie czynił to co dobre dla kraju i przedsiębiorstw.

#### Marek Dyduch, sekretarz generalny SLD

PAP, 6 maja

Rząd ma plan działania do jesieni, a my w Sejmie porozumieliśmy się z SdPI i UP co do ustaw, które chcemy przeprowadzić, szczególnie ustaw socjalnych. Na początku były cięcia budżetowe firmowane przez SLD, a teraz chcemy zrealizować ustawy dla najuboższych.

#### Krzysztof Janik, szef klubu parlamentarnego SLD

PAP, 6 maja

Niestety SLD na początku kadencji musiało obcinać wydatki społeczne, a teraz gdy sytuacja budżetu jest dobra możemy wyrównać część kosztów poniesionych przez najuboższych. Pieniądże na to są w budżecie. Koszty tych ustaw wyniosą 1,3 mld zł.

#### Kazimierz Marcinkiewicz, Prawo i Sprawiedliwość

PAP, 25 kwietnia

Polska powinna przyjąć euro, kiedy będzie się to nam opłacało. Według naszych analityków, nie powinien to być 2009 rok, bo nie będziemy do tego jeszcze przygotowani, a wprowadzenie euro w 2009 roku mogłoby się odbić niekorzystnie znacznym wzrostem cen. Dokładna analiza terminu wejścia będzie możliwa, gdy zaczniemy się zbliżać do kryteriów z Maastricht, które powinniśmy osiągnąć za 4-6 lat. Obniżenie deficytu budżetowego w kierunku 3% [PKB] jest bardzo ważnym elementem.

Budżet na 2006 rok przygotowuje zapewne obecny rząd, ale możliwa jest autopoprawka przygotowana po wyborach. Nie ma powodu, dla którego budżet na 2006 rok musiałby być uchwalony do końca grudnia 2005 roku. Można przesunąć uchwalenie budżetu o kilka miesięcy, co jednak nie daje szans na poprawę wszystkiego. Dopiero budżet 2007 roku będzie tym, z którym będą się wiązały nowe ustawy podatkowe i inne nowe rozwiązania. (...) Wydatki budżetowe są za wysokie, ale w tym zakresie chcielibyśmy rozpocząć od ograniczenia wydatków administracyjnych. Według naszego planu rocznie można oszczędzić w tym zakresie 6 mld zł poprzez likwidację agencji, funduszy, niepotrzebnych urzędów, konsolidację budżetu. Środki, które przepuszczamy na pomoc społeczną nie są za duże, tylko źle kierowane i dlatego nieefektywne. Na tym oszczędzić się nie da.

Chcemy zlikwidować RPP, gdyż jest to ciało zbędne. Bank ma prezesa oraz zarząd i może trzeba wprowadzić inną zasadę powoływania zarządu, ale to właśnie zarząd powinien odpowiadać wraz z prezesem za politykę monetarną. Ważna jest niezależność banku centralnego i dlatego zgadzamy się z dotychczasowym zapisem w konstytucji, ale decyzje NBP powinny uwzględniać bieżącą sytuację, a nie zawsze tak było.

### Komentarz

Po nieudanym głosowaniu opozycji nad skróceniem kadencji Sejmu pojawia się pytanie o możliwy festiwal przedwyborczych obietnic. Według *Rzeczpospolitej*, posłowie zarówno z koalicji, jak i opozycyjnych partii (wyluczając Platformę Obywatelską) zaproponowali ustawy związane głównie z wydatkami socjalnymi, których przyjęcie mogłoby doprowadzić do zwiększenia przyszłorocznego deficytu budżetowego o ok. 10 mld zł. Warto jednak pamiętać, że podobna sytuacja miała miejsce przed wyborami cztery lata temu, ale większość ustaw nie została wówczas zaakceptowana (lub została odrzucona przez prezydenckie weto). Bardzo istotne w tym względzie są deklaracje dwóch osób piastujących najważniejsze urzędy w państwie – prezydent wyraził gotowość wetowania nieodpowiedzialnych ustaw, a słowa marszałka Sejmu sugerują nawet, że prezydent może nie mieć zbyt wiele do roboty, gdyż ustawy takie mogą nie być w Sejmie dyskutowane. Miejmy nadzieję, że te zobowiązania zostaną spełnione i w ten sposób zablokowane zostanie rozdawanie kielbasy wyborczej.

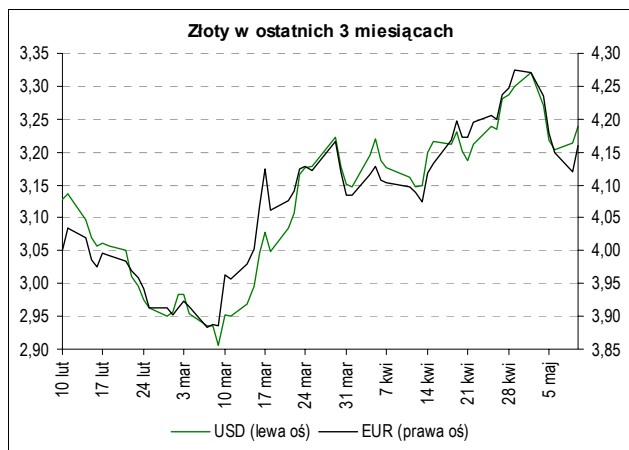
Nadal oczekujemy, że minister finansów przedstawi deficyt budżetu na poziomie ok. 30 mld zł na rok 2006, co może być pozytywnie odebrane przez rynek zważywszy wysokie ryzyko polityczne przed wyborami parlamentarnymi i prezydenckimi zaplanowanymi na ten rok. Warto również zauważyć, że posłowie obecnego parlamentu nie będą mieli okazji tego budżetu popsuć. Ma zostać przekazany do parlamentu do końca września, i nawet jeśli wybory będą miały miejsce w najpóźniejszym możliwym terminie (16 października), posłowie najprawdopodobniej nie zaczną nawet nad budżetem debatować.

Jedną z możliwości wpływu na przyszłoroczny budżet jest przyjęcie kilku „społecznie wrażliwych” ustaw przed wyborami. Powyżej przytoczone wypowiedzi prezydenta i marszałka Sejmu wskazują, że szanse na to są niewielkie. Wydaje się jednak, że nawet jeśli SLD i innym partiom lewicowym udało się przepchnąć kosztowne dla budżetu zapisy przez parlament, nic nie stoi na przeszkodzie aby takie ustawy okobudżetowe zlikwidować w trakcie prac nad budżetem po wyborach. SLD zresztą nie będzie miało możliwości blokowania odrzucenia tych ustaw, gdyż w przyszłym parlamencie będzie miało reprezentację raczej niedużą (jeśli w ogóle).

Nawiasem mówiąc, dokonując analizy budżetów w ostatnich latach nie zauważyliśmy aby dokonywane były jakieś drastyczne cięcia w wydatkach socjalnych, które teraz SLD musiałyby „odkręcać”. Obniżenie deficytu budżetowego odbyło się raczej za sprawą wyższych dochodów.

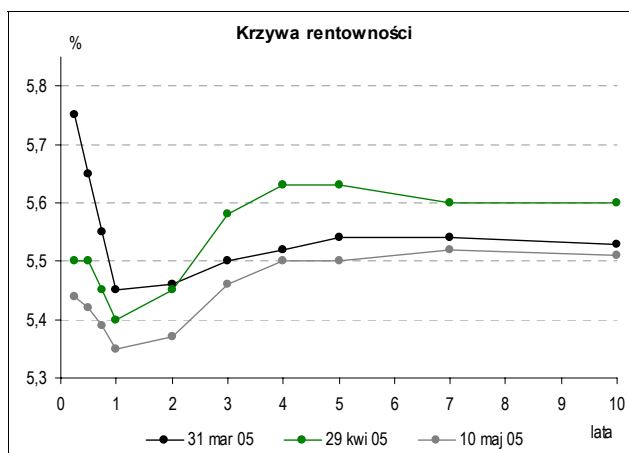
Jak pisaliśmy na poprzedniej stronie, kwietniowe sondaże opinii publicznej potwierdziły zmiany preferencji wyborczych Polaków. Według niektórych z nich PiS zajęłoby pierwsze miejsce w wyborach parlamentarnych, gdyby odbyły się one w tym miesiącu, a jeden z liderów PiS, Lech Kaczyński, jest również na czele sondaży dotyczących wyborów prezydenckich. Choć nadal nie jest jasne, czy zmiany w preferencjach wyborczych Polaków będą trwałe, wiodąca pozycja PiS w sondażach przedwyborczych wzmacnia wątpliwości dotyczące polityki gospodarczej przyszłego rządu, szczególnie w tak kluczowych kwestiach jak wejście do strefy euro i konsolidacja fiskalna. Jeden z liderów PiS (i współautor programu ekonomicznego) Kazimierz Marcinkiewicz zadeklarował w ubiegłym miesiącu, że deficyt budżetowy w Polsce może zostać obniżony do 3% PKB w ciągu czterech lat, ale wejście do strefy euro powinno nastąpić dopiero wtedy, gdy będzie się to opłacało. Zadeklarował on też obniżkę obciążeń podatkowych przez przyszły rząd - zmniejszanie kosztów pracy poprzez oszczędności w FUS i ZUS, obniżenie górnej stawki VAT do 18%, utrzymanie stawki CIT na poziomie 19%, dwie stawki podatku PIT (być może 18 i 28%). Dodatkowo PiS chciałby poprawić stabilność podatkową poprzez zasadę minimum rocznego *vacatio legis* przy zmianach podatkowych. Być może więc istnieje szansa na porozumienie w kwestii obniżania i upraszczania podatków pomiędzy PO i PiS. Problem jedynie w tym, że PO chciałaby jak najszybciej obniżyć deficyt budżetowy, podczas gdy PiS nie widzi możliwości oszczędności w wydatkach socjalnych. Według Marcinkiewicza, skupić się należy na ograniczaniu wydatków administracyjnych. Najprawdopodobniej dlatego nie widzi on możliwości obniżenia deficytu do poniżej 3% PKB wcześniej niż za 4-6 lat. Być może jedną z form obniżania wydatków w urzędach publicznych jest pomysł na likwidację RPP. Dobrze choć, że PiS zaprzestaje nawoływać do ograniczenia niezależności NBP.

## Monitor rynku



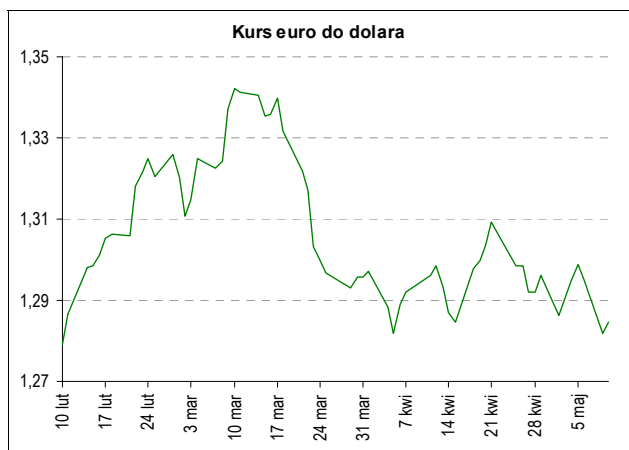
### Względna stabilizacja polityczna

- Przez pierwszą część miesiąca złoty wahał się w zakresie 4,08-14 do euro oraz 3,16-23 do dolara. Na skutek umocnienia się kursu EURUSD oraz wzrostu ryzyka politycznego złoty wybił się do 4,2 wobec euro, gdzie znalazł krótkoterminowe wsparcie. W ostatnim tygodniu kwietnia nastąpiła kulminacja osłabienia złotego przed głosowaniem w Sejmie, gdy osiągnął on poziom 4,3. Deklaracja premiera o możliwości pozostania w rządzie wsparta przez czynniki zewnętrzne wywołała gwałtowny napływ kapitału na polski rynek doprowadzając złotego do 4,12 do euro.
- W nadchodzącym miesiącu przy znacznie ograniczonym ryzyku politycznym złoty może nie tylko utrzymać bieżące poziomy, ale także umocnić się bardziej. Oczekujemy, że polska waluta będzie się wahać wokół poziomu 4,10 do euro, a poziom 4,08 (istotny technicznie) może być przebijany tylko krótkoterminowo.



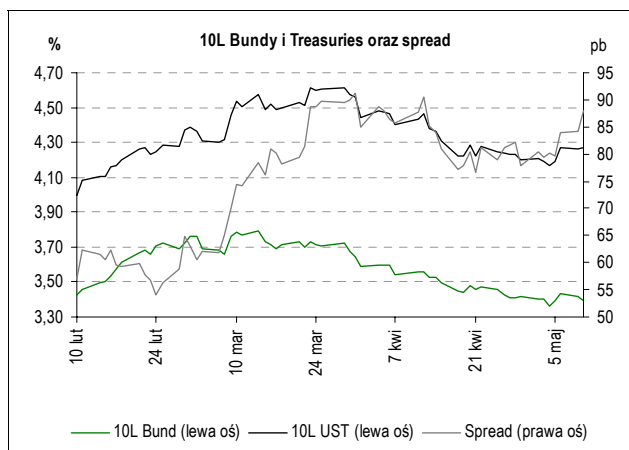
### Nachylenie raczej wzrośnie

- Obligacje przez większość minionego miesiąca utrzymywały niskie poziomy rentowności z dwoma tylko okresami osłabienia rynku po niezbyt udanej aukcji 10-latek oraz w wyniku silnego spadku notowań złotego przed głosowaniem w Sejmie. W drugiej sytuacji wzrost rentowności był wzmocniony przez nieoczekiwaną zmianę nastawiania przez RPP po obniżce o 50 pb. W porównaniu z poprzednim miesiącem rentowności na długim końcu właściwie nie uległy zmianie, natomiast na krótkim nieco się obniżyły z powodu głębszej redukcji stóp.
- W następnym miesiącu oczekujemy, że długi koniec polskiej krzywej będzie względnie stabilny, mimo wzrostu rentowności na krzywych bazowych, gdyż zmniejszają oczekiwania rynku na głębokie cięcia stóp. Krótki koniec natomiast powinien się obniżyć wskutek słabych danych gospodarczych oraz szybko spadającej inflacji.



### Wrażliwość dolara na dane... i nie tylko

- Dolar pozostawał pod presją sprzecznych sygnałów, z jednej strony pokazujących rosnącą inflację, a z drugiej – słabszy wzrost gospodarczy. Posiedzenie Fed tradycyjnie wzmocniło dolara, ale gołębi komunikat połączony z jastrzębim oświadczeniem EBC mocno osłabiły dolara. Mocne dane z rynku pracy w USA, które stanowiły silne wsparcie dla dolara, wyklarowały obraz rynku EURUSD, gdyż inwestorzy ponownie bardziej obawiają się inflacji niż osłabienia wzrostu.
- Po zaskakująco wysokich danych o zatrudnieniu w USA rynek ponownie mogą wyceniać wyższą skalę podwyżek stóp w USA. Każda publikacja, która nie będzie odpowiadała takiemu scenariuszowi będzie zapewne działać negatywnie na kurs dolara. Ponadto nad rynkami międzynarodowymi ponownie zacznie wazyć możliwość zmiany polityki kursowej w Chinach.

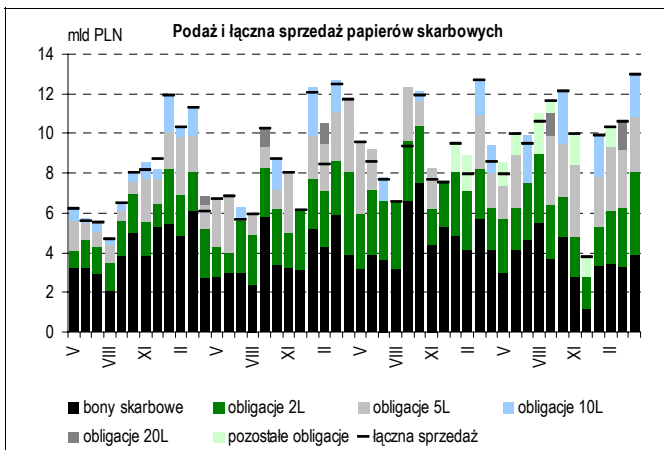
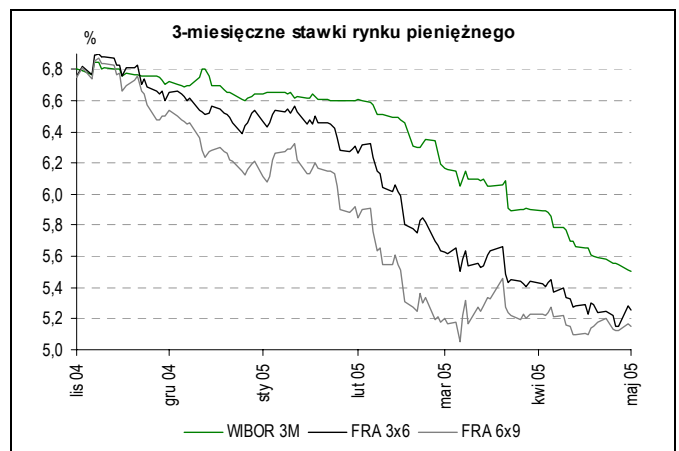
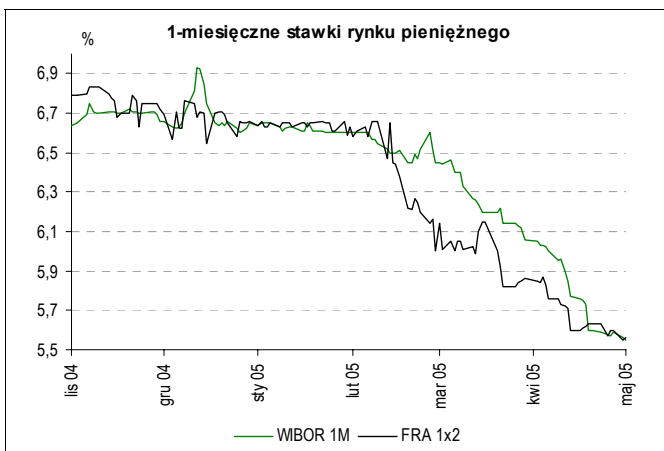
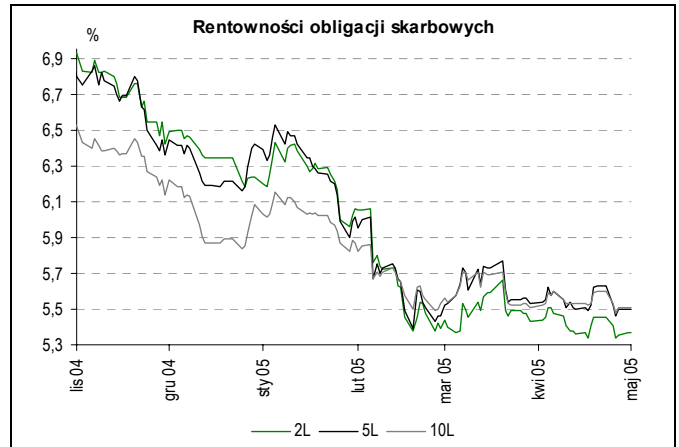
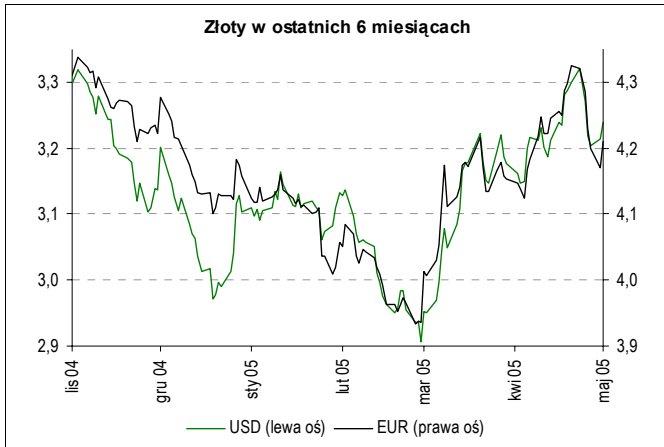


### Rentowności w górę, ale stopniowo

- Spread 5/1 między krzywą polską a euro wzrastał do nieco ponad 100 pb w okresach wzrostów rentowności na polskiej krzywej. Przez większość czasu jednak utrzymywał się pomiędzy 90-95 pb. Zmniejszenie się ryzyka politycznego może obniżyć spread nawet do 80 pb.
- Na skutek obaw inwestorów o trwałość wzrostu gospodarczego w USA rentowności obligacji na rynkach bazowych spadły do poziomów poniżej 4,2% dla 10-latk w USA oraz poniżej 3,4% dla 10-latk w Niemczech. Dopiero mocne dane o zatrudnieniu w USA wywołały wzrost oprocentowania.
- Rentowności zagranicznych obligacji zapewne będą rosły, jednak będzie się to odbywać stopniowo, w miarę gdy napływać będą kolejne informacje wskazujące na wzrost inflacji lub lepszą kondycję realnej gospodarki w USA.

Źródło: Reuters, BZ WBK

# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	13-tyg.	52-tyg.	Suma
04.04.2005	100/100	1 000/1 000	1 100/1 100
11.04.2005	100/100	1 000/1 000	1 100/1 100
18.04.2005	100/100	800/800	900/900
25.04.2005		800/800	800/800
<b>razem kwiecień *</b>	<b>300/300</b>	<b>3 600 / 3 600</b>	<b>3 900 / 3 900</b>
16.05.2005		800 - 1 000	800 - 1 000
23.05.2005		800 - 1 000	800 - 1 000
30.05.2005		800 - 1 100	800 - 1 000
<b>razem maj*</b>	<b>300/100</b>	<b>2 400 - 3 000</b>	<b>2 400 - 3 000</b>

\* na podstawie szacunków Ministerstwa Finansów.

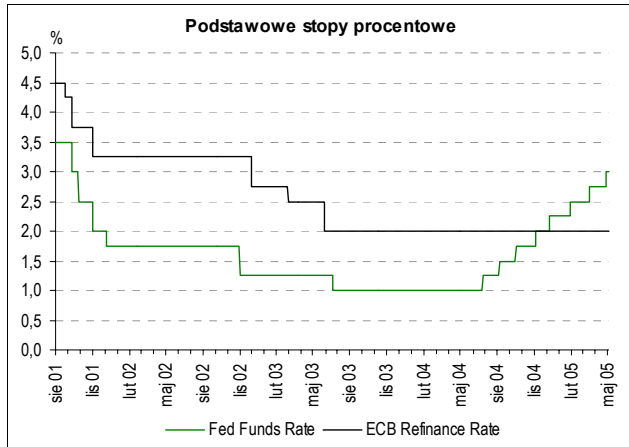
**Przetargi obligacji skarbowych w 2005 r. (mln zł)**

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	2 130	20.04*	PS0310	2 750	2 750
maj	04.05*	OK0807	3 120	3 120	11.05	IZ0816	1 000	-	18.05	PS0310	2 500 - 3 000	-
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

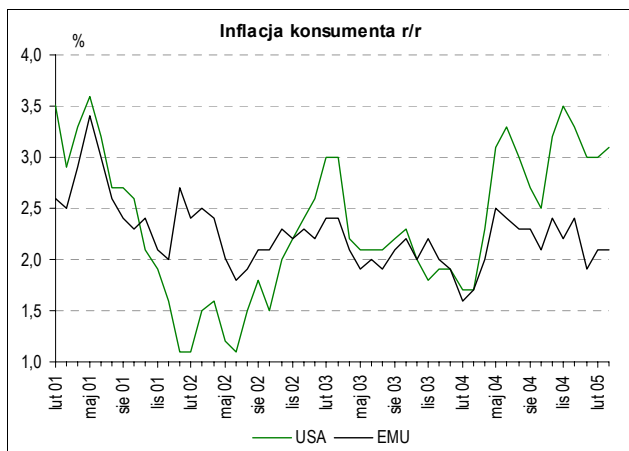
Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

## Przegląd międzynarodowy

**Fed gołębi, EBC jastrzębi**

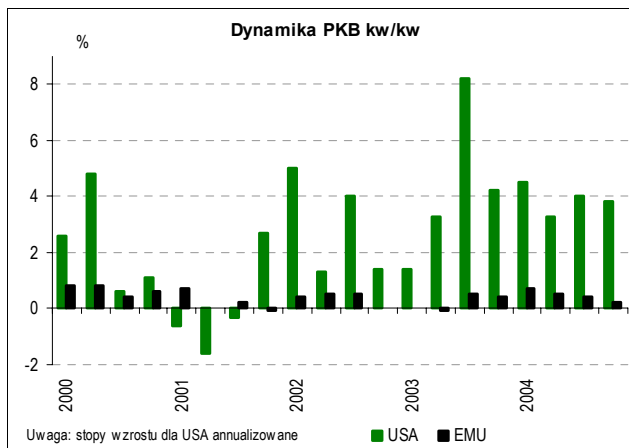
▪ Fed na spotkaniu 3 maja podniósł stopy procentowe o 25 pb do 3%. Przyznał, że ostatnie dane pokazały pewne spowolnienie wydatków, ale jest wciąż zaniepokojony tempem inflacji oraz wpływem producentów na ceny w gospodarce. W takich okolicznościach utrzymane zostało „wyważone” tempo przyszłych ruchów stóp. Rynki odebrały komunikat jako sygnał, że cykl podwyżek stóp powoli dobiega końca.

▪ EBC pozostawił stopy na poziomie 2,0%. Na konferencji prasowej szef EBC wykluczył możliwość obniżek stóp dowodząc, że obecny poziom oficjalnych stóp procentowych jest wyjątkowo niski zważywszy całokształt warunków gospodarczych. Pozostaje to w sprzeczności z wypowiedziami szefa EBC przedstawionymi na posiedzeniu 10 kwietnia, kiedy padły słowa o obawach o wzrost gospodarczy w strefie euro.

**W USA bazowa inflacja mocno w górę**

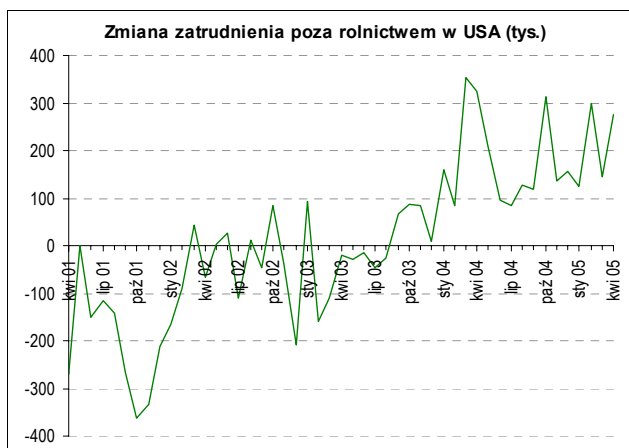
▪ Ceny konsumpcyjne w strefie euro wzrosły o 0,7% w marcu od lutego wyłącznie z powodu wysokich cen ropy. Przełożyło się to na poziom rocznej inflacji 2,1% równy wstępnym danym. Bazowa miara inflacji w strefie euro podniosła się do 1,6% r/r z 1,4% zanotowanych miesiąc wcześniej. HICP, który jest preferowanym wskaźnikiem EBC wciąż znajduje się powyżej celu.

▪ CPI w USA wzrósł o 0,6% w marcu, największy miesięczny wzrost od października 2004, po wzroście o 0,4% w lutym. Miara inflacji bazowej, która wyłącza zmienne koszty energii oraz żywności przyspieszyła do 0,4% z 0,3% w lutym. Był to największy miesięczny wzrost inflacji bazowej od sierpnia 2002 roku, który pokazał wyższe tempo wzrostu cen wielu typów produktów. W ujęciu rocznym podstawowa miara inflacji wzrosła o 3,1%, natomiast bazowa o 2,3%.

**Ropa hamulcem rozwoju w USA**

▪ Wzrost gospodarczy w strefie euro pozostał na poziomie 0,2% kw/kw oraz 1,6 r/r w IV kw. 2004 według ostatecznych danych. Komisja Europejska prognozuje, że kwartalny wzrost gospodarczy w strefie euro powinien przyspieszyć do 0,3-0,7% w II kw. 2005 z 0,2-0,6% w I kw. 2005.

▪ W pierwszym kwartale 2005 roku gospodarka amerykańska rosła w najwolniejszym tempie od dwóch lat, zwalniając do 3,1% r/r, gdyż zarówno konsumenci jak i producenci zmniejszyli swoje wydatki na skutek rosnących cen. Głównymi przyczynami słabszych wyników były niższa sprzedaż finalna, której wzrost wyhamował do 1,9% z 3,4% miesiąc wcześniej oraz ujemna kontrybucja eksportu netto w wysokości 1,5 pkt proc. Ekonomiści oczekiwali, że PKB w I kw. będzie rosło w wyższym tempie (3,6%).

**Zatrudnienie w USA rośnie, a IFO w Niemczech spada**

▪ Liczba nowych miejsc pracy w USA wzrosła o zaskakujące 274 tys. w kwietniu. Za dwa poprzednie miesiące dane były poddane rewizji w górę o sumie 93 tys. Kwietniowa zmiana zatrudnienia znacznie przekroczyła oczekiwania ekonomistów na poziomie 170 tys. Stopa bezrobocia pozostała na niezmiennym poziomie 5,2%. Dane te nieco złagodziły obawy rynku o spowolnienie w USA, przy dużych wzrostach inflacji.

▪ Wskaźnik zaufania inwestorów w Niemczech instytutu ZEW spadł do 20,1 w kwietniu z uwagi na obawy, że wolniejszy wzrost gospodarczy w USA może zaszkodzić ożywieniu w Niemczech. Wskaźnik IFO spadł w kwietniu do 93,3 z 94,0 w marcu, gdyż nastroje w przemyśle przetwórczym i handlu hurtowym wciąż się pogarszały. Trzeci z rzędu spadek indeksu jest postrzegany jako sygnał spowolnienia w niemieckiej gospodarce.

Źródło: Reuters, EBC, Federal Reserve

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>2 maja</b> USA: ISM w przemyśle (IV)	<b>3 Święto Konstytucji</b> USA: Zamówienia w gospodarce (III) USA: Posiedzenie FOMC - decyzja	<b>4</b> <b>POL: Aukcja 2-letnich obligacji</b> USA: ISM poza przemysłem (IV) EMU: Sprzedaż detaliczna (III) EMU: Posiedzenie EBC -decyzja	<b>5</b> <b>POL: Głosowanie nad samorozwiązaniem Sejmu</b> USA: Wydajność pracy (I kw.)	<b>6</b> <b>POL: Aktywa rezerwowe (IV)</b> USA: Zatrudnienie (IV)
<b>9</b> GB: Posiedzenie BoE – decyzja USA: Zapasy hurtowe (III)	<b>10</b>	<b>11</b> <b>POL: Aukcja 12-letnich obligacji</b> USA: Handel zagraniczny (III) USA: Wykonanie budżetu (IV)	<b>12,</b> USA: Sprzedaż detaliczna (IV)	<b>13</b> <b>POL: Podaż pieniądza (IV)</b> USA: Zapasy w gospodarce (III) USA: Ceny importowe (IV) USA: Wstępny indeks Michigan (V)
<b>16</b> <b>POL: Aukcja bonów skarbowych</b> <b>POL: Ceny konsumenta (IV)</b> USA: Indeks New York Fed (V) USA: Napływ kapitału netto (III)	<b>17</b> USA: Nowe budowy (IV) USA: Ceny producenta (IV) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (IV) USA: Produkcja przemysłowa (IV)	<b>18</b> <b>POL: Aukcja 5-letnich obligacji</b> <b>POL: Place brutto (IV)</b> <b>POL: Zatrudnienie (IV)</b> USA: Ceny konsumenta (IV)	<b>19</b> EMU: Finalny HICP (IV) EMU: Produkcja przemysłowa (III) USA: Wskaźniki wyprzedzające (IV) USA: Indeks Philly Fed (V)	<b>20</b> <b>POL: Ceny producenta (IV)</b> <b>POL: Produkcja przemysłowa (IV)</b> <b>POL: Koniunktura (V)</b>
<b>23</b> <b>POL: Aukcja bonów skarbowych</b> <b>POL: Sprzedaż detaliczna (IV)</b> <b>POL: Stopa bezrobocia (IV)</b>	<b>24</b> <b>POL: Inflacja bazowa (IV)</b> GER: Indeks ZEW (V) EMU: Bilans handlowy - Eurostat (III) EMU: Zamówienia w przemyśle (III)	<b>25</b> <b>POL: Spotkanie RPP - decyzja</b> GER: Indeks IFO (V) USA: Zamówienia na dobra trwałe (IV)	<b>26</b> USA: Wstępny PKB (I kw)	<b>27</b> EMU: Bilans płatniczy EBC (III) USA: PCE netto (IV)
<b>30</b> <b>POL: Aukcja bonów skarbowych</b>	<b>31</b> <b>POL: Bilans płatniczy (III)</b> EMU: Podaż pieniądza (IV) EMU: Koniunktura (V) EMU: Wstępny HICP (V)	<b>1 czerwca</b>	<b>2</b> EMU: Ceny producenta (IV) EMU: Sprzedaż detaliczna (IV) EMU: Spotkanie EBC - decyzja USA: Zamówienia na dobra trwałe (IV) USA: Zamówienia w gospodarce (IV)	<b>3</b> USA: Zatrudnienie (V)
<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b> USA: Zapasy hurtowe (IV)	<b>9</b> GB: Posiedzenie BoE – decyzja	<b>10</b> USA: Ceny importowe (V) USA: Handel zagraniczny (IV) USA: Wykonanie budżetu (V)

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*	-	-	21	-	-	21	-	-	21	-	-	21
Inflacja	17	15 <sup>a</sup>	14 <sup>b</sup>	14	16	14	14	16	14	14	14	14
Inflacja bazowa	25	-	22 <sup>b</sup>	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	21	21	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	21	21	23	21	21	22	21	21	23	21
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	30	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	31 <sup>c</sup>	28	31	29	31	30	12	11	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	14	14	14	13	14	14	12	-	-	-	-
Bilans NBP	7	7	7	7	6	7	7	5	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	21	21	22	22	20	22	22	19	22	21	22	22

\* 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

		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	maj 05
Produkcja przemysłowa	% r/r	21,8	12,2	15,8	6,0	13,7	9,5	3,5	11,4	6,8	4,6	2,3	-3,7	-3,9	0,5
Sprzedaż detaliczna <sup>c</sup>	% r/r	30,6	4,0	8,6	10,9	9,6	8,8	4,0	4,4	2,8	7,5	2,4	-0,3	-9,3	15,4
Stopa bezrobocia	%	19,9	19,5	19,4	19,3	19,1	18,9	18,7	18,7	19,1	19,5	19,4	19,3	18,8	18,4
Place brutto <sup>b c</sup>	% r/r	4,6	4,4	4,5	3,6	5,1	3,7	2,4	2,7	3,2	2,6	1,4	2,2	2,6	3,5
Zatrudnienie <sup>b</sup>	% r/r	-1,1	-0,9	-0,7	-0,7	-0,8	-0,6	-0,4	-0,3	0,2	1,5	1,6	1,6	1,7	1,9
Eksport <sup>d</sup>	% r/r	28,6	23,8	35,0	13,8	22,1	18,0	15,5	29,7	20,5	31,6	22,6	14,2	11,4	17,3
Import <sup>d</sup>	% r/r	37,2	16,8	33,7	9,1	22,0	18,9	15,3	23,6	15,7	19,1	21,1	7,0	-2,7	19,4
Bilans handlowy <sup>d</sup>	mln EUR	-987	-248	-192	-486	-314	-345	-265	-255	-501	142	57	-213	-147	-406
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	mln EUR	-562	-627	-336	-734	253	-383	75	176	-163	63	132	-158	63	-316
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	% PKB	-1,8	-1,8	-1,9	-2,0	-1,8	-2,0	-2,1	-1,8	-1,5	-1,4	-1,3	-1,1	-0,8	-0,6
Deficyt budżetowy (narastająco)	mln PLN	-11,0	-15,3	-19,9	-23,2	-25,9	-29,0	-30,8	-33,8	-41,5	-1,6	-8,8	-12,3	-13,5	-17,5
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu	26,5	36,9	47,9	55,9	62,3	69,8	74,1	81,4	100,0	4,5	25,2	35,2	38,5	50,0
Inflacja (CPI)	% r/r	2,2	3,4	4,4	4,6	4,6	4,4	4,5	4,5	4,4	3,7	3,6	3,4	3,0	2,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,6	9,6	9,1	8,6	8,5	7,9	7,6	6,7	5,2	4,5	3,2	2,2	0,4	-0,6
Podaż pieniądza (M3)*	% r/r	8,5	6,4	7,2	6,8	7,4	6,5	10,5	6,4	8,7	9,3	9,4	10,8	9,8	11,6
Zobowiązania*	% r/r	8,4	6,2	6,9	6,4	7,6	6,6	11,5	6,5	8,1	8,4	8,7	10,3	9,1	10,9
Należności*	% r/r	8,5	6,1	5,7	4,6	5,2	4,2	9,5	4,0	2,9	3,1	1,7	3,8	3,4	5,8
USD/PLN	PLN	3,97	3,93	3,78	3,64	3,64	3,58	3,46	3,28	3,09	3,11	3,06	3,04	3,21	3,22
EUR/PLN	PLN	4,76	4,72	4,59	4,47	4,43	4,37	4,32	4,26	4,14	4,08	3,99	4,02	4,16	4,15
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	5,25	5,25	5,25	6,00	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,00	5,50	5,50
WIBOR 3M	%	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	5,55
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	6,75	6,75	6,75	7,50	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	7,50	7,00	7,00
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,20	6,65	6,79	7,15	7,24	7,38	7,00	6,81	6,44	6,28	5,95	5,51	5,36	5,30
Rentowność obligacji 2L	%	6,83	7,41	7,44	7,80	7,66	7,51	7,04	6,81	6,39	6,24	5,82	5,43	5,39	5,30
Rentowność obligacji 5L	%	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	5,50
Rentowność obligacji 10L	%	7,02	7,32	7,27	7,44	7,36	6,96	6,75	6,43	6,02	5,98	5,72	5,57	5,49	5,50

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

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

\* 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	942,0	203,8	216,1	218,8	245,0	217,4	228,9	233,1	262,0
PKB	% r/r	1,4	3,8	5,3	4,3	6,9	6,1	4,8	3,9	3,0	3,5	4,9	5,4
Popyt krajowy	% r/r	0,9	2,5	4,5	4,2	5,5	5,1	4,6	2,9	2,8	3,2	4,9	5,6
Spożycie ogółem	% r/r	2,8	2,5	2,8	2,9	3,3	3,5	2,9	1,5	2,2	2,7	3,4	3,5
w tym: spożycie indywidualne	% r/r	3,3	3,1	3,2	3,4	3,9	3,8	3,5	1,8	2,5	3,2	3,9	4,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-5,8	-0,9	5,1	11,0	3,5	3,6	4,1	7,2	11,0	10,0	12,0	11,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,1	8,4	12,3	6,1	19,0	16,4	9,2	6,2	1,0	2,5	9,1	11,7
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,9	3,6	7,1	5,4	13,6	11,3	4,0	1,1	-0,8	3,3	8,7	10,3
Stopa bezrobocia <sup>a</sup>	%	20,0	20,0	19,1	17,7	20,4	19,4	18,9	19,1	19,3	18,2	17,6	17,7
Place realne brutto <sup>c</sup>	% r/r	1,5	2,0	0,8	1,5	3,8	1,6	-0,5	-1,5	-1,4	1,0	3,0	3,6
Eksport <sup>b</sup>	% r/r	6,0	9,1	21,9	13,4	19,3	29,1	17,6	21,8	21,9	13,1	10,0	10,0
Import <sup>b</sup>	% r/r	3,5	3,3	19,1	12,2	12,6	29,3	16,3	18,2	14,8	10,2	12,0	12,0
Bilans handlowy <sup>b</sup>	mln EUR	-7 701	-5 077	-4 510	-4 226	-909	-1 438	-1 148	-1 015	-14	-1 105	-1 616	-1 491
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	mln EUR	-5 404	-4 109	-2 959	-2 929	-654	-1 530	-868	93	37	-635	-1 212	-1 118
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	% PKB	-2,7	-2,2	-1,5	-1,3	-1,7	-1,9	-2,0	-1,5	-1,1	-0,6	-0,8	-1,3
Deficyt budżetowy <sup>a</sup>	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	3,6	2,3	1,5	1,5
Inflacja <sup>a</sup>	% r/r	0,8	1,7	4,4	1,6	1,7	4,4	4,4	4,4	3,4	1,6	1,6	1,6
Ceny produkcji	% r/r	1,0	2,6	7,0	1,2	4,4	8,8	8,3	6,5	3,3	-0,1	0,1	1,4
Podaż pieniądza (M3) <sup>a</sup>	% r/r	-2,0	5,6	8,7	-	5,7	7,2	6,5	8,7	10,8	-	-	-
Zobowiązania <sup>a</sup>	% r/r	-4,1	3,7	8,1	-	4,8	6,9	6,6	8,1	10,3	-	-	-
Należności <sup>a</sup>	% r/r	5,2	8,1	2,9	-	6,1	5,7	4,2	2,9	3,8	-	-	-
USD/PLN	PLN	4,08	3,89	3,65	3,05	3,82	3,89	3,62	3,27	3,07	3,17	3,03	2,97
EUR/PLN	PLN	3,85	4,40	4,53	4,03	4,78	4,69	4,43	4,24	4,03	4,12	4,04	3,97
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	6,75	5,25	6,50	5,25	5,25	5,25	6,50	6,50	6,00	5,50	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	9,09	5,69	6,21	5,64	5,47	5,87	6,68	6,81	6,44	5,62	5,25	5,25
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	8,75	6,75	8,00	6,75	6,75	6,75	8,00	8,00	7,50	7,00	6,75	6,75
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

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

## **PION SKARBU**

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 10.05.2005 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](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.

