

W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Pod lupą: Bank centralny	5
Pod lupą: Rząd i polityka	7
Monitor rynku	9
Przegląd międzynarodowy	11
Kalendarz makroekonomiczny	12
Dane i prognozy ekonomiczne	13

Maciej Reluga
Główny Ekonomista
(22) 586 8363

Piotr Bielski
(22) 586 8333

Piotr Bujak
(22) 586 8341

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Okresowe wahania nastrojów

W ubiegłym miesiącu napisaliśmy w tym miejscu, że „średnioterminowe perspektywy gospodarki nie są aż tak negatywne jak mogłyby sugerować ostatnie dane”. Wystarczyło kilka publikacji danych za czerwiec aby uwierzyli w to również inni uczestnicy rynku. Wyniki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej przerosły oczekiwania większości analityków, bardzo dobre były dane z rynku pracy, a badania koniunktury (również te przygotowywane w banku centralnym) potwierdziły ożywienie w gospodarce. W rezultacie publikacji danych ekonomicznych polski rynek stopy procentowej zanotował znaczne osłabienie, któremu sprzyjały również rosnące rentowności na rynkach światowych. Tak więc po znaczących spadkach rentowności w wyniku czerwcowej decyzji Rady Polityki Pieniężnej, nastąpiło odwrócenie całego tego ruchu i na początku sierpnia rentowności osiągnęły nawet wyższy poziom niż przed obniżkami łącznie o 75 pb (w czerwcu i w lipcu) i przed ponownym wprowadzeniem nastawienia łagodnego. Krzywa FRA wycenia ponownie, że koniec cyklu obniżek może nastąpić na poziomie 4,5%, podczas gdy jeszcze w połowie lipca kontrakty 9X12 były handlowane blisko poziomu 4%.

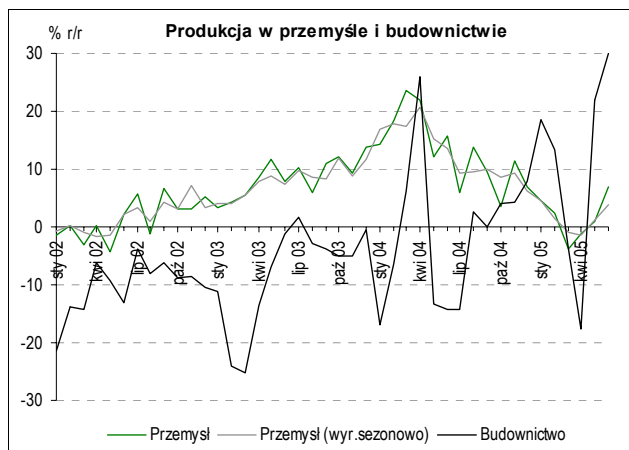
Wciąż przewidujemy, że wzrost PKB znacząco przyspieszy w II półroczu, ale dane o produkcji przemysłowej za lipiec, które będą kluczowe dla ustalenia rynkowego sentymentu przed kolejnym posiedzeniem Rady mogą delikatnie rozczarować. Silniejsze od oczekiwań dane w lipcu zostały zapewne przez uczestników rynku zinterpretowane jako zmiana trendu, co spowodowało podwyższenie prognoz na kolejny miesiąc. Konsensus rynkowy wskazuje na wzrost produkcji o 4-5% r/r. Ponieważ czerwcowe dane były mniej więcej zgodne z naszą prognozą, nie zmieniliśmy prognozy wzrostu na lipiec w wysokości ok. 1%. Warto jednak zaznaczyć, że po dostosowaniu o efekty sezonowe i liczbę dni roboczych oznaczałoby to całkiem przyzwoity wzrost o ok. 5% - najszybszy w tym roku. Większość analityków oczekuje obniżki o 25 pb w sierpniu co jest zgodne z naszym poglądem. Jeśli jednak wzrost produkcji miałby wynieść aż 5% (dwucyfrowy wzrost sezonowo dostosowany) to Rada mogłaby się nawet zdecydować na brak obniżki. Z drugiej strony, jeśli dane o produkcji będą zgodne z naszą prognozą to nastąpi zapewne umocnienie na rynku długu, głównie na krótkim końcu krzywej rentowności, która może ulec wystromieniu w związku ze wzrostami rentowności na rynkach światowych (do końca roku stopa 10-letnich Bundów i Treasuries może zbliżyć się odpowiednio do 3,5% i 5,0%).

Na decyzję Rady, oprócz bieżących danych (ważne tempo i struktura wzrostu PKB w II kw.), będzie miała wpływ zawartość nowego Raportu o inflacji, która nie będzie znana uczestnikom rynku przed spotkaniem RPP (publikacja tego samego dnia co decyzja). Tym razem utrudnione więc będzie przewidywanie decyzji Rady, choć trzeba przyznać, że czerwcowy komunikat bardzo jasno nakreślił istotne dla Rady czynniki i pozwolił prawidłowo przewidzieć rynkowi decyzję lipcową.

Na rynku finansowym 29 lipca 2005 r.:					
Stopa depozytowa NBP	3,25	WIBOR 3M	4,67	USDPLN	3,3689
Stopa referencyjna NBP	4,75	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	4,38	EURPLN	4,0758
Stopa lombardowa NBP	6,25	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	4,92	EURUSD	1,2098

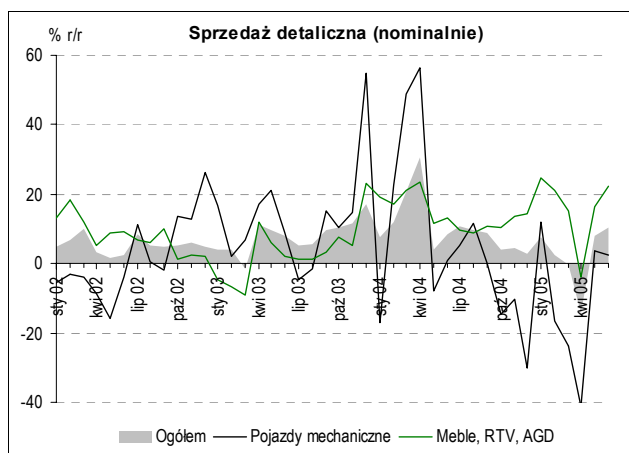
Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.08.2005 r.

Gospodarka Polski



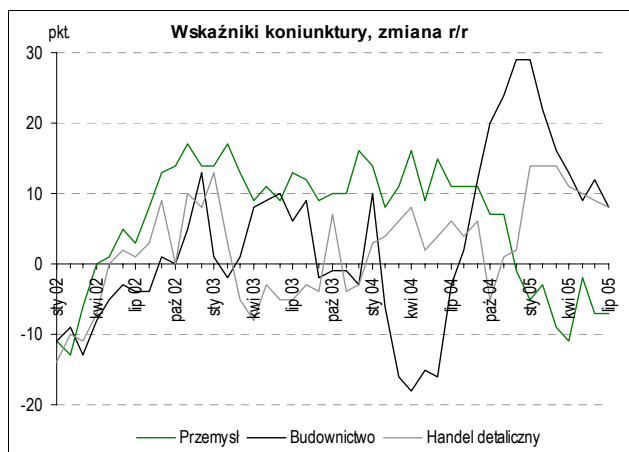
Wyniki produkcji przerosły oczekiwania

- Wzrost produkcji przemysłowej (6,8% r/r) w czerwcu był nieco niższy od naszej prognozy (7,8%), ale wyraźnie wyższy od oczekiwań rynku finansowego (4,5-5%).
- W czerwcu nastąpił również bardzo silny wzrost produkcji budowlanej (22,2% m/m i 29,9% r/r). Chociaż wynikało to w pewnej części z efektu niskiej bazy, silne ożywienie w budownictwie staje się faktem i może to odzwierciedlać nasilenie aktywności inwestycyjnej.
- Dynamika produkcji przemysłowej i budowlanej została nieco zawyżona przez wyższą liczbę dni roboczych w czerwcu br., co ogranicza nieco optymizm, ale w sumie dane o produkcji potwierdziły nasze szacunki wzrostu PKB w II kwartale br. (na poziomie 2,8%), i oczekiwania na przyspieszenie wzrostu gospodarczego w pozostałej części roku.



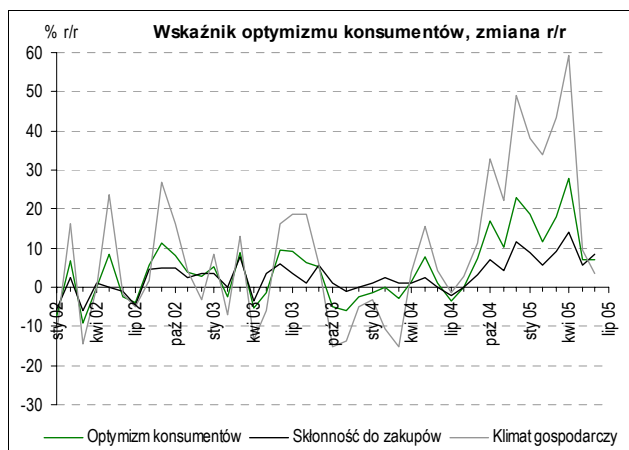
Sprzedaż detaliczna też sporo lepsza od prognoz

- Optymistyczne spojrzenie na perspektywy aktywności ekonomicznej uzasadnia również silny wzrost sprzedaży detalicznej. W czerwcu wyniósł on nominalnie 10,5% r/r, a realnie 8,8% r/r, czyli był najwyższy od okresu przedakcesyjnego szafu zakupów w lutym-kwietniu 2004.
- Wszystkie działy sprzedaży zanotowały wzrost wobec poprzedniego roku. Wzrost sprzedaży pojazdów mechanicznych był słaby (zaledwie 2,5% r/r), ale w większości pozostałych działów wzrosty sprzedaży były wciąż dwucyfrowe (np. 22,4% r/r w sprzedaży mebli i artykułów RTV, AGD).
- Dane potwierdziły, że popyt konsumpcyjny zaczął się ożywiać i powinno to być kontynuowane w kolejnych kwartałach m.in. dzięki poprawie sytuacji na rynku pracy (patrz niżej). Druga połowa roku powinna więc przynieść lepsze wyniki gospodarki.



Nastroje przedsiębiorstw nadal optymistyczne

- Dobre perspektywy gospodarki znalazły potwierdzenie w wynikach badań koniunktury GUS za lipiec.
- Wskaźniki klimatu w trzech analizowanych sektorach pozostały niemal bez zmian wobec poprzedniego miesiąca (w przemyśle nastąpił wzrost z 10 do 11 pkt, w budownictwie wzrost z 19 do 20 pkt, sprzedaż detaliczna zanotowała spadek z -6 do -7 pkt), a ich roczne tempo wzrostu również nie uległo większym zmianom.
- Ocena bieżącego, a także przyszłego portfela zamówień i produkcji w firmach przemysłowych lekko się poprawiła w lipcu. Ocena bieżących i przyszłych zamówień była również optymistyczna w budownictwie. Co więcej, firmy budowlane planują wzrost zatrudnienia. Najstabsza pozostaje ocena bieżącej i przyszłej sytuacji w handlu detalicznym, ale ulega ona dość szybkiej poprawie w porównaniu do okresu sprzed roku.

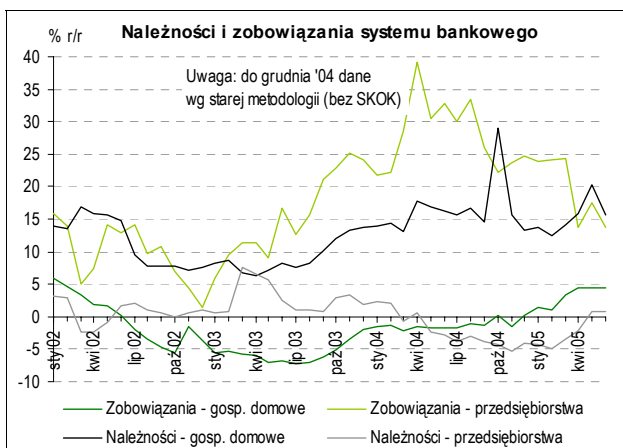
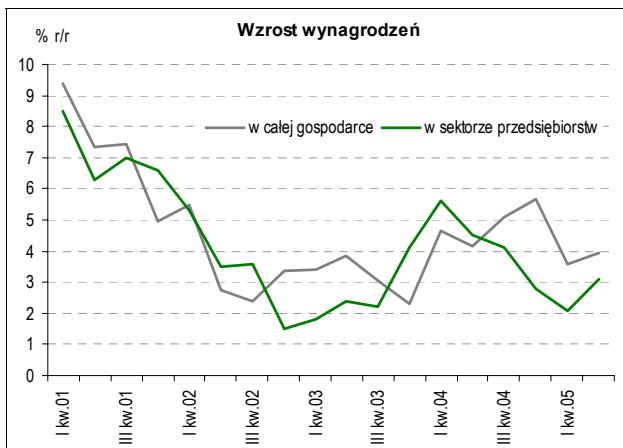
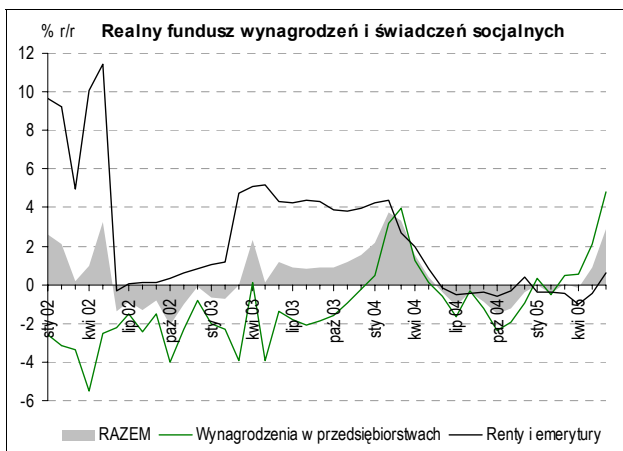
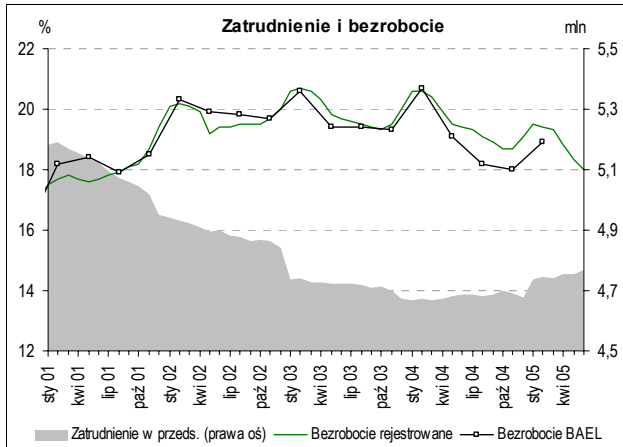


Kontynuacja wzrostu optymizmu konsumentów

- Wyniki badań optymizmu konsumentów przeprowadzonego przez Ipsos w lipcu pokazały nieznaczne pogorszenie w porównaniu z poprzednim miesiącem.
- Pogorszenie to ma jednak charakter sezonowy, podczas gdy w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku utrzymał się w miarę szybki wzrost wszystkich trzech obliczanych wskaźników nastrojów konsumentów. Wzrost nie jest jednak tak szybki jak w okresie pomiędzy październikiem 2004 r. a kwietniem 2005 r.
- Ipsos poinformował, że konsumenci z większym zaufaniem patrzą w przyszłość i zaciągają więcej kredytów.
- W sumie, wyniki badania wydają się dobrze wróżyć prognozowanemu przez nas ożywieniu popytu konsumpcyjnego w II połowie br.

Źródło: GUS, Ipsos, szacunki własne

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

Bezrobocie najmniejsze od czterech lat

- Poprawa nastrojów konsumentów oraz oczekiwania na wzmocnienie popytu krajowego wynikają w dużej mierze z utrzymania pozytywnych zjawisk na rynku pracy.
- Podstawowym tego przejawem jest kontynuacja redukcji bezrobocia. Stopa rejestrowanego bezrobocia osiągnęła w czerwcu najniższy od 4 lat poziom 18%.
- Spadek bezrobocia latem jest typowym zjawiskiem sezonowym, ale uległo ono znaczącemu zmniejszeniu również w ujęciu rocznym. Stopa bezrobocia była niższa o 1,4 pkt proc. r/r, a liczba osób bez pracy spadła prawie o 8% r/r. Co więcej zanotowano wyraźny wzrost ofert pracy, których przybyło 32% r/r.
- Oczekujemy spadku stopy bezrobocia do 17,3% w październiku oraz 17,7% w grudniu (wzrost w IV kw. 2005 będzie wynikał wyłącznie z silnego wpływu czynników sezonowych).

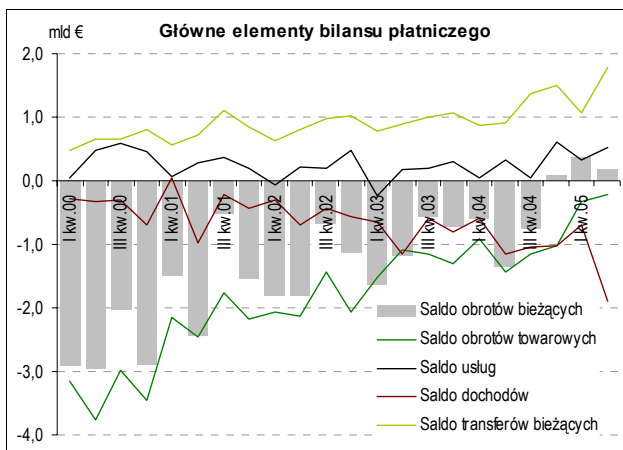
Przyspieszenie wzrostu płac, solidny wzrost zatrudnienia

- Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw pozostaje w trendzie wzrostowym. W czerwcu zwiększyło się o 1,7% r/r. W sumie w I połowie br. polskie firmy stworzyły 90 tysięcy nowych miejsc pracy netto, podczas gdy w odpowiednim okresie 2004 r. przyrost netto miejsc pracy był prawie zerowy.
- Jednocześnie w czerwcu nastąpiło wyraźne przyspieszenie dynamiki przeciętnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Należy jednak zwrócić uwagę, że została ona zawyżona przez duży wzrost płac w górnictwie i kopalnictwie (30% r/r), podczas gdy wzrost w innych sektorach był umiarkowany, czyli 2,1% r/r w przemyśle, 0,6% r/r w handlu i usługach.
- Duży wzrost płac w górnictwie był zapewne jednorazowym zjawiskiem i można oczekiwać, że wzrost przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw może obniżyć się nieco w nadchodzących miesiącach. Niemniej, przyspieszenie tempa wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw jest obserwowane od kilku miesięcy, więc czerwcowy wynik wydaje się odzwierciedlać zjawisko o trwałym charakterze.
- Połączenie szybszego wzrostu płac i coraz bardziej dynamicznego wzrostu liczby miejsc pracy zaowocowało szybką poprawą dynamiki funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw. Nominalnie wzrósł on o 6,3% r/r, co było najlepszym wynikiem od końca 2001 r., a realnie o 4,8% r/r, co było najlepszym wynikiem od wielu lat (duże znaczenie ma tu szybki spadek inflacji).
- Warto zauważyć, że przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń następuje również w całej gospodarce. Według GUS w II kwartale zwiększyło się ono nominalnie o 3,9% r/r, wobec 3,6% r/r w I kwartale roku. Biorąc pod uwagę realną dynamikę (uwzględniającą spadek inflacji), przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń było o wiele bardziej wyraźne, co sugeruje nadchodzącą poprawę w zakresie popytu konsumpcyjnego.

Statystyki pieniężne potwierdzają, że gospodarka rośnie

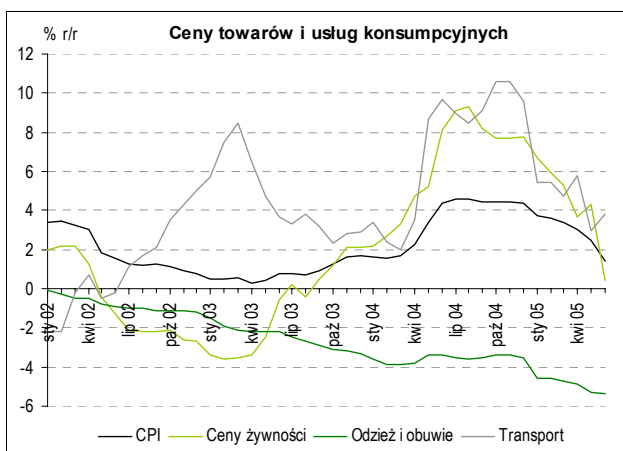
- Po przejściowym wpływie oferty publicznej akcji Lotosu na dane o podaży pieniądza w maju, czerwcowe statystyki pokazały powrót do wcześniej obserwowanych trendów.
- Roczny wzrost podaży pieniądza ogółem spowolnił do 10,7% z 13,2% w maju. Depozyty ogółem wzrosły o 9,2% r/r, co było związane ze wzrostem depozytów gospodarstw domowych w skali 4,3% r/r i wzrostem depozytów przedsiębiorstw o 13,8% r/r.
- Kredyty ogółem wzrosły o 7,5% r/r. Nastąpiła pewna poprawa w kredytach dla firm (wzrost o 0,8% r/r). Kredyty dla gospodarstw domowych kontynuowały szybki wzrost (15,5% r/r).
- Kredyty wykazują trend wzrostowy, co powinno być czynnikiem wspierającym wzrost konsumpcji oraz inwestycji. Poprawa w kredytach dla firm nie jest jednak wystarczająco silna, aby móc stwierdzić początek boomu w inwestycjach.

Gospodarka Polski

**Dobre sygnały ze statystyk bilansu płatniczego**

■ Po negatywnej niespodziance w danych za maj, czerwcowe statystyki bilansu płatniczego były dużo lepsze niż oczekiwano, pokazując silny wzrost importu (dobry sygnał co do siły popytu krajowego), ale jeszcze szybszy wzrost eksportu. W rezultacie wystąpiła nadwyżka handlowa. W II kwartale udział eksportu netto we wzroście PKB będzie ponownie wyraźnie dodatni.

■ Saldo usług było w czerwcu dodatnie i wyniosło 278 mln €, przy dochodach z eksportu usług przekraczających 1,2 mld € (rekordowo wysoki poziom). Również saldo transferów bieżących osiągnęło wysoką (rekordową) nadwyżkę 765 mln €, głównie za sprawą sporych transferów netto z UE (377 mln €). Rachunek dochodów już drugi miesiąc z rzędu był na głębokim minusie (850 mln €) Nadwyżki w pozostałych obszarach pokryły jednak ten niedobór z wyraźnym zapasem.

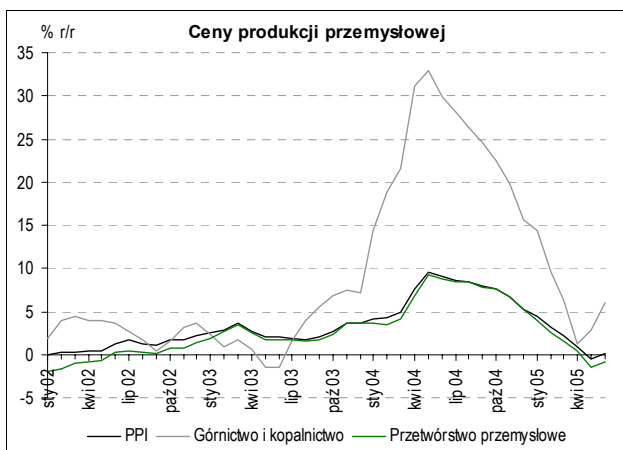
**CPI poniżej dolnego marginesu celu inflacyjnego**

■ Bardzo głębokie obniżenie dynamiki cen żywności (do 0,4% r/r z 4,3% miesiąc wcześniej) umożliwiło znaczny spadek stopy inflacji w czerwcu. Wyniosła ona tylko 1,4% r/r, czyli znalazła się nieco poniżej dolnej granicy dopuszczalnych odchyleń od celu.

■ Z drugiej strony, nastąpił wzrost cen tytoniu (1,1% m/m) i paliw (0,8% m/m za sprawą nie tylko wzrostu cen ropy, ale również osłabienia złotego), jednak ich wpływ na ogólny indeks cen nie był znaczny.

■ Ceny pozostałych towarów i usług w CPI wykazywały wyjątkowo dużą stabilność, wskazując, że obecnie brak jest oznak presji popytowej w gospodarce.

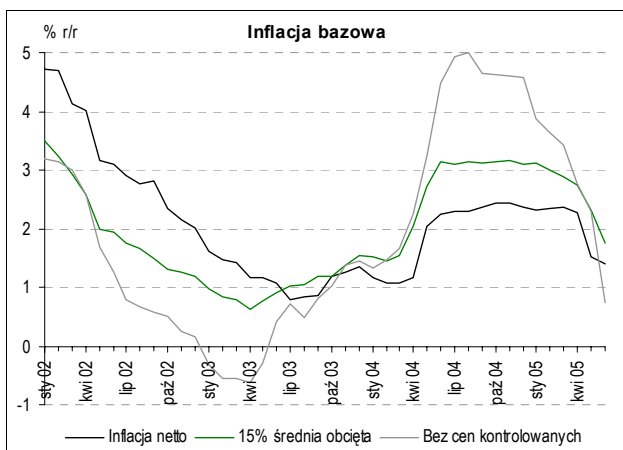
■ Do końca roku inflacja powinna kształtować się w okolicach 1% r/r. Czynnikiem niepewności są ceny paliw oraz kształtowanie cen na rynku żywności.

**PPI bardzo niski, ale widać ryzyko ze strony cen paliw**

■ Ceny produkcji w czerwcu zwiększyły się o 0,3% m/m i 0,1% r/r wobec spadku o 0,5% r/r w maju. Dynamika PPI okazała się więc wyższa niż większość prognoz, które wskazywały na nieznaczny spadek lub brak cen producenta w skali roku.

■ Główną przyczyną wzrostu dynamiki PPI był silny wzrost cen ropy naftowej, który przełożył się na podwyżki cen koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (7,5% m/m i 18,4% r/r).

■ Przypomina to o ryzyku związanym w cenami ropy, ale nawet przy wysokich cenach paliw, roczna dynamika PPI pozostanie w najbliższym czasie niska. Dopiero pod koniec roku można oczekiwać jej przyspieszenia do nieco ponad 2%. W sumie patrząc na kształtowanie się cen producenta wydaje się, że presja inflacyjna (przynajmniej w zakresie popytu) jest pod kontrolą.

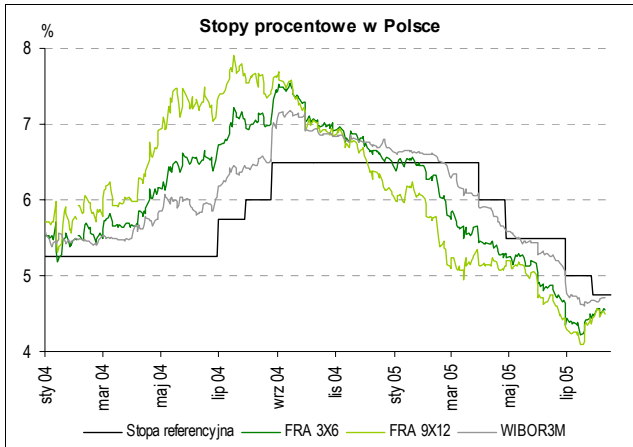
**Inflacja bazowa potwierdza brak presji popytowej... na razie**

■ Spadek większości miar inflacji bazowej nie był tak głęboki, jak w przypadku CPI, co odzwierciedla fakt, że głównym źródłem znacznej redukcji CPI obserwowanej w ostatnich miesiącach były ceny żywności. Niemniej, biorąc pod uwagę, że inflacja netto wyniosła w czerwcu zaledwie 1,4% r/r, można wyciągnąć wniosek, że również popytowa presja na ceny jest obecnie mocno ograniczona.

■ Podobnie jak w przypadku inflacji rejestrowanej, w analizie inflacji bazowej uwagę banku centralnego przykuwa nie bieżąca sytuacja, lecz perspektywy średnioterminowe. Z tego punktu widzenia powstaje pytanie, czy inflacja bazowa pozostanie pod kontrolą, gdy/jeśli wzrost gospodarczy wyraźnie przyspieszy. Dopóki odpowiedź na to pytanie nie będzie jasna, RPP będzie prawdopodobnie ostrożna w polityce pieniężnej.

Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

Pod lupą: Bank centralny



Fragmenty komunikatu RPP z dnia 27 lipca 2005

Obecne prognozy wskazują, że począwszy od III kw. 2005 r. ceny ropy będą się utrzymywać na znacznie wyższym poziomie niż oczekiwano w majowym *Raporcie o inflacji* oraz przed czerwcowym posiedzeniem Rady. Wzrost cen ropy naftowej zwiększa ryzyko wzrostu inflacji i osłabienia wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i strefie euro.

Dostępne dane mogą potwierdzać oczekiwania Rady z czerwca br., że sygnalizowane przez GUS w I kw. br. spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce ma charakter przejściowy. Dane napływające w najbliższych miesiącach powinny umożliwić lepszą ocenę skali oczekiwanej poprawy aktywności gospodarczej.

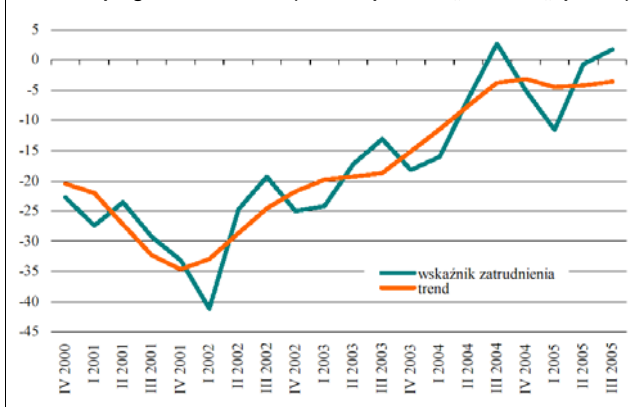
Można się spodziewać, że w najbliższych miesiącach inflacja będzie się utrzymywać na niskim poziomie, tj. wyraźnie poniżej celu 2,5%. Występuje jednak ryzyko zwiększonej presji inflacyjnej związanej z podwyższonymi prognozami cen ropy i gazu, jakkolwiek może to prowadzić także do osłabienia wzrostu gospodarczego.

W ocenie Rady, mimo lepszych niż oczekiwano danych dotyczących aktywności gospodarczej w czerwcu br. oraz wyższych prognozowanych cen paliw, prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej jest nadal wyższe niż jej ukształtowania się powyżej tego celu.

Kolejna obniżka stóp, tym razem bez zaskoczenia

- W lipcu RPP obniżyła stopy o 25 pb, co oznacza, że stopa referencyjna spadła do kolejnego rekordowo niskiego poziomu 4,75%. Nastawienie w polityce pieniężnej pozostało łagodne.
- Tym razem decyzja była zgodna z przewidywaniami znacznej większości analityków rynkowych.
- RPP uzasadniła swój ruch niezmiennie korzystną perspektywą dla inflacji, mimo że ostatnio opublikowane dane o aktywności gospodarczej w czerwcu zmniejszyły nieco pesymizm Rady co do perspektyw gospodarki, który pojawił się po publikacji słabych danych o PKB za I kwartał br.
- Rada stwierdziła w komunikacie, że dopiero napływające w najbliższych miesiącach dane ekonomiczne umożliwią lepszą ocenę skali możliwej poprawy aktywności gospodarczej. Warto zauważyć, że podczas następnego posiedzenia RPP będzie już znała dane o PKB za II kwartał 2005, które mogą rzucić więcej światła na tempo ożywienia gospodarczego w kolejnych kwartałach (szczególnie jeśli chodzi o aktywność inwestycyjną).
- Rada będzie też miała do dyspozycji nowe średnioterminowe projekcje inflacji i wzrostu gospodarczego przygotowane przez analityków NBP (niestety te projekcje nie będą brały pod uwagę danych o PKB). Nowe projekcje pokażą prawdopodobnie nadal dość optymistyczną, niską ścieżkę inflacji i słabszy wzrost PKB niż przewidywano w majowym *Raporcie o inflacji*.
- Jeśli dane o PKB w II kwartale nie pokażą zaskakująco silnego odbicia popytu krajowego, a raczej umiarkowany wzrost gospodarczy w przewidywanym obecnie przedziale 2,5-2,8%, to najprawdopodobniej RPP zdecyduje się w sierpniu na jeszcze jedną obniżkę stóp procentowych o 25 pb, nadal nie dostrzegając nadmiernego ryzyka, że inflacja przekroczy cel inflacyjny w średnim terminie.

Wskaźnik prognoz zatrudnienia (saldo odpowiedzi „wzrost” i „spadek”)



Badania NBP potwierdzają dobrą koniunkturę w gospodarce

- Kwartalny raport NBP o stanie koniunktury w III kwartale br. pokazał, że obraz sytuacji gospodarczej jest nadal korzystny, choć nie wolny od wad.
- Pomimo nieznacznego pogorszenia bieżących nastrojów w przedsiębiorstwach i bieżących planów inwestycyjnych, pozostają one optymistyczne, a odpowiednie indeksy są bliskie rekordowym wartościom, co dobrze wróży na przyszłość.
- Wg NBP, niższa aktywność inwestycyjna w I kw. wynikała z rewizji planów inwestycyjnych w 20% firm, głównie budowlanych.
- Odnotowano istotną poprawę wskaźnika perspektyw wzrostu zatrudnienia (druga najwyższa wartość w historii badania) oraz znaczny wzrost zamiarów zwiększenia zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw wobec banków (rekordowo wysoki indeks).

Saldo prognoz zadłużenia wśród firm korzystających z kredytów



... oraz ożywienie na rynku kredytów

- Ożywienie na rynku kredytów potwierdziły wyniki kwartalnej ankiety NBP wśród przewodniczących komitetów kredytowych. Pokazują one złączenie kryteriów udzielania kredytów w III kw. br., najsilniejsze w przypadku krótkoterminowych kredytów dla przedsiębiorstw oraz kredytów konsumpcyjnych.
- Banki poinformowały o wzroście popytu na kredyt, w skali największej od II kwartału ub.r. (gdy występował przedakcesyjny boom w gospodarce). Wzrost popytu na kredyt ze strony przedsiębiorstw wynika głównie z zapotrzebowania na finansowanie inwestycji i majątku obrotowego.
- Wyniki te potwierdzają, że w II połowie roku można oczekiwać ożywienia popytu krajowego w polskiej gospodarce, któremu towarzyszyć będzie szybszy wzrost kredytów i pożyczek.

Źródło: NBP, Reuters

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Leszek Balcerowicz, prezes NBP, przewodniczący RPP

Konferencja prasowa po posiedzeniu RPP, 27 lipca

Ryzyko polityczne nie zanikło. Ryzyko dla finansów publicznych rośnie. (...) Zanim nasze finanse publiczne zdążyły zostać trwale naprawione są już dodatkowo psute. (...) Jeżeli by się uchwalilo przywileje dla jednej grupy zawodowej można się obawiać, że nie pozostanie to bez wpływu na zachowanie innych grup. Konsekwencje finansowe (przyjęcia ustawy) idą w miliardy złotych i są zgodne z ocenami ekspertów NBP. To się dzieje w sytuacji, gdy finanse naszego państwa nie zostały naprawione, a problemy zostały przykryte przez czynniki, które nie muszą być trwałe. (...) Liczne propozycje legislacyjne mogą spowodować wzrost deficytu sektora finansów publicznych i w konsekwencji odsunięcie momentu spełnienia kryteriów członkostwa w strefie euro.

Mamy różne sygnały, z których spora część nie potwierdza pesymizmu, jaki można by wysnuwać, opierając się tylko na danych oficjalnych GUS odnoszących się do zeszłego kwartału.

Jan Czekaj, członek RPP

TVN 24, 28 lipca

Z dużą dozą prawdopodobieństwa można powiedzieć, że do końca roku inflacja będzie się kształtowała poniżej celu inflacyjnego. W przyszłym roku również uważamy, że inflacja nie powinna przekroczyć środka przedziału (2,5 proc.). Ale z drugiej strony, zwłaszcza w ostatnim miesiącu, pojawiło się kilka informacji, które działają w przeciwnym kierunku. Na ostateczne potwierdzenie tego trendu będziemy musieli poczekać do danych za II kwartał tego roku.

Dariusz Filar, członek RPP

Radio PiN, 28 lipca

Sierpień jest ważny z dwóch powodów. Jeszcze przed posiedzeniem Rady otrzymamy pierwszą informację pełniejszą na temat II kwartału. I tu w II kwartale chodzi nie tylko o samą stopę wzrostu [PKB], ale chodzi także o kompozycję tego wzrostu. Cały czas wracamy do tej kwestii inwestycji - na ile one odegrają rolę we wzroście II kwartału. Na koniec sierpnia będziemy także mieli nową projekcję inflacji, zbudowaną w oparciu o modele ekonometryczne NBP i ona też bardzo nam wyjaśnia ten obraz przyszły.

Andrzej Sławiński, członek RPP

Reuters, 3 sierpnia

Ogólna sytuacja w gospodarce rysuje się korzystnie. Występuje wprawdzie jeszcze niepewność dotycząca siły ożywienia, ale ono następuje, a najbardziej prawdopodobny scenariusz to wzrost gospodarczy połączony z niską inflacją, (która jeszcze przez dłuższy czas utrzymać się będzie poniżej celu nawet w obliczu wysokich cen ropy). (...) Prowadzeniu polityki pieniężnej w Polsce powinna towarzyszyć spora doza ostrożności. Mamy bowiem do czynienia z małą, otwartą gospodarką, na którą duży wpływ wywierają trudne do przewidzenia zmiany kursu walutowego, a prognozy dotyczące rozwoju sytuacji w gospodarce obciążone są znaczną niepewnością.

Halina Wasilewska-Trenkner, członek RPP

Reuters, 8 sierpnia

Nastawienie łagodne wskazuje, że możliwość redukcji stóp w tym roku nadal istnieje. Natomiast kiedy do niej dojdzie, czy do niej dojdzie i jaka będzie jej skala - o tym będą przesądzać informacje, które będą sukcesywnie napływać oraz to, co będzie zawierać projekcja.

Fakt podwyższenia cen paliwa sprawia, że istnieje zagrożenie inflacyjne (...) Wydaje się, że ryzyko znaczącego wzrostu cen jest niegroźne. Ceny będą się kształtowały w okolicy celu inflacyjnego również w przyszłym roku. Tyle tylko, że do niedawna mówiono o tym, że będzie to raczej dolna część przedziału, czyli 1,5-2,5 procent, a w tej chwili istnieje zagrożenie, że to może być nieco więcej niż 2,5 procent.

Dostępne w tej chwili informacje wskazują, że powracamy na ścieżkę szybkiego wzrostu. I wszystko wskazuje również na to, że takie tempo wzrostu powinno się utrzymać w roku przyszłym.

Komentarz

Działalność legislacyjna parlamentu pod koniec bieżącej kadencji najwyraźniej nie przypadła do gustu Radzie Polityki Pieniężnej, a w szczególności prezesowi NBP Leszkowi Balcerowiczowi. Mocno podkreślił on na konferencji prasowej RPP niebezpieczeństwa dla perspektyw rozwoju gospodarczego w Polsce i dla równowagi finansów publicznych w kolejnych latach, jakie wynikają z przyjętych przez posłów w ostatnich miesiącach szkodliwych dla gospodarki ustaw. Kwestie związane z polityką fiskalną, strategią ograniczania deficytu fiskalnego oraz strategią wchodzenia do strefy euro nabiorą szczególnie dużego znaczenia dla RPP po wyborach, kiedy ukształtuje się nowy rząd. To, jak będzie wyglądała proponowana przez nową ekipę ścieżka redukcji deficytu i kalendarz akcesji do strefy euro w dużym stopniu będą determinować dalszą ścieżkę zmian w polityce pieniężnej, chociażby poprzez przybliżenie albo oddalenie konieczności realizacji inflacyjnego kryterium konwergencji z Maastricht. Prawdopodobnie RPP będzie się chciała spotkać z przedstawicielami nowego rządu wkrótce po wyborach, aby przedyskutować strategię gospodarczą na kolejne lata.

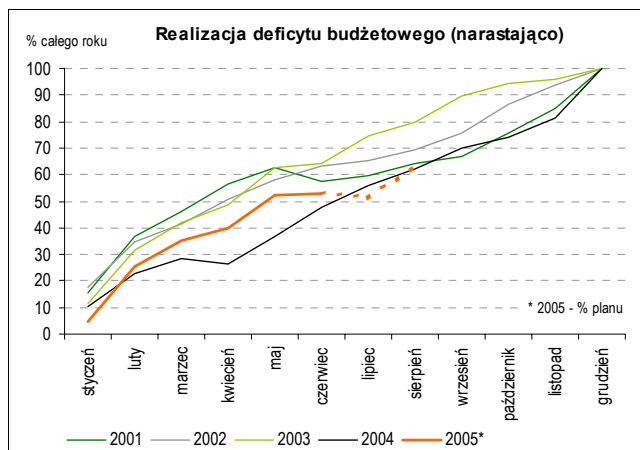
Właściwie wszystkie wypowiedzi członków RPP po ostatniej decyzji o obniżce stóp o 25 pb (choć nie było ich zbyt wiele) potwierdziły naszą ocenę sytuacji, jaka ukształtowała się po lipcowym posiedzeniu Rady.

Z jednej strony, zmniejszył się pesymizm RPP odnośnie perspektyw sytuacji gospodarczej w dalszej części roku. Rada uznała w lipcu, iż mocne dane makroekonomiczne za czerwiec „mogą potwierdzać [...], że sygnalizowane przez GUS w I kw. br. spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce ma charakter przejściowy”, chociaż nie nabrała jeszcze pewności co do siły możliwego ożywienia. W opinii RPP dopiero dane ekonomiczne, które zostaną opublikowane w najbliższych miesiącach umożliwią lepszą ocenę skali możliwej poprawy aktywności gospodarczej. Szczególne znaczenie będą miały statystyki PKB za II kwartał br., które Rada pozna pod koniec sierpnia – zwrócił na to uwagę członek RPP Dariusz Filar. Największą niewiadomą jest w tej chwili skala ożywienia aktywności inwestycyjnej i to właśnie na tą liczbę w II kwartale warto będzie zwrócić największą uwagę. Nie ulega wątpliwości, że oprócz danych statystycznych, dla RPP bardzo istotne będą również konkluzje z nowego *Raportu i inflacji*, zawierającego m.in. zaktualizowane średnioterminowe projekcje inflacji i wzrostu PKB. Wprawdzie aktualizacja tych projekcji nie będzie uwzględniała danych o PKB za II kwartał (projekcje będą przygotowywane przed ich publikacją), jednak porównując założenia projekcji i faktyczne wyniki gospodarcze II kwartału RPP będzie w stanie nałożyć na wyniki szacunków NBP swoją własną ocenę i rozkład prawdopodobieństwa możliwych odchyleń od prognozowanych wyników.

Z drugiej strony, mimo większego optymizmu co do wzrostu PKB, w ocenie banku centralnego perspektywy inflacji pozostają bardzo korzystne. Większość członków RPP nie spodziewa się nadmiernego wzrostu inflacji w ciągu kilku następnych lat i nawet przy założeniu wyraźnej poprawy tempa rozwoju gospodarczego oraz pomimo pojawienia się ryzyka związanego z rosnącymi cenami paliw, przewidują pozostanie inflacji blisko środka celu inflacyjnego. Co więcej, wysokie ceny ropy naftowej postrzegane są przez tą część Rady również jako czynnik zagrażający wzrostowi PKB, co w konsekwencji może prowadzić do niższej inflacji. Takie stanowisko, prezentowane m.in. w wypowiedziach Andrzeja Sławińskiego, znalazło też odzwierciedlenie w oficjalnym komunikacie RPP w sierpniu. Warto jednak zauważyć, że niektórzy członkowie RPP – np. Halina Wasilewska-Trenkner, Dariusz Filar – postrzegają wysokie ceny paliw jako większe ryzyko dla inflacji niż wzrostu PKB, co skłania ich do mniejszego optymizmu odnośnie obniżek stóp.

W sumie jednak, dość dobre wciąż perspektywy inflacji mogą skłonić RPP do wniosku, że w sierpniu możliwa jest jeszcze jedna, ostrożna redukcja stóp procentowych o 25 pb. Jednak wypowiedzi członków Rady wskazują, że dostrzegają oni potrzebę zachowania dużej ostrożności w polityce pieniężnej w obliczu pojawiających się czynników ryzyka i niepewności, w związku z czym raczej nie należy liczyć na głębszą skalę rozluźnienia polityki pieniężnej przed wyborami parlamentarnymi. Decyzje po wyborach zależą będą nie tylko od kolejnych danych makroekonomicznych, ale też od wyłonionego rządu i jego polityki gospodarczej.

Pod lupą: Rząd i polityka



Skutki finansowe przyjętych ustaw (% PKB)

	Wydłużenie praw do wcześniejszych emerytur	Przywileje emerytalne dla górników	Łączne koszty
2007	0,09	0,00	0,09
2008	0,25	0,02	0,27
2009	0,22	0,06	0,29
2010	0,20	0,13	0,33
2011	0,17	0,20	0,38
2012	0,11	0,25	0,36
...			
2020	0,03	0,29	0,35

Źródło: szacunki Ministerstwa Polityki Społecznej

Prognozowane wskaźniki gospodarcze wg PiS

	2005	2006	2007	2008	2009
Wzrost PKB (%)	3,3	4,5	5,5	6,5	7,0
Inflacja (%)	2,0	3,0	3,5	3,0	2,5
Stopa procentowa (%)	5,2	4,5	5,0	4,5	4,0
Wzrost zatrudnienia (%)	-	3,5	3,4	3,3	3,2
Stopa bezrobocia (%)	18,0	16,0	14,0	12,0	9,0
Transfery z UE (% PKB)	-	3,1	4,1	3,9	3,9

Źródło: program gospodarczy PiS

Poparcie dla partii politycznych w sondażach

	sondaż PBS		sondaż GFK Polonia	
	poparcie (w %)	liczba mandatów	poparcie (w %)	liczba mandatów
PiS	22 (25)	125	24 (21)	136
PO	25 (21)	143	23 (18)	131
Samoobrona	16 (13)	89	14 (15)	79
LPR	11 (9)	65	10 (13)	58
SLD	7 (12)	38	10 (11)	56
PSL	4 (4)	-	5 (6)	-

Uwaga: Badanie PBS wykonane na zlecenie Gazety Wyborczej między 5 a 7 sierpnia; badanie GFK Polonia wykonane dla Rzeczypospolitej między 5 a 7 sierpnia. W nawiasach wyniki z poprzedniego miesiąca.

Wykonanie tegorocznego budżetu pod kontrolą

- Deficyt budżetowy po sześciu miesiącach roku osiągnął 52,9% całorocznego planu, czyli 18,5 mld zł. Było to wprawdzie powyżej zapowiedzi MF, ale dane nie są złe i potwierdzają, że realizacja budżetu w tym roku jest pod kontrolą, a słabszy niż zakładano wzrost gospodarki nie spowoduje poważniejszych zakłóceń w realizacji ustawy budżetowej.
- Dobry wynik po stronie dochodów możliwy był dzięki korzystnej sytuacji we wpływach podatkowych.
- Wg wiceministera finansów, po 7 miesiącach deficyt zmniejszył się do 51,2% całorocznego planu, co oznacza, że w lipcu wystąpiła nadwyżka w wysokości prawie 600 mln zł.
- Wysokie wpływy podatkowe są jednym z sygnałów potwierdzających, że polska gospodarka wydobywa się ze spowolnienia obserwowanego w pierwszej części roku.

Sejm szkodzi gospodarce na zakończenie kadencji

- Na zakończenie swojej kadencji parlament przyjął ustawy, pozwalające górnikom na przechodzenie na wcześniejszą emeryturę po 25 latach pracy pod ziemią i wydłużające do końca 2007 r. możliwość przechodzenia na wcześniejsze emerytury.
- Według szacunków Ministerstwa Polityki Społecznej, te dwie ustawy spowodują koszty dla budżetu na poziomie 1 mld zł w 2007 r., 4 mld zł w 2008 r., ponad 6 mld zł w 2009 r. i 6-7 mld zł w kolejnych latach.
- Premier Marek Belka zwrócił się do prezydenta Aleksandra Kwaśniewskiego o zawetowanie tych ustaw. Tymczasem, wbrew opiniom ekspertów ekonomicznych prezydent podpisał uchwalone wcześniej przez Sejm, a również szkodliwe dla gospodarki ustawy: o płacy minimalnej oraz antylichwiarską, ograniczającą odsetki i prowizje od kredytów i pożyczek.

PiS przedstawił swój program gospodarczy

- Głównym celem programu gospodarczego PiS jest wzrost zatrudnienia. Program zakłada, że do 2009 r. wzrost PKB przyspieszy do 7%, a stopa bezrobocia spadnie do 9%.
- Deficyt budżetowy w 2006 r. ma zostać ograniczony do 30 mld zł (autopoprawka do ustawy) i utrzymany na tym poziomie przez kilka następnych lat, co przy przyspieszającym wzroście gospodarczym ma obniżyć relację deficytu do PKB.
- Nawet jeśli kryteria wejścia do strefy euro uda się spełnić do 2007, dla PiS przyjęcie euro to „sprawa wtórna” i będzie rozważana w przyszłości, jeśli okaże się, że jest to korzystne dla Polski.
- PiS chce stymulować wzrost poprzez ulgi podatkowe dla firm tworzących miejsca pracy. Planowane są obniżki PIT (najpierw dwie stawki na poziomie 18% i 32%, później 18% i 28%) i VAT (podstawowa stawka z 22% do 18%, preferencyjna z 3% do 7%).

Rosnie poparcie dla PO i szansa na wygraną PO-PiS

- Ostatnie badania opinii publicznej wskazują na wzrost poparcia dla Platformy Obywatelskiej. PO pojawiła się na czele sondaży przeprowadzonych w sierpniu przez PBS i OBOP, a w innych (w których liderem pozostał PiS) odnotowała wyraźny wzrost popularności. Wyniki ostatnich sondaży wskazują też, że koalicja PO-PiS może liczyć na bezpieczną większość w 460-mandatowym Sejmie.
- Dodatkowo, lider PO Donald Tusk wysunął się na pierwsze miejsce w rankingu kandydatów na prezydenta.
- Byłaby to realizacja scenariusza pozytywnego z punktu widzenia rynków finansowych. Warto jednak pamiętać, że do wyborów pozostał ponad miesiąc. Dodatkowo, sondaże wskazują, że do Sejmu może dostać się tylko 5 partii politycznych, co oznacza silną opozycję dla koalicji PO-PiS.

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Komentarz

Elżbieta Suchocka-Roguska, wiceminister finansów

Reuters, PAP, 2 sierpnia

Po lipcu deficyt budżetu spadł do 51,2 procent i wyniósł 17,9 miliarda złotych. Dochody wyniosły 58 procent, a wydatki 56,9 procent tegorocznego planu. Szacujemy, że w lipcu zanotowaliśmy nadwyżkę dzięki wyższemu wpływowi z PIT-u i nieco większemu z CIT-u oraz prawdopodobnie wyższymi wpłatami zaliczek na dywidendy

W sierpniu wykonanie deficytu może przyspieszyć. Będzie to wypłacenia około 1,3 mld zł z tytułu dodatków do emerytur. Jednak nie powinien on być wyższy niż 65 proc.

Jacek Męcina, wiceminister gospodarki i pracy

PAP, 3 sierpnia

Lipiec był kolejnym miesiącem spadku bezrobocia, tym razem do 17,9 proc. Mam nadzieję, że w sierpniu stopa bezrobocia obniży się przynajmniej o 0,2 pkt proc., a optymistycznie przewidując we wrześniu powinno to być już 17,5-17,6 proc. Lipiec był już czwartym z rzędu miesiącem spadku liczby bezrobotnych. Widać zatem, że mamy do czynienia z pozytywną tendencją spadku liczby bezrobotnych.

Paweł Kowalewski, dyrektor departamentu należności MF

Reuters, PAP, 1 sierpnia

W ubiegłym tygodniu ministerstwo przeprowadziło operację wymiany środków walutowych na rynku o wartości kilkuset milionów euro. Transakcja jest wyrazem nowej polityki zarządzania długiem publicznym.

Sprzedaż walut (...) nie miała na celu wpływania na kurs walutowy. Chcemy dobrze zarządzać długiem publicznym. W sierpniu mamy wykup pewnych obligacji i musimy tak zarządzać środkami, by to było najtańsze, dlatego zdecydowaliśmy się na wymianę walut. Jeżeli będzie takie zapotrzebowanie nie wykluczam możliwości przeprowadzenia takich operacji w przyszłości. Będzie to uzależnione od sytuacji na rynku, ale wątpię by to było w tym miesiącu.

Ludwik Kotecki, wicedyrektor departamentu analiz MF

PAP, 1 sierpnia; Reuters, 5 sierpnia

W lipcu w ujęciu miesięcznym będziemy mieli 0,4 proc. deflację, natomiast rdr będzie to inflacja na poziomie 1,1 proc. Na koniec roku inflacja rdr nie powinna przekroczyć 1 proc.

W tej chwili szacujemy - i jest to szacunek oparty na wykonaniu całego kwartału jeśli chodzi o produkcję - że wzrost PKB będzie zawierał się w przedziale 2,5-2,7 proc. Od strony popytowej sądzimy, że ruszyły inwestycje. (...) Szacujemy, że produkcja przemysłu w lipcu wzrosła o 6-7 procent. Będzie to dobry wynik będący kontynuacją wyników z czerwca, mimo tego, że w lipcu był o jeden dzień roboczy mniej niż rok temu. W kolejnych miesiącach oczekujemy kontynuacji tego, co się stało w czerwcu, a biorąc pod uwagę wzrost zatrudnienia, oczekujemy wzrostu produkcji o około 5 procent w całym 2005 roku.

Jarosław Kaczyński, lider Prawa i Sprawiedliwości

Reuters, 1 sierpnia

My nie uważamy, żeby ta sprawa (podatku liniowego) była sprawą pierwszorzędą. To nie jest sprawa, która rozbija przyszłą koalicję. My się między sobą różnimy, ale bardzo nas wiele łączy. Nie sądzę, żeby różnice w programach gospodarczych bardzo utrudniły utworzenie i funkcjonowanie rządu z Platformą.

Jan Rokita, lider Platformy Obywatelskiej

Radio TOK FM, 22 lipca

Jak patrzę na ewolucję naszych przyjaciół z PiS w ciągu ostatniego roku, to mi się wydaje, że ta ewolucja jest w dobrym kierunku. (...) Myślę, że w tej sprawie (podatków) ewoluują i że ewoluują w dobrą stronę. (...) Ja nie sądzę, żeby to (wycofanie się z programu PO) było możliwe (...). Oczywiście, zwycięzca ma prawo do realizacji programu, to nie ulega najmniejszej wątpliwości, natomiast ja nie sądzę, ażeby istniała taka możliwość, ażeby można było Platformę Obywatelską wciągnąć w rząd, który jest rządem kłęski.

Lepsze od oczekiwań wyniki budżetu w lipcu, wynikające według wypowiedzi wiceminister finansów z wysokich wpływów podatkowych, są kolejnym sygnałem, że polska gospodarka wydobywa się ze spowolnienia obserwowanego w pierwszej części roku. Nawet jeśli przebieg realizacji budżetu ulegnie pogorszeniu w sierpniu i wrześniu, gdy nastąpią opóźnione wypłaty części świadczeń społecznych – choć wg resortu finansów to pogorszenie nie powinno być znaczące, to wydaje się, że nie ma zagrożeń dla realizacji tegorocznego budżetu, a można się raczej spodziewać, że rzeczywisty deficyt w całym roku będzie niższy od zakładanych w ustawie budżetowej 35 mld zł.

Przewidywania ministerstwa są spójne z naszymi prognozami. Sytuacja na rynku pracy ulega stopniowej, przyspieszającej poprawie i należy się spodziewać, że trend ten będzie kontynuowany w kolejnych miesiącach. Sprzyjając temu będzie ogólna poprawa koniunktury gospodarczej. Oczekiwana kontynuacja spadku bezrobocia wspiera nasze prognozy wzmocnienia wzrostu popytu konsumpcyjnego w drugiej połowie roku.

Informacja o dokonaniu przez MF sprzedaży walut zagranicznych o równoważności kilkuset milionów euro na rynku walutowym oraz zapowiedź możliwych podobnych operacji w przyszłości spowodowała umocnienie złotego na początku sierpnia i może być czynnikiem wspierającym kurs polskiej waluty w kolejnych tygodniach (choć niepewność przedwyborcza będzie działała w przeciwnym kierunku). Przypomnijmy, że w I połowie br. ministerstwo sprzedało duże ilości obligacji w walutach zagranicznych, korzystając z niskich stóp procentowych za granicą oraz korzystnego kursu walutowego. Sprzedaż zakumulowanych między innymi wówczas walut pozwoli ministerstwu na większą elastyczność na pierwotnym rynku długu nominowanego w złotych. Dowodem na to jest zapowiedziane ostatnio zmniejszenie podaży bonów skarbowych do końca br. (przetargi bonów odbywać się będą co dwa tygodnie, a nie jak dotąd co tydzień).

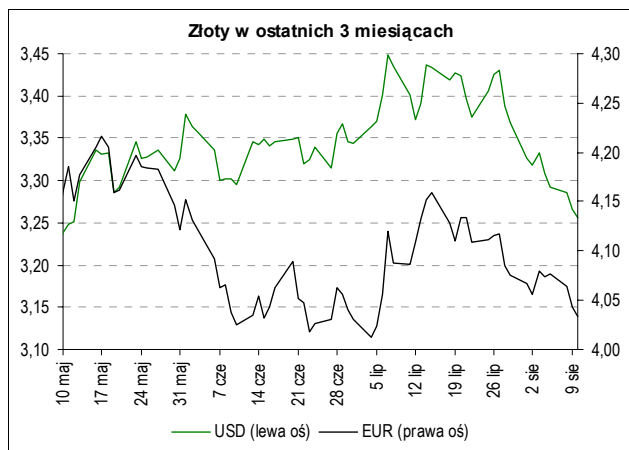
Nasze prognozy inflacji w lipcu i PKB w II kwartale br. są nieco bardziej optymistyczne niż ministerstwa finansów. Prognozujemy roczną dynamikę CPI w lipcu na poziomie 1,0% r/r – głównie za sprawą szybko malejącej dynamiki cen żywności, ale za to w grudniu spodziewamy się 1,1%. Wzrost PKB w II kwartale wyniósł naszym zdaniem 2,8%, m.in. za sprawą odbicia wzrostu inwestycji do 5%. W całym roku PKB powinien się naszym zdaniem zwiększyć o 3,7%, czyli zgodnie z obecnymi szacunkami MF.

Z kolei wzrost produkcji przemysłowej w lipcu przewidujemy na znacznie niższym poziomie ok. 1,1% r/r. Ankiety wśród ekonomistów bankowych wskazują, że jest dość duża rozbieżność prognoz poszczególnych analityków, które wg PAP wahają się od -7,0% do 8,8% r/r, przy średniej na poziomie 4,0% r/r. Zatem realizacja naszego scenariusza (a przypomnijmy, że nasze prognozy na czerwiec były bliższe rzeczywistości niż konsensus) byłaby dla rynku niespodzianką, która mogłaby wywołać spadek rentowności na krótkim końcu krzywej rentowności.

Ostatnie wypowiedzi liderów partii, które według sondaży opinii publicznej mają największe szanse na zwycięstwo w wyborach parlamentarnych sugerują, że wbrew wcześniejszym ostrym deklaracjom, koalicja PO-PiS powinna jednak dojść do porozumienia po wyborach w kwestii programu gospodarczego, a w szczególności strategii podatkowej. I to niekoniecznie tylko i wyłącznie w przypadku, kiedy większą liczbę głosów wyborców otrzyma PO. Jest to pozytywna wiadomość dla rynków finansowych, szczególnie w zestawieniu z wynikami sondaży, które wskazują na rosnące szanse na to, że koalicji PO-PiS uda się jednak zdobyć większość mandatów w Sejmie, co umożliwi utworzenie rządu o stabilnym zapleczu parlamentarnym. Tym bardziej, że opublikowany niedawno program gospodarczy PiS również zakłada obniżanie obciążeń podatkowych, które – chociaż mniej radykalne – to również może mieć pozytywny wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce.

Zasadnicza dla rynku finansowego jest różnica stanowisk PO i PiS w kwestii terminu przystąpienia do strefy euro. Brak determinacji PiS do szybkiego przyjęcia euro powoduje, że wygrana tej partii może być przez inwestorów postrzegana ze znacznie mniejszym entuzjazmem. Niepokoi też sympatia PiS do interwencjonizmu w niektórych obszarach gospodarki (np. apel o zablokowanie fuzji Banku BPH i Pekao SA).

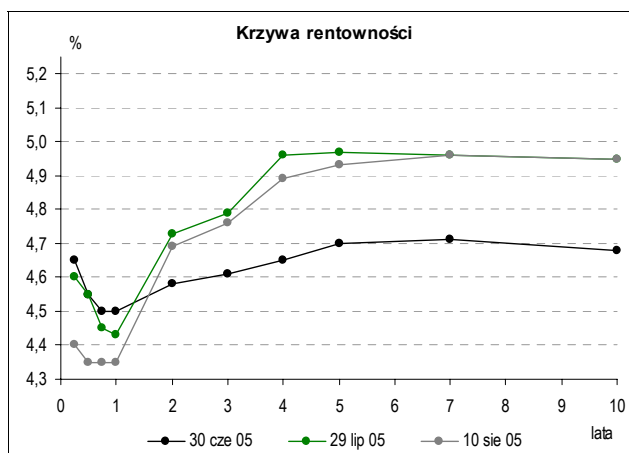
Monitor rynku



Złoty - umocnienie po osłabieniu

▪ W minionym miesiącu obserwowaliśmy kilka fal osłabienia złotego, najpierw z powodu wysokiego deficytu na rachunku obrotów bieżących oraz niskiego popytu na aukcji obligacji a następnie na skutek wyprzedzi na rynku obligacji po danych o produkcji i sprzedaży detalicznej. W połowie lipca kurs EURPLN przekroczył nawet poziom 4,15, a kurs USDPLN 4,43. Początek sierpnia był jednak dobry dla złotego, między innymi dzięki informacji Ministerstwa Finansów o sprzedaży walut obcych na rynku. Wspierającym czynnikiem był rosnący kurs EURUSD.

▪ Lipcowe osłabienie złotego było tymczasowe i nie oznaczało jeszcze wyceniania większego ryzyka politycznego przed wyborami. Oczekujemy, że do końca tego miesiąca kurs złotego do euro będzie wahał się w przedziale 4,0-4,1, a wybicie w górę z tego przedziału możliwe jest przed wyborami.

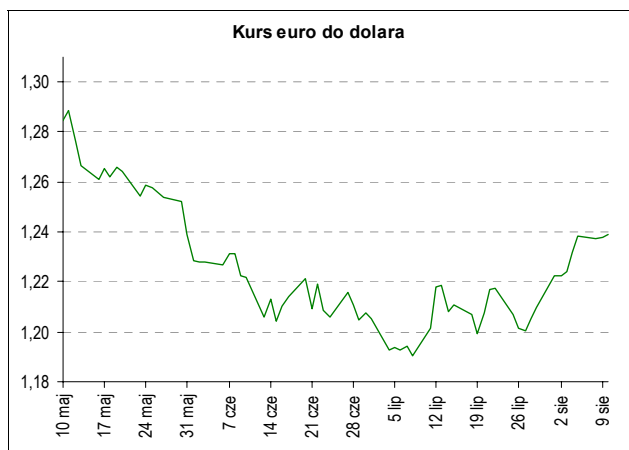


Mocne dane i rynki światowe powodują wzrost rentowności

▪ W ostatnich tygodniach polski rynek stopy procentowej zanotował znaczne osłabienie, któremu sprzyjały zarówno dane ekonomiczne sugerujące stosunkowo dobrą sytuację gospodarczą, jak i rosnące rentowności na rynkach światowych.

▪ Po znaczących spadkach rentowności w wyniku czerwcowej decyzji RPP, nastąpiło odwrócenie całego tego ruchu i na początku sierpnia rentowności osiągnęły nawet wyższy poziom niż przed obniżkami łącznie o 75pb i wprowadzeniem nastawienia łagodnego. Krzywa FRA wycenia ponownie, że koniec cyklu obniżek może nastąpić na poziomie 4,5%.

▪ Tak jak napisaliśmy w ubiegłym miesiącu, zwiększył się spread między krótkim, a długim końcem krzywej. Ten trend może być nawet kontynuowany jeśli w sierpniu RPP zdecyduje się obniżyć stopy, a rentowności za granicą będą kontynuowały wzrost.

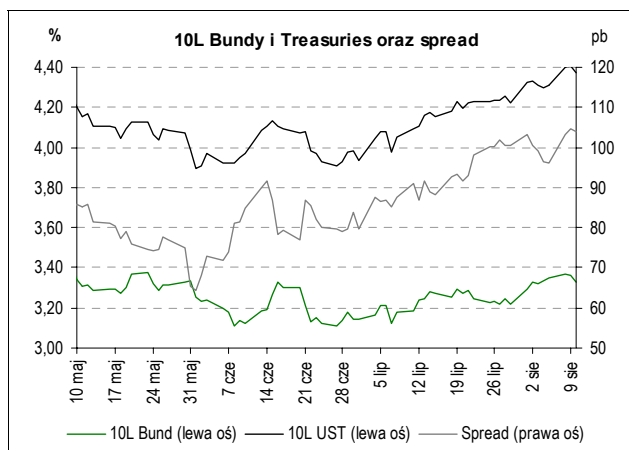


Euro najmocniejsze od kilku miesięcy

▪ Tak jak przewidywaliśmy w ubiegłym miesiącu, trend spadkowy kursu EURUSD zatrzymał się w zakresie 1,19-1,20. Nie wykluczaliśmy również wybicia powyżej górnego poziomu, które zmaterializowało się na początku sierpnia. Euro umocniło się do poziomu 1,24, który nie był obserwowany od końca maja.

▪ Mimo zwiększającej się różnicy w oprocentowaniu na korzyść dolara, umocnieniu euro sprzyjały informacje potwierdzające ożywienie aktywności gospodarczej oraz pogłoski o zwiększeniu udziału euro w rezerwach banków centralnych. W najbliższym czasie nie oczekujemy wybicia EURUSD poza przedział 1,20-1,25.

▪ W końcu nastąpiła rewaluacja juana. Jednak jej skala (2,1%) była mniejsza od oczekiwań (ok. 10%), ograniczając tym samym wpływ na rynki walutowe. Nowy reżim kursowy umożliwia jednak dalsze dostosowanie wartości waluty chińskiej.

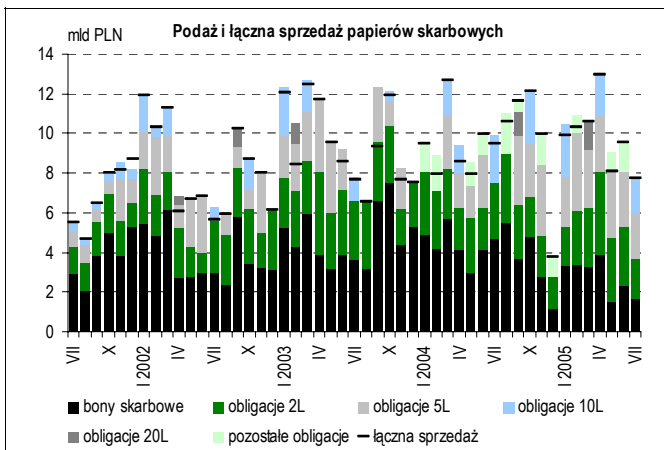
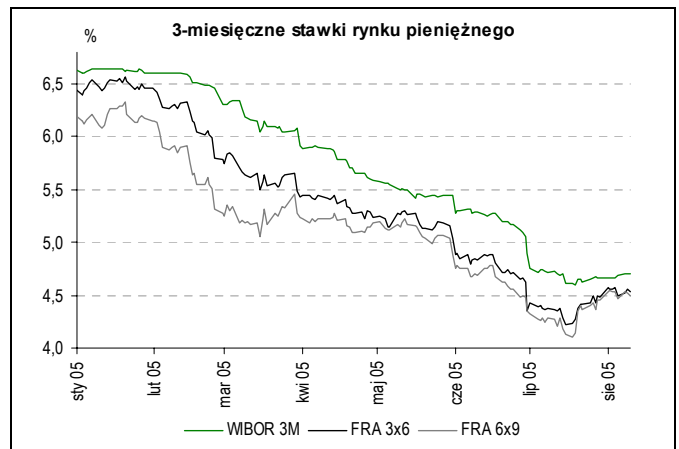
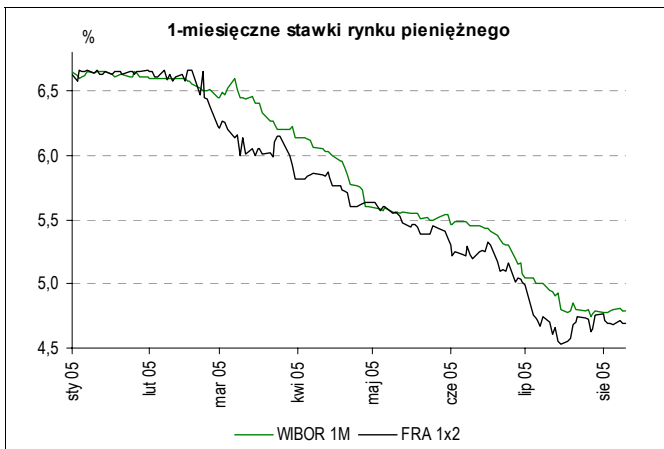
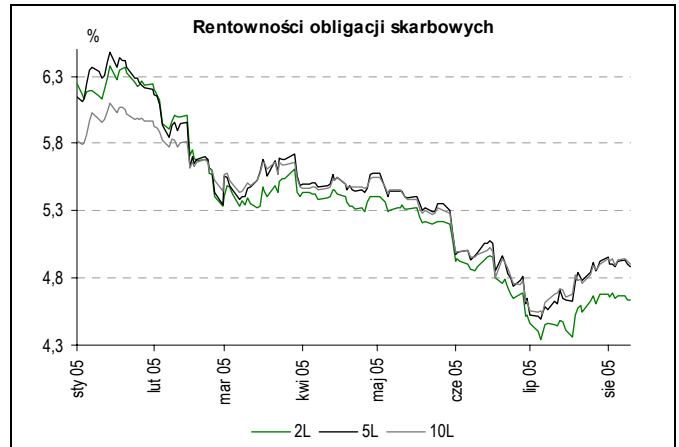
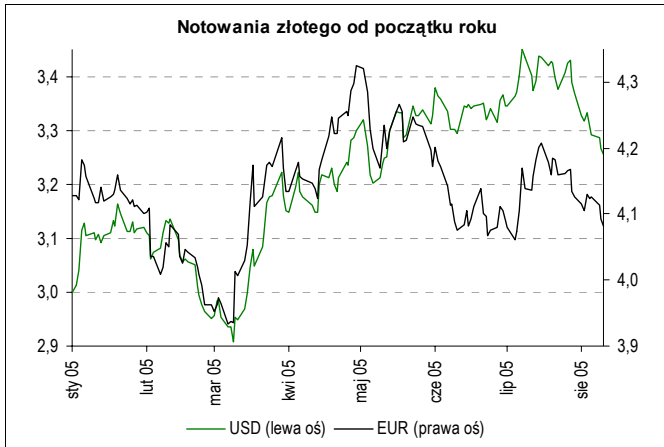


Rentowności na świecie ostro w górę

▪ Na rynkach obligacji przeważał negatywny sentyment. Dane potwierdzały nie tylko siłę amerykańskiej gospodarki, ale też postępujące ożywienie gospodarcze w strefie euro. Po lipcowym wzroście rentowności 10-letnich Bundów o 7pb i US Treasuries o 24pb, początek sierpnia przyniósł dalsze osłabienie - odpowiednio o 15 i 19 pb. Ponieważ dane w Polsce również przyczyniły się do wzrostu rentowności, spread 5/5l między krzywą polską a euro utrzymał się na poziomie sprzed miesiąca (ok. 65 pb).

▪ Nie oczekujemy aby przed wyborami spread 5/5l mógł się znacznie obniżyć, w związku z czym wzrosty rentowności na rynkach światowych mogą w dalszym ciągu przekładać się na wzrost rynkowych stóp na długim końcu polskiej krzywej. A nie można wykluczyć, że do końca roku stopa 10-letnich Bundów i Treasuries zbliży się odpowiednio do 3,5% i 5,0%.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	13-tyg.	52-tyg.	Suma
06.06.2005	-	600/600	600/600
13.06.2005	-	600/600	600/600
20.06.2005	-	600/600	600/600
27.06.2005	100/100	400/400	400/400
razem czerwiec	100	2 200 / 2 200	2 300 / 2 300
04.07.2005	100/100	600/600	700/700
11.07.2005	100/100	400/400	500/500
18.07.2005	100/100	400/400	500/500
razem lipiec	300/300	1 400 / 1 400	1 700 / 1 700
08.08.2005	-	500/500	500/500
22.08.2005	-	400-600	400-600
razem sierpień*	-	900 - 1 000	900 - 1 000

* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów.

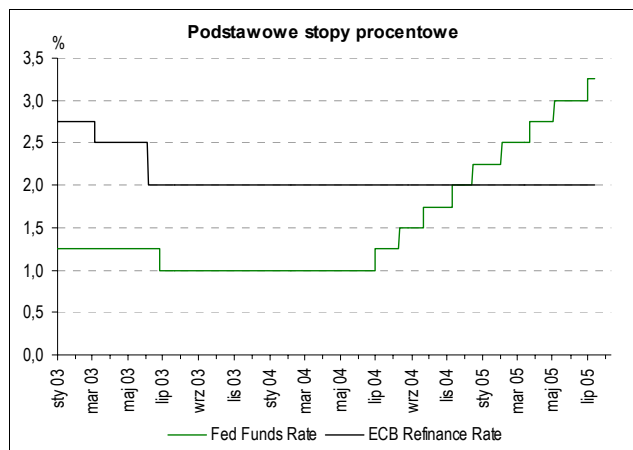
Przetargi obligacji skarbowych w 2005 r. (mln zł)

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	1 440	1 440	15.06	PS0310	2 800	2 800
lipiec	06.07	OK0807	2 000	2 000	13.07	DS1015	1 800	1 800	20.07	PS0310	2 200	2 200
sierpień	03.08*	OK0807	3 240	3 240	10.08	IZ0816	500	500	-	-	-	-
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	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

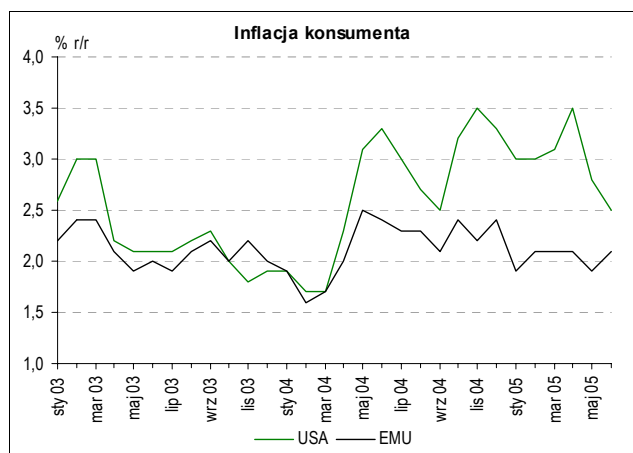
* razem z przetargiem uzupełniającym

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

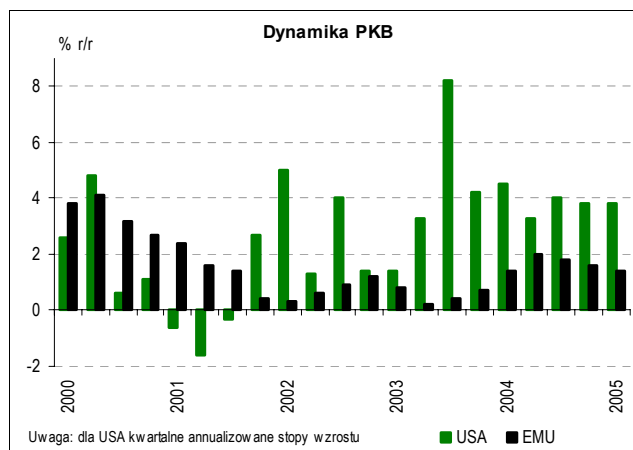
Przegląd międzynarodowy

**Decyzje banków centralnych bez zaskoczenia**

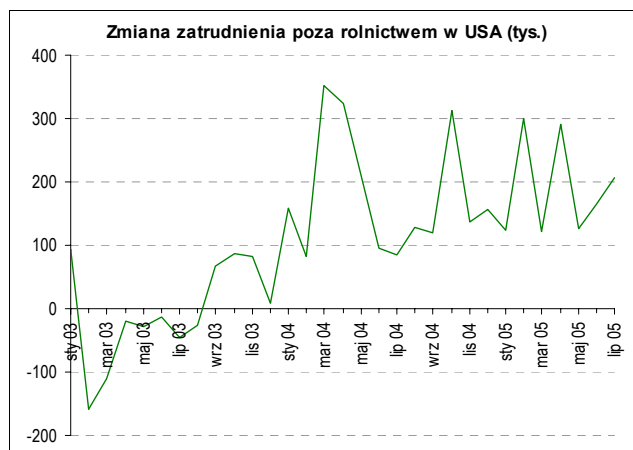
- Europejski Bank Centralny pozostawił główną stopę bez zmian na poziomie 2,0%, z kolei Bank Anglii obniżył stopy procentowe o 25 pb (do 4,5%), co było pierwszą redukcją oprocentowania od ponad dwóch lat. Jeśli chodzi o dalsze decyzje, to stopy procentowe EBC pozostaną zapewne bez zmian (chyba że inflacja spadnie znacznie poniżej 2% lub gospodarka spowolni), jednak pod koniec 2006 roku możemy wejść w fazę podwyżek. Kolejna obniżka w Anglii (o 25pb) może nastąpić we wrześniu-październiku.
- Fed natomiast podniósł stopy procentowe o 25 pb. Komunikat pozostał w dużej mierze niezmienny sugerując, że amerykański bank centralny będzie odchodził od akomodacyjnej polityki monetarnej w „miarowym tempie”. Zapewne oficjalna stopa procentowa w USA wzrośnie w tym roku do 4.00-4.25%, a w przyszłym roku zobaczymy dalszy ciąg podwyżek.

**Stabilizacja wskaźników inflacji**

- Ceny konsumenta w USA pozostały stabilne w czerwcu, gdyż spadające ceny energii (o 0,5%) skompensowały wzrost cen żywności (o 0,1%). Inflacja bazowa wzrosła o 0,1% drugi miesiąc z rzędu. W ujęciu rocznym spadła do 2,5% z 2,8% w poprzednim miesiącu. Ceny producenta w USA również pozostały bez zmian. Koszty energii w PPI wzrosły o 2% w czerwcu, podczas gdy ceny żywności spadły o 1,1%. Poza tymi zmiennymi kategoriami, bazy PPI spadł o 0,1%, po raz pierwszy od czterech miesięcy.
- Ostateczne dane o inflacji w strefie euro w czerwcu pokazały, że wyniosła ona 0,1% m/m i 2,1% r/r, co potwierdziło wstępny szacunek i oczekiwania rynku. Wstępne dane za lipiec wskazały dalszy wzrost do 2,2%. Wzrost podaży pieniądza w strefie euro w czerwcu przekroczył dość wyraźnie oczekiwania analityków (7,1% r/r) i osiągnął 7,5% r/r.

**Dobre dane o wzroście gospodarczym**

- W drugim kwartale amerykańska gospodarka rozwijała się w tempie 3,4% r/r według wstępnych danych, które zostaną zrewidowane dwukrotnie w nadchodzących miesiącach. Póki co jednak dane potwierdzają ekspansję gospodarki - indeks ISM w sektorze wytwórczym osiągnął najwyższą wartość w tym roku; indeks Chicago PMI wzrósł w lipcu do 63,5 z 53,6; dochody osobiste wzrosły o 0,5%, a wydatki konsumentów o 0,8% potwierdzając silny trend wzrostowy w popycie konsumpcyjnym i pozytywną sytuację dochodową amerykańskich gospodarstw domowych; indeks New York Fed drugi miesiąc z rzędu pokazał ekspansję; sprzedaż detaliczna wzrosła powyżej oczekiwań.
- Stosunkowo dobre dane napływają również ze strefy euro. Wzrost PKB wyniósł w I kw. 1,4% r/r (oczekiwania 1,3%), a indeksy aktywności (PMI, IFO ZEW) były powyżej oczekiwań.

**Wysoki wzrost zatrudnienia, spadek deficytu handlowego**

- Liczba zatrudnionych poza rolnictwem w USA zwiększyła się w lipcu o 207 tys., podczas gdy konsensus rynkowy przewidywał 183 tys. Co więcej, dane za maj i czerwiec zostały zrewidowane w górę o 42 tys. Stopa bezrobocia wyniosła 5% tak jak w czerwcu, pozostając na najniższym poziomie od końca 2001 r. Dobre dane potwierdzają kreację zatrudnienia na amerykańskim rynku pracy co będzie stanowiło argument dla Fed za kolejnymi podwyżkami stóp.
- Deficyt w handlu zagranicznym w USA zmniejszył się nieoczekiwanie w maju do 55,3 mld \$ (wobec prognoz 57), gdyż eksport osiągnął nowe rekordy, a import cofnął się z rekordowych poziomów osiągniętych w kwietniu. Napływ netto kapitału do USA wyniósł w maju 60 mld \$, czyli więcej niż osiągnął w tym okresie deficyt handlowy.

Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
8 sierpnia <i>POL: Aukcja bonów skarbowych</i>	9 USA: Spotkanie FOMC - decyzja USA: Zapasy hurtowe (VI) USA: Jednostkowe koszty pracy, wydajność pracy (II kw.)	10 <i>POL: Aukcja 12-letnich obligacji indeksowanych</i> USA: Sprawozdanie z wykonania budżetu (VII)	11 <i>POL: Saldo na rachunku obrotów bieżących (VI)</i> EMU: Wstępny PKB (II kw.) USA: Sprzedaż detaliczna (VII)	12 <i>POL: Podaż pieniądza (VII)</i> USA: Wstępny indeks Michigan (VIII) USA: Handel zagraniczny (VI) USA: Ceny w handlu zagr. (VII)
15 <i>POL: Święto WNMP</i> USA: Napływ kapitału netto (VI)	16 <i>POL: Ceny konsumenta (VII)</i> <i>POL: Zatrudnienie (VII)</i> <i>POL: Wynagrodzenia (VII)</i> USA: Ceny konsumenta (VII) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (VII) USA: Produkcja przem. (VII)	17 USA: Ceny producenta (VII) UK: Wyniki głosowania MPC	18 <i>POL: Produkcja przemysłowa i budowlana (VII)</i> <i>POL: Ceny produkcji (VII)</i> EMU: Produkcja przem. (VI) EMU: Finalny HICP (VII) USA: Wskaźniki wyprzedzające (VII)	19
22 <i>POL: Aukcja bonów skarbowych</i> <i>POL: Koniunktura wg GUS (VIII)</i> EMU: Bilans handlowy (VI) EMU: Saldo na rachunku obrotów bieżących (VI)	23 <i>POL: Sprzedaż detaliczna (VII)</i> <i>POL: Bezrobocie (VII)</i> GER: Indeks ZEW (VIII)	24 <i>POL: Aukcja zamiany</i> <i>POL: Inflacja bazowa (VII)</i> USA: Zamówienia na dobra trwałe (VII)	25 GER: Indeks IFO (VIII)	26 EMU: Podaż pieniądza (VII) USA: Finalny indeks Michigan (VIII)
29 <i>POL: PKB (II kw)</i> UK: Święto	30 <i>POL: Spotkanie RPP</i> USA: Zaufanie konsumentów (VIII) USA: Zamówienia w przemyśle (VII)	31 <i>POL: Spotkanie RPP – decyzja</i> EMU: Finalny PKB (II kw.) EMU: Wstępny HICP (VIII) USA: PCE (II kw.) USA: Wstępny PKB (II kw.) USA: Chicago PMI (VIII)	1 września EMU: Spotkanie EBC – decyzja USA: ISM dla przemysłu (VIII)	2 USA: Zatrudnienie (VIII) EMU: Ceny producenta (VII)
5 <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i> EMU: Sprzedaż detaliczna (VII) USA: Święto	6 USA: ISM poza przemysłem (VIII)	7 <i>POL: Aukcja obligacji 2-letnich</i> USA: Jednostkowe koszty pracy, wydajność pracy (II kw.) - finalne	8 UK: Spotkanie BoE – decyzja USA: Zapasy hurtowe (VII)	9 USA: Ceny w handlu zagr. (VIII)
12 <i>POL: Saldo na rachunku obrotów bieżących (VII)</i>	13 USA: Handel zagraniczny (VII) USA: Ceny producenta (VIII)	14 <i>POL: Aukcja obligacji 20-letnich</i> <i>POL: Ceny konsumenta (VIII)</i> <i>POL: Podaż pieniądza (VIII)</i> USA: Sprzedaż detaliczna (VIII) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (VIII) USA: Produkcja przem. (VIII)	15 USA: Ceny konsumenta (VIII)	16 USA: Saldo na rachunku obrotów bieżących (II kw) USA: Napływ kapitału netto (VII) USA: Wstępny indeks Michigan (IX) EMU: Finalny HICP (VIII)

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*	31	-	11	-	31	-	-	29 ^f	-	-	29 ^f	-
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	24	23	23	25	25	23	25	23	21	21	23	21
Płace brutto, zatrudnienie	17	15	15	15	18	15	15	16	15	17	17	15
Bezrobocie	24	23	23	25	25	23	25	23	21	21	23	21
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	30	-	-	30	-	-	-
Bilans płatniczy	31 ^c	28	31	29	31	30	12	11	12	13	15	-
Podaż pieniądza	14	14	14	14	13	14	14	12	14	14	14	-
Bilans NBP	7	7	7	7	6	7	7	5	7	7	7	-
Wskaźniki koniunktury	21	21	22	22	20	22	22	22	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, ^f daty niepotwierdzone

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		lip 04	sie 04	wrz 04	paź 04	lis 04	gru 04	sty 05	lut 05	mar 05	kwi 05	maj 05	cze 05	lip 05	sie 05
Produkcja przemysłowa	% r/r	6,0	13,7	9,5	3,5	11,4	6,8	4,6	2,3	-3,7	-1,1	0,9	6,8	1,1	7,2
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	10,9	9,6	8,8	4,0	4,4	2,8	7,5	2,4	-0,3	-14,4	8,0	10,5	7,4	8,0
Stopa bezrobocia	%	19,3	19,1	18,9	18,7	18,7	19,1	19,5	19,4	19,3	18,8	18,3	18,0	17,9	17,7
Place brutto ^{b c}	% r/r	3,6	5,1	3,7	2,4	2,7	3,2	2,6	1,4	2,2	1,8	3,0	4,5	3,9	4,0
Zatrudnienie ^b	% r/r	-0,7	-0,8	-0,6	-0,4	-0,3	0,2	1,5	1,6	1,6	1,7	1,6	1,7	1,9	2,0
Eksport (w euro) ^d	% r/r	13,8	22,1	18,0	15,3	29,5	20,9	32,5	23,2	10,1	13,0	12,0	13,4	21,1	22,0
Import (w euro) ^d	% r/r	9,1	22,0	18,9	14,8	24,0	15,8	20,3	25,4	5,3	-5,1	13,5	9,3	15,0	15,7
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-486	-314	-345	-250	-282	-488	126	-110	-334	107	-362	29	-242	-42
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-734	253	-383	105	223	-243	197	-56	235	647	-690	222	58	678
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-2,0	-1,8	-2,0	-2,0	-1,8	-1,5	-1,4	-1,3	-0,9	-0,3	-0,4	-0,1	0,3	0,4
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-23,2	-25,9	-29,0	-30,8	-33,8	-41,5	-1,6	-8,8	-12,3	-13,9	-18,3	-18,5	-17,9	-20,5
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu	55,9	62,3	69,8	74,1	81,4	100,0	4,5	25,2	35,2	39,6	52,3	52,9	51,2	60,4
Inflacja (CPI)	% r/r	4,6	4,6	4,4	4,5	4,5	4,4	3,7	3,6	3,4	3,0	2,5	1,4	1,0	1,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	8,6	8,5	7,9	7,6	6,7	5,2	4,5	3,2	2,2	0,9	-0,5	0,1	0,2	0,1
Podaż pieniądza (M3)*	% r/r	6,8	7,4	6,5	10,5	6,4	8,7	9,3	9,4	11,0	10,0	13,2	10,7	11,5	11,4
Zobowiązania*	% r/r	6,4	7,6	6,6	11,5	6,5	8,1	8,4	8,7	10,4	8,7	11,9	9,2	10,3	10,0
Należności*	% r/r	4,5	5,3	4,3	9,7	4,2	2,9	3,5	2,4	4,6	5,3	9,4	7,5	8,6	8,9
USD/PLN	PLN	3,64	3,64	3,58	3,46	3,28	3,09	3,11	3,06	3,04	3,21	3,29	3,34	3,40	3,30
EUR/PLN	PLN	4,47	4,43	4,37	4,32	4,26	4,14	4,08	3,99	4,02	4,16	4,18	4,06	4,10	4,06
Stopa interwencyjna ^a	%	6,00	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,00	5,50	5,50	5,00	4,75	4,50
WIBOR 3M	%	6,34	6,58	7,12	6,89	6,81	6,72	6,63	6,54	6,15	5,78	5,48	5,22	4,66	4,50
Stopa lombardowa ^a	%	7,50	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	7,50	7,00	7,00	6,50	6,25	6,00
Rentowność bonów 52-tyg.	%	7,15	7,24	7,38	7,00	6,81	6,44	6,28	5,95	5,51	5,36	5,19	5,09	4,30	4,30
Rentowność obligacji 2L	%	7,80	7,66	7,51	7,04	6,81	6,39	6,24	5,82	5,43	5,39	5,27	5,14	4,50	4,50
Rentowność obligacji 5L	%	7,79	7,65	7,33	7,03	6,78	6,29	6,31	5,80	5,56	5,50	5,38	5,25	4,70	4,70
Rentowność obligacji 10L	%	7,44	7,36	6,96	6,75	6,43	6,02	5,98	5,72	5,57	5,49	5,36	5,24	4,72	4,70

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	936,2	204,1	216,3	219,2	245,7	218,5	227,4	230,7	261,5
PKB	% r/r	1,4	3,8	5,4	3,7	7,0	6,1	4,9	4,0	2,1	2,8	4,1	5,3
Popyt krajowy	% r/r	0,9	2,6	5,0	3,0	6,0	5,8	5,2	3,3	1,1	1,6	3,5	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	7,5	3,7	3,9	4,3	7,4	1,0	5,0	10,0	10,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,1	8,4	12,3	3,9	19,0	16,4	9,2	6,2	0,7	2,1	5,4	7,3
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,9	3,6	7,1	3,6	13,6	11,3	4,0	1,1	-0,4	-1,8	6,7	9,7
Stopa bezrobocia ^a	%	20,0	20,0	19,1	17,7	20,4	19,4	18,9	19,1	19,3	18,0	17,5	17,7
Place realne brutto ^c	% r/r	1,5	2,0	0,8	1,3	3,8	1,6	-0,5	-1,5	-1,3	0,8	2,9	3,2
Eksport (w euro) ^b	% r/r	6,0	9,1	21,9	15,8	19,3	29,1	17,6	21,8	20,8	12,9	20,7	10,0
Import (w euro) ^b	% r/r	3,5	3,3	19,1	12,0	12,6	29,3	16,3	18,2	15,7	5,3	15,8	12,0
Bilans handlowy ^b	mld EUR	-7 701	-5 077	-4 510	-2 555	-909	-1 438	-1 148	-1 015	-315	-226	-523	-1 491
Rachunek bieżący ^b	mld EUR	-5 404	-4 109	-2 958	838	-654	-1 530	-868	94	379	179	877	-596
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,7	-2,2	-1,5	0,4	-1,7	-1,9	-2,0	-1,5	-0,9	-0,1	0,7	0,4
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	2,0	1,6	3,3	4,5	4,4	3,6	2,3	1,1	1,1
Inflacja ^a	% r/r	0,8	1,7	4,4	1,1	1,7	4,4	4,4	4,4	3,4	1,4	1,2	1,1
Ceny produkcji	% r/r	1,0	2,6	7,0	1,3	4,4	8,8	8,3	6,5	3,3	0,2	0,3	1,3
Podaż pieniądza (M3)* ^a	% r/r	-2,0	5,6	8,7	10,0	5,7	7,2	6,5	8,7	11,0	10,7	11,9	10,0
Zobowiązania* ^a	% r/r	-4,1	3,7	8,1	8,5	4,8	6,9	6,6	8,1	10,4	9,2	10,5	8,5
Należności* ^a	% r/r	4,7	8,1	2,9	10,0	6,0	5,7	4,3	2,9	4,6	7,5	9,8	10,0
USD/PLN	PLN	4,08	3,89	3,65	3,25	3,82	3,89	3,62	3,27	3,07	3,28	3,37	3,29
EUR/PLN	PLN	3,85	4,40	4,53	4,07	4,78	4,69	4,43	4,24	4,03	4,13	4,10	4,03
Stopa interwencyjna ^a	%	6,75	5,25	6,50	4,50	5,25	5,25	6,50	6,50	6,00	5,00	4,50	4,50
WIBOR 3M	%	9,09	5,69	6,21	5,25	5,47	5,87	6,68	6,81	6,44	5,49	4,55	4,50
Stopa lombardowa ^a	%	8,75	6,75	8,00	6,00	6,75	6,75	8,00	8,00	7,50	6,50	6,00	6,00
Rentowność bonów 52-tyg.	%	8,18	5,33	6,50	4,88	5,75	6,24	7,26	6,75	5,91	5,21	4,30	4,10
Rentowność obligacji 2L	%	7,94	5,38	6,89	4,95	6,28	6,86	7,66	6,75	5,83	5,27	4,50	4,20
Rentowność obligacji 5L	%	7,86	5,61	7,02	5,12	6,67	7,10	7,59	6,70	5,89	5,38	4,70	4,50
Rentowność obligacji 10L	%	7,34	5,77	6,84	5,08	6,70	7,00	7,25	6,40	5,76	5,37	4,70	4,50

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 10.08.2005 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

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.

