

W tym miesiącu:

Temat miesiąca	
Uparty jak inflacja	2
Gospodarka Polski	7
Pod lupą: Bank centralny	10
Pod lupą: Rząd i polityka	12
Monitor rynku	14
Przegląd międzynarodowy	16
Kalendarz makroekonomiczny	17
Dane i prognozy ekonomiczne	18

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

Pierwszy Kwartał Byle jaki?

▪ **Tematem miesiąca w tej edycji MAKROskopu jest analiza siły zjawiska uporczywości inflacji w Polsce w porównaniu ze strefą euro.** Wyniki naszych szacunków pokazują, że stopień trwałości inflacji jest w Polsce wyższy niż w strefie euro, co oznacza, że wpływ różnego rodzaju szoków na inflację w Polsce jest bardziej długotrwały niż w strefie euro (inflacja w Polsce wolniej powraca do poziomu równowagi). Dla krajowej polityki pieniężnej, w kontekście konieczności spełnienia inflacyjnego kryterium wejścia do strefy euro, jest to zarówno zagrożenie (w przypadku przewagi negatywnych szoków), jak i szansa (w przypadku przewagi pozytywnych szoków).

▪ **Jeśli chodzi o najbliższy okres, perspektywy inflacji wyglądają bardzo korzystnie, co znalazło odzwierciedlenie w nowej projekcji inflacji NBP.** W dłuższym horyzoncie czasu projekcja wskazuje na stabilizację inflacji w okolicy celu inflacyjnego. Wraz z brakiem istotnej zmiany bilansu ryzyk dla przyszłej inflacji był to prawdopodobnie jeden z czynników, które skłoniły RPP na majowym posiedzeniu do utrzymania stóp procentowych na dotychczasowym poziomie. RPP nie znał wówczas jeszcze słabych danych o PKB w I kwartale. Wypowiedzi na ich temat ze strony wiceprezesa NBP Krzysztofa Rybińskiego oraz członków RPP Dariusza Filara i Haliny Wasilewskiej-Trenkner wskazują, że bank centralny nie zna przyczyn gwałtownego spowolnienia wzrostu inwestycji na początku roku. Rynek oczekuje, że po słabych danych za I kwartał RPP zdecyduje się już w czerwcu na obniżkę o 50pb. Naszym zdaniem, chociaż słabe dane mogą rzeczywiście skłonić Radę do cięcia stóp już w czerwcu, to bez wiedzy o tym, czy spowolnienie jest trwałe, czy przejściowe, bankierzy centralni nie zdecydują się na ruch odważniejszy niż o 25pb.

▪ **Słabe dane o PKB za I kwartał br. spowodowały rewizję naszych prognoz na kolejne kwartały roku.** Obecnie prognozujemy, że wzrost PKB w całym roku wyniesie 3,8% przy wzroście nakładów inwestycyjnych o ok. 8% i wzroście spożycia o 2,5% (wcześniej prognozowaliśmy odpowiednio 4,3%, 11% i 2,9%). Będzie to efekt słabszych od wcześniejszych oczekiwań wyników gospodarki w pierwszych dwóch kwartałach roku. Nie zmieniamy natomiast oczekiwań, że w drugim półroczu nastąpi ponowne przyspieszenie wzrostu inwestycji i zwiększenie tempa wzrostu PKB.

▪ **Wyraźnie niższy wzrost PKB w I kwartale br., a przede wszystkim załamanie wzrostu inwestycji w tym okresie, miały silny wpływ na krajowy rynek stopy procentowej.** Zwiększone oczekiwania na kolejną obniżkę stóp przez RPP już w czerwcu spowodowały spadek rentowności obligacji w pobliże historycznych minimum sprzed paru lat. Sprzyjał temu spadek rentowności obligacji na głównych rynkach zagranicznych w wyniku spekulacji na temat zatrzymania podwyżek stóp w Stanach Zjednoczonych oraz obniżki stóp w strefie euro. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, kurs złotego zaczął się ponownie umacniać i wciąż uważamy, że w czerwcu i lipcu możliwy jest spadek EURPLN do poziomu 4,0. Czynnikiem ryzyka jest możliwa dymisja ministra finansów.

Na rynku finansowym 31 maja 2005 r.:					
Stopa depozytowa NBP	4,00	WIBOR 3M	5,44	USDPLN	3,3265
Stopa referencyjna NBP	5,50	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	5,00	EURPLN	4,1212
Stopa lombardowa NBP	7,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,13	EURUSD	1,2389

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 08.06.2005 r.

Temat miesiąca

Uparty jak inflacja

Problemy z kryteriami

Rok 2009 to najwcześniejszy możliwy, a jednocześnie zakładany dotąd przez polskie władze termin przystąpienia Polski do strefy euro. Oznacza to konieczność spełnienia kryteriów uczestnictwa w strefie euro w 2007 r. W dotychczasowej debacie na temat szans zastąpienia złotego przez wspólną walutę przed końcem obecnej dekady koncentrowano się prawie wyłącznie na kryteriach fiskalnych. Obniżenie deficytu budżetowego poniżej 3% i utrzymanie długu publicznego poniżej 60% to niewątpliwie olbrzymie wyzwanie stojące przed krajową polityką makroekonomiczną. Niemniej, perspektywy polityki fiskalnej w najbliższych latach będą zależeć od nowego rządu. Dlatego na dokładniejszą analizę szans spełnienia przez Polskę kryteriów fiskalnych należy poczekać do jesieni, czyli do momentu, gdy poznamy wynik wyborów parlamentarnych oraz kształt nowej koalicji rządzącej i szczegóły jej programu gospodarczego. Zakładając, że plany redukcji nierównowagi fiskalnej przez nowy rząd będą wiarygodne dla uczestników rynku finansowego, to nie powinno być problemów ze spełnieniem kryterium dotyczącego długoterminowych stóp procentowych.

Tymczasem warto podkreślić, że trudne będzie spełnienie innych kryteriów uczestnictwa złotego w strefie euro. Dużym wyzwaniem będzie np. bezpieczne przeprowadzenie złotego przez korytarz dopuszczalnych wahań w ramach ERM2, a więc spełnienie kryterium stabilności kursowej (w odróżnieniu od innych kryteriów, nie dotyczy ono jednego roku kalendarzowego, lecz dwuletniego okresu). Obecność złotego w ERM2 oznaczać będzie utratę autonomii polskiego banku centralnego w zakresie polityki stóp procentowych (konieczność zachowania kontroli nad kursem walutowym zdominuje inne cele polityki pieniężnej). W tej sytuacji pojawiają się również wątpliwości co do spełnienia kryterium inflacyjnego. Jeden z członków RPP Stanisław Nieckarz stwierdził niedawno, że inflacja w Polsce będzie w II połowie 2005 r. niższa niż średnia w UE. Z oceną członka Rady co do perspektyw inflacji w dalszej części bieżącego roku można się zgodzić, ale niska inflacja nie została Polsce darowana raz na zawsze i bez możliwości swobodnego dostosowywania stóp procentowych, spełnienie w przyszłości kryterium inflacyjnego może być bardzo trudne.

Szanse na spełnienie kryterium inflacyjnego będą zapewne coraz częściej analizowane, ponieważ

wkraczamy w okres, kiedy bieżące decyzje w polityce pieniężnej wpływają na sytuację makroekonomiczną w 2007 r. Przykładowo, na podstawie modelu ECMOD, wykorzystywanego przez NBP do sporządzania projekcji inflacji, najsilniejszy wpływ stóp procentowych na inflację może następować dopiero po upływie kilku lat. Postanowiliśmy więc przyjrzeć się bliżej właściwościom procesów inflacyjnych w Polsce, a dokładniej zjawisku zwanemu trwałością inflacji (ang. *inflation persistence*).

Trwałość inflacji a wejście do strefy euro

Naszym celem jest porównanie stopnia trwałości inflacji w Polsce z siłą tego zjawiska w strefie euro. Porównanie takie pozwala lepiej ocenić stopień trudności spełnienia inflacyjnego kryterium wejścia do strefy euro. Znajomość różnic w trwałości inflacji pomiędzy Polską a strefą euro pozwala określić na ile ryzykowne dla możliwości spełnienia kryterium inflacyjnego jest wystąpienie szoków inflacyjnych. Ze względu na coraz większy stopień integracji gospodarczej Polskę oraz strefę euro dotyczą te same szoki, ale przy różnych właściwościach procesów inflacyjnych, wpływ tych szoków na inflację może być bardzo różny w Polsce i w strefie euro. Przykładowo, zakładając większy stopień trwałości inflacji w Polsce niż w strefie euro, wystąpienie jakiegokolwiek szoku inflacyjnego spowoduje znacznie bardziej długotrwałe skutki inflacyjne w kraju niż w strefie euro. Porównanie trwałości inflacji w Polsce i strefie euro pozwala określić na ile zdecydowane, relatywnie do działań EBC, powinny być reakcje RPP na te same szoki celem zapewnienia spełnienia kryterium inflacyjnego¹.

Co to jest trwałość inflacji?

Kluczowa kwestia w analizie trwałości inflacji to właściwa definicja i sposób pomiaru trwałości inflacji. Według popularnej definicji „trwałość” to przebieg danego zjawiska po ustąpieniu przyczyny jego wystąpienia. Jednym z elementów tej definicji jest więc przyczyna, w terminologii ekonomistów określana najczęściej szokiem. Tym samym trwałość inflacji określałaby, jak długo trwa reakcja inflacji na wystąpienie jakiegoś szoku.

Według przyjętej przez nas definicji trwałość inflacji to szybkość, z jaką inflacja powraca do poziomu równowagi (średniego poziomu) w długim okresie. Z takiej definicji wynika, że w szacunkach trwałości inflacji w ramach

¹ W naszej analizie przyjmujemy upraszczające założenie, że wartość referencyjna przy ocenie spełnienia kryterium inflacyjnego będzie zależeć od inflacji w strefie euro, podczas gdy w rzeczywistości będzie ona zależeć od inflacji w trzech krajach o najniższe inflacji i to nie tylko spośród grona krajów członkowskich strefy euro, lecz wszystkich krajów członkowskich UE. Na podstawie dotychczasowej praktyce EBC można jednak przewidywać, że w gronie trzech krajów referencyjnych znajdują się kraje o stabilnie najniższej inflacji, czyli raczej obecni członkowie strefy euro.

analizy szeregów czasowych kluczową rolę odgrywają założenia dotyczące poziomu równowagi inflacji. Większość dotychczasowych badań opierała się na przyjmowaniu stałego w czasie poziomu równowagi inflacji, ewentualnie na uwzględnianiu nielicznych zmian strukturalnych. W literaturze empirycznej ostatnich lat, m.in. w opracowaniach publikowanych w ramach *Inflation Persistence Network* (czyli specjalnej grupy powołanej przez EBC w 2003 r. w celu dokładnego zbadania zjawiska trwałości inflacji w strefie euro), podkreśla się konieczność zastosowania zmiennego w czasie poziomu równowagi inflacji. W naszej analizie wykorzystujemy więc właśnie takie podejście.

Przyczyny zjawiska trwałości inflacji

Źródła występowania wysokiego stopnia trwałości inflacji mogą być różne. Wiążą się one na przykład ze specjalizacją danej gospodarki, strukturą rynku, czy też sposobem w jaki formułowane są oczekiwania. Przykładowo, w przypadku szoku kursowego efekty inflacyjne mogą się bardzo różnić w różnych gospodarkach w zależności od tego, jaki jest udział dóbr importowanych w konsumpcji. W Polsce źródłem wysokiej trwałości inflacji może być też fakt, że relatywnie duży jest u nas udział żywności w koszyku konsumpcyjnym. Stąd szok dotyczący rynku żywności powoduje u nas silniejsze skutki dla inflacji niż w innych krajach (liczy się więc struktura gospodarki, w tym przypadku struktura konsumpcji).

Ważną rolę jeśli chodzi o stopień trwałości inflacji odgrywa wiarygodność i przejrzystość polityki pieniężnej. Ponieważ wiarygodna i przejrzysta polityka pieniężna zorientowana na stabilność cenową może utrzymywać niskie oczekiwania inflacyjne, to takie szoki na inflację jak np. wzrost cen ropy naftowej nie powinny powodować trwałego wzrostu inflacji, ponieważ uczestnicy życia gospodarczego, szczególnie ci, którzy biorą udział w mechanizmie kształtowania płac, są przekonani, że bank centralny będzie konsekwentnie i skutecznie działał w celu ograniczenia inflacji. Z drugiej strony, jeśli polityka pieniężna nie jest wiarygodna lub traci wiarygodność, to trwałość inflacji najprawdopodobniej wzrośnie, komplikując politykę pieniężną jeszcze bardziej.

Co na to banki centralne?

Dla polityki pieniężnej, stopień trwałości inflacji jest istotną informacją, ponieważ dostarcza wiedzy na temat wpływu zmian parametrów polityki pieniężnej na przyszłą ścieżkę inflacji. Wysoki stopień trwałości inflacji utrudnia prowadzenie polityki pieniężnej, ponieważ w takiej sytuacji potrzeba bardzo wiele czasu na uzyskanie pożądanej skali wpływu zmian parametrów polityki

pieniężnej na inflację. Co więcej, im dłuższe opóźnienie w mechanizmie transmisji impulsów polityki pieniężnej, tym większe prawdopodobieństwo, że w jego okresie przydarzy się dodatkowy szok, który uczyni dokonaną zmianę parametrów polityki pieniężnej nieefektywną lub nawet nieodpowiednią.

Badania empiryczne pokazują, że jeśli istnieje niepewność odnośnie stopnia trwałości inflacji w danym kraju, bo np. jest niepewność co do przeważającego mechanizmu formowania cen i płac, to wydaje się, że najlepszym rozwiązaniem z punktu widzenia banku centralnego jest przyjęcie przy podejmowaniu decyzji założenia, że trwałość inflacji jest dość wysoka².

Sposób pomiaru

Trwałość inflacji może być mierzona zarówno przy użyciu modeli strukturalnych, jak i przy zastosowaniu analizy szeregów czasowych. W modelach strukturalnych kluczową kwestią jest określenie punktu równowagi, z którego gospodarka wychodzi i do którego powinna powrócić po wystąpieniu szoku. Ścieżka równowagi dla inflacji wynika ze struktury modelu. Może nią być np. wiarygodny cel inflacyjny ustanawiany przez bank centralny.

Przy zastosowaniu analizy szeregów czasowych proces inflacyjny jest ujmowany w ramach prostych modeli klasy AR³. W przeciwieństwie do modeli strukturalnych, gdzie można obserwować reakcję w czasie inflacji oddzielnie na poszczególne rodzaje szoków (np. zmiany cen ropy, zmiany kursu walutowego), przy wykorzystaniu prostych narzędzi analizy szeregów czasowych szoki nie są precyzyjnie określone. Są one w tym podejściu traktowane jako suma różnych czynników, które mają wpływ na inflację w danym okresie czasu.

Rozważając najprostszy przypadek modelu AR(1), implikowany długookresowy poziom inflacji to funkcja stałej i współczynnika autoregresji. Ten ostatni jest traktowany jako miara stopnia trwałości inflacji: jeśli współczynnik autoregresji jest mały, istnieje silna tendencja powrotu inflacji do długookresowej średniej. Jeśli współczynnik jest bliski jedności, to powrót inflacji do poziomu równowagi zabiera więcej czasu.

Ponieważ w naszym badaniu chodzi przede wszystkim o porównanie profili reakcji inflacji w Polsce i strefie euro na wszelkiego rodzaju szoki, a nie o określenie profilu reakcji inflacji na poszczególne rodzaje szoków, stosujemy podejście oparte o analizę szeregów

² por. np. Coenen (2003), Angeloni, Coenen i Smets (2003)

³ Modele takie zakładają, że bieżąca wartość zmiennej jest liniową funkcją jej wartości z przeszłości. Przykładowo, model AR(1) zakłada, że wartość inflacji w bieżącym okresie (t) zależy od inflacji w poprzednim okresie (t-1).

czasowych. Niemniej, w celu zwiększenia wiarygodności uzyskiwanych szacunków, oprócz podejścia parametrycznego w oparciu o modele klasy AR, wykorzystujemy również podejście nieparametryczne zaproponowane w ramach prac wspomnianej *Inflation Persistence Network* utworzonej przez EBC (szczegóły w aneksie technicznym).

Wyniki szacunków i wnioski

Uzyskane przez nas szacunki trwałości inflacji w Polsce i strefie euro potwierdzają intuicyjne przypuszczenie, że stopień tego zjawiska w kraju jest silniejszy niż w strefie euro. Teoretycznie, wysokie szacunki trwałości inflacji w Polsce mogą wynikać z nie uwzględnienia przez nas w wystarczającym stopniu zmian długookresowego poziomu równowagi inflacji. W pierwszej części okresu objętego naszą analizą kontynuowany był w Polsce proces redukcji inflacji, co znajdowało zresztą odzwierciedlenie w wyraźnych zmianach celów inflacyjnych na kolejne lata. W przypadku krajów przechodzących proces dezinflacji, zmiany poziomu równowagi inflacji mogą być bardzo znaczne. Niemniej, gdy przy wykorzystaniu jednej z miar dokonaliśmy szacunków trwałości inflacji w podziale na dwa okresy – jeden do 2001 r. włącznie, gdy następowała dezinflacja oraz od 2002 r., gdy inflacja przy sporych wahaniami utrzymywała się na niskim poziomie - okazało się, że po zakończeniu procesu dezinflacji (kiedy długookresowy poziom równowagi inflacji nie powinien ulegać istotnym zmianom), stopień trwałości inflacji w Polsce nie zmniejszył się. Wręcz przeciwnie, uległ dalszemu zwiększeniu, podczas gdy w strefie euro w tym samym czasie zmalał.

Ponadto, interesuje nas nie tyle bezwzględny stopień trwałości inflacji w Polsce, co względna siła tego zjawiska w Polsce w porównaniu ze strefą euro. W tym kontekście możemy założyć, że nawet gdybyśmy w naszych szacunkach użyli bardziej zmiennej w czasie miary poziomu równowagi inflacji, co obniżyłoby szacunki trwałości inflacji w Polsce i w strefie euro, to relacja pomiędzy stopniem trwałości inflacji w Polsce a stopniem tego zjawiska w strefie euro byłaby podobna jak wynika z przedstawionych przez nas szacunków.

Trwałość inflacji mierzy się zazwyczaj na zagregowanych danych, ale w analizie źródeł trwałości inflacji przydatne może być również analiza zdezagregowanych danych, czyli szacowanie trwałości poszczególnych komponentów inflacji ogółem. Dlatego, oprócz szacunków trwałości inflacji dla ogólnego indeksu zmian cen, dokonaliśmy również porównania trwałości inflacji w Polsce i strefie euro dla cen żywności. W literaturze podkreśla się, że najwyższy stopień trwałości inflacji

dotyczy zazwyczaj składników inflacji o największej wadze w koszyku konsumpcyjnym⁴. Waga żywności w koszyku konsumpcyjnym w strefie euro (wynosząca niespełna 16%) jest co prawda mniejsza niż w Polsce (blisko 27%), ale jest najwyższa wśród wszystkich składników koszyka konsumpcyjnego.

W przypadku trwałości inflacji dla cen żywności w Polsce w porównaniu z inflacją ogółem nasze wyniki są mieszane w zależności od użytej miary. Przy użyciu jednej z miar trwałość inflacji cen żywności jest mniejsza niż cen ogółem, a przy użyciu drugiej z miar jest większa. Niemniej, w każdym przypadku stopień trwałości inflacji cen żywności w Polsce jest wysoki. Okazuje się jednak, że podobnie wysoki jest stopień trwałości inflacji cen żywności w strefie euro. Czy oznacza to, że z punktu widzenia spełnienia kryterium inflacyjnego polski bank centralny nie musi się obawiać szoków na rynku żywności? Niestety nie, ponieważ jak dobrze wiadomo ceny żywności mają w Polsce dużo większy udział w koszyku konsumpcyjnym niż w strefie euro. Dlatego, nawet jeśli założymy, że trwałość inflacji cen żywności jest w Polsce tak samo wysoka jak w strefie euro, to polski bank centralny musi się tym przejmować dużo bardziej niż EBC. Jednocześnie warto zwrócić uwagę, że przy symetrycznym działaniu zjawiska trwałości inflacji (z jednej strony inflacja dłużej powraca do poziomu równowagi po niekorzystnym szoku inflacyjnym, ale z drugiej strony inflacja dłużej powraca do poziomu równowagi po korzystnym szoku inflacyjnym) bardzo dużym ułatwieniem dla RPP w spełnieniu kryterium inflacyjnego może być wystąpienie korzystnego szoku inflacyjnego (szoku dezinflacyjnego), którego skutki będą w Polsce trwalsze niż w strefie euro.

Podsumowując, wyniki naszych badań sugerują, że inflacja w Polsce jest bardzo uparta. Oznacza to, że aby mieć pewność spełnienia inflacyjnego kryterium z Maastricht, czyli pewność wejścia Polski do strefy euro w planowanym terminie, polski bank centralny musi być w swojej polityce nakierowanej na stabilizację inflacji na niskim poziomie również bardzo uparty. W przypadku wystąpienia niekorzystnych szoków inflacyjnych, utrzymanie stopy inflacji w Polsce poniżej odpowiedniej wartości referencyjnej, stanowiącej kryterium inflacyjne wejścia do strefy euro, wymagać będzie ze strony polskiego banku centralnego bardzo zdecydowanego działania. Oznacza to oczywiście, że wysoki stopień trwałości inflacji w przypadku konieczności redukcji tempa wzrostu cen jest równoznaczny z ponoszeniem odpowiednio wyższych kosztów w sferze realnej gospodarki. Z drugiej strony, w przypadku wystąpienia

⁴ por. Clark (2003)

korzystnych szoków inflacyjnych, relatywnie wysoki stopień trwałości inflacji w Polsce będzie sprzymierzeńcem RPP. Umożliwi utrzymanie inflacji przez spory okres na niskim poziomie bez konieczności podejmowania zdecydowanych działań ze strony banku centralnego.

Wyniki naszych obliczeń, przy wykorzystaniu tylko dwóch miar trwałości inflacji i opartych o tylko jeden sposób szacunku poziomu równowagi inflacji, nie dają oczywiście pewności co do stopnia trwałości inflacji w Polsce w porównaniu ze strefą euro. Kłopoty z miarodajnym oszacowaniem trwałości inflacji dla strefy euro ma nawet EBC. Wyniki powołanej w tym celu w 2003 r. specjalnej grupy badawczej będą zaprezentowane w ciągu tego roku. Mogą się one stać punktem odniesienia dla badań naszego banku centralnego. Znajomość stopnia trwałości inflacji i wiedza o jego zmianach w czasie będzie przydatna nie tylko krajowej polityce pieniężnej, która będzie prowadzona autonomicznie do momentu zastąpienia złotego przez euro, ale również może stanowić wskazówkę dla krajowej polityki makroekonomicznej (polityki fiskalnej, płacowej, strukturalnej) co do zakresu niezbędnych reform w celu zmiany charakteru procesów inflacyjnych w kraju już po przystąpieniu Polski do strefy euro.

Wyniki wskazujące na wysoki stopień trwałości inflacji w Polsce mogą wydawać się zaskakujące w obliczu bardzo wysokiego poziomu bezrobocia, co powinno ułatwiać dostosowania na rynku pracy, a zatem przyspieszać absorpcję niektórych szoków w gospodarce. Trzeba jednak pamiętać, że w Polsce wysoki jest również poziom bezrobocia strukturalnego. Dlatego wpływ bardzo wysokiego poziomu obserwowanej statystycznie stopy bezrobocia na mechanizm kształtowania się płac, a zatem na inflację, może nie być w Polsce bardzo silny. Wpływ ten może być dodatkowo ograniczany przez silną pozycję związków zawodowych.

Zakładając, że nie pomyliliśmy się wiele w naszych szacunkach i stopień trwałości inflacji w Polsce jest rzeczywiście bardzo wysoki, a przy tym znacznie wyższy niż w strefie euro, pojawia się pytanie, jak można zmienić ten stan rzeczy.

Nasuającym się w pierwszej kolejności sposobem redukcji trwałości inflacji są reformy strukturalne, umożliwiające zmniejszenie sztywności dostosowania cen w dół. Reformy te powinny dotyczyć przede wszystkim zwiększenia elastyczności rynku pracy, a także zwiększenia konkurencji na niektórych rynkach towarów i usług. W długim okresie reformy strukturalne zmniejszają sztywności na rynkach produktów i na rynku pracy, co zwiększa dostosowawcze możliwości

gospodarki na szoki, a zatem redukuje stopień trwałości inflacji. Biorąc to pod uwagę nie powinien dziwić upór niektórych bankierów centralnych w powtarzaniu, że jednym z warunków sprzyjających stabilizacji inflacji na niskim poziomie jest przeprowadzenie reform strukturalnych w gospodarce. Niemniej, biorąc pod uwagę, że planowany termin spełnienia przez Polskę kryterium inflacyjnego jest bardzo nieodległy, reformy strukturalne mogą nie przynieść pożądanych efektów dla trwałości inflacji w odpowiednio krótkim terminie.

Alternatywnym sposobem na uniknięcie negatywnych skutków wysokiego stopnia trwałości inflacji może być w takiej sytuacji wyjątkowa dbałość banku centralnego o wiarygodność i przejrzystość prowadzonej przez siebie polityki. Umożliwiłoby to zwiększenie efektywności kanału oczekiwań inflacyjnych, a zatem bardziej skuteczną walkę ze skutkami ewentualnych szoków na drodze Polski do strefy euro.

Bibliografia:

Angeloni, I., Coenen, G., Smets, F., *Persistence, the Transmission Mechanism and Robust Monetary Policy*, ECB Working Paper No 250, August 2003; Published in: *Scottish Journal of Political Economy* 50, pp. 527-549.

Clark, T.E., *Disaggregate Evidence on the Persistence of Consumer Price Inflation*, Research Working Paper 03-11, Federal Reserve Bank of Kansas, December 2003.

Coenen, G., *Inflation Persistence and Robust Monetary Policy Design*, ECB Working Paper No 290, November 2003.

Robalo Marques, C., *Inflation Persistence: Facts of Artefacts?*, ECB Working Paper No 371, June 2004.

Aneks techniczny

Aby zapewnić jak najlepszą porównywalność szacunków trwałości inflacji dla Polski i strefy euro, w obu przypadkach stosujemy identyczne, możliwie nieskomplikowane podejście. Nie wdajemy się w dyskusję o zaletach i wadach różnych miar trwałości inflacji. Szczegółowe rozważania na ten temat można znaleźć w Robalo Marques (2004). Na podstawie tego opracowania zdecydowaliśmy się na użycie dwóch miar trwałości inflacji. Pierwszą z nich jest suma współczynników autoregresji (ang. *the sum of autoregressive coefficients*) wynikająca z modeli inflacji klasy AR. Jako dodatkową miarę wykorzystujemy nieparametryczny wskaźnik nawiązujący do koncepcji *mean reversion*. Zastosowanie dwóch miar pozwala zwiększyć wiarygodność wyników, szczególnie że opieramy się na dość krótkiej próbie.

Próba obejmuje okres od stycznia 1999 r. do kwietnia 2005 r. Używamy oficjalnie publikowanych danych Eurostatu i GUS. Estymacje modeli AR dotyczą dwunastomiesięcznych stóp inflacji o miesięcznej częstotliwości. Dla każdego indeksu cen estymujemy następujące równanie:

$$y_t = \alpha + \sum_{j=1}^p \beta_j y_{t-j} + \varepsilon_t$$

$$\rho = \sum_{j=1}^p \beta_j$$

gdzie y_t oznacza różnicę pomiędzy rzeczywistą inflacją w okresie t a poziomem równowagi inflacji dla tego okresu, a ρ to suma współczynników autoregresji, czyli analizowana przez nas miara trwałości inflacji. Szacunki na podstawie przedstawionego powyżej wskaźnika uzupełniamy o nieparametryczną miarę trwałości inflacji opartą na koncepcji *mean reversion*. Jest ona określona następującą formułą:

$$\gamma = 1 - \frac{n}{T}$$

gdzie n to liczba oznaczająca ile razy inflacja przechodzi przez poziom równowagi (w górę lub w dół) w okresie z liczbą obserwacji wynoszącą $T + 1$.

Wartość wskaźnika γ bliska 0,5 oznacza brak zjawiska trwałości inflacji, podczas gdy wartości bliskie 0 lub 1 wskazują na odpowiednio silną dodatnią lub ujemną autokorelację inflacji w długim okresie.

W przypadku modeli AR długość opóźnienia jest dobierana indywidualnie (na podstawie najlepszego dopasowania danych do modelu) dla każdego indeksu cen. W przypadku obu miar koncentrujemy się na odchyleniach inflacji od średniej. Stąd należy pamiętać, że zarówno miara parametryczna, jak i nieparametryczny wskaźnik obarczony jest niepewnością dotyczącą pomiaru średniego poziomu inflacji.

Przy określaniu poziomu równowagi inflacji (długookresowej średniej) najbardziej naiwne podejście polega na założeniu, że jest on stały w całym okresie analizy. Podejście takie można uznać za rozsądne tylko dla krótkich okresów, gdy struktura gospodarki jest w miarę stabilna. Jednak gdy analizujemy zachowanie inflacji w dłuższym okresie, lub dla gospodarek, które przechodzą znaczne zmiany strukturalne, założenie o stałym poziomie równowagi inflacji staje się niewłaściwe.

Zwracamy na to uwagę, ponieważ liczne badania empiryczne, a także sama intuicja, pokazują, że stopień trwałości bardzo silnie zależy od przyjętego poziomu równowagi (długookresowej średniej) inflacji. Istnieje bowiem ujemna relacja pomiędzy założonym stopniem zmienności w czasie średniej inflacji a zmierzonym stopniem trwałości inflacji. Stąd zakładanie stałej średniej inflacji, jak się często robi w badaniach, prowadzi do uzyskania bardzo

wysokich szacunków trwałości inflacji. Byłoby tak szczególnie w przypadku Polski, gdzie w analizowanym przez nas okresie mieliśmy do czynienia z procesem dezinflacji.

Za poziom równowagi inflacji w długim okresie (zmienny w czasie) można by przyjąć szacunki przeprowadzone na podstawie modelu strukturalnego, ale wówczas odchodzimy od podejścia opartego o prostą analizę szeregów czasowych. Dlatego przy obliczaniu zmiennej w czasie średniej inflacji musimy polegać na metodach o czysto statystycznym charakterze. Opierając się na wspomnianym już wcześniej artykule Carlosa Robalo Marques'a, najbardziej oczywistym rozwiązaniem wydaje się filtr Hodricka-Prescott. Alternatywnie, za akceptowalne miary zmiennej w czasie średniej inflacji można by również uznać wskaźniki inflacji bazowej lub wyniki ankietowych badań oczekiwań inflacyjnych. Poza tym, w krajach realizujących politykę pieniężną w ramach wiarygodnego reżimu bezpośredniego celu inflacyjnego można też wykorzystać ustalany przez bank centralny cel inflacyjny. Ponieważ historia realizacji celów inflacyjnych w Polsce nie jest dobra, raczej trudno byłoby je uznać za w pełni wiarygodne. Przemawia to przeciw stosowaniu takiego podejścia w naszym przypadku. W rezultacie zmienną w czasie długookresową średnią inflację wyznaczamy przy wykorzystaniu filtra Hodricka-Prescott.

Użycie przez nas miary γ służy trzem celom. Po pierwsze, miara ta pozwala uniezależnić się od wad założeń leżących u podstaw estymacji miar parametrycznych. Po drugie, jest to bardzo intuicyjna miara i pozwala przeprowadzać szacunki nawet dla szeregów czasowych o bardzo krótkiej długości. Po trzecie, jej wykorzystanie jest sprawdzianem dla wiarygodności miary parametrycznej.

Ponadto, miara ta zaletę polegającą na tym, że stopień trwałości inflacji w całej próbie jest w przybliżeniu równy ważonej średniej trwałości inflacji w nie zachodzących na siebie podpróbach. Właściwość ta zapisana jest formułą:

$$\gamma \approx w\gamma_1 + (1-w)\gamma_2$$

gdzie w oznacza udział liczby obserwacji w podpróbie, dla której obliczane jest γ_1 , do liczby obserwacji w całej próbie.

Właściwość tę wykorzystujemy, badając, czy stopień trwałości inflacji zmienił się w Polsce po ustabilizowaniu inflacji na niskim poziomie, porównywalnym z poziomem inflacji w strefie euro. W tym celu podzieliлиśmy próbę na dwa podokresy. Pierwszy obejmuje okres od stycznia 1999 do grudnia 2001 r., a drugi od stycznia 2002 do kwietnia 2005. Stopień trwałości inflacji w podpróbach moglibyśmy oczywiście badać również przy wykorzystaniu miary parametrycznej, ale biorąc pod uwagę jej wrażliwość na małą liczbę obserwacji, wyniki w tym przypadku mogłyby być słabej jakości.

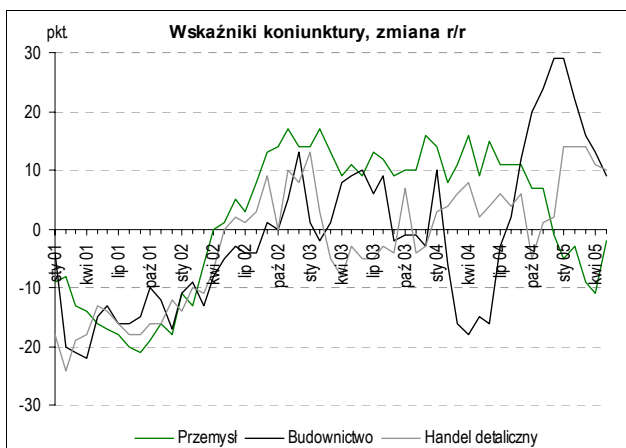
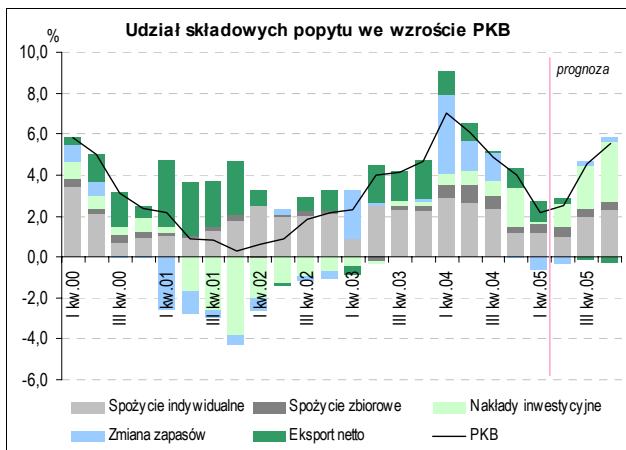
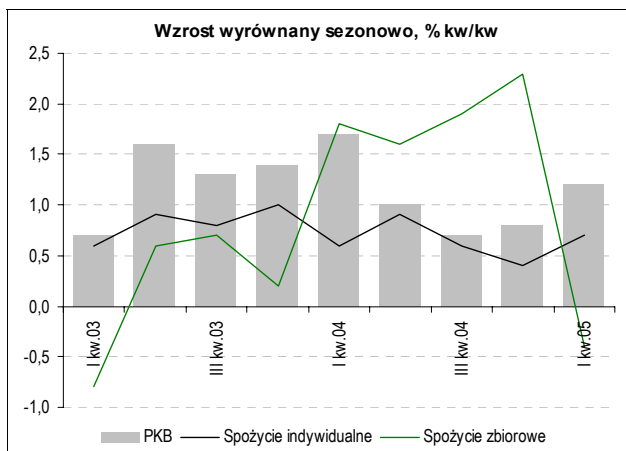
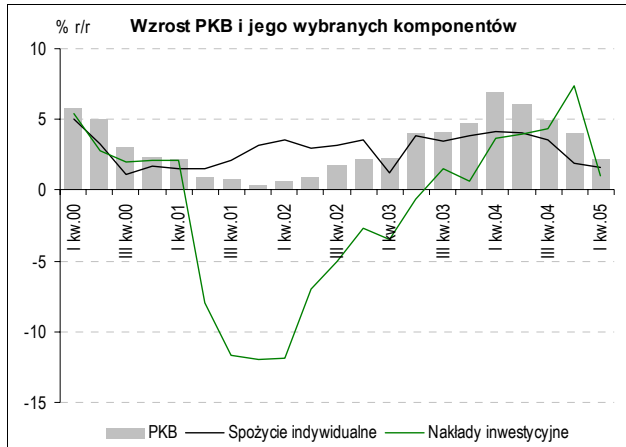
Tabela 1: Wyniki szacunków ρ

	Strefa euro		Polska	
	Inflacja ogółem	Ceny żywności	Inflacja ogółem	Ceny żywności
	AR(7)	AR(8)	AR(3)	AR(3)
sty1999-kwi2005	0,3257	0,8272	0,9188	0,7901

Tabela 2: Wyniki szacunków γ

	Strefa euro		Polska	
	Inflacja ogółem	Ceny żywności	Inflacja ogółem	Ceny żywności
sty1999-kwi2005	0,7200	0,9200	0,9200	0,9467
sty1999-gru2001	0,7429	0,9429	0,8857	0,9429
sty2002-kwi2005	0,6923	0,8974	0,9487	0,9487

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, szacunki własne

Zaskakujące spowolnienie inwestycji osłabiło wzrost PKB

- Spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego było powszechnie oczekiwane, ale jego skala przekroczyła oczekiwania. Wzrost PKB osiągnął w I kwartale zaledwie 2,1% r/r wobec średniej prognozy rynku (i naszej) na poziomie 3%.
- Największe rozczarowanie dotyczyło dynamiki inwestycji, która spadła znacznie do 1% z 7,4% osiągniętych w ostatnim kwartale 2004. Trudno znaleźć przekonujące wyjaśnienie tego zjawiska.
- Prywatna konsumpcja również była stosunkowo słaba, rosnąc w tempie 1,7% r/r po 1,9% w IV kw. 2004.
- Popyt krajowy jako całość wzrósł jedynie o 1,1% r/r, co jest najniższym wynikiem od III kw. 2003, kiedy gospodarka była jeszcze w fazie poważnego spowolnienia gospodarczego.
- Dodatnia kontrybucja eksportu netto wyniosła ok. 1 pkt proc.
- W ujęciu dostosowanym sezonowo, PKB wzrósł w I kwartale o 1,2% kw/kw, co było najwyższym wzrostem od I kw. 2004 (1,7%) i pokazuje, że trudno mówić o załamaniu ekspansji gospodarczej.
- Jednak nakłady inwestycyjne spadły (o 0,4% kw/kw) nawet po wyeliminowaniu wahań sezonowych, po 7 kwartałach stabilnego i dość szybkiego wzrostu.
- Co ciekawe, spadek realnej dynamiki inwestycji w I kwartale wynikał z silnego wzrostu deflatora – do ponad 5% r/r z 3,2% w IV kw. 2004. Nominalnie inwestycje wzrosły o ok. 6% r/r.
- Mimo spowolnienia w inwestycjach, wzrost wartości dodanej w budownictwie przyspieszył z 1,6% do 5,3% r/r. Wartość dodana w przemyśle wzrosła w I kwartale zaledwie o 0,9% r/r, wobec ponad 5% w IV kw. 04, a w usługach rynkowych o 2,5% (3,7% w IV kw.)
- Wg naszych szacunków wartość dodana w rolnictwie wzrosła w I kw. 2005 o ok. 7% po rekordowym wzroście 21% w IV kw. 04.

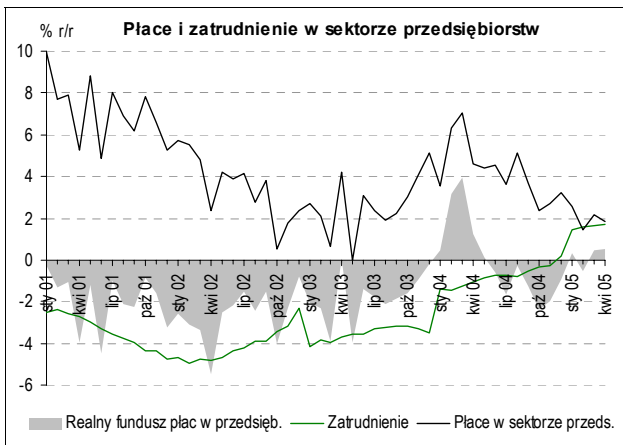
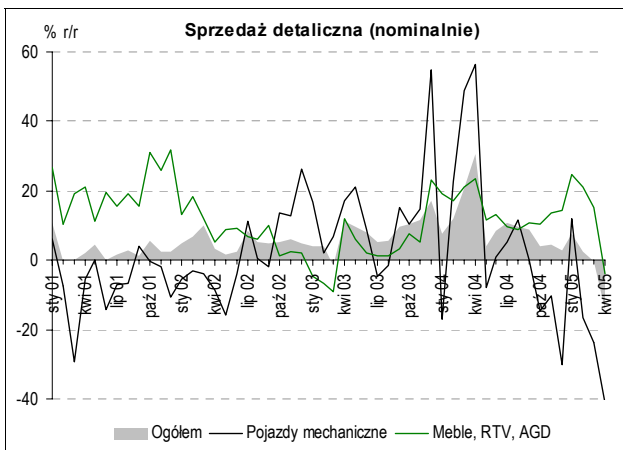
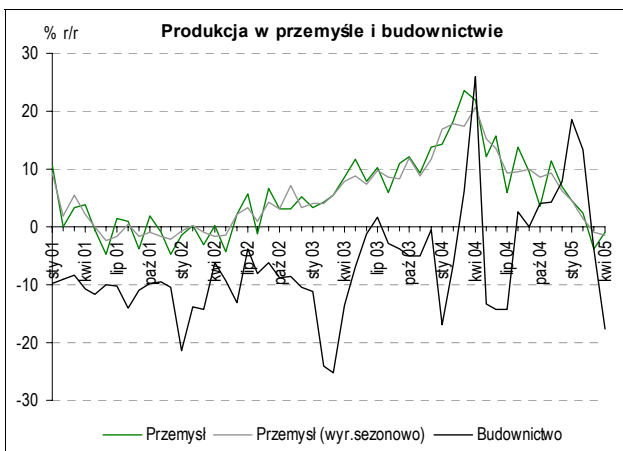
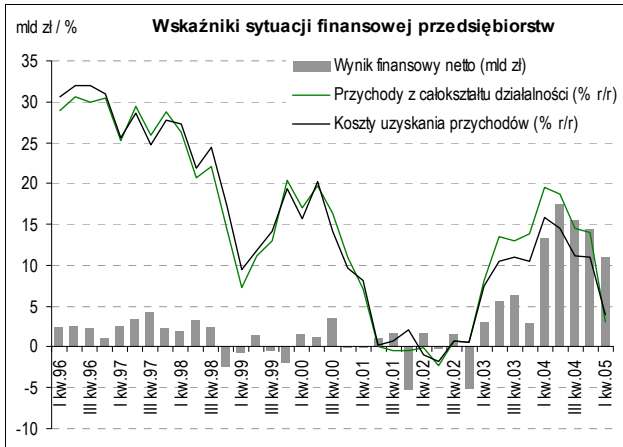
Tempo wzrostu PKB w 2005 r. raczej nie przekroczy 4%

- Tempo wzrostu PKB powinno się poprawić w dalszej części roku, ale będzie bardzo trudno osiągnąć średni wzrost w 2005 roku powyżej 4% z tak niskim punktem wyjściowym.
- Dla prognoz wzrostu w kolejnych kwartałach kluczowa jest diagnoza, na ile spowolnienie inwestycji mogło mieć charakter trwały. Naszym zdaniem tak gwałtowny spadek dynamiki był jednak zjawiskiem przejściowym. Sygnały z różnych obszarów gospodarki (np. badania koniunktury, statystyki bankowe i pieniężne – patrz dalej) sugerują, że popyt inwestycyjny rośnie.
- Prognozujemy, że dynamika wzrostu PKB będzie się stopniowo zwiększała w kolejnych kwartałach tego roku. Pomoże w tym przyspieszający wzrost inwestycji (na poziomie dwucyfrowym pod koniec roku) oraz poprawa konsumpcji prywatnej dzięki spadkowi inflacji, podnoszącemu realną wartość wynagrodzeń.

Badania koniunktury wskazują, że gospodarka się rozwija

- Słabe wyniki PKB za I kwartał były tym większym zaskoczeniem, że wyniki badań ankietowych wśród przedsiębiorstw wskazują, że polska gospodarka nadal znajduje się w fazie rozwoju.
- Koniunktura w handlu i budownictwie poprawia się bardzo szybko w ujęciu rocznym; nastroje w przemyśle są nieco gorsze niż przed rokiem, ale nadal pozytywne. Firmy wskazują na wzrost portfela zamówień, głównie za sprawą zamówień krajowych, co świadczy, że popyt krajowy nie jest w stagnacji.
- W maju wprawdzie wyhamował gwałtowny wzrost optymizmu konsumentów, obserwowany w poprzednim miesiącu, a wskaźniki nastrojów konsumentów były nieco słabsze niż w kwietniu, jednak utrzymał się ich wzrost w porównaniu z poprzednim rokiem – indeks ogólnego optymizmu konsumentów wzrósł o 7,2% r/r, a wskaźnik skłonności do konsumpcji zwiększył się o 5,6% r/r.

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, szacunki własne

Zyski polskich firm są wciąż na wysokim poziomie

- W I kwartale 2005 polskie przedsiębiorstwa niefinansowe zanotowały pogorszenie wyników finansowych w porównaniu z poprzednimi kwartałami.
- Jednak pomijając wyjątkowy rok 2004, były to nadal najlepsze wyniki od początku transformacji gospodarczej w Polsce, co potwierdza, że sytuacja finansowa firm jest wciąż bardzo dobra.
- Pomimo wyjątkowo wysokiej bazy statystycznej, przychody firm z całokształtu działalności wzrosły nieznacznie w porównaniu z pierwszym kwartałem 2004 – o 3,1% r/r. Warto zauważyć, że po raz pierwszy od połowy 2002 roku koszty uzyskania przychodów z całokształtu działalności wzrosły szybciej niż przychody.
- Sytuacja finansowa eksporterów – chociaż uległa pogorszeniu – to jednak pozostała w I kwartale znacznie lepsza (z wyjątkiem płynności finansowej) niż w całej grupie przedsiębiorstw.

Produkcja spadła mniej niż oczekiwano

- W kwietniu produkcja sprzedana przemysłu spadła o 1% r/r, a produkcja budowlano-montażowa obniżyła się o 17,7% r/r.
- Wbrew pozorom, były to dość dobre wyniki, wyraźnie lepsze od oczekiwań rynkowych (średnia prognoza produkcji w przemyśle wynosiła -5% r/r).
- Obniżenie dynamiki w przemyśle i budownictwie było nieuniknione z powodu bardzo wysokiej bazy spowodowanej przedakcesyjnym ożywieniem w 2004 r. Skala spadku wskazuje, że przemysł i budownictwo są wciąż w fazie rozwoju.
- Już w maju, gdy efekt wysokiej bazy wygaśnie, tempo wzrostu produkcji powinno się zacząć poprawiać, w budownictwie bardzo prawdopodobny jest gwałtowny skok dynamiki do poziomów dwucyfrowych. W przemyśle poprawa będzie bardziej stopniowa.

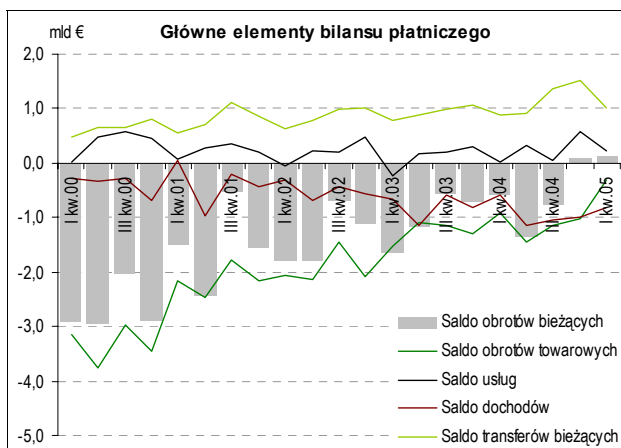
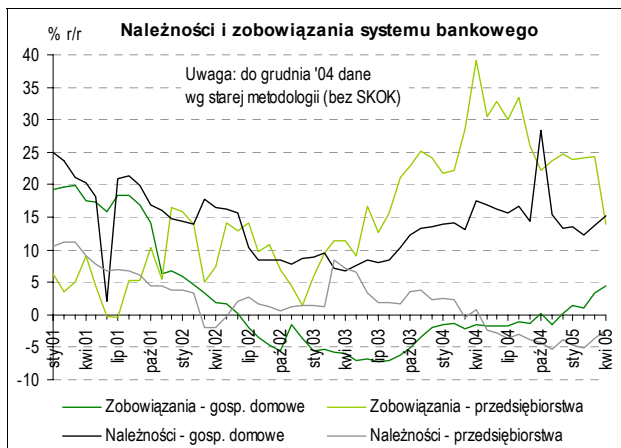
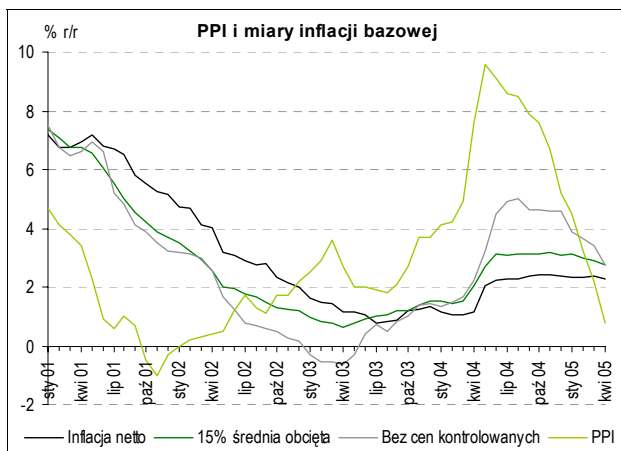
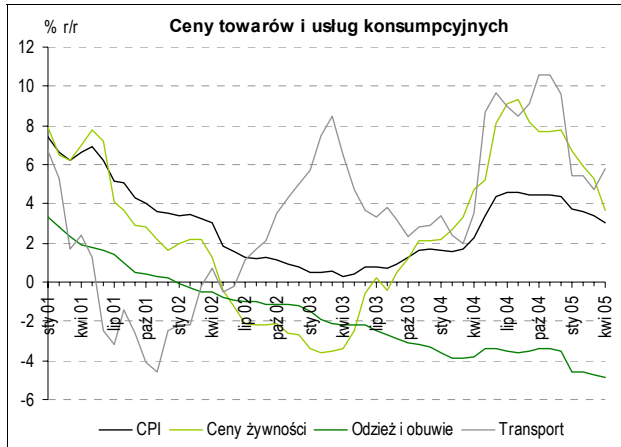
... ale sprzedaż detaliczna zaskoczyła na niekorzyść

- W przeciwieństwie do produkcji, dane o sprzedaży detalicznej były słabsze od oczekiwanych. Wartość sprzedaży spadła w kwietniu o 14,4% r/r nominalnie i aż 17,4% r/r realnie.
- Duży wpływ na osłabienie dynamiki miała wysoka baza z kwietnia 2004. Jak można było oczekiwać, najgłębsze załamanie dotknęło rynku pojazdów mechanicznych (-41,2% r/r). To właśnie ten sektor był pod największym wpływem zawirowań w związku z akcesją do UE.
- Ponadto, dane kwietniowe były pod negatywnym wpływem wcześniejszej niż w roku ubiegłym Wielkanocy (2005 w marcu, 2004 w kwietniu) oraz mogły być nieco obniżone przez zmniejszoną sprzedaż w trakcie żałoby po śmierci Jana Pawła II.
- Po wygaśnięciu działania czynników jednorazowych, w maju wzrost sprzedaży powinien mocno odbić w górę.

Poprawa zatrudnienia przy zdyscyplinowanych płacach

- Dane z sektora przedsiębiorstw wskazują, że pomimo stopniowej poprawy popytu na pracę, utrzymuje się wysoka dyscyplina płacowa.
- Średnia płaca w firmach wzrosła w kwietniu o 1,8% r/r, mniej niż w marcu (2,2%). Przeciętne zatrudnienie zwiększyło się o 1,7% r/r – najszybciej od połowy 1998 r. W efekcie, całkowity fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw powiększył się o 3,5% r/r; jego wzrost realny osiągnął 0,5% – tyle samo co w marcu.
- Niewielka skłonność do podwyżek w firmach jest pozytywna dla perspektyw inflacji, chociaż z drugiej strony może zaszkodzić prywatnej konsumpcji, jeśli zostanie utrzymana.
- Przewidujemy przyspieszenie wzrostu płac i zatrudnienia w II półroczu, co – w połączeniu ze znacznym spadkiem inflacji – będzie sprzyjało wzrostowi konsumpcji gospodarstw domowych.

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

Inflacja w trendzie spadkowym, wygasa efekt akcesji do UE

- Stopa inflacji w kwietniu zmniejszyła się do 3% r/r z poziomu 3,4% w marcu, dokładnie zgodnie z naszą prognozą.
- W porównaniu z marcem dość znacznie wzrosły ceny paliw (4,5% m/m, w efekcie wysokich cen ropy i słabego złotego) oraz żywności i tytoniu (po 0,5% m/m).
- To jeszcze nie koniec trendu spadkowego, którego źródłem jest bardzo wysoka baza – wzrost cen w połowie 2004 pod wpływem akcesji do UE – oraz dość dobra sytuacja w rolnictwie.
- Te czynniki będą oddziaływały na wskaźnik wzrostu cen detalicznych również w kolejnych miesiącach, dlatego spodziewamy się, że CPI spadnie do 2,4% r/r w maju i 1,7% w czerwcu. W drugiej połowie roku inflacja powinna wahać się w przedziale 1,5%-1,6% r/r.
- Zgodnie z oczekiwaniami wszystkie miary inflacji bazowej spadły w kwietniu, podążając za głównym wskaźnikiem CPI.
- Inflacja netto obniżyła się o 0,1 pkt proc. do 2,3%, podczas gdy pozostałe miary wykazały nieco głębsze spadki, w skali od 0,14 do 0,64 pkt proc.
- Duża stabilność inflacji netto od połowy 2004 r. – wyłączającej ceny żywności i paliw z CPI – potwierdza, że znaczący wzrost inflacji w ubiegłym roku związany był z wejściem Polski do UE, a spadek w ostatnich miesiącach wynika głównie z odwrócenia trendu na rynku żywności.
- Z drugiej strony, spadek pozostałych miar inflacji bazowej wskazuje na brak znaczącej presji inflacyjnej natury popytowej w polskiej gospodarce.
- Bardzo wysoka baza powoduje szybki spadek PPI – w kwietniu do 0,6% r/r, a w maju prawdopodobnie poniżej zera. Jednak w drugim półroczu PPI odbije i znajdzie się w trendzie rosnącym.

Podaż pieniądza rośnie dość szybko

- Wzrost podaży pieniądza M3 wyniósł w kwietniu 10% r/r wobec (zrewidowanego) wzrostu o 11% r/r w marcu.
- Coraz wyraźniejszy jest wzrost depozytów gospodarstw domowych – w kwietniu o 4,4% r/r wobec 3,3% przed miesiącem. Z kolei depozyty przedsiębiorstw nieco przystopowały, głównie za sprawą bardzo wysokiej bazy z kwietnia 2004.
- Stopniowe ożywienie następuje też na rynku kredytów – wzrost kredytów ogółem wyniósł prawie 5% r/r. Częściowo wynikało to z jednorazowego wzrostu zadłużenia na zakup akcji w emisji publicznej Polmosu Białostok (ok. 1 mld zł kredytów); jednak nawet uwzględniając ten efekt, kwietniowy wzrost pożyczek gospodarstw domowych wydaje się bardzo przyzwoity. Kredyty dla firm, choć niższe niż przed rokiem, też zaczynają rosnąć.

Pozytywne trendy w handlu zagranicznym utrzymane

- W marcu na rachunku obrotów bieżących zanotowano nadwyżkę 67 mln €, a saldo obrotów handlowych zamknęło się deficytem 334 mln €.
- Wzrost eksportu i importu (w euro) znacznie spowolnił, do odpowiednio 10,1% r/r i 5,3% r/r z powodu bardzo wysokiej bazy. Poziom miesięcznych obrotów w eksporcie, jak i imporcie, był jednym z najwyższych zarejestrowanych do tej pory, co pokazuje, że sytuacja w handlu zagranicznym jest nadal dobra.
- W całym I kwartale nadwyżka obrotów bieżących wyniosła 118 mln €, podczas gdy rok wcześniej zanotowano deficyt 654 mln €. W efekcie kroczący skumulowany deficyt obrotów bieżących obniżył się po I kwartale do 1,1% PKB. W II kwartale deficyt będzie prawdopodobnie również znacznie niższy niż przed rokiem, co sugeruje pozytywny wpływ eksportu netto na PKB.

Pod lupą: Bank centralny

Fragmety komunikatu RPP z dnia 25 maja 2005

Od ostatniego posiedzenia Rady nie nastąpiły istotne zmiany w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki wpływające na jej perspektywy w zakresie wzrostu gospodarczego i inflacji.

Dostępne dane sygnalizują stopniową poprawę sytuacji na rynku pracy. (...) Stopniowej poprawie sytuacji na rynku pracy towarzyszy niska dynamika płac.

Kształtowanie się kursu złotego w maju br. jest generalnie zbliżone ze ścieżką kursu walutowego uwzględnioną w majowym Raportcie o inflacji. Na kształtowanie się kursu walutowego może wpłynąć sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych i niepewność związana z okresem przedwyborczym.

Zgłaszane w ostatnich miesiącach liczne propozycje legislacyjne mogą powodować 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.

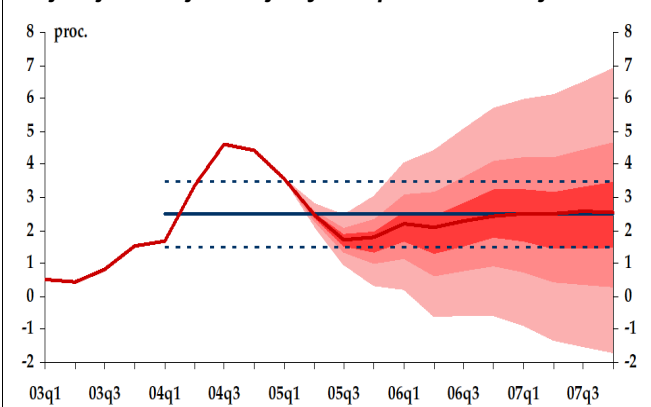
W ocenie Rady majowa projekcja inflacji i aktualnie dostępne dane wskazują, że bilans ryzyk dla przyszłej inflacji nie zmienił się na tyle, by dokonać zmian parametrów polityki pieniężnej.

Projekcje inflacji NBP (r/r)

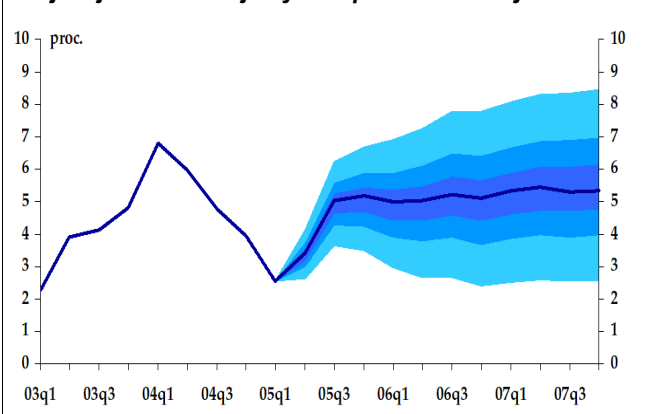
	IV kw. 2005	IV kw. 2006	IV kw. 2007
V 2004	2,1-5,4%	1,1-4,4%	-
VIII 2004	2,8-5,5%	1,6-5,1%	-
IX 2004	2,5-5,2%	1,3-4,8%	-
II 2005	1,2-4,0%	0,4-4,2%	0,5-4,6%
V 2005	1,2-2,0%	1,2-3,8%	0,7-4,3%

Uwaga: Projekcja pokazuje, że przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50-procentowym prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedstawionych w tabeli przedziałach

Projekcja inflacji w majowym Raportcie o inflacji NBP



Projekcja PKB w majowym Raportcie o inflacji NBP



Źródło: NBP

Bilans ryzyk się zmienił, ale „nie na tyle”

- Po kwietniowej zmianie nastawienia na neutralne, Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian.
- Komunikat Rady po majowym posiedzeniu był dość zbilansowany, jednak trudno byłoby go nazwać „gołębim”.
- W końcówce oficjalnego komunikatu Rada sugeruje, że bilans ryzyka się zmienił, ale nie wskazuje w którą stronę.
- Biorąc pod uwagę niedawne obniżki stóp można przypuszczać, że bilans zmienił się na korzyść niskiej inflacji, jednak w komunikacie znalazło się również sporo argumentów „jastrzębich”.
- Zapewne dla niektórych członków Rady bilans ryzyk może się zmienić bardziej na korzyść niskiej inflacji pod wpływem danych o PKB za I kwartał, co oznaczać będzie większą skłonność do obniżki stóp już na czerwcowym posiedzeniu.

Projekcja inflacji nie zmieniła się znacząco

- Komunikat odnosił się również do projekcji inflacji zawartej w opublikowanym majowym Raportcie o inflacji.
- Oczekiwane tempo wzrostu cen obniżyło się w stosunku do poprzedniej projekcji, nie jest jednak znacznie poniżej podanych poprzednio przedziałów (szczegóły w tabeli obok).
- W porównaniu w projekcją lutową oczekiwany jest obecnie głębszy spadek inflacji w roku bieżącym (poniżej celu banku centralnego), kształtowanie inflacji w kolejnych kwartałach jest podobne, po czym pod koniec okresu prognozy (koniec 2007 roku) jest znowu nieco niższe niż oczekiwano w lutym.
- Warto zwrócić uwagę na negatywną asymetrię projekcji.
- Od maja 2005 w Raportcie... prezentowane są projekcje z innego modelu i dotyczą nie tylko inflacji, ale również PKB.

Polityka Rady nastawiona na długi okres. I słusznie.

- Według projekcji, prawdopodobieństwo utrzymywania się inflacji powyżej celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania instrumentów polityki pieniężnej jest do połowy 2006 r. znacząco niższe, a później zbliżone do prawdopodobieństwa, że inflacja ukształtuje się poniżej celu 2,5%.
- Sugeruje to, że Rada przywiązuje znacznie większą wagę do perspektywy średnio- bądź długoterminowej niż do krótkookresowych wahań inflacji, gdyż w przeciwnym wypadku powinniśmy mieć nadal do czynienia z nastawieniem łagodnym i obniżkami stóp.
- Oczywiście, takie podejście jest jak najbardziej uzasadnione biorąc pod uwagę konieczność utrzymywania niskiej inflacji w 2007 r. aby spełnić kryterium z Maastricht (jeśli Polska chce wejść do strefy euro w 2009 r.).

W 2007 roku wysoki wzrost i inflacja w celu

- Prognoza wzrostu gospodarczego na ten rok została zrewidowana w dół do 4%, jednak oczekiwane jest przyspieszenie do 5,0-5,5% w latach 2006-07 (głównie za sprawą wysokiego wzrostu inwestycji) jeśli nie nastąpią negatywne szoki.
- Dane o PKB za I kwartał stwarzają ryzyko dla tegorocznej prognozy wzrostu gospodarczego. Choć bank centralny ma również problemy z interpretacją tych danych.
- Nie wiadomo czy NBP zmieni prognozy wzrostu gospodarczego na kolejne lata. Póki co prognozy te wskazują, że nie ma zbyt dużo miejsca na obniżki stóp procentowych.
- Po danych o PKB rynek dyskontuje 50 pb redukcji w czerwcu (i rozważa powrót do łagodnego nastawienia). My oczekujemy delikatnej dostrajającej obniżki o 25 pb.

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Leszek Balcerowicz, prezes NBP, przewodniczący RPP

konferencja prasowa po posiedzeniu RPP, 25 maja

[Pyt: Co oznacza, że „bilans ryzyka dla przyszłej inflacji nie zmienił się na tyle”?]. Odp: Nie jest przypadkiem, że zatrzymaliśmy się na takiej formule.

Istotne jest to że Rada nie zasygnalizowała dystansu od tej prognozy. A nie byłbym zdziwiony gdyby tempo wzrostu w tym roku było nieco lepsze. Ale ważne jest co się dzieje w perspektywie długookresowej. Prognozy w dłuższym okresie obciążone są większą niepewnością.

Krzysztof Rybiński, wiceprezes NBP

konferencja prasowa przedstawiająca *Raport o inflacji*, 25 maja

Bieżąca stopa bezrobocia jest istotnie powyżej NAWRU [*non-accelerating wage rate of unemployment*, czyli stopa bezrobocia nieprzyspieszająca wzrostu płac], w horyzoncie projekcji nie wiadomo czy luka NAWRU się zamknie. (...) Szacunki dotyczące NAWRU są obciążone dużą niepewnością.

Przy założeniu, że stopy procentowe zostałyby zmienione w skali wycenianej przez rynek w dniu zamknięcia projekcji [22 kwietnia] mamy małą różnicę w odchyleniu od ścieżki projekcji. W obu scenariuszach przebieg inflacji jest podobny.

Dariusz Filar, członek RPP

konferencja prasowa po posiedzeniu RPP, 25 maja

Warto zauważyć, że Rada podkreśla w komunikacie, że są dwa punkty odniesienia: projekcja inflacji i aktualnie dostępne dane.

Stanisław Nieckarz, członek RPP

konferencja prasowa po posiedzeniu RPP, 25 maja

W drugiej połowie tego roku inflacja w Polsce będzie niższa niż średnia w Unii Europejskiej.

Marian Noga, członek RPP

Słowo Polskie Gazeta Wrocławska, 28 maja

Oczywiście, zdajemy sobie sprawę z tego, że inflacja teraz spada. Ona będzie jednak od jesieni znów rosła. A Rada podejmuje decyzje, których wszystkie skutki widać dopiero po ponad roku. Wtedy inflacja powinna wynosić 2,5 proc. To jeden z najważniejszych warunków, żebyśmy mogli wejść do strefy euro. Utrzymując stopy na obecnym poziomie, trafimy w przyszłym roku w sam cel. (...) Na pewno teraz nie powinniśmy nic robić ze stopami. Jeżeli dane o inflacji się potwierdzą, to być może przed końcem roku obniżka stóp będzie wskazana.

Na dwa lata przed przyjęciem wspólnej waluty przestaniemy zajmować się stopami procentowymi. Będziemy za to pilnować kursu naszej waluty, który będzie musiał być utrzymywany na stałym poziomie

Komentarz

Odpowiedź prezesa na pytanie o sformułowanie „nie zmienił się na tyle”, na które zwróciliśmy uwagę powyżej, może sugerować, że na majowym posiedzeniu dyskutowana była kolejna obniżka stóp procentowych.

Prezes NBP zwrócił również uwagę, że Rada nie zasygnalizowała dystansu od prognozy wzrostu gospodarczego przygotowanej przez NBP, choć dodał że on sam nie byłby zdziwiony gdyby polska gospodarka rozwijała się w tym roku w tempie szybszym niż 4%. Ciekawe czy po danych o PKB za I kw. pojawi się dystans Rady od projekcji i czy zmieni się prognoza prezesa.

Podczas gdy w modelu służącym do prognozowania inflacji bank centralny bezpośrednio odnosi się do pojęcia NAWRU, wiceprezes NBP unikał podczas konferencji prasowej odpowiedzi na pytanie o jej poziom dla Polski. A przecież od odpowiedzi na to pytanie zależy czy spadek bezrobocia może doprowadzić do zwiększenia presji płacowej, co jest istotne z perspektywy polityki pieniężnej.

Skoro obniżka stóp procentowych w skali dyskontowanej przez rynek 22 kwietnia (trzymiesięczny WIBOR na koniec roku wyceniany był na poziomie nieznacznie powyżej 5%) nie zmieniłaby znacząco ścieżki inflacji, to znaczy że jest miejsce na delikatną obniżkę stóp z dzisiejszego poziomu 5,50% bez znacznego ryzyka wzrostu inflacji.

Profesor Filar zasugerował istotność nie tylko projekcji (która zmienia się raz na trzy miesiące), ale również bieżących danych w ocenie perspektyw inflacyjnych przez Radę. Oznaczać to może, że bilans sił w Radzie może się zmienić w zależności od nadchodzących informacji. Nie można wykluczyć, że obniżka stóp procentowych była głosowana już w maju, choć Dariusz Filar z pewnością był przeciw.

O ile podczas konferencji prasowej można było odnieść wrażenie, że prezes NBP próbował ograniczać oczekiwania na obniżki, Stanisław Nieckarz, dał do zrozumienia, że są też zwolennicy łagodniejszej polityki pieniężnej. Nie wiadomo jednak do końca co miałoby wynikać z faktu, że w drugiej połowie roku inflacja w Polsce będzie niższa niż w UE.

Jak pokazują wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w pierwszym kwartale (szczegóły poniżej), Marian Noga był w grupie zwolenników bardziej „jastrzębiej” polityki pieniężnej, skupionej wokół prezesa banku centralnego. W tym kontekście nie powinny dziwić jego wypowiedzi z końca maja, które podkreślają konieczność zachowania ostrożności w obniżaniu stóp procentowych. Dopuszcza on jednak możliwość (podobnie jak najbardziej „jastrzębi” Filar z Rady) jakiejś obniżki stóp w tym roku w przypadku pozytywnej perspektywy inflacyjnej. Ponieważ oczekujemy istotnego spadku inflacji latem, oczekujemy również obniżki stóp procentowych w najbliższych miesiącach.

Trudno ocenić co prof. Noga miał na myśli w drugiej części wypowiedzi. Czyby dopuszczał możliwość wprowadzenia systemu izby walutowej, w którym waluta jest sztywna a stopy spadają do poziomu UE?

Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w I kw.2005

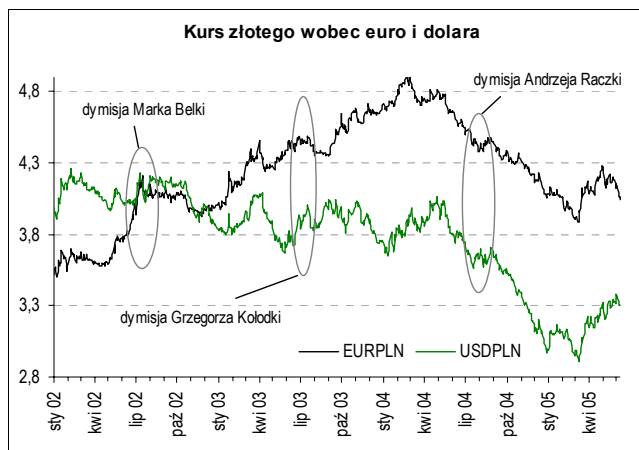
Komentarz

	styczeń	luty		marzec
	neutralne	neutralne	łagodne	- 50 pb
L. Balcerowicz	-	+	-	+
J. Czekaj	+	-	+	+
D. Filar	-	+	-	-
S. Nieckarz	+	-	+	+
M. Noga	-	+	-	+
S. Owsiak	-	-	+	+
M. Pietrewicz	+	-	+	+
A. Sławiński	+	-	+	+
A. Wojtyła	+	-	+	+
H. Wasilewska-Trenkner	-	+	-	+

Źródło: *Raport o inflacji, maj 2005*

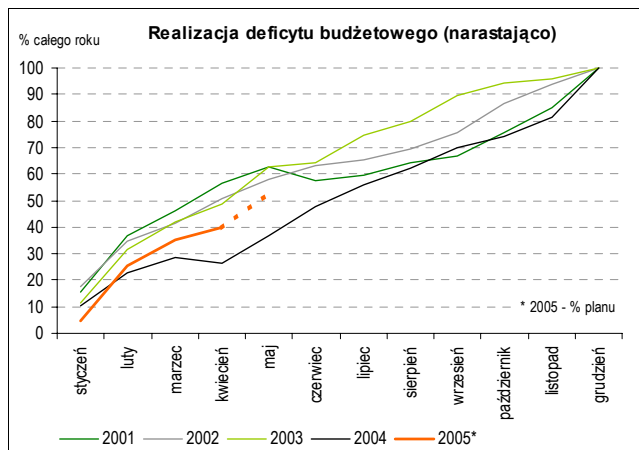
W *Raporcie...* czytamy, że podejmując swoje decyzje Rada kierowała się przekonaniem, że utrzymuje się niepewność odnośnie do perspektyw inflacji oraz że jej decyzje nie powinny się przyczyniać do znaczących wahań oczekiwań rynkowych co do przyszłej ścieżki stóp procentowych (a co za tym idzie dostosowanie stóp powinno być stopniowe). Trudno jednak uznać zmianę nastawienia w polityce pieniężnej bezpośrednio na łagodne z restrykcyjnego za działanie stopniowe. Z opublikowanych wyników głosowań wiemy już jak do tego doszło. Wyniki te tłumaczą w pewnym stopniu nieprzewidywalność niektórych decyzji Rady. W styczniu wniosek o zmianę nastawienia na neutralne z restrykcyjnego został odrzucony decydującym głosem prezesa. Co ciekawe jednak, zaledwie miesiąc później profesor Owsiak zmienił zdanie (być może pod wpływem lutowej projekcji inflacji) i dołączył do bardziej „gołębic” członków Rady, co pozwoliło na zmianę nastawienia bezpośrednio na łagodne wbrew głosowi prezesa NBP, który wraz ze zwycięską trójką członków Rady z głosowania styczniowego chciał zmienić nastawienie w lutym na neutralne. Analizując decyzje Rady *ex post* (co zawsze jest zadaniem dużo łatwiejszym) wydaje się, że lepszym rozwiązaniem była zmiana nastawienia na neutralne w styczniu i następnie na łagodne w lutym, jednak najwyraźniej nie było łatwo uzyskać taki kompromis.

Pod lupą: Rząd i polityka



Zmiany podatku akcyzowego w 2005	Wzrost (w %)
wprowadzenie podwyżki stawek podatku akcyzowego na benzyny oraz olej napędowy	3,4
wprowadzenie podwyżki stawek podatku akcyzowego na gaz do tankowania samochodów	10
podwyższenie stawki akcyzy na wyroby spirytusowe	3,4
w przypadku stawki podatku akcyzowego na wyroby tytoniowe rozważana jest możliwość wprowadzenia stawki minimalnej podatku akcyzowego – tzn. kwoty od której łączna stawka akcyzy (kwotowa i procentowa) nie mogłaby być niższa.	14,7 (średnio w roku)

Źródło: Uzasadnienie Ustawy budżetowej na rok 2005



Poparcie dla partii politycznych w sondażach

	sondaż PBS		sondaż GFK Polonia	
	poparcie (w %)	liczba mandatów	poparcie (w %)	liczba mandatów
PiS	19	110	22	137
PO	18	101	20	126
Samobrona	16	97	15	61
LPR	11	71	10	93
SLD	8	53	7	43
SdPI	5	28	4	-

Uwaga: Badanie PBS wykonane na zlecenie Gazety Wyborczej 21-22 maja; badanie GFK Polonia wykonane na zlecenie Rzeczypospolitej 2-5 czerwca

Źródło: Ministerstwo Finansów, Gazeta Wyborcza, Rzeczypospolita

Znowu zmiana ministra finansów wczesnym latem?

- Posłowie opozycji mogą się domagać dymisji ministra finansów Mirosława Gronickiego, jeśli nie wycofa się on z wprowadzenia podwyżki podatku akcyzowego na olej opałowy.
- Sprzeciw w parlamencie wobec rozporządzenia ministra jest faktycznie bardzo silny i nie obejmuje jedynie posłów opozycji.
- Pozostaje pytanie, czy minister finansów będzie czekał na to, aż posłowie zadecydują o jego przyszłości, czy raczej sam poda się wcześniej do dymisji.
- Premier Marek Belka zdecydował o opóźnieniu wprowadzenia w życie podwyżki akcyzy (z 15 czerwca na 1 sierpnia), a sejmowa komisja finansów publicznych przygotowała projekt ustawy, która w ogóle blokuje tę podwyżkę. Do pewnego stopnia powinno to zmniejszyć presję na ministra finansów.

Walka z szarą strefą poprzez podwyżkę podatków

- Pod hasłem walki z szarą strefą minister finansów podwyższa akcyzę na olej opałowy i gaz płynny.
- Trudno jednak nie odnieść wrażenia, że bardzo istotny dla ministra finansów był argument fiskalny. Podwyżka ma przynieść budżetowi w tym roku ok. 1,3 mld (bez uwzględnienia działań osłonowych, których szczegółów jeszcze nie znamy).
- Minister Gronicki stwierdził: „dochody z tego tytułu założyliśmy już w budżecie na ten rok”. Jednak założenie to wydaje się być dość nowe gdyż w ustawie budżetowej nie było o tym mowy. Czyżby szara strefa w tym sektorze była nowym zjawiskiem?
- Wpływy z wyższej akcyzy (oraz wyższe od przewidywanych dywidendy) mają zalepić dziurę spowodowaną mniejszymi od spodziewanych dochodów z VAT (szczegóły poniżej).

(Niewielka) dziura w przychodach z podatków pośrednich

- Po kwietniu deficyt budżetowy wyniósł 13,9 mld zł czyli blisko 40% planu rocznego. Było to nieco lepiej niż oczekiwano.
- Naszym zdaniem najbardziej istotne były dane dotyczące przychodów z podatków pośrednich, gdyż ich wykonanie rozzaczarowało w marcu i można oczekiwać dalszych trudności przy nieco wolniejszym wzroście gospodarczym.
- Na pierwszy rzut oka dochody z podatków pośrednich w kwietniu były dość kiepskie (spadek o ponad 4% r/r), ale należy pamiętać, że roczna stopa wzrostu znalazła się pod wpływem wysokiego efektu bazy statystycznej (wysokie dochody przez akcesją do UE).
- W ujęciu nominalnym dochody z podatków pośrednich wyniosły 9,4 mld zł, co nie może być traktowane jako bardzo zły rezultat. Choć zapewne jakaś dziura w przychodach z VAT w tym roku wystąpi. Całkowite dochody spadły o 4,2% r/r.

Czy będzie większość po wyborach?

- Wyniki sondaży nie są jednoznaczne jeśli chodzi o możliwość stworzenia większościowej koalicji PO i PiS.
- Według sondażu PBS łączny wynik (37%) jest jednym z najniższych w ostatnich dwóch latach i oznaczałaby zaledwie 211 miejsc w Sejmie, czyli o 20 za mało aby mieć większość.
- Z kolei sondaż GFK Polonia jest pierwszym od jakiegoś czasu wskazującym większość dla koalicji PO-PiS. Po części dzięki temu, że do parlamentu wchodzi mniej partii.
- W obydwu sondażach PiS prowadzi, co oznacza większy wpływ tej partii na kształtowanie programu gospodarczego rządu. PiS nie chce szybkiego wejścia do strefy euro.
- Pamiętajmy, że do wyborów wciąż dużo czasu i wszystko jeszcze może się zmienić gdyż sporo jest niezdecydowanych.

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Marek Belka, premier RP

PAP, 24 maja

Niewątpliwie odrzucenie traktatu konstytucyjnego osłabiłoby pozycję Francji w UE, ale trudno mi wyobrazić sobie, żeby to miało wpływ na nasze plany wejścia do strefy euro. [...] Uważam, że czarne scenariusze gwałtownej reakcji rynków są mało realistyczne.

PAP, 30 maja

Możemy spekulować, czy euro zacznie się osłabiać do dolara czy nie (...) ale nie ma mądrych na krótkotrwałe fluktuacje. Tak naprawdę nie wiemy jakie będą skutki tego wydarzenia. (...) W naszej ocenie należy kontynuować proces ratyfikacji. Rząd opowiada się za kontynuowaniem ratyfikacji w Polsce.

Mirosław Gronicki, minister finansów

PAP, 30 maja

Odrzucenie przez Francuzów Traktatu Konstytucyjnego UE nie powinno mieć istotnego wpływu na kurs złotego. Nie wpłynie także na wejście Polski do strefy euro. To są zupełnie inne procedury. „Nie” francuskie dotyczyło konstytucji, czyli kwestii politycznej. Natomiast wejście Polski do strefy euro jest kwestią bardziej finansową, regulowaną innymi przepisami. (...) Nie sądzę, żeby w najbliższym czasie można było oczekiwać jakiś większych ruchów złotego.

Mirosław Gronicki, minister finansów

PAP, 30 maja

Jeżeli dobrze pójdzie, to (inflacja spadnie) poniżej jednego procenta w lipcu. Będzie to najniższy poziom w całym 2005 roku. Roczna [średnioroczna inflacja 2005 r.] w tej chwili zamyka się na poziomie 1,9%, ale może być niżej.

Mirosław Gronicki, minister finansów

Reuters, 14 maja

Splata zadłużenia jest tylko jednym z elementów. Polskie fundamenty są na tyle dobre, że jeżeli ryzyka polityczne zostaną wyeliminowane po wyborach, to Polska ma duże szanse, by rating poszedł w górę.

Jacek Socha, minister skarbu

Reuters, 19 maja

Te 5,7 mld [plan prywatyzacyjny na ten rok] to jest ambitna wartość jak na rok wyborczy, ale łącznie z dywidendami, które otrzyma skarb państwa, być może ten cel osiągniemy. W tym roku rząd spodziewa się dywidend ze spółek, w których skarb państwa ma udziały, na poziomie 2 mld zł., czyli czterokrotnie większym niż zakładany.

Lech Kaczyński, kandydat PiS na prezydenta RP

Reuters, 8 czerwca

Jestem zwolennikiem tego, żeby w polityce obywatele wolnego państwa mieli prawo do prawdy. A prawda jest niewątpliwie taka, że własna waluta jest niezwykle istotnym atrybutem suwerenności. Ja nie wykluczam wprowadzenia euro, nie mówię jednoznacznie: nie. (...) Biorąc pod uwagę, że mamy rok 2005 to raczej nie ta dekada. Chociaż jeszcze raz powtarzam, że nie mówię nie.

Kazimierz Marcinkiewicz, PiS

PAP, 7 czerwca

Chcielibyśmy osiągnąć wskaźniki z Maastricht w ciągu czterech lat. Jeśli chodzi o przystąpienie do strefy euro pracujemy nad kryteriami i przystąpimy wtedy, gdy będzie to najbardziej korzystne. Chcemy pokazać jakie warunki, jakie realne kryteria muszą być spełnione, aby było to korzystne. Nie jest tak, że korzystne dla Polski jest szybkie przystąpienie do euro. Zmierzamy do obniżenia deficytu poniżej 3 proc. PKB przy uzyskaniu niskiej inflacji (...) Na razie dług publiczny możemy jedynie podtrzymać i w perspektywie będziemy go obniżać.

Komentarz

Zgodnie z przewidywaniami premiera Belki (i naszymi), rynki finansowe nie zareagowały gwałtownie na francuskie NIE w referendum. Nie było nawet widać znaczącego pośredniego wpływu na kurs złotego poprzez zmianę kursu krzyżowego euro do dolara. Nawet jednak zniżkowanie europejskiej waluty nie spowodowało osłabienia złotego do koszyka dwóch walut, choć stracił on nieco do dolara. Jednak już na początku czerwca widoczny jest trend aprecjacji polskiej waluty. Tak więc katastroficzne wizje kryzysów walutowych w nowych krajach członkowskich nie spełniły się.

Zgadzamy się z tezą wypowiedzianą przez przedstawicieli polskiego rządu, że wynik referendum nie będzie miał decydującego wpływu na perspektywy wprowadzenia w Polsce euro. W tym względzie znacznie bardziej istotne będą decyzje w zakresie krajowej polityki gospodarczej i spełnienie przez nas kryteriów z Maastricht. O determinacji władz do obniżenia deficytu budżetowego w najbliższych latach dowiemy się jednak dopiero pod koniec tego roku. Z wypowiedzi przedstawicieli Prawa i Sprawiedliwości (szczegóły poniżej) wynika jednak, że obniżenie deficytu do poniżej 3% PKB nie musi być jednoznaczne z chęcią przystąpienia do strefy euro.

Zastanawiać się można jakie będą inne skutki odrzucenia traktatu konstytucyjnego. Pojawiają się bowiem wątpliwości co do uzyskania kompromisu odnośnie budżetu UE na lata 2007-13. Istnieje również ryzyko usztywnienia stanowiska Francji w sprawie dyrektywy usługowej.

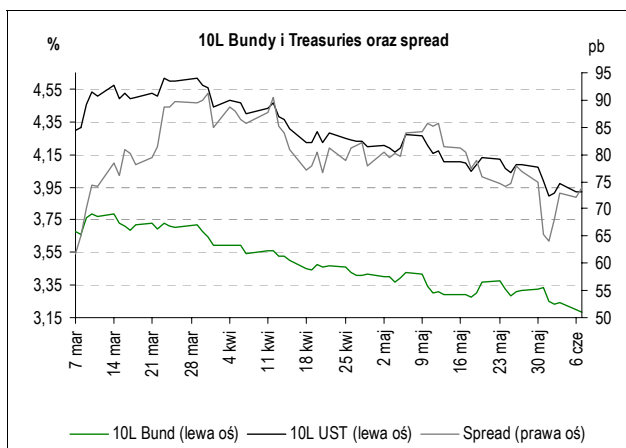
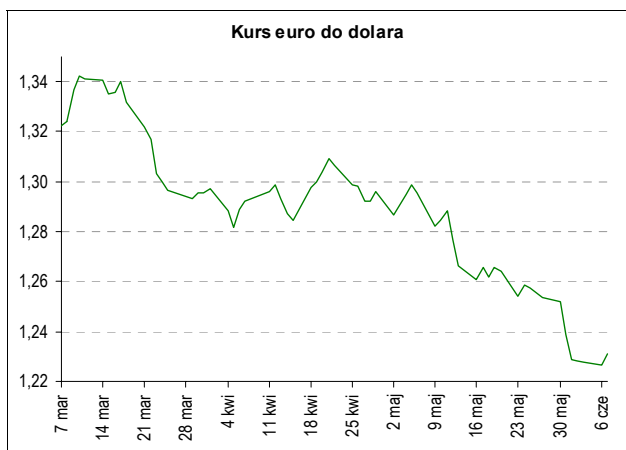
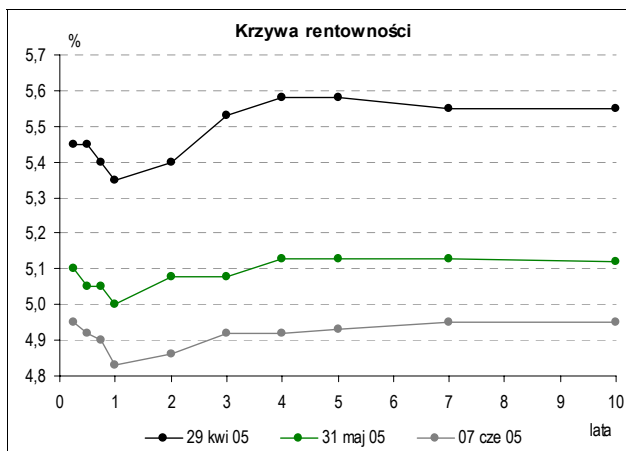
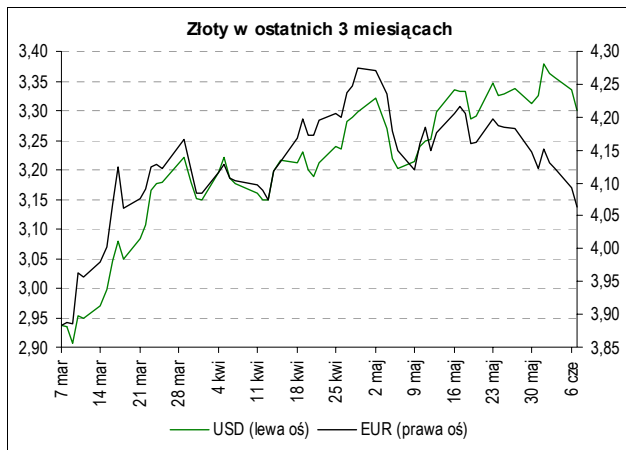
Minister Finansów przedstawił dość optymistyczny scenariusz inflacji. Nasze prognozy zakładają 1,5% w lipcu i nieco powyżej 2% średnio w 2005 roku. Minister finansów najwyraźniej wciąż ma nadzieję, że przyszłoroczny budżet nie będzie obciążony kosztami waloryzacji. W takiej sytuacji deficyt budżetowy mógłby zostać obniżony o dodatkowe 4,5 mld zł w 2006 r. Oczywiście byłaby to tylko chwilowa ulga, gdyż w kolejnym roku musiałaby mieć miejsce waloryzacja (na znacznie większą skalę). Ale to byłby już problem nowego ministra.

Trudno nie zgodzić się z twierdzeniem że jeśli ryzyko polityczne zniknie a nowy rząd będzie kontynuował obniżanie deficytu, to jest szansa na podwyższenie ratingu Polski. Według S&P reformy wprowadzone przez nowe kraje członkowskie uczynią ich finanse publiczne strukturalnie bardziej odpornymi. Tymczasem jednak S&P obniżyło ocenę ratingową zadłużenia w walucie krajowej Węgier.

Przychody z prywatyzacji w tym roku stoją pod dużym znakiem zapytania, co wynika z opóźnienia prywatyzacji PGNiG na wrzesień. Biorąc pod uwagę kalendarz wyborczy jest możliwe, że prywatyzacja w tym roku w ogóle się nie odbędzie. Wówczas minister finansów będzie musiał znaleźć inne źródła finansowania deficytu, choć niekoniecznie oznaczałoby to zwiększoną podaż papierów na polskim rynku gdyż nie do końca zostały wykorzystane możliwości (duży popyt) emisji euroobligacji na rynkach zagranicznych.

Przy różnych okazjach przedstawiciele Prawa i Sprawiedliwości wyrażają swoje wątpliwości odnośnie wejścia Polski do strefy euro. Co ciekawe niechęć PiS-u do pośpiechu w zastąpieniu złotego wspólną europejską walutą nie wynika z niechęci do spełnienia koniecznych do tego kryteriów. Z wypowiedzi Kazimierza Marcinkiewicza wynika bowiem, że istnieje w PiS-ie zrozumienie, że niski deficyt budżetowy i niska inflacja są korzystne dla rozwoju gospodarczego w długim okresie. Co więcej, PiS będzie dążył do obniżenia deficytu budżetowego poniżej 3% PKB w trakcie kadencji następnego parlamentu oraz do obniżenia w dalszej perspektywie długu publicznego, choć uniknąć chce cięć socjalnych a skupić się na obniżce wydatków administracyjnych i obniżce podatków. Spełnienie kryterium z Maastricht do roku 2008 gwarantowałoby zatem wejście do strefy euro w roku 2010. Jednak kandydat PiS na prezydenta, Lech Kaczyński twierdzi, że nie nastąpi to raczej w tej dekadzie, co wynika z przyczyn bardziej „fundamentalnych”. Mówi on bowiem o walucie jako „atrybucie suwerenności”. Według badań z końca ubiegłego roku polskie społeczeństwo również jest nieco sceptyczne jeśli chodzi o przyjęcie wspólnej waluty. Cóż, być może właśnie dlatego PiS wybrał takie stanowisko przed wyborami parlamentarnymi. Ciekawe czy łatwo będzie ich przekonać do zmiany zdania po wyborach. Korzyści i koszty przystąpienia Polski do strefy euro szczegółowo opisuje raport NBP opublikowany w lutym ubiegłego roku.

Monitor rynku



Źródło: Reuters, BZ WBK

Mocny złoty z ministrem w tle

▪ W minionym miesiącu złoty był pod presją czynników zewnętrznych, natomiast wydarzenia krajowe miały na niego mieszany wpływ. Złoty tracił do głównych walut, gdy EURUSD przebił istotne techniczne linie wsparcia, co wzmocnione było pod koniec maja przez porażkę referendum w Europie. Dane z realnej gospodarki Polski miały przeciwny wpływ na złotego. Słabe dane o PKB wywołały napływ kapitału na polski rynek stopy procentowej, co ostatecznie osłabiło kurs euro do złotego na początku czerwca się poniżej 4,1, notując miesięczny wzrost do tej waluty o 1,64%. Wobec dolara złoty osłabił się o 3%.

▪ Wciąż uważamy, że w czerwcu i lipcu możliwy jest spadek EURPLN do poziomu 4,0. Sprzyjać temu będzie zapewne stabilizacja polityczna. Jednak pojawił się czynnik ryzyka w postaci możliwości odwołania ministra finansów.

Po wzrostach stabilizacja

▪ W połowie maja ceny obligacji były skorelowane z notowaniami złotego, co skutkowało wzrostem ich rentowności. Negatywny wpływ oczekiwania na głosowania w Europie neutralizowany był przez systematyczny wzrost cen obligacji za granicą. Dopiero dane o PKB wywołały znaczny ruch w dół na polskiej krzywej, która znalazła poziom równowagi na poziomie 5%. Kontakty FRA zwiększyły zasięg rynkowych oczekiwań na obniżki stóp do 75 pb w horyzoncie pół roku, gdyż FRA 6x9 spadło do poziomu 4,70%.

▪ W związku z tym, że ruch rentowności polskich obligacji już się dokonał w maju po kiepskich danych o inwestycjach, należy się, naszym zdaniem, spodziewać stabilizacji notowań papierów w najbliższym miesiącu przed posiedzeniem RPP. Jednak przy wciąż mocnych rynkach bazowych nie można wykluczyć spadku rentowności do historycznych minimów na poziomie 4,8%.

Większe szanse na wzrost niż dalszy spadek

▪ Przez pierwszą część miesiąca spadek kursu EURUSD był determinowany przez siłę dolara, który przebił istotny techniczny poziom 1,276 po danych o mniejszym deficycie handlowym w USA. Na przełomie maja i czerwca umocnienie dolara związane było z oczekiwaniem na referendum we Francji i Holandii oraz konsekwencjami ich negatywnego wyniku. Pasma słabych danych z USA (ISM, zatrudnienie) zdołało jedynie zapobiec dalszym spadkom euro z poziomu 1,22-1,23. W ciągu całego miesiąca dolar zyskał do wspólnej waluty 4,5%.

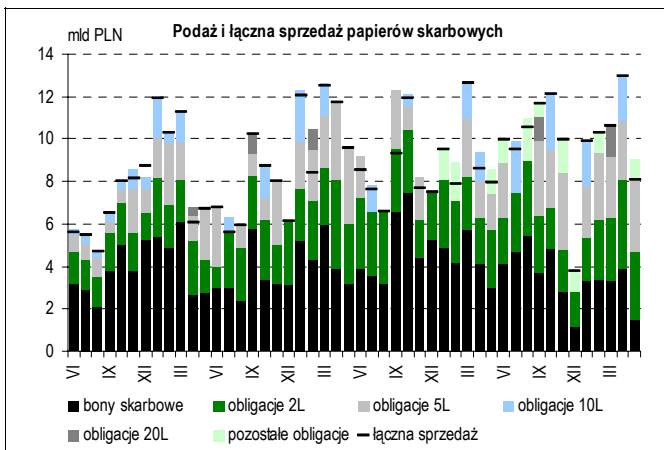
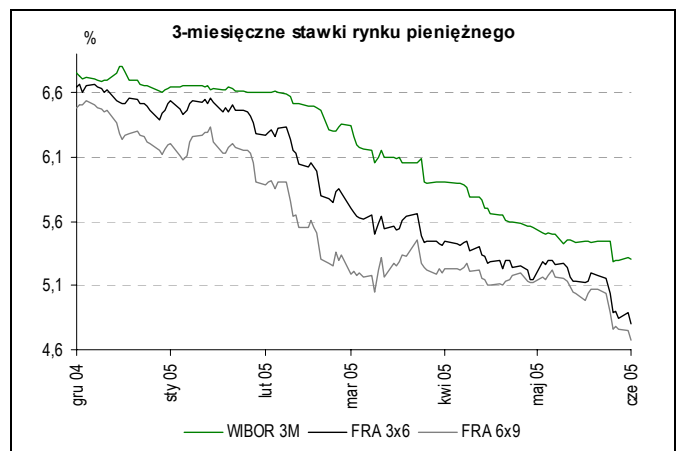
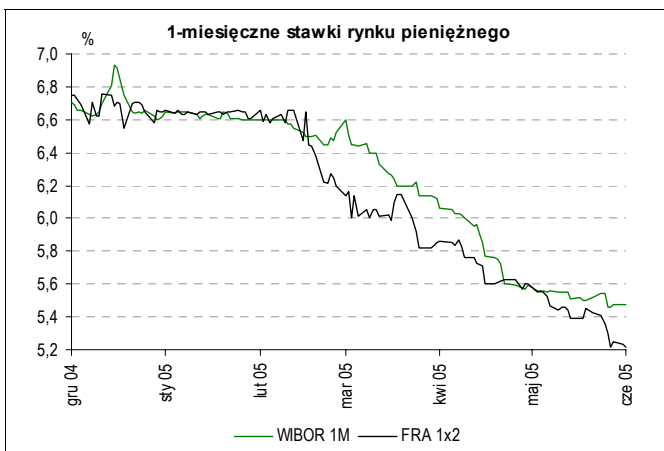
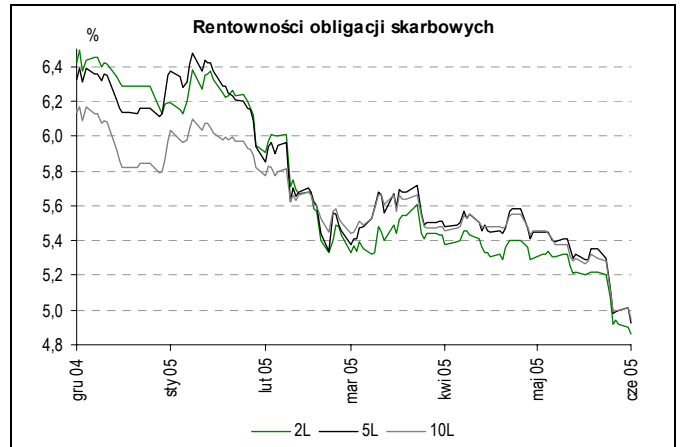
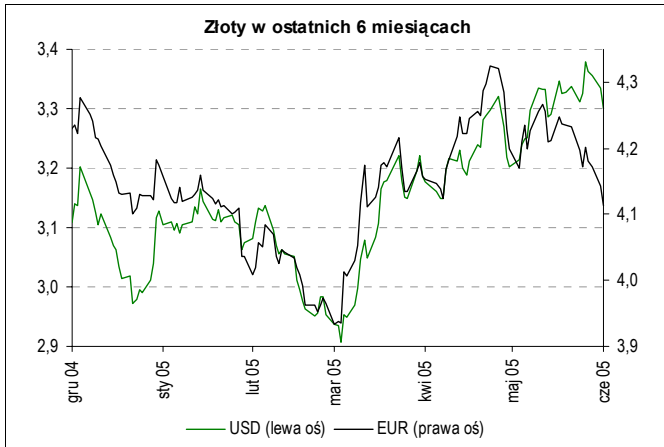
▪ Przez najbliższy miesiąc rynek EURUSD kształtował się będzie w zależności od kondycji euro. Uważamy, że sentyment dla wspólnej waluty będzie się systematycznie poprawiał, co powinno umożliwić jej powrót do ostatnich technicznych poziomów 1,245-1,25, gdzie spodziewana jest ponowna konsolidacja.

Wąskie pasmo wahań do Fed-u

▪ W minionym miesiącu rentowności obligacji w USA obniżyły się o blisko 40 pb (do ok. 3,9%) w związku z brakiem obaw rynku o wzrost inflacji oraz sygnałem ze strony przedstawiciela Fed o możliwym końcu cyklu podwyżek stóp. Rentowności papierów w Europie spadły (10-letni Bund – 3,20%) z powodu kiepskich danych gospodarczych oraz systematycznego obniżania prognoz rozwoju na następne kwartały. Na skutek gwałtownego spadku rentowności w Polsce spread 5/5l między krzywą polską a euro obniżył się do 80 pb ze 100 pb miesiąc wcześniej.

▪ Rentowności długoterminowych obligacji w USA zapewne będą się wahać w najbliższym miesiącu (do posiedzenia Fed 30 VI) między minimum 3,8% osiągniętym po danych z rynku pracy oraz obecnie mocnym oporem 4%. Jednak konsekwentna postawa Fed i kontynuacja cyklu podwyżek mogą wywołać wybicie w górę.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	13-tyg.	52-tyg.	Suma
16.05.2005	-	600/600	600/600
23.05.2005	-	400/400	400/400
30.05.2005	-	500/500	500/500
razem maj	-	1 500 / 1 500	1 500 / 1 500
06.06.2005	-	600/600	600/600
13.06.2005	-	600 - 900	600 - 900
20.06.2005	-	600 - 900	600 - 900
27.06.2005	100	600 - 900	700 - 1 000
razem czerwiec*	100	2 400 - 3 300 / 600	2 500 - 3 400 / 600

* na podstawie szacunków Ministerstwa Finansów.

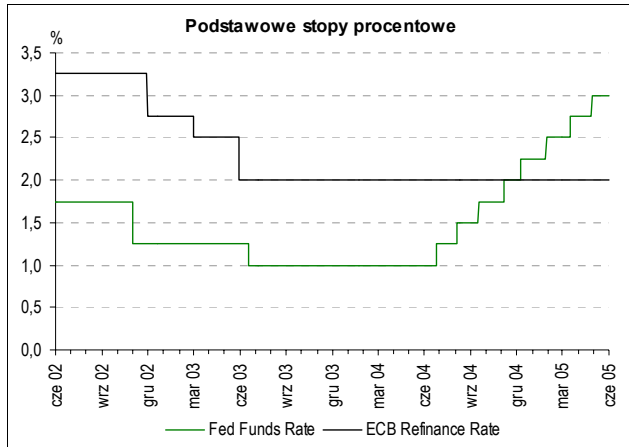
Przetargi obligacji skarbowych w 2005 r. (mln zł)

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	0	18.05*	PS0310	3 360	3 360
czerwiec	01.06*	OK0807	3 000	3 000	08.06	WZ0911	1 200	-	15.06	PS0310	2 500 - 3 000	-
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

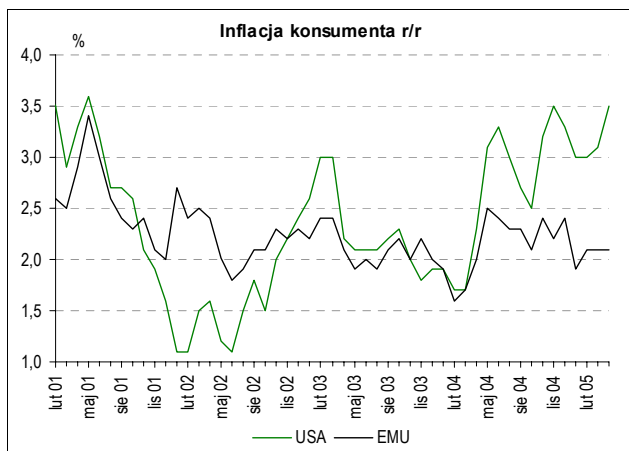
Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy

**Banki centralne podkreślają niski poziom stóp**

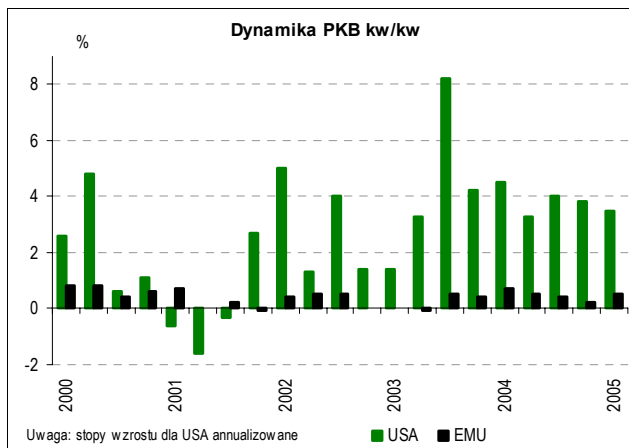
▪ EBC, jak oczekiwano, pozostawił stopy na niezmiennym poziomie 2% na spotkaniu 2 czerwca. Szef EBC Trichet powtórzył swoje przekonanie, że stopy w strefie euro są na właściwym poziomie i podkreślił konieczność zachowania czujności odnośnie inflacji. Odmówił komentarza w sprawie głosowania nad obniżką stóp na posiedzeniu.

▪ Fed pokazał w raporcie z ostatniego posiedzenia, że zanotował ostatnio „zauważalny wzrost” we wskaźnikach inflacji oraz, że rosną ryzyka wynikające z rosnących cen. Raport przyznał, że miały miejsce sygnały spowolnienia gospodarczego, ale jego autorzy są przekonani, że są one „przejściowe” i Fed nie powinien reagować na słabe dane, gdyż ekspansja ma solidne podstawy. Raport nie pozostawił wątpliwości, że Fed zamierza w dalszym ciągu podnosić stopy, gdyż ich poziom jest wciąż za niski.

**Inflacja bazowa w USA ponownie zaskakuje**

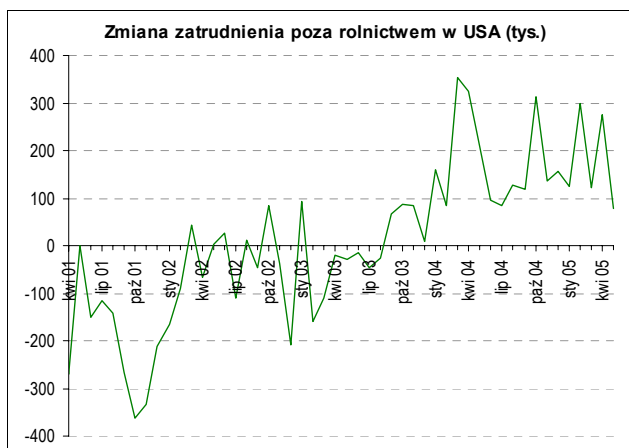
▪ Roczny wzrost cen w strefie euro zwołał do 2,0% w maju z 2,1% w kwietniu, według wstępnych szacunków inflacji. Wysokie ceny ropy spowodowały wzrost cen konsumpcyjnych w strefie euro o 2,1% r/r w kwietniu. Inflacja w strefie euro wzrosła o 0,4% m/m w ostatnim miesiącu. Roczna inflacja była stabilna wobec marca i lutego oraz względem kwietniowych pierwotnych danych szacunkowych.

▪ Rosnące ceny żywności i energii sprawiły, że CPI w USA wzrósł o 0,5% w kwietniu, ale indeks bazowy pozostał bez zmian. Wzrost CPI był nieco wyższy niż oczekiwania 0,4%, ale analitycy przewidywali, że ceny po wyłączeniu żywności i energii wzrosną o 0,2%. W ujęciu rocznym ceny konsumpcyjne wzrosły o 3,5%. Inflacja netto wyniosła 2,2% za ostatnie 12 miesięcy.

**Rewizja w USA mocno w górę, w Europie nieco w dół**

▪ Wzrost PKB w strefie euro był słabszy niż oczekiwano w I kw. 2005, ponieważ Eurostat zrewidował w dół swoje szacunki PKB do 1,3% r/r. Eurostat wcześniej ocenił wzrost w I kw. 2005 na poziomie 1,4% r/r. W ostatnim kwartale 2004 roku PKB rozwijało się w tempie 1,6%. W ujęciu kwartalnym wzrost pozostał na poziomie 0,5%. Poza tym, Komisja Europejska obniżyła prognozę wzrostu na II kw. o 0,1% do 0,1-0,5% w okresie kwiecień-czerwiec, ale utrzymała szacunki 0,2-0,6% na III kw.

▪ Rewizja w górę wzrostu gospodarczego w USA za I kw. była nieco gorsza od oczekiwań (3,6%) i wyniosła 3,5% kw/kw wobec pierwotnych szacunków 3,1%. Większość rewizji była odbiciem mniejszego deficytu handlowego. Deflator PKB został zrewidowany nieco w dół do 3,2%, ale preferowany przez Fed deflator PCE pozostał bez zmian na poziomie 2,2%.

**Rynek pracy tym razem poniżej oczekiwań**

▪ Pracodawcy w USA stworzyli jedynie 78 tys. miejsc pracy w ostatnim miesiącu, dużo mniej niż oczekiwano. Był to najniższy przyrost zatrudnienia od sierpnia 2003 roku oraz znacznie poniżej oczekiwań analityków wynoszących 185 tys. Stopa bezrobocia spadła do 5,1% z 5,2% miesiąc wcześniej, najniższego poziomu od września 2001. Dane o zatrudnieniu za kwiecień pozostały bez zmian, natomiast wyniki marcowe obniżono o 24 tys. do 122 tys.

▪ Wskaźnik zaufania Instytutu IFO w niemieckiej gospodarce nieoczekiwanie spadł w maju do najniższego poziomu od prawie dwóch lat, gdyż spadek oczekiwań przeważał nad poprawą oceny bieżących uwarunkowań. Indeks IFO spadł czwarty miesiąc z rzędu do 92,9 z 93,3 w kwietniu. Indeks ZEW, publikowany przed indeksem IFO spadł do 13,9 w maju, najniższego poziomu od pół roku.

Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
30 maj <i>POL: Aukcja bonów skarbowych</i>	31 <i>POL: Bilans płatniczy (III)</i> EMU: Podaż pieniądza (IV) EMU: Koniunktura (V) EMU: Wstępny HICP (V)	1 czerwca <i>POL: Aukcja 2-letnich obligacji</i> USA: ISM dla przemysłu (V)	2 EMU: Ceny producenta (IV) EMU: Spotkanie EBC - decyzja USA: Zamówienia na dobra trwałe (IV) USA: Zamówienia w gospodarce (IV)	3 USA: Zatrudnienie (V) USA: ISM poza przemysłem (V)
6 <i>POL: Aukcja bonów skarbowych</i>	7	8 <i>POL: Aukcja obligacji o zmiennie-kuponowych (WZ)</i> USA: Zapasy hurtowe (IV)	9 GB: Posiedzenie BoE – decyzja	10 USA: Ceny importowe (V) USA: Handel zagraniczny (IV) USA: Wykonanie budżetu (V)
13 <i>POL: Aukcja bonów skarbowych</i>	14 <i>POL: Ceny konsumenta (V)</i> <i>POL: Podaż pieniądza (V)</i> USA: Ceny producenta (V) USA: Sprzedaż detaliczna (V)	15 <i>POL: Aukcja 5-letnich obligacji</i> <i>POL: Płace brutto (V)</i> <i>POL: Zatrudnienie (V)</i> USA: Zapasy w gospodarce (IV) USA: Ceny konsumenta (V) USA: Napływ kapitału netto (IV) USA: Produkcja przemysłowa (V) USA: Beżowa księga	16	17 <i>POL: Ceny producenta (V)</i> <i>POL: Produkcja przemysłowa (V)</i> EMU: Produkcja przemysłowa (IV) USA: Saldo na rachunku obrotów bieżących (I kw.) USA: Wstępny indeks Michigan (VI)
20 <i>POL: Aukcja bonów skarbowych</i> USA: Wskaźniki wyprzedzające (V)	21 <i>POL: Sprzedaż detaliczna (V)</i> <i>POL: Bezrobocie (V)</i> GER: Indeks ZEW (VI)	22 <i>POL: Koniunktura (VI)</i> <i>POL: Inflacja bazowa (V)</i> EMU: Bilans handlowy (IV) EMU: Zamówienia w przemyśle (IV)	23	24 USA: Zamówienia na dobra trwałe (V)
27 <i>POL: Aukcja bonów skarbowych</i> GER: Indeks IFO (VI) EMU: Saldo na rachunku obrotów bieżących (IV)	28 EMU: Podaż pieniądza (V) USA: Zaufanie konsumentów (VI)	29 <i>POL: Spotkanie RPP - decyzja</i> USA: PCE netto (I kw.) USA: Finalny PKB (I kw.)	30 <i>POL: Saldo na rachunku obrotów bieżących (IV)</i> EMU: Koniunktura (VI) USA: Spotkanie FOMC - decyzja	1 lipca USA: ISM dla przemysłu (VI)
4 <i>POL: Aukcja bonów skarbowych</i> EMU: Ceny producenta (V)	5 EMU: Sprzedaż detaliczna (V) USA: Zamówienia w gospodarce (V)	6 USA: ISM poza przemysłem (VI)	7 GB: Spotkanie BoE – decyzja EMU: Spotkanie EBC - decyzja	8 USA: Zatrudnienie (VI) USA: Zapasy hurtowe (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*	-	-	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
Płace 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	11	12	-	-	-
Podaż pieniądza	14	14	14	14	13	14	14	12	14	-	-	-
Bilans NBP	7	7	7	7	6	7	7	5	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

		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	cze 05
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,2	15,8	6,0	13,7	9,5	3,5	11,4	6,8	4,6	2,3	-3,7	-1,0	1,7	10,8
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	4,0	8,6	10,9	9,6	8,8	4,0	4,4	2,8	7,5	2,4	-0,3	-14,4	9,0	6,5
Stopa bezrobocia	%	19,5	19,4	19,3	19,1	18,9	18,7	18,7	19,1	19,5	19,4	19,3	18,8	18,3	18,2
Place brutto ^{b c}	% r/r	4,4	4,5	3,6	5,1	3,7	2,4	2,7	3,2	2,6	1,4	2,2	1,8	2,7	3,0
Zatrudnienie ^b	% r/r	-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	2,0
Eksport (w euro) ^d	% r/r	23,8	35,0	13,8	22,1	18,0	15,5	29,7	20,5	32,5	23,2	10,1	7,4	13,2	6,8
Import (w euro) ^d	% r/r	16,8	33,7	9,1	22,0	18,9	15,3	23,6	15,7	20,3	25,4	5,3	-4,3	17,5	14,5
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-248	-192	-486	-314	-345	-265	-255	-501	126	-110	-334	-269	-521	-668
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-627	-336	-734	253	-383	75	176	-163	81	-30	67	-59	-431	-498
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-1,8	-1,9	-2,0	-1,8	-2,0	-2,1	-1,8	-1,5	-1,4	-1,4	-1,1	-0,8	-0,7	-0,8
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-15,3	-19,9	-23,2	-25,9	-29,0	-30,8	-33,8	-41,5	-1,6	-8,8	-12,3	-13,9	-18,6	-22,0
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu	36,9	47,9	55,9	62,3	69,8	74,1	81,4	100,0	4,5	25,2	35,2	39,6	53,0	62,8
Inflacja (CPI)	% r/r	3,4	4,4	4,6	4,6	4,4	4,5	4,5	4,4	3,7	3,6	3,4	3,0	2,4	1,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	9,6	9,1	8,6	8,5	7,9	7,6	6,7	5,2	4,5	3,2	2,2	0,8	-0,2	0,3
Podaż pieniądza (M3)*	% r/r	6,4	7,2	6,8	7,4	6,5	10,5	6,4	8,7	9,3	9,4	11,0	10,0	11,5	10,8
Zobowiązania*	% r/r	6,2	6,9	6,4	7,6	6,6	11,5	6,5	8,1	8,4	8,7	10,4	8,7	10,2	10,1
Należności*	% r/r	6,1	5,7	4,6	5,2	4,2	9,5	4,0	2,9	3,7	2,2	4,4	4,9	6,7	7,3
USD/PLN	PLN	3,93	3,78	3,64	3,64	3,58	3,46	3,28	3,09	3,11	3,06	3,04	3,21	3,29	3,32
EUR/PLN	PLN	4,72	4,59	4,47	4,43	4,37	4,32	4,26	4,14	4,08	3,99	4,02	4,16	4,18	4,08
Stopa interwencyjna ^a	%	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	5,25
WIBOR 3M	%	5,99	5,91	6,34	6,58	7,12	6,89	6,81	6,72	6,63	6,54	6,15	5,78	5,48	5,30
Stopa lombardowa ^a	%	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	6,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,65	6,79	7,15	7,24	7,38	7,00	6,81	6,44	6,28	5,95	5,51	5,36	5,19	4,90
Rentowność obligacji 2L	%	7,41	7,44	7,80	7,66	7,51	7,04	6,81	6,39	6,24	5,82	5,43	5,39	5,27	4,90
Rentowność obligacji 5L	%	7,57	7,50	7,79	7,65	7,33	7,03	6,78	6,29	6,31	5,80	5,56	5,50	5,38	5,00
Rentowność obligacji 10L	%	7,32	7,27	7,44	7,36	6,96	6,75	6,43	6,02	5,98	5,72	5,57	5,49	5,36	5,00

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). Od stycznia 2005 tabela przedstawia dynamiki w ujęciu porównywalnym z obecną metodologią; w poprzednich miesiącach dynamiki odpowiadają danym w starym ujęciu – nie są więc w 100% porównywalne.

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2002	2003	2004	2005	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05
PKB	mld PLN	781,1	814,7	885,3	939,6	204,1	216,3	219,2	245,7	218,5	228,1	232,3	262,7
PKB	% r/r	1,4	3,8	5,4	3,8	7,0	6,1	4,9	4,0	2,1	3,0	4,3	5,3
Popyt krajowy	% r/r	0,9	2,6	5,0	3,4	6,0	5,8	5,2	3,3	1,1	2,2	4,2	5,5
Spożycie indywidualne	% r/r	3,3	3,1	3,4	2,5	4,1	4,0	3,6	1,9	1,7	1,5	3,0	4,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-5,8	-0,9	5,3	7,9	3,7	3,9	4,3	7,4	1,0	7,0	10,0	10,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,1	8,4	12,3	5,1	19,0	16,4	9,2	6,2	0,7	3,7	7,1	9,0
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,9	3,6	7,1	2,1	13,6	11,3	4,0	1,1	-0,4	-2,7	4,0	7,3
Stopa bezrobocia ^a	%	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 ^c	% r/r	1,5	2,0	0,8	0,9	3,8	1,6	-0,5	-1,5	-1,3	0,2	2,1	2,7
Eksport (w euro) ^b	% r/r	6,0	9,1	21,9	12,1	19,3	29,1	17,6	21,8	20,8	9,1	10,0	10,0
Import (w euro) ^b	% r/r	3,5	3,3	19,1	11,9	12,6	29,3	16,3	18,2	15,7	8,5	12,0	12,0
Bilans handlowy ^b	mld EUR	-7 701	-5 077	-4 510	-4 884	-909	-1 438	-1 148	-1 015	-318	-1 459	-1 616	-1 491
Rachunek bieżący ^b	mld EUR	-5 404	-4 109	-2 959	-3 201	-654	-1 530	-868	93	118	-989	-1 212	-1 118
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,7	-2,2	-1,5	-1,4	-1,7	-1,9	-2,0	-1,5	-1,1	-0,8	-0,9	-1,4
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	2,3	1,6	3,3	4,5	4,4	3,6	2,3	1,6	1,6
Inflacja ^a	% r/r	0,8	1,7	4,4	1,6	1,7	4,4	4,4	4,4	3,4	1,7	1,6	1,6
Ceny produkcji	% r/r	1,0	2,6	7,0	1,4	4,4	8,8	8,3	6,5	3,3	0,3	0,5	1,6
Podaż pieniądza (M3)* ^a	% r/r	-2,0	5,6	8,7	10,0	5,7	7,2	6,5	8,7	11,0	10,8	12,3	10,0
Zobowiązania* ^a	% r/r	-4,1	3,7	8,1	9,3	4,8	6,9	6,6	8,1	10,4	10,1	11,6	9,3
Należności* ^a	% r/r	5,2	8,1	2,9	10,0	6,1	5,7	4,2	2,9	4,4	7,3	9,4	10,0
USD/PLN	PLN	4,08	3,89	3,65	3,20	3,82	3,89	3,62	3,27	3,07	3,27	3,30	3,14
EUR/PLN	PLN	3,85	4,40	4,53	4,08	4,78	4,69	4,43	4,24	4,03	4,14	4,12	4,03
Stopa interwencyjna ^a	%	6,75	5,25	6,50	5,25	5,25	5,25	6,50	6,50	6,00	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	9,09	5,69	6,21	5,62	5,47	5,87	6,68	6,81	6,44	5,52	5,25	5,25
Stopa lombardowa ^a	%	8,75	6,75	8,00	6,75	6,75	6,75	8,00	8,00	7,50	6,75	6,75	6,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	8,18	5,33	6,50	5,24	5,75	6,24	7,26	6,75	5,91	5,15	5,00	4,90
Rentowność obligacji 2L	%	7,94	5,38	6,89	5,28	6,28	6,86	7,66	6,75	5,83	5,19	5,10	5,00
Rentowność obligacji 5L	%	7,86	5,61	7,02	5,42	6,67	7,10	7,59	6,70	5,89	5,29	5,20	5,30
Rentowność obligacji 10L	%	7,34	5,77	6,84	5,41	6,70	7,00	7,25	6,40	5,76	5,29	5,20	5,40

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

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

* Od stycznia 2005 NBP zmienił metodologię danych monetarnych. Dla roku 2005 tabela przedstawia dynamiki w ujęciu porównywalnym z obecną metodologią. W latach wcześniejszych dynamiki odpowiadają danym w starym ujęciu – nie są więc w 100% porównywalne.

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 08.06.2005 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.

