

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

Na huśtawce

Na polskim rynku obligacji widać w ostatnich miesiącach huśtawkę nastrojów - po spadkach następują wzrosty, i odwrotnie, w zależności od publikowanych danych i sygnałów wysłanych przez Radę Polityki Pieniężnej. Przypomnijmy, że na początku czerwca rentowność pięcioletniej obligacji wynosiła ok. 5%, następnie po czerwcowej decyzji Rady (obniżka stóp o 50 pb i łagodne nastawienie) nastąpiło znaczne umocnienie (4,5% na początku lipca), które jednak odwróciło się miesiąc temu gdy rynek tracił wiarę w kolejne obniżki stóp (stopa 5-letnia ponownie blisko 5%). Napisaliśmy wówczas, że dane, które będą kluczowe dla ustalenia rynkowego sentymentu przed sierpniowym posiedzeniem Rady mogą rozczarować. I rzeczywiście, po publikacji gorszych od oczekiwań (choć wcale nie takich złych) danych o produkcji i sprzedaży detalicznej oraz danych o PKB, które pokazał spadek popytu krajowego w ujęciu realnym, a także w efekcie decyzji Rady i „gołębim” sygnale zawartym w komunikacie po posiedzeniu i *Raporcie o inflacji* rynek obligacji umocnił się, a rentowność obligacji 5-letniej ponownie zbliżyła się do 4,5%. Wydaje nam się, że kolejne dane (wyższa inflacja, silny wzrost produkcji i sprzedaży detalicznej) oraz brak obniżki stóp procentowych na najbliższym posiedzeniu mogą przyczynić się do kolejnej korekty na rynku stopy procentowej. Oczywiście, istotnymi czynnikami będą sytuacja po wyborach i kształtowanie się rentowności obligacji za granicą.

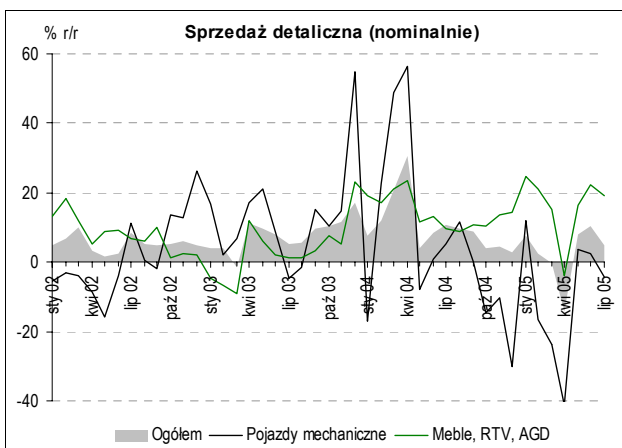
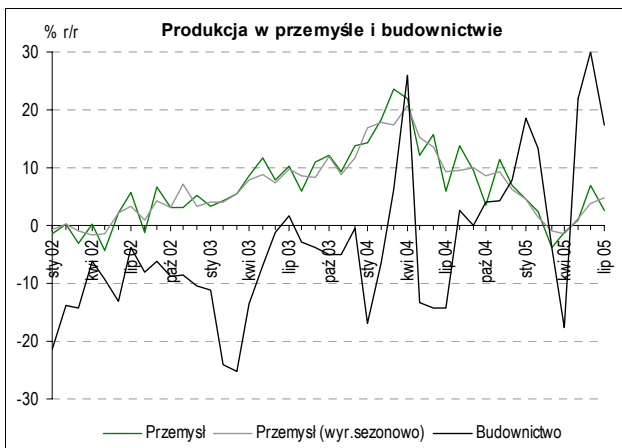
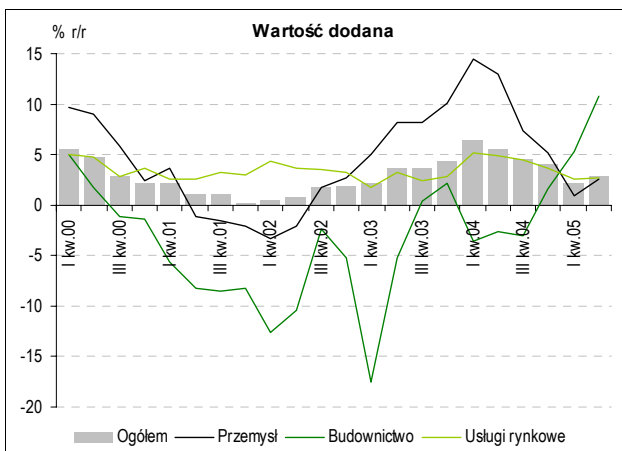
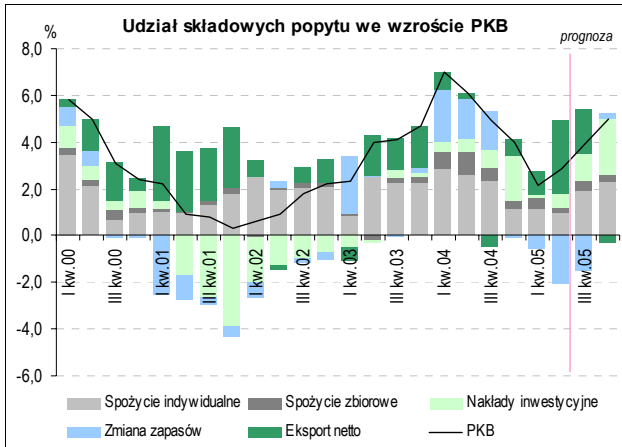
Jak do tej pory rynek walutowy wydaje się nie dostrzegać nadchodzących wyborów parlamentarnych. Inaczej mówiąc, rynek postrzega ryzyko polityczne z związane z wyborami jako niskie. Fala optymizmu (kapitału), która napłynęła zarówno na polski rynek obligacji po decyzji i komunikacie RPP, oraz na giełdę, nieoczekiwanie dla nas umocniła złotego do poziomów notowanych ostatnio w marcu. Sondáže opinii publicznej przed wyborami są pozytywne z punktu widzenia rynków finansowych i nie można wykluczyć dalszego umocnienia złotego, gdyby potwierdziły się one w głosowaniu. Warto jednak pamiętać, że kilka głównych punktów programów gospodarczych przyszłych koalicjantów jest zarzewiem potencjalnych konfliktów (podatki, strefa euro). Pozostaje również pytanie jak na wyłonienie nowego rządu (i jego programu) wpłynie kampania przed wyborami prezydenckimi. Nie można wykluczyć, że nowy rząd powstanie dopiero pod koniec października.

Po tym jak lipiec i początek sierpnia były niezbyt korzystne dla rynków obligacji Treasuries i Bundów, w dalszej części ubiegłego miesiąca nastąpiło ponowne odwrócenie sentymentu. Po stopniowym spadku rentowności w sierpniu, trend ten został wzmocniony we wrześniu przez podobne czynniki, które stały za osłabieniem dolara (słabe dane makro, skutki huraganu i wysokich cen ropy). Na rynkach międzynarodowych kluczowe w najbliższym czasie będą notowania na rynku ropy oraz informacje płynące z gospodarki amerykańskiej, które pomogą rynkowi określić oczekiwania odnośnie najbliższej decyzji Fed 20 września.

Na rynku finansowym 31 sierpnia 2005 r.:					
Stopa depozytowa NBP	3,25	WIBOR 3M	4,61	USDPLN	3,3140
Stopa referencyjna NBP	4,75	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	4,23	EURPLN	4,0495
Stopa lombardowa NBP	6,25	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	4,61	EURUSD	1,2219

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 09.09.2005 r.

Gospodarka Polski

**Wzrost PKB przyzwoty, ale słaby popyt krajowy**

Wzrost PKB w II kwartale był zgodny z naszymi oczekiwaniami i wyniósł 2,8%. Odmienna od oczekiwań okazała się jednak struktura wzrostu gospodarczego w tym okresie.

Co prawda wzrost konsumpcji był zgodny z naszymi szacunkami, a przyspieszenie w inwestycjach nie odbiegało diametralnie od naszych prognoz, ale za sprawą bardzo niewielkiego przyrostu zapasów w porównaniu z II kw. 2004 (który obniżył wzrost PKB o 2,1 pkt. proc.), popyt krajowy zmniejszył się o 0,3% wobec wzrostu o 1,1% w I kwartale roku.

Na szczęście, w jeszcze większym niż oczekiwano stopniu rolę motoru wzrostu PKB w II kwartale spełnił eksport, którego dodatni udział we wzroście PKB wyniósł aż 3,1 pkt. proc.

Jeśli chodzi o stronę podażową tworzenia PKB, dane pokazały przyspieszenie wzrostu wartości dodanej w przemyśle, nieznaczną poprawę w usługach rynkowych oraz silne ożywienie w budownictwie. Taka struktura wzrostu wydaje się dość korzystna, wręcz ożywiając aktywność inwestycyjną.

Dane wyrównane sezonowo opublikowane przez GUS pokazały spadek PKB o 0,2% kw/kw (po wzroście o 0,7% kw/kw w I kwartale) przy spadku popytu krajowego o 0,1% kw/kw. Konsumpcja ogółem zwiększyła się jednak o 0,5% kw/kw, a inwestycje aż o 2,0% kw/kw, podczas gdy powodem załamania popytu krajowego była niekorzystne dostosowanie w zapasach, co może być przejściowym zjawiskiem.

Podsumowując, dane GUS pokazały, że polska gospodarka stopniowo nabiera tempa i podtrzymujemy nasze przewidywania, że wzrost PKB przyspieszy do ok. 4% w III kwartale br. i wyniesie ponad 4% przeciętnie w II połowie br. W całym roku wzrost gospodarczy wyniósłby wówczas ok. 3,5% (być może trochę więcej).

Dane o produkcji rozczarowały, ale nie były złe

Produkcja przemysłowa w lipcu wzrosła o 2,6% r/r, czyli sporo mniej niż oczekiwał rynek (ok. 5% r/r), ale mocniej niż wynosiła nasza prognoza (1,1% r/r).

O ile więc dane te były rozczarowaniem dla uczestników rynku i niektórych członków RPP, naszym zdaniem potwierdziły one, że gospodarka nabiera tempa i w II połowie roku wzrost gospodarczy przyspieszy.

Wskazuje na to dostosowany sezonowy wzrost produkcji w przemyśle, który wyniósł 4,7% r/r, czyli najwięcej w tym roku.

Bardzo dobrym sygnałem jest również silny wzrost produkcji budowlano-montażowej. Nie był on co prawda tak okazały jak w czerwcu, gdy wyniósł blisko 30% r/r, ale lipcowy wzrost o 17,4% r/r trudno nazwać kiepskim wynikiem. Wygląda na to, że w budownictwie zaczął się boom.

Lipcowa sprzedaż detaliczna zawiodła oczekiwania

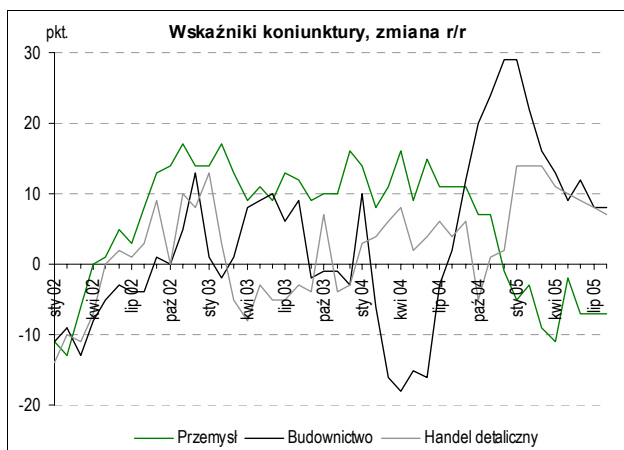
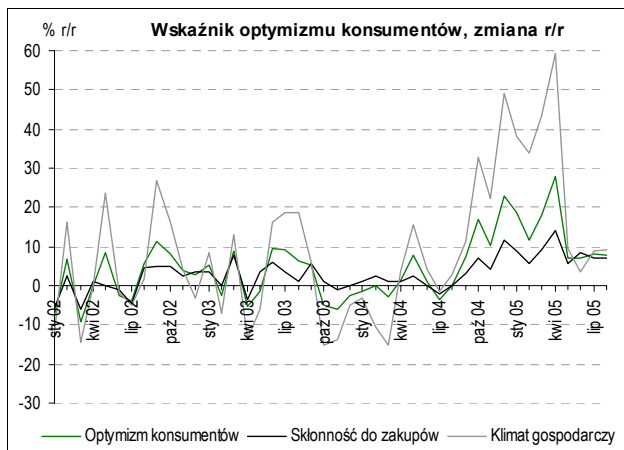
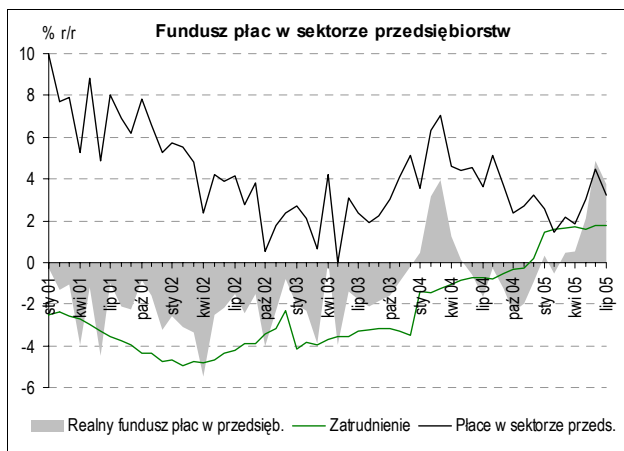
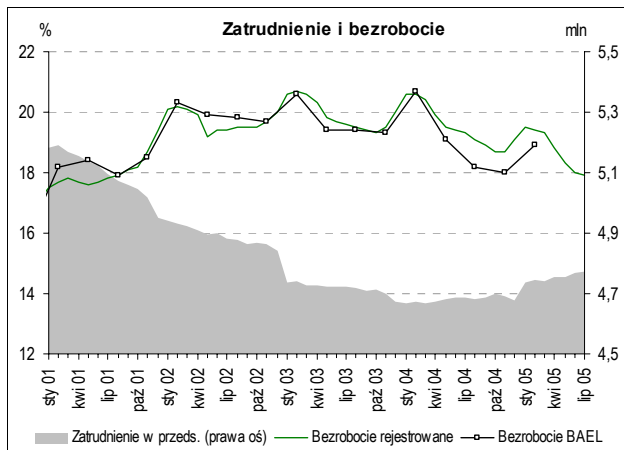
Sprzedaż detaliczna wzrosła w lipcu nominalnie o 5% r/r, czyli słabiej nie tylko od konsensusu rynkowego i naszej prognozy, ale nawet od dolnego przedziału oczekiwań rynkowych (5,5-9,5%).

Wzrost sprzedaży detalicznej w ujęciu realnym wyniósł 3,2% r/r, co oznacza poprawę w porównaniu z I połową roku, kiedy to nastąpił spadek o ok. 1% r/r, ale pogorszenie wobec dwóch poprzednich miesięcy - znaczące wzrosty w maju i w czerwcu o odpowiednio 5,5% i 8,8%.

Dynamika sprzedaży byłaby bardziej okazała, gdyby nie kolejny spadek sprzedaży nowych samochodów.

W sumie wydaje nam się, że lipcowy wzrost sprzedaży detalicznej (podobnie jak dane o produkcji) potwierdziły, że polska gospodarka weszła w III kwartał w lepszej kondycji niż w I połowie roku, ale poprawa nie jest oszałamiająca.

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

Trwa poprawa sytuacji na rynku pracy

- Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w lipcu o 0,1 pkt. proc. do 17,9%, czyli po raz pierwszy od sierpnia 2001 poniżej poziomu 18%. Prognozujemy dalszy spadek stopy bezrobocia do 17,3% na początku czwartego kwartału, choć na koniec roku możliwy jest sezonowy wzrost do 17,7%.
- Spadek miesięczny był typowym sezonowym efektem w tej części roku, jednak ważniejsze, że drugi miesiąc z rzędu stopa bezrobocia obniżyła się aż o 1,4 pkt. proc. w ujęciu rocznym.
- Potwierdzone zostały tym samym miesięczne dane z sektora przedsiębiorstw, wskazujące od jakiegoś czasu na kreację zatrudnienia. W lipcu wzrost zatrudnienia przyspieszył do 1,8% r/r, co było najszybszym wzrostem odnotowanym w statystykach od 7 lat. Oczekujemy kontynuacji tego trendu w przyszłości.
- Po silnym przyspieszeniu płac w sektorze przedsiębiorstw obserwowanym w czerwcu (4,5% r/r), co było związane z jednorazowymi wypłatami w sektorze górniczym, w lipcu zgodnie z oczekiwaniami zanotowano spowolnienie do 3,2% r/r.
- Niemniej, umiarkowany wzrost płac przy coraz szybszym wzroście zatrudnienia przełożył się na dalsze przyspieszenie wzrostu funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw, który w lipcu odnotował wzrost 5,1% r/r w ujęciu nominalnym i o 3,8% r/r realnie, w porównaniu z odpowiednio 4,2% i 1,3% w pierwszej połowie tego roku.
- Ponieważ w najbliższych miesiącach realny wzrost funduszu płac kształtować się będzie prawdopodobnie na poziomie ok. 4%, oczekujemy poprawy dynamiki dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych i przyspieszenia konsumpcji indywidualnej w II poł. roku. Kontynuacja poprawy sytuacji na rynku pracy przełoży się więc na przyspieszenie wzrostu popytu krajowego, a zatem również wzrostu PKB.

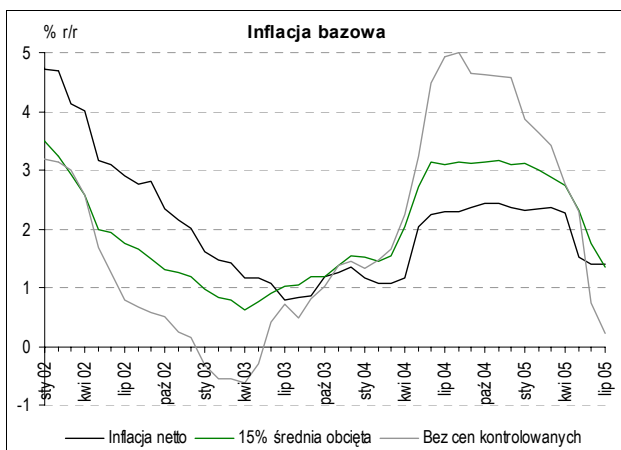
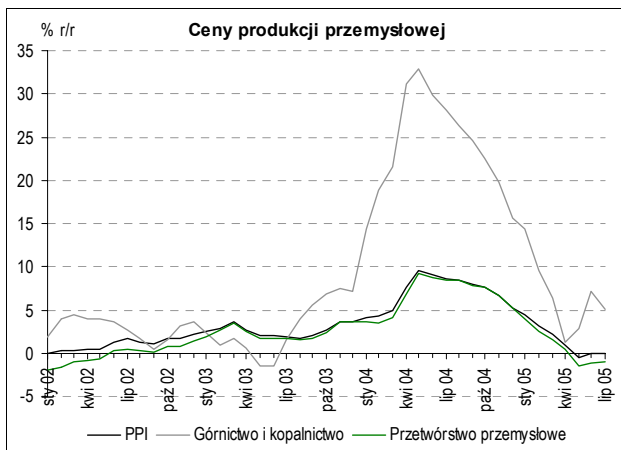
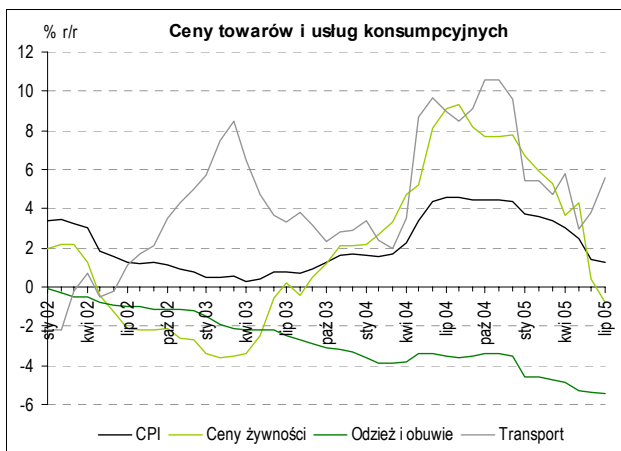
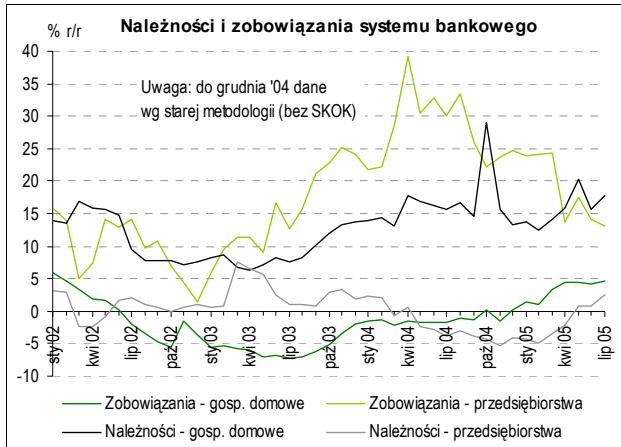
Dalsza poprawa nastrojów konsumentów

- Wyniki badań optymizmu konsumentów przeprowadzonych przez Ipsos w sierpniu pokazały wzrost wszystkich obliczanych indeksów nastrojów gospodarstw domowych w porównaniu z poprzednim miesiącem i po raz kolejny przyzwoite tempo wzrostu w ujęciu rocznym.
- Indeks skłonności do konsumpcji osiągnął ponad 95 pkt., czyli prawie najwyższy poziom w ciągu ostatnich 5 lat. Co ciekawe, najsilniejszy wzrost optymizmu (o 20 pkt.) zanotowany został wśród małych przedsiębiorców, co może zapowiadać ożywienie aktywności inwestycyjnej w grupie najmniejszych firm.
- Zaobserwowano również znaczny wzrost (o 10 pkt.) optymizmu wśród zatrudnionych w prywatnych firmach. Sugeruje to, że dobra kondycja polskich firm przekłada się na poprawę nastrojów gospodarstw domowych, a więc wzmocnienie konsumpcji.

Koniunktura niezmiennie pozytywna

- Wskaźniki koniunktury za sierpień pokazały bardzo podobny obraz sytuacji do obserwowanego w poprzednich dwóch miesiącach. Roczna dynamika wskaźników koniunktury w trzech analizowanych przez GUS sektorach była podobna jak w lipcu.
- W przemyśle przetwórczym oczekiwany jest wzrost portfela zamówień i wzrost produkcji (choć zamówienia zagraniczne nieznacznie spadły) i podobnie optymistycznie byli przedsiębiorcy jeśli chodzi o oczekiwaną sytuację finansową (choć bieżąca sytuacja nie jest satysfakcjonująca).
- Przedsiębiorcy w sektorze budowlanym również są dość optymistyczni (wyższe zamówienia, wyższa produkcja, oczekiwany wzrost cen i zatrudnienia), podczas gdy nastroje w sektorze handlu detalicznego są gorsze z powodu oczekiwań niższej sprzedaży w nadchodzących miesiącach.

Gospodarka Polski

**Przyspiesza wzrost kredytów**

Wzrost podaży pieniądza wyniósł w lipcu 10,4% r/r. Choć nieco słabszy od oczekiwań, wynik i tak był niezły, pokazując silny wzrost ilości pieniądza. Depozyty ogółem wzrosły o 9,3% r/r przy coraz szybszym wzroście depozytów gospodarstw domowych (4,7% r/r) i spowalniającym wzroście lokat na rachunkach przedsiębiorstw (13% r/r).

Potwierdziły się wcześniejsze sygnały o wzroście popytu na pieniądź – kredyty ogółem wzrosły w lipcu o 8,8% r/r (7,5% w czerwcu). Najsilniej wzrosły kredyty dla gospodarstw domowych (17,8% r/r). Stopniową poprawę widać też w kredytach dla firm (wzrost o 2,5% r/r wobec 0,8% w czerwcu). Dynamika kredytów powinna nadal przyspieszać, zarówno dzięki dobrej koniunkturze na rynku mieszkaniowym, jak i rosnącemu zapotrzebowaniu firm na zewnętrzne źródła finansowania nowych inwestycji.

CPI w dół tylko o 0,1 pkt. proc.

Roczna dynamika CPI w lipcu zmniejszyła się o 0,1 pkt. proc. do 1,3% z 1,4% w czerwcu, podczas gdy konsensus rynkowy wskazywał na poziom 1,1%. CPI w lipcu był wyższy w stosunku do prognoz głównie w rezultacie mniejszego niż zakładano spadku cen żywności (tylko o 1,7% m/m zamiast 2,5%).

Wyższe od założeń były również ceny w kategorii użytkowanie mieszkania i nośniki energii (wzrost o 0,8% m/m). Ceny innych składników koszyka konsumpcyjnego kształtowały się zgodnie z przewidywaniami. Trafne były między innymi przewidywania co do cen w transporcie (1,6% m/m przy wzroście cen paliw o 3,5% m/m – efekt słabego złotego oraz rekordowo wysokich cen ropy).

Oczekujemy, że do końca roku inflacja pozostanie w okolicach poziomu 1,5% r/r, czyli dolnej granicy dopuszczalnych odchyłek inflacji od celu banku centralnego na poziomie 2,5%.

Stabilne ceny produkcji mimo wysokich cen ropy

Inflacja PPI oczekiwana była w lipcu na poziomie 0,4% r/r (nasz prognoza wskazywała na 0,2%), a w rzeczywistości wyniosła zaledwie 0,0%.

Dynamika cen producenta może wydawać się zaskakująco niska biorąc pod uwagę bardzo wysokie ceny ropy naftowej. Trzeba jednak pamiętać, że ceny ropy są rozliczane w dolarach, a w ciągu ostatniego roku kurs złotego wobec dolara uległ umocnieniu (o ok. 6,5%).

W sumie dane o PPI pokazały, że dotychczasowe obawy o bardzo znaczący wpływ cen surowców na ceny krajowe (producenta i konsumenta) były nieco przesadzone, gdyż przynajmniej na razie znacznego wpływu nie widać.

Zmiana tendencji kursowych oraz dalsze wzrosty cen ropy mogą jednak w końcu stworzyć presję na wzrost cen.

Wszystkie miary inflacji bazowej poniżej 1,5%

Zgodnie z naszymi szacunkami, najbardziej uważnie analizowana miara inflacji bazowej, czyli inflacja netto (inflacja CPI wykluczająca ceny żywności i ceny paliw), ustabilizowała się w lipcu na czerwcowym poziomie 1,4%.

Pozostałe miary inflacji bazowej spadły znacząco w porównaniu z czerwcem (w skali od 0,4 do 0,7 pkt. proc.).

Nawet jeżeli weźmiemy pod uwagę, że oprócz inflacji netto wszystkie miary inflacji bazowej są w jakimś stopniu „obciążone” spadającymi cenami żywności (co jest zjawiskiem przejściowym, egzogenicznym szokiem), to bardzo niski poziom inflacji bazowej pokazuje, że presja popytowa na ceny w polskiej gospodarce niemalże nie występuje.

Przed RPP stoi jednak konieczność odpowiedzi na pytanie, jak długo trwać będzie taka sytuacja.

Pod lupą: Bank centralny

Fragmety komunikatu RPP z dnia 31 sierpnia 2005

Zgodnie z sierpniową projekcją inflacji tempo wzrostu cen będzie niższe od oczekiwanego w majowym Raporcie. (...) Zgodnie z projekcją, inflacja osiągnie poziom zbliżony do celu inflacyjnego w połowie 2007 r.

Należy jednak podkreślić, że przedstawiona w Raporcie projekcja inflacji nie uwzględnia wszystkich źródeł niepewności, np. nieznanego kształtu polityki gospodarczej rządu w najbliższych latach oraz skutków pogorszenia się perspektyw finansów publicznych w związku z uchwalonymi przez Sejm ustawami istotnie utrudniającymi niezbędne ograniczenie deficytu finansów publicznych i tempa narastania długu publicznego w następnych latach. Ponadto, projekcja nie uwzględnia najnowszych informacji, które mogą mieć istotny wpływ na prognozowane tempo wzrostu cen. W świetle nowych danych najbardziej prawdopodobna ścieżka cen ropy naftowej na lata 2005-07 leży ok. 15% powyżej ścieżki przyjętej w projekcji sierpniowej. Znacznie wyższe niż założone w projekcji oczekiwane ceny ropy naftowej stanowią czynnik ryzyka inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej.

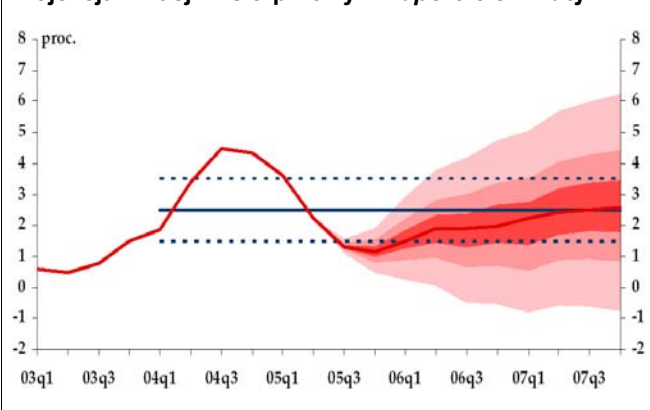
W ocenie Rady w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego jest wyższe niż przedstawiono w sierpniowej projekcji inflacji m.in. ze względu na możliwość występowania przyspieszonych zmian strukturalnych zachodzących w polskiej gospodarce.

Projekcje inflacji i PKB według NBP (r/r)

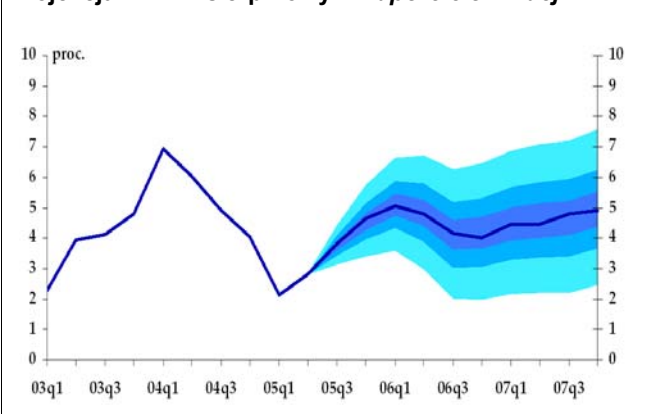
inflacja CPI	IV kw. 2005	IV kw. 2006	IV kw. 2007
II 2005	1,2-4,0%	0,4-4,2%	0,5-4,6%
V 2005	1,1-2,2%	1,2-3,8%	0,7-4,3%
VIII 2005	0,9-1,5%	1,0-3,1%	1,2-4,1%
wzrost PKB	IV kw. 2005	IV kw. 2006	IV kw. 2007
V 2005	4,4-5,7%	3,9-6,2%	4,3-6,7%
VIII 2005	3,2-3,5%	3,9-5,3%	3,8-5,6%

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

Projekcja inflacji w sierpniowym Raporcie o inflacji NBP



Projekcja PKB w sierpniowym Raporcie o inflacji NBP



Źródło: NBP

Decyzja bez zaskoczenia, komunikat łagodny

- Zgodnie z większością oczekiwań Rada obniżyła stopę referencyjną o 25 pb do 4,5% i utrzymała łagodne nastawienie, choć ton oficjalnego komunikatu i *Raportu o inflacji* może być postrzegany jako nieco bardziej „gołębi” od spodziewanego.
- O ile Rada zwróciła uwagę na kilka ryzyk dla inflacji (polityka fiskalna i ceny ropy), to sposób postrzegania perspektyw inflacji przez większość członków Rady jest wciąż optymistyczny (bardziej optymistyczny niż nowa projekcja).
- Biorąc pod uwagę poglądy dominujące obecnie w Radzie, podtrzymujemy naszą opinię, że stopy procentowe mogą być obniżone o kolejne 50 pkt. bazowych w ciągu sześciu kolejnych miesięcy, choć nie nastąpi to raczej w okresie wyborczym. Skala i czas obniżek będą uzależnione od danych za III kw. i kondycji złotego po wyborach.

Zmiany strukturalne obniżają inflację

- *Raport o inflacji* pokazał obniżoną projekcję inflacji i PKB oraz wyjaśniał sposób myślenia (większości członków) Rady bardziej szczegółowo niż komunikat po posiedzeniu.
- Zawierał on m.in. wyjaśnienie pojęcia „zmian strukturalnych”, które uzasadniało opinię Rady z komunikatu, że presja inflacyjna w przyszłości może być ograniczona - chodziło o prawdopodobny wzrost elastyczności rynku pracy, restrukturyzację przedsiębiorstw oraz wzmożoną konkurencję międzynarodową.
- Szkoda tylko, że bank centralny nie prezentuje harmonogramu publikacji *Raportu o inflacji* i publikuje go nieco z zaskoczenia. Może jest to jeden z powodów kiepskiej oceny komunikacji NBP z rynkami finansowymi, w porównaniu z bankami centralnymi w Czechach i na Węgrzech.

Projekcja inflacji niższa, szczególnie w latach 2005-06

- W poprzednim *Raporcie* zbliżone prawdopodobieństwo inflacji poniżej oraz powyżej celu inflacyjnego występowało już w poł. 2006 r., teraz następuje to dopiero od II kw. 2007.
- Rada zwróciła również uwagę, że do tej pory proinflacyjne oddziaływanie wysokich cen ropy było kompensowane przez niski wzrost popytu krajowego, aprecjację złotego oraz niską dynamikę jednostkowych kosztów pracy.
- Ważnym czynnikiem dla Rady będzie kurs złotego po wyborach (ryzyko fiskalne), choć Rada zaznaczyła, że umocnieniu złotego może sprzyjać sytuacja na rachunku obrotów bieżących. Rada zwróciła uwagę, że restrykcyjność polityki pieniężnej jest kombinacją stóp i kursu walutowego, a ścieżka kursu walutowego przewidywana w aktualnej projekcji jest mocniejsza niż w projekcji majowej.

... a projekcja PKB znacznie niższa niż poprzednio

- Dane o PKB w pierwszej połowie roku zmieniły dla Rady obraz sytuacji i dały pole manewru do obniżki stóp.
- W sierpniowym *Raporcie* Rada pisze bowiem, że „okres stopniowego domykania się luki popytowej będzie dłuższy niż przewidywano w majowym *Raporcie*” i „struktura wzrostu PKB powinna także wpływać na ograniczenie presji inflacyjnej”. Wniosek z tego, że „w horyzoncie projekcji czynniki popytowe będą oddziaływać w kierunku obniżenia inflacji”.
- Po rozczarowujących danych o inwestycjach w I poł. roku, szczególnie istotne dla Rady będą dane o inwestycjach za III kw.
- Rada oczekuje przyspieszenia wzrostu produkcji przemysłowej. Lepsze wskaźniki aktywności ekonomicznej w najbliższych miesiącach nie powinny więc być dużym zaskoczeniem, choć ważna będzie skala przyspieszenia.

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Komunikat Narodowego Banku Polskiego

www.nbp.pl, 2 września

W związku ze strategicznym i rosnącym znaczeniem prowadzonych w NBP badań naukowych, prezes Narodowego Banku Polskiego objął bezpośredni nadzór nad departamentami badawczymi NBP: Departamentem Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych oraz Biurem Badań Makroekonomicznych. Ponadto, I Zastępca prezesa NBP objął nadzór nad Departamentem Statystyki a Wiceprezes NBP objął nadzór nad Departamentem Emisyjno-Skarbcowym oraz Departamentem Systemu Płatniczego.

Leszek Balcerowicz, prezes NBP, przewodniczący RPP

PAP, 2 września

Polityka monetarna banku, który wykonuje swój konstytucyjny obowiązek, powinna być taka, aby nie narażać na szwank nie tylko w krótkiej, ale i w dłuższej perspektywie zdobytej stabilności cen. Po to bank centralny ma niezależność konstytucyjną, aby nie ulegał bieżącym presjom, i nie chodzi tylko o polityków, ale chodzi też o analityków i publicystów. Trzeba się wykazywać odpornością także na bieżące dane. Dobre prowadzenie polityki monetarnej nie polega na tym, że ona reaguje na bieżące dane i bieżące komentarze.

Stanisław Nieckarz, członek RPP

PAP, 7 września

Łagodne nastawienie w polityce pieniężnej oznacza, że istnieje większe prawdopodobieństwo obniżek stóp procentowych w przyszłości. Jednak czas i skala będą uzależnione od napływu kolejnych informacji, dotyczących głównie inwestycji.

Marian Noga, członek RPP

TVN24, 2 września

W tej chwili łatwiej jest prognozować inflację, a trudniej wzrost gospodarczy. W związku z tym może powstać wrażenie, że Rada przywiązuje większą wagę do wzrostu gospodarczego. Ale to jest tylko wrażenie, które powstało w sytuacji spowolnionego wzrostu PKB. W dalszym ciągu obowiązują nas to, że działamy w oparciu o bezpośredni cel inflacyjny, on wynosi 2,5%, a my zmierzamy do tego, by inflacja znajdowała się możliwie blisko tego celu.

Halina Wasilewska-Trenkner, członek RPP

PAP, 8 września

Nadal nie widzę miejsca na obniżki stóp. Ewentualna przestrzeń do redukcji była bardzo niewielka i ona się wypełnia. Ceny ropy w ostatnim czasie wzrosły istotnie, ale jednocześnie włączył się hamulec w postaci aprecjacji złotego i to prawdopodobnie hamuje wzrost cen na rynku krajowym obecnie i w przyszłości. Za kilka tygodni czy kilkanaście dni te ceny nie będą rosły tak dynamicznie, jak by rosły bez tych zdarzeń (tzn. aprecjacji złotego. (...)) Ciągłe pamiętamy, że ryzyko polityczne istnieje. Okres powybiorczy tę niepewność może zwiększyć

Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w II kw. 2005

	kwiecień		maj	czerwiec	
	neutralne	-50 pb	łagodne	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, sierpień 2005

Komentarz

Krzysztof Rybiński nie sprawuje już nadzoru nad departamentami badawczymi NBP. Uzasadnienie tej decyzji jest jednak mało przekonujące, gdyż rosnące znaczenie badań naukowych było chyba właśnie powodem... zatrudnienia Rybińskiego. Był on zresztą dość skuteczny, biorąc pod uwagę, że był odpowiedzialny za przygotowanie pierwszych projekcji inflacji i PKB banku centralnego. Chociaż projekcje były krytykowane (słusznie zresztą), warto podkreślić, że stały się ważnym punktem odniesienia nie tylko dla rynków finansowych, ale też (a może zwłaszcza) dla RPP. Co ciekawe, decyzja o zmniejszeniu roli Rybińskiego w przygotowywaniu opracowań NBP nastąpiła w momencie, kiedy projekcje stały się mniej kontrowersyjne i nastąpiła ich widoczna poprawa.

Nie zauważamy w ostatnim czasie presji na Radę aby obniżała stopy. Ze strony rządu nie pojawiają się apele do obniżek, a jeśli chodzi o analityków to Rada w przeszłości wielokrotnie pokazywała niezależność zaskakując znacząco rynki finansowe.

Zgadzamy się z prezesem NBP, że skuteczna polityka pieniężna nie powinna przykładać zbyt wiele wagi do bieżących danych. Jednak dane bieżące mogą zmieniać przewidywania na przyszłość. Z tego punktu widzenia, sierpniowy *Raport o inflacji* pokazał bardzo jasno, że według Rady ostatnie dane makroekonomiczne zmieniły perspektywy dla inflacji i wzrostu PKB w średnim terminie.

Stanisław Nieckarz wyraził opinię, że jeśli kolejne dane nie potwierdzą zdecydowanego przełomu w nadrabianiu zaległości w inwestycjach to może nastąpić kolejna obniżka stóp procentowych. W podobnym tonie wypowiadał się również Mirosław Pietrewicz. W ich opinii wpływ wysokich cen paliw na wskaźnik inflacji CPI jest umiarkowany, a tzw. efekty drugiej rundy nie mogą być znaczącej skali za względu na wysokie bezrobocie.

My nie odnosimy wrażenia, że Rada przywiązuje większą wagę do wzrostu niż do inflacji. Po prostu według Rady perspektywa inflacji jest korzystna, nawet przy założeniu pewnego przyspieszenia wzrostu PKB. Marian Noga powiedział również, że według niego nastawienie neutralne (za którym głosował) nie może być traktowane automatycznie jako duża restrykcyjność polityki monetarnej czy sposób na bardzo dalekie odchylenie od nastawienia łagodnego. Oznaczać to może, że Noga dopuszcza możliwość obniżek stóp procentowych przy nastawieniu neutralnym i może dlatego tak łatwo go do niego przekonać.

Członkini RPP wymieniła te same ryzyka co prezes NBP podczas konferencji prasowej po posiedzeniu Rady. Co ważniejsze jednak, ryzyka te nie były postrzegane przez większość Rady jako wystarczający argument przeciw obniżce stóp w sierpniu. Wydaje się, zresztą, że Wasilewska-Trenkner zgodziła się z głównymi wnioskami płynącymi z projekcji inflacji przygotowanej w banku centralnym, a mówiącej, że inflacji CPI pozostanie w celu inflacyjnym w średnim terminie, co było powodem podtrzymania łagodnego nastawienia w polityce pieniężnej. Oczekujemy jednak, że w gorącym okresie wyborczym Rada wstrzyma się ze zmianą parametrów polityki monetarnej, no chyba że dane ekonomiczne będą bardzo zaskakujące.

O ile Rada głosowała jednogłośnie za obniżką stóp o 50 pb w czerwcu, to zmiana nastawienia na łagodne nastąpiła nieznacznie przewagą głosów (po tym jak jednogłośnie Rada przyjęła nastawienie neutralne w kwietniu). Rada głosowała nad zmianą nastawienia z powrotem na łagodne już w maju, wniosek ten nie został zaakceptowany, gdyż Stanisław Nieckarz dość nieoczekiwanie zmienił swoje poglądy i dołączył do zwolenników bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej. Jednak już miesiąc później Nieckarz zmienił zdanie i zagłosował za zmianą nastawienia na łagodne i jednoczesną obniżką stóp o 50 pb. Jego czerwcową decyzją raczej nie powinniśmy dziwić, ale majowe stanowisko nie jest jasne, szczególnie w kontekście jego wcześniejszych wypowiedzi sugerujących chęć do znacznych obniżek stóp. Wyniki głosowania pokazały (potwierdziły), że poglądy czworga zwolenników bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej nie są kluczowe dla decyzji Rady w chwili obecnej, chyba że zdołają oni przekonać do swoich jeszcze jednego członka (na początku roku udało się chwilowo przekonać Stanisława Owsiaka). Uczestnicy rynku powinni więc zwracać szczególną uwagę na wypowiedzi członków Rady, którzy dziś decydują o polityce pieniężnej, jak również na tych którzy są potencjalnymi tzw. *swing voters*.

Pod lupą: Rząd i polityka

Główne parametry budżetu 2006, mln zł

	2005 U	2005 PW	2006 U
Dochody ogółem	174 703,7	178 870,0	189 228,0
- podatkowe	155 285,9	156 950,0	171 996,0
- podatki pośrednie	116 980,7	115 650,0	126 220,0
- CIT	14 690,6	17 300,0	20 126,0
- PIT	23 614,6	24 000,0	25 650,0
- niepodatkowe	16 641,5	19 085,6	15 083,0
- zagraniczne	71,1	336,9	105,7
- wpłaty z UE	2 705,2	2 498,4	2 043,3
Wydatki ogółem	209 704,0	209 704,0	221 803,0
Deficyt	-35 000,0	-30 833,7	-32 575,0

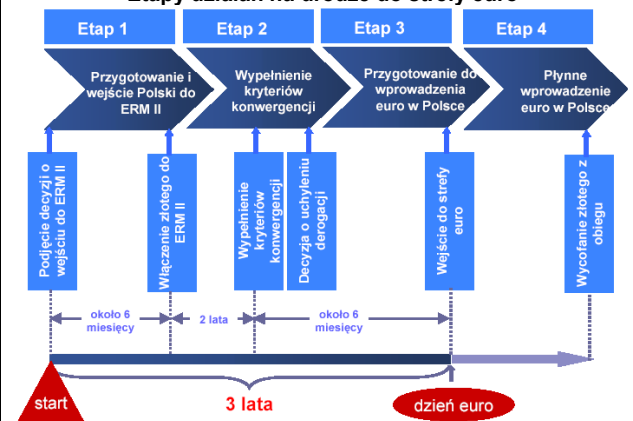
U – założone w projekcie/ustawie budżetowej; PW – przewidywane wykonanie

Założenia makroekonomiczne budżetu 2006

	2005 PW	2006 U
PKB, %	3,3	4,3
PKB, ceny bieżące	925,4	976,0
CPI średniorocznie, %	2,1	1,5
CPI XII/XII, %	1,2	1,5
Stopa bezrobocia, %	17,7	16,9
Inwestycje, %	5,3	8,7
Eksport, %	5,0	10,0
Konsumpcja, %	2,0	3,7
Popyt krajowy, %	1,7	4,3
Saldo obrotów bieżących, % GDP	-0,2	-0,7

U – założone w projekcie ustawy budżetowej; PW – przewidywane wykonanie

Etapy działań na drodze do strefy euro



Poparcie dla partii politycznych w sondażach

	sondaż PBS		sondaż GfK Polonia	
	poparcie (w %)	liczba mandatów	poparcie (w %)	liczba mandatów
PO	38 (27)	210	35 (26)	176
PiS	23 (25)	121	26 (26)	133
Samobrona	8 (11)	38	11 (12)	51
SLD	11 (10)	57	8 (10)	41
LPR	8 (10)	34	7 (8)	36
PSL	4 (4)	-	5 (5)	23

Uwaga: Badanie PBS wykonane na zlecenie Gazety Wyborczej między 3 a 4 września; badanie GfK Polonia wykonane dla Rzeczypospolitej między 2 a 4 września. W nawiasach wyniki z poprzedniego badania.

Rząd zaakceptował budżet, ale następna ekipa go zmieni

- Rząd wstępnie zaakceptował projekt budżetu na 2006 rok i wysłał ten dokument do konsultacji w Komisji Trójstronnej.
- Deficyt budżetowy został ustalony na poziomie 32,6 mld, czyli w górnej granicy przedziału 30-33 mld zł deklarowanego wcześniej przez ministra finansów. Jest to również maksymalny poziom, na który pozwala ustawa o finansach publicznych (relacja deficytu do dochodów nie może być wyższa niż w br.).
- Deficyt sektora finansów publicznych według metodologii ESA95 ma wynieść 3,2% PKB czyli tyle samo ile deficyt budżetu centralnego według polskiej metodologii.
- Zaprezentowane założenia makroekonomiczne budżetu wydają się realistyczne, chociaż naszym zdaniem byłoby lepiej gdyby prognoza PKB była trochę bardziej konserwatywna. Z kolei prognoza inflacji wydaje się nieco zaniżona.
- Rynek finansowy przyjął rządowe propozycje z małym zainteresowaniem, zdając sobie sprawę, że będą one modyfikowane przez następną ekipę po wyborach. Przedstawiciele PO zapowiadają obniżenie deficytu do poniżej 30 mld zł.
- Tymczasem bardzo pozytywne informacje dotyczą wykonania budżetu 2005. Wg ministra finansów Mirosława Gronickiego, tegoroczne dochody budżetu będą wyższe od planowanych o 4,3 mld zł, a deficyt może wynieść niecałe 31 mld zł. Możliwe, że faktycznie deficyt okaże się jeszcze niższy, ponieważ minister zwykle przewidywał jego poziom z 'zakładką'.
- M.in. za sprawą wyższych niż oczekiwano wpływów minister Gronicki podjął decyzję, że akcyza na benzynę zostanie tymczasowo obniżona od połowy września o 25 gr/l, aby złagodzić skutki wysokich cen paliw dla gospodarki. Obniżka ta uszczupli dochody podatkowe o ok. 400 mln zł.

Od decyzji do wprowadzenia euro minimum 3 lata

- W drugiej połowie sierpnia Ministerstwo Finansów opublikowało w końcu opracowany przez swoich ekspertów dokument *Integracja Polski ze strefą euro: uwarunkowania członkostwa i strategia zarządzania procesem*.
- Dokument ten określa problemy związane z procesem integracji Polski ze strefą euro oraz precyzuje zakres działań (głównie techniczno-organizacyjnych), niezbędnych na drodze wprowadzania euro w Polsce.
- Z raportu MF wynika, że okres od momentu podjęcia strategicznej decyzji o przystąpieniu do strefy euro do momentu przyjęcia wspólnej waluty musi trwać ze względów proceduralnych minimum około 3 lata (2 lata w ERM2 i po ok. 6 miesięcy na przygotowania organizacyjne przed i po tym okresie – patrz schemat obok).

Rosną szanse na rząd o prorynkowym nastawieniu

- Ostatnie sondaże opinii publicznej były bardzo korzystne z punktu widzenia rynków finansowych. Wyraźnie wzrosło poparcie społeczne dla Platformy Obywatelskiej, która stała się zdecydowanym liderem w rankingu. Przy stosunkowo stabilnym odsetku zwolenników PiS, oznacza to znaczny wzrost szans na uzyskanie większości w parlamencie przez koalicję PO-PiS. Wg badań PBS i GfK Polonia ta koalicja dysponowałaby poparciem ponad 2/3 posłów co umożliwia nawet zmianę konstytucji.
- Równocześnie, lider PO Donald Tusk osiągnął rekordowe poparcie 41% obywateli w wyścigu do fotela prezydenta.
- Prawdopodobna przewaga PO w rządzie i wygrana ich kandydata na prezydenta to scenariusz, który jest bardzo optymistycznie postrzegany przez rynek finansowy, czego efektem jest presja na umacnianie złotego i polskich obligacji.

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Mirosław Gronicki, minister finansów

PAP, 5 września

Bez zawetowania ustawy o zwrocie VAT na materiały budowlane deficyt [w 2006 r.] mógłby wynieść 31 mld zł. Konsekwencją wprowadzenia tej ustawy w przyszłym roku to 3 mld zł ubytku w dochodach. Poza tym obniżyliśmy środki dla ZUS o 150 mln zł, wydatki z Funduszu Mieszkaniowego o 100 mln zł, zmniejszyliśmy środki Funduszu Stypendialnego o 300 mln zł.

PAP, 5 września

Postanowiliśmy, by od 15 września obniżyć cenę benzyny poprzez obniżkę akcyzy o 25 gr/l. Niestety możemy tylko obniżyć akcyzę na benzynę silnikową. Obniżka akcyzy spowoduje ubytek dochodów budżetu do końca tego roku o prawie 400 mln zł.

PAP, 10 września

Jeżeli ceny na rynkach paliwowych wrócą do poziomu jak przed huraganem Katrina (w USA), będziemy starali się podejmować decyzje eliminujące obniżkę akcyzy.

Jacek Mięcina, wiceminister gospodarki i pracy

PAP, 5 września

Stopa bezrobocia osiągnęła w sierpniu 17,8 proc. Nie mamy jednak danych o liczbie zatrudnionych, tak że oficjalne dane GUS mogą być o 0,1 pkt proc. niższe. Jestem pewien, że we wrześniu stopa bezrobocia osiągnie zapowiadane wcześniej 17,5 proc. Na koniec roku może ona wynieść 17,2-17,3 proc., ale zależy to od warunków pogodowych i wydłużenia sezonu budowlanego.

Mirosław Błażej, wiceszef dep. analiz i statystyki MF

Reuters, 1 września

Wzrost inflacji w sierpniu wynika w dużej mierze z efektu bazy [...] jest także spowodowany podwyżką cen ropy naftowej, która będzie miała wpływ na przebieg ścieżki inflacyjnej w całym roku. Uważamy, że we wrześniu inflacja może nieznacznie jeszcze wzrosnąć do 1,6-1,7 procent, w październiku i listopadzie powinna spaść za sprawą cen żywności do około 1,3 procent, a na koniec roku realne jest, że wyniesie ona 1,2 procent. Wpływ cen ropy naftowej na wzrost inflacji w naszych warunkach jest tagodzony przez silnego złotego.

Jan Rokita, lider PO, kandydat na premiera

Reuters, 7 września

Uważam, że wejście do strefy euro to nie będzie problem, który by podzielił nas z PiS, gdyż głównym celem nowego rządu będzie przede wszystkim spełnienie kryteriów konwergencji, w tym kryterium budżetowego, a o to chodzi tak nam jak i PiS. Po spełnieniu kryterium konwergencji będzie można mówić o przyjęciu euro, choć moim zdaniem rok 2009 jest już bardzo mało realny. Oczywiście uważam, że należy wejść do strefy euro tak szybko jak to będzie możliwe, lecz trudno na razie mówić o dacie, najpierw trzeba dążyć do spełnienia kryteriów konwergencji, będzie to także zależało od negocjacji z Unią.

Zbigniew Chlebowski, Platforma Obywatelska

Reuters, 6 września

Będziemy dążyć do zasadniczego ograniczenia deficytu, ale po ostatnich decyzjach Sejmu, trudno mówić o deficycie na poziomie 20 miliardów złotych, jak chcieliśmy wcześniej, ale sądzę że uda się go ograniczyć do poniżej 30 miliardów złotych.

Te założenia budżetowe nie są wiarygodne, bo ukrywają znaczące wydatki, a prognozy wzrostu i inflacji są zbyt optymistyczne.

Ludwik Dorn, Prawo i Sprawiedliwość

PAP, 29 sierpnia

Z wyliczeń ekspertów wynika, że ok. 10 mln Polaków straci na planach podatkowych PO nawet w porównaniu do obecnego systemu podatkowego. Stracą ludzie zarabiający bardzo niewiele. [...] Apelujemy do PO, by pod wpływem wyliczeń zrezygnowała z tego pomysłu, który jest błędem.

Komentarz

Dokładnie tak jak można było się spodziewać, minister Gronicki uzasadnił większy deficyt w projekcie budżetu nieoczekiwanymi kosztami, które pojawiły się po odrzuceniu przez parlament weta prezydenta do ustawy o VAT. Powstały z tego tytułu ubytek dochodów w wysokości ok. 3 mld zł zalepiono częściowo wzrostem deficytu (o ponad 1,5 mld zł) a częściowo redukcją niektórych wydatków oraz planowanymi podwyżkami akcyzy na paliwa w przyszłym roku, które z nawiązką zrekompensują tymczasową obniżkę we wrześniu.

Dość znaczna redukcja stawki akcyzy na benzynę w połowie września powinna pomóc w obniżeniu cen paliw średnio o kilka groszy na litrze. Będzie to miało lekko pozytywny wpływ na wskaźnik inflacji we wrześniu i październiku. Jednak trzeba pamiętać, że obniżka ta jest wyłącznie tymczasowa i potrwa co najwyżej kilka miesięcy. W przyszłym roku stawki akcyzy nie tylko wrócą do poprzedniego poziomu, ale też będą dalej systematycznie podnoszone aby częściowo zrekompensować ubytek w dochodach powstały po uchwaleniu przez Sejm ustawy o VAT.

Szacunki Ministerstwa Gospodarki dotyczące stopy bezrobocia w dwóch najbliższych miesiącach są zgodne z naszymi prognozami i odzwierciedlają kontynuację trendu stopniowej poprawy na rynku pracy, która trwa już kilkanaście miesięcy. Pod koniec roku spodziewamy się jednak nieco wyższego odsetka bezrobotnych niż przewiduje ministerstwo – wzrost bezrobocia w ostatnich miesiącach roku jest efektem typowo sezonowym, powtarzającym się każdego roku.

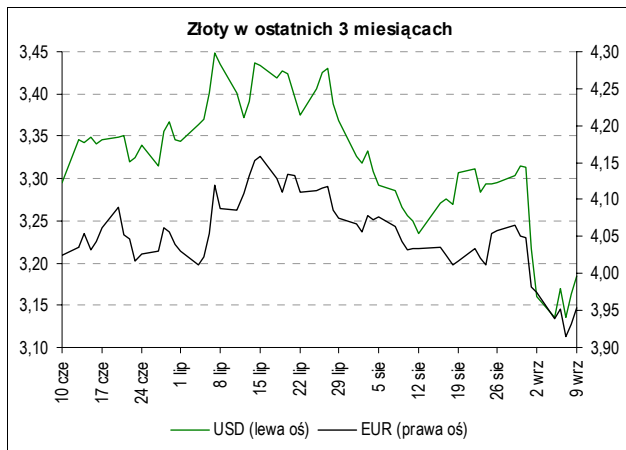
Ministerstwo Finansów spodziewa się wzrostu inflacji w sierpniu do 1,6%, co jest zgodne z naszymi przewidywaniami. Wpływ na to miały przede wszystkim znaczne podwyżki cen paliw oraz nieco niższy niż przed rokiem sezonowy spadek cen żywności. Pomimo wzrostu w sierpniu, inflacja pozostanie do końca roku na bezpiecznym poziomie (choć naszym zdaniem nieco wyżej niż przewiduje MF, tj. ok. 1,5%). Co więcej, inflacja netto prawdopodobnie pozostanie jeszcze niższa (przewidujemy że może nawet nieznacznie spaść w sierpniu do 1,3% r/r) ponieważ wzrost CPI wynikał głównie z cen wyłączonych z miary netto – paliw i żywności.

Zdaniem Rokity o przyjęciu euro będzie można mówić po spełnieniu kryteriów konwergencji. Pytanie, czy miał na myśli tylko spełnienie kryteriów fiskalnych czy również kryterium stabilności kursowej. Jeśli tylko to pierwsze, to wejście do strefy euro mogłoby się oddalić znacznie poza rok 2009. W dokumencie nt. przystąpienia do strefy euro przygotowanym przez MF pokazano, że minimalny okres od podjęcia strategicznej decyzji o wejściu do strefy euro do wprowadzenia wspólnej waluty wynosi trzy lata. Dlatego, jeśli kryteria z Maastricht zostaną spełnione w roku 2007 i dopiero wtedy rząd zacznie dyskutować nad wprowadzeniem euro, to docelowa data przypadnie już w następnej dekadzie. A warto pamiętać, że najpóźniej za cztery lata (2009) będą następane wybory parlamentarne.

Zapewnienia PO o planowanych gruntownych zmianach w budżecie na 2006 rok i redukcji deficytu fiskalnego sprawiają, że rynek finansowy niezbyt przejął się projektem budżetu przygotowanym przez obecny rząd, czekając na działania nowej ekipy. Na razie są to jednak tylko deklaracje. Ciekawe jak nowa ekipa zdoła osiągnąć znacznie mniejszy deficyt, jeśli przyjmie bardziej konserwatywne założenia makroekonomiczne, a dodatkowo wypełni przedwyborcze obietnice i obniży obciążenia podatkowe. Niedługo przekonamy się o tym w praktyce.

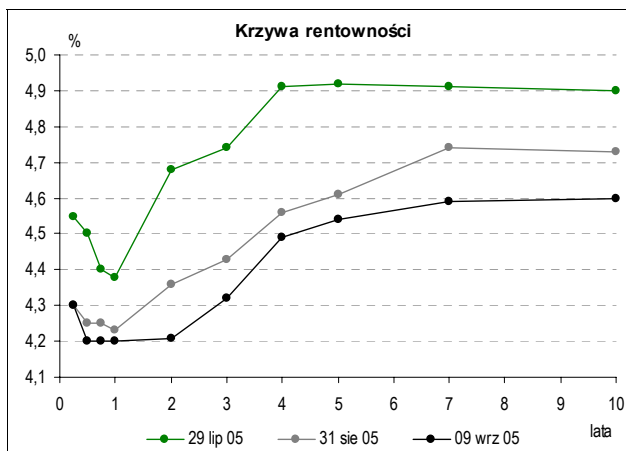
Obok daty przystąpienia do strefy euro, kwestia strategii podatkowej jest dość istotnym punktem różnic programowych pomiędzy potencjalnymi koalicjantami PO i PiS. Jak na razie PiS stanowczo odrzuca możliwość zaakceptowania koncepcji podatku liniowego, który jest jednym z priorytetów Platformy. Pamiętajmy jednak, że mamy okres kampanii wyborczej, który sprzyja stanowczym deklaracjom, natomiast po wyłonieniu składu parlamentu skłonność obu partii do kompromisu powinna być większa.

Monitor rynku

**Nieoczekiwane umocnienie na początku miesiąca**

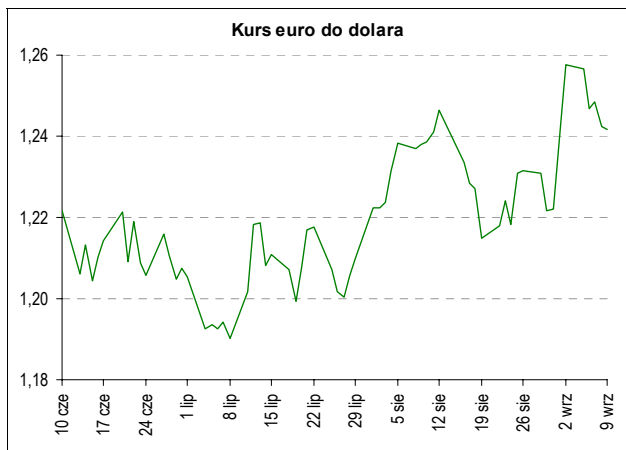
▪ Zgodnie z naszymi oczekiwaniami złoty wahał się przez cały sierpień w przedziale 4,0-4,1 wobec euro, czemu towarzyszyła również stabilizacja kursu EURUSD w przedziale 1,20-1,25.

▪ Początek września był jednak zaskakujący, gdyż złoty nie tylko nie zaczął wyceniać większego ryzyka politycznego przed wyborami, ale znacznie się umocnił. Po tym jak nie było reakcji na odrzucenie weta prezydenta do ustawy o zwrocie VAT na materiały budowlane, na początku września nastąpiło gwałtowne umocnienie złotego. Fala optymizmu (kapitału) napłynęła zarówno na polski rynek obligacji po decyzji i komunikacie RPP, jak i na giełdę. Jednocześnie sondaże opinii publicznej przed wyborami były pozytywne z punktu widzenia rynków finansowych. W rezultacie aprecjacji euro do dolara, umocnienie polskiej waluty było bardziej widoczne w stosunku do dolara niż do euro.

**Rynkowe stopy procentowe mocno w dół**

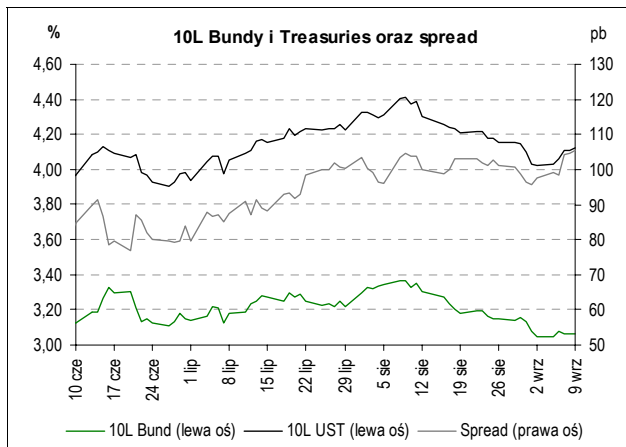
▪ Po znacznym osłabieniu na rynku stopy procentowej na przełomie lipca i sierpnia, ponownie nastąpił znaczny spadek rentowności. Tak jak oczekiwaliśmy, dane kluczowe dla ustalenia rynkowego sentymentu przed posiedzeniem Rady rozczarowały, a dodatkowo komunikat Rady okazał się bardziej „gołębi” niż oczekiwano. Dodatkowo, czynnikiem wspierającym pozytywny sentyment był spadek rentowności na rynkach światowych.

▪ Rentowności obligacji 2- i 5-letnich spadły ponownie do ok. 4,2% i 4,5%. Jednocześnie rynek kontraktów FRA na nowo uwierzył w obniżki stóp procentowych (rzędu 50 pb w ciągu 6 miesięcy). Warto jednak zauważyć, że kolejne dane mogą przynieść ponowne odwrócenie sentymentu. Wyższa inflacja oraz silny wzrost produkcji i sprzedaży mogą doprowadzić do korekty, tym bardziej, że nie oczekujemy obniżki stóp przez Radę we wrześniu.

**EURUSD powyżej 1,25 tylko na chwilę**

▪ Przez znaczną część ubiegłego miesiąca kurs EURUSD wahał się w przewidywanym przez nas przedziale 1,20-1,25. Na początku września wykształcił się trend wzrostowy, wzmacniany przez (rozczarowujące) dane makroekonomiczne napływające z gospodarki amerykańskiej. Oczywiście, nie bez znaczenia były skutki huraganu Katrina oraz drożająca ropa na rynkach światowych. Przebicie poziomu 1,25, po raz pierwszy od końca maja, okazało się jednak krótkotrwałe.

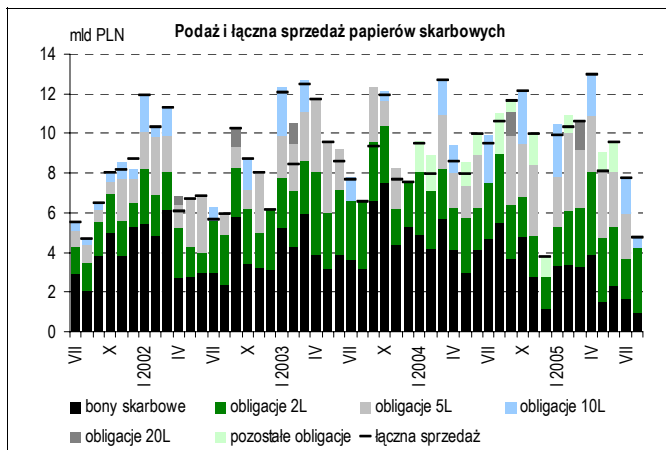
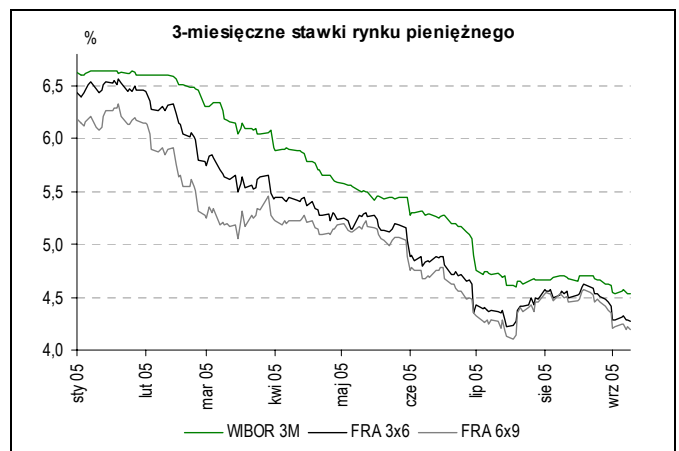
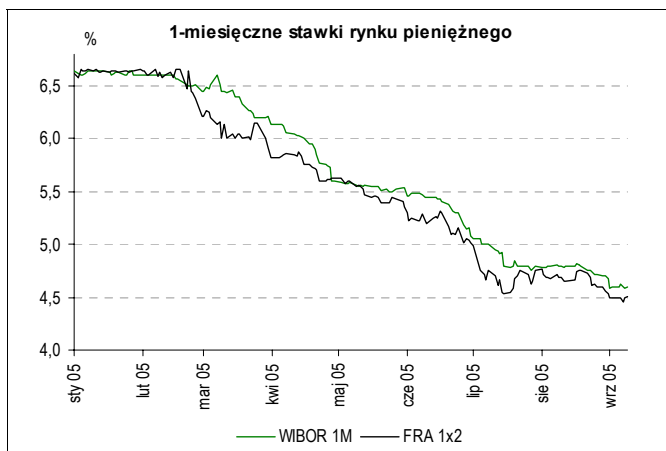
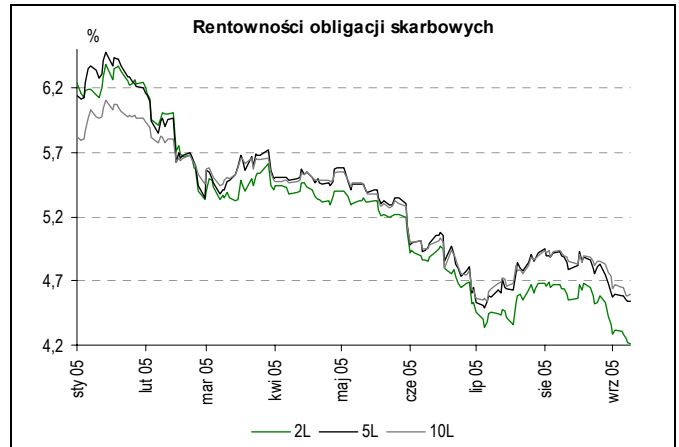
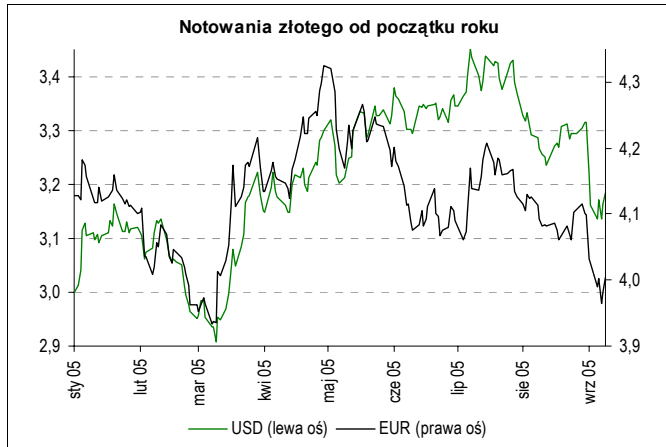
▪ W najbliższym czasie kluczowe dla rynku dolara będą notowania na rynku ropy oraz informacje płynące z gospodarki amerykańskiej, które pomogą rynkowi określić oczekiwania odnośnie najbliższej decyzji Fed 20 września. Ewentualne wzmocnienie oczekiwań na kontynuację podwyżek stóp procentowych może wywołać aprecjacje dolara (w podanym powyżej przedziale).

**Katrina i ceny ropy windują ceny obligacji**

▪ Po tym jak lipiec i początek sierpnia były niezbyt korzystne dla rynków obligacji, w dalszej części ubiegłego miesiąca nastąpiło ponowne odwrócenie sentymentu. Po stopniowym spadku rentowności Treasuries w sierpniu, trend ten został wzmocniony we wrześniu przez podobne czynniki, które stały za osłabieniem dolara (słabe dane makro, skutki huraganu i wysokich cen ropy). Rentowność 10-letniej obligacji amerykańskiej spadła do niemalże 4%, a rentowność 10-letnich Bundów zanotowała najniższy w historii poziom poniżej 3,05%. Spread pomiędzy tymi papierami wzrósł do powyżej 105 pb.

▪ Ponieważ długi koniec polskiej krzywej zanotował znaczny ruch w dół podążając za dobrym sentymentem za granicą, w rezultacie spread 5X5 pomiędzy krzywą polską a w strefie euro utrzymuje się w okolicach 75 pkt. bazowych.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	13-tyg.	52-tyg.	Suma
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	-	500/500	500/500
razem sierpień	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
05.09.2005	100/100	400/400	500/500
19.09.2005	100	400-600	500-700
razem wrzesień*	200	800 - 1 200	1 000 - 1 400

* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

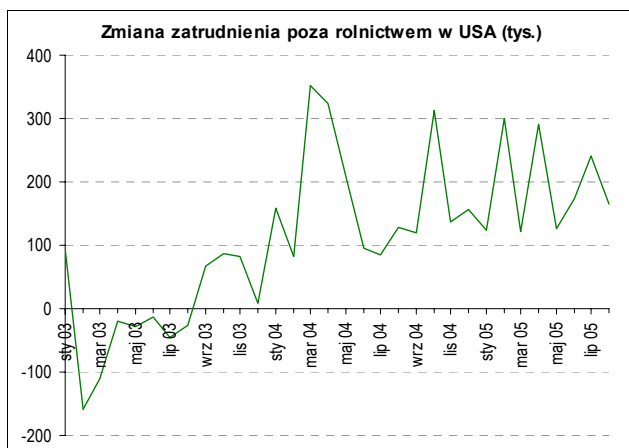
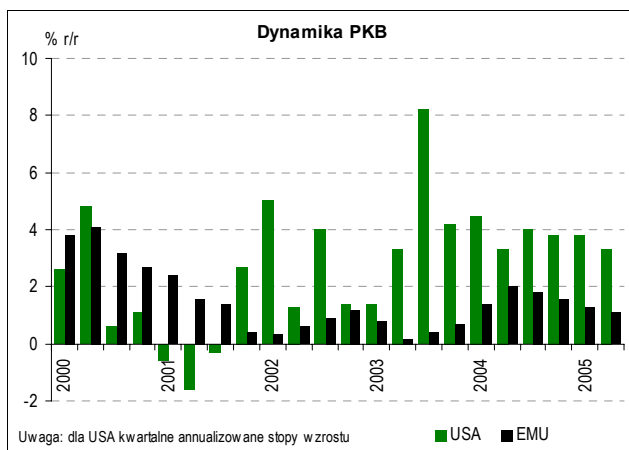
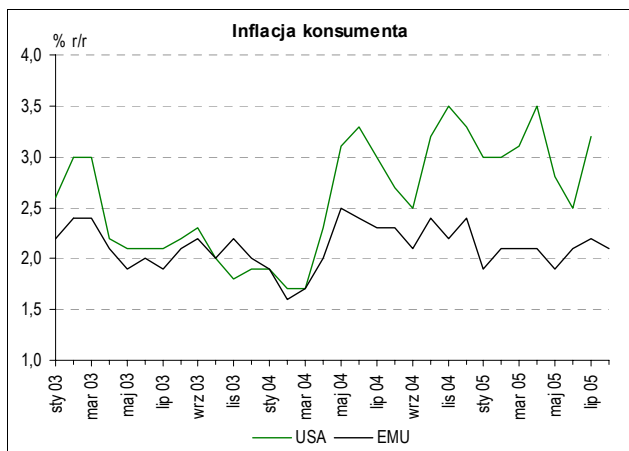
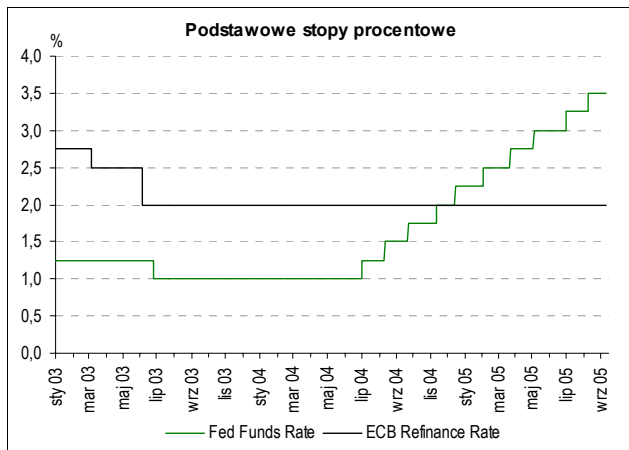
Przetargi obligacji skarbowych w 2005 r. (mln zł)

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	OK1207	2 000	2 000	14.09	WS0922	-	-	21.09	PS0310	-	-
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



Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve

Mniejsze nadzieje na kolejne podwyżki stóp w USA

▪ Bardzo wysokie ceny ropy naftowej oraz skutki huraganu Katrina, który nawiedził USA, spowodowały obawy o spowolnienie wzrostu amerykańskiej gospodarki, co zrodziło spekulacje, że Fed może przerwać we wrześniu cykl podwyżek stóp procentowych. Chociaż niepewność co do wyniku posiedzenia wzrosła, wydaje się że na posiedzeniu 20 września nastąpi kolejna, 11 już w cyklu podwyżka stóp w USA.

▪ Zgodnie z oczekiwaniami Europejski Bank Centralny utrzymał w sierpniu stopy procentowe bez zmian na poziomie 2%. Z komentarzy EBC wynika, że taki poziom stóp będzie utrzymany przez pewien czas, choć warto zauważyć, że nie poświęcono wiele uwagi wysokiej dynamice statystyk pieniężnych. Mimo że istnieje sporo czynników ryzyka dla inflacji, obecne są również czynniki zagrożenia dla prognoz wzrostu gospodarczego.

Wysokie ceny energii pobudzają inflację

▪ Wskaźnik CPI w USA wzrósł w lipcu o 0,5% m/m, w dużym stopniu za sprawą wzrostu cen energii o 3,8%. Roczna stopa inflacji podniosła się do 3,2% z 2,5% r/r w czerwcu. Inflacja bazowa (po wyłączeniu żywności i energii) zwiększyła się o 0,1% m/m. Ceny producentów wzrosły o 1% m/m, czyli dwukrotnie więcej niż przewidywał konsensus rynkowy, również pod wpływem rosnących cen energii. Dane te zostały odebrane jako sygnał o pojawiającym się zagrożeniu wzrostem presji inflacyjnej.

▪ Według wstępnych danych, inflacja w strefie euro spadła w sierpniu do 2,1% r/r z 2,2% w lipcu, ale nadal pozostaje powyżej celu EBC. Ceny producenta za sprawą wysokich cen ropy wzrosły w lipcu znacząco o 0,5% m/m i 4,0% r/r. Podaż pieniądza wzrosła w lipcu o 7,9% r/r, w najszybszym tempie od października 2003 r. Wzrost kredytów przyspieszył do 8,2% r/r.

Obawy o spowolnienie po huraganie i wzrostach cen ropy

▪ PKB strefy euro wzrosło w II kwartale o 0,3% kw/kw i 1,1% r/r w porównaniu ze wzrostem o 0,4% kw/kw i 1,3% r/r w I kwartale. Roczna dynamika wzrostu gospodarczego była nieco niższa od oczekiwań rynkowych. Wzrost w całej UE był nieco wyższy i wyniósł 1,3% r/r. Komisja Europejska utrzymała prognozy wzrostu PKB dla strefy euro na poziomie 0,2-0,6% kw/kw w III kwartale oraz 0,4-0,8% kw/kw w IV kwartale br.

▪ Wzrost PKB w USA wyniósł w II kwartale 3,3% wobec 3,4% podanych w przedwstępnej publikacji i 3,8% w I kwartale. Jednak zniszczenia spowodowane przez huragan Katrina wywołały obawy o spowolnienie wzrostu w kolejnych kwartałach. W ocenie ekspertów Kongresu USA skutki huraganu mogą obniżyć wzrost amerykańskiego PKB w dalszej części roku o 0,5-1,0% i spowodować ubytek 400 tys. miejsc pracy.

Wyraźne ożywienie gospodarki niemieckiej

▪ Ostatnie dane statystyczne z Niemiec wskazują na wyraźną poprawę koniunktury w największej gospodarce Europy. Zamówienia w niemieckim przemyśle wzrosły w lipcu o 3,7% m/m, głównie za sprawą zamówień eksportowych. Wskaźnik PMI w sektorze usług wzrósł do 54,6, najwyższego poziomu od stycznia 2004. Miara nastrojów w niemieckim biznesie, czyli indeks ZEW zanotował w sierpniu wzrost do 50 pkt., najwyższego poziomu od 17 miesięcy.

▪ Zatrudnienie poza rolnictwem w Stanach Zjednoczonych wzrosło w sierpniu o 169 tysięcy, czyli poniżej oczekiwań rynkowych na poziomie 188 tys. Z drugiej strony jednak dane za poprzednie miesiące wskazywały na rewizję w górę – z 207 do 242 tys. w lipcu i ze 166 do 175 tys. w czerwcu. Na razie trudno ocenić jak silny będzie wpływ huraganu na liczbę miejsc pracy.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
5 września <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i> EMU: Sprzedaż detaliczna (VII) USA: Święto	6 USA: ISM sektor usług (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: Bilans płatniczy (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 przemysłu (VIII)	15 <i>POL: Płace i zatrudnienie (VIII)</i> USA: Ceny konsumenta (VIII)	16 EMU: Produkcja przemysłu (VII) EMU: Finalny HICP (VIII) USA: Saldo obrotów bieżących (II kw) USA: Napływ kapitału netto (VII) USA: Wstępny indeks Michigan (IX)
19 <i>POL: Produkcja przemysłowa i budowlana (VIII)</i> <i>POL: Ceny produkcji (VIII)</i>	20 USA: Spotkanie Fed - decyzja EMU: Bilans handlowy (VII) GER: Indeks ZEW (IX)	21 <i>POL: Sprzedaż detaliczna (VIII)</i> <i>POL: Stopa bezrobocia (VIII)</i> EMU: Saldo obrotów bieżących (VII)	22 <i>POL: Inflacja bazowa (VIII)</i> <i>POL: Wskaźniki koniunktury (IX)</i> EMU: Zamówienia w przemyśle (VII) USA: Wskaźniki wyprzedzające (VIII)	23
26	27 <i>POL: Spotkanie RPP</i> EMU: Podaż pieniądza (VIII) GER: Indeks IFO (IX) USA: Zaufanie konsumentów (IX)	28 <i>POL: Spotkanie RPP – decyzja</i> USA: Zamówienia na dobra trwałe (VIII)	29 USA: PKB finalny (II kw)	30 <i>POL: Bilans płatniczy (II kw.)</i> EMU: Wstępny HICP (IX) EMU: Nastroje konsumentów (IX) USA: Indeks Michigan (IX) USA: Chicago PMI (IX)
3 października EMU: PMI sektor wytwórczy (IX) USA: ISM sektor wytwórczy (IX)	4 EMU: Ceny produkcji (VIII) EMU: Bezrobocie (VIII) USA: Zamówienia w przemyśle (VIII)	5 EMU: Sprzedaż detaliczna (VIII) EMU: PMI sektor usług (IX) USA: ISM sektor usług (IX)	6 EMU: Spotkanie ECB - decyzja UK: Spotkanie BoE - decyzja	7 USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (IX) USA: Zapasy hurtowe (IX) USA: Bezrobocie (IX)
10	11	12	13 <i>POL: Bilans płatniczy (VIII)</i> USA: Handel zagraniczny (VIII)	14 <i>POL: Ceny konsumenta (IX)</i> <i>POL: Podaż pieniądza (IX)</i> USA: Ceny konsumenta (IX) USA: Sprzedaż detaliczna (IX) USA: Produkcja przemysłu (IX)

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

		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	wrz 05
Produkcja przemysłowa	% r/r	13,7	9,5	3,5	11,4	6,8	4,6	2,3	-3,7	-1,1	0,9	6,9	2,6	7,5	8,6
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	9,6	8,8	4,0	4,4	2,8	7,5	2,4	-0,3	-14,4	8,0	10,5	5,0	6,9	7,2
Stopa bezrobocia	%	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	17,5
Place brutto ^{b c}	% r/r	5,1	3,7	2,4	2,7	3,2	2,6	1,4	2,2	1,8	3,0	4,5	3,2	3,4	3,7
Zatrudnienie ^b	% r/r	-0,8	-0,6	-0,4	-0,3	0,2	1,5	1,6	1,6	1,7	1,6	1,7	1,8	1,9	2,1
Eksport (w euro) ^d	% r/r	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	18,9
Import (w euro) ^d	% r/r	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	16,3
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-314	-345	-250	-282	-488	126	-110	-334	107	-362	29	-242	-42	-239
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	253	-383	105	223	-243	197	-56	235	647	-690	222	58	678	141
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-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	0,7
Deficyt budżetowy (narastająco)	mln PLN	-25,9	-29,0	-30,8	-33,8	-41,5	-1,6	-8,8	-12,3	-13,9	-18,3	-18,5	-17,5	-17,5	-20,6
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu	62,3	69,8	74,1	81,4	100,0	4,5	25,2	35,2	39,6	52,3	52,9	49,9	58,8	69,1
Inflacja (CPI)	% r/r	4,6	4,4	4,5	4,5	4,4	3,7	3,6	3,4	3,0	2,5	1,4	1,3	1,6	1,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	8,5	7,9	7,6	6,7	5,2	4,5	3,2	2,2	0,9	-0,5	0,0	0,0	0,1	0,5
Podaż pieniądza (M3)*	% r/r	7,4	6,5	10,5	6,4	8,7	9,3	9,4	11,0	10,0	13,2	10,8	10,4	10,3	10,9
Zobowiązania*	% r/r	7,6	6,6	11,5	6,5	8,1	8,4	8,7	10,4	8,7	11,9	9,2	9,3	9,0	9,5
Należności*	% r/r	5,3	4,3	9,7	4,2	2,9	3,5	2,4	4,6	5,3	9,4	7,5	8,8	8,8	10,0
USD/PLN	PLN	3,64	3,58	3,46	3,28	3,09	3,11	3,06	3,04	3,21	3,29	3,34	3,40	3,29	3,21
EUR/PLN	PLN	4,43	4,37	4,32	4,26	4,14	4,08	3,99	4,02	4,16	4,18	4,06	4,10	4,05	3,95
Stopa interwencyjna ^a	%	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,00	5,50	5,50	5,00	4,75	4,75	4,50
WIBOR 3M	%	6,58	7,12	6,89	6,81	6,72	6,63	6,54	6,15	5,78	5,48	5,22	4,66	4,67	4,50
Stopa lombardowa ^a	%	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	7,50	7,00	7,00	6,50	6,25	6,25	6,00
Rentowność bonów 52-tyg.	%	7,24	7,38	7,00	6,81	6,44	6,28	5,95	5,51	5,36	5,19	5,09	4,30	4,33	4,20
Rentowność obligacji 2L	%	7,66	7,51	7,04	6,81	6,39	6,24	5,82	5,43	5,39	5,27	5,14	4,50	4,60	4,40
Rentowność obligacji 5L	%	7,65	7,33	7,03	6,78	6,29	6,31	5,80	5,56	5,50	5,38	5,25	4,70	4,84	4,60
Rentowność obligacji 10L	%	7,36	6,96	6,75	6,43	6,02	5,98	5,72	5,57	5,49	5,36	5,24	4,72	4,87	4,60

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	816,1	885,3	938,2	204,1	216,3	219,2	245,7	218,5	226,8	231,2	261,7
PKB	% r/r	1,4	3,8	5,4	3,5	7,0	6,1	4,9	4,0	2,1	2,8	3,9	5,0
Popyt krajowy	% r/r	0,9	2,6	5,0	2,1	6,0	5,8	5,2	3,3	1,1	-0,3	2,0	5,2
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	6,2	3,7	3,9	4,3	7,4	1,0	3,8	7,0	9,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,1	8,4	12,3	4,2	19,0	16,4	9,2	6,2	0,7	2,2	6,2	7,6
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,9	3,6	7,1	2,7	13,6	11,3	4,0	1,1	-0,4	-1,8	4,6	8,2
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	0,8	3,8	1,6	-0,5	-1,5	-1,3	0,8	1,9	2,2
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	-30,8	-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	-3,3	-5,8	-3,7	-4,1	-5,1	6,4	3,9	3,0	2,0
Inflacja	% r/r	1,9	0,8	3,5	2,2	1,6	3,3	4,5	4,4	3,6	2,3	1,5	1,5
Inflacja ^a	% r/r	0,8	1,7	4,4	1,5	1,7	4,4	4,4	4,4	3,4	1,4	1,6	1,5
Ceny produkcji	% r/r	1,0	2,6	7,0	1,2	4,4	8,8	8,3	6,5	3,3	0,1	0,2	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	10,8	10,9	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	9,5	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	10,0	10,0
USD/PLN	PLN	4,08	3,89	3,65	3,22	3,82	3,89	3,62	3,27	3,07	3,28	3,30	3,24
EUR/PLN	PLN	3,85	4,40	4,53	4,04	4,78	4,69	4,43	4,24	4,03	4,13	4,03	3,98
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	5,26	5,47	5,87	6,68	6,81	6,44	5,49	4,61	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	4,90	5,75	6,24	7,26	6,75	5,91	5,21	4,28	4,20
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	4,71	4,50
Rentowność obligacji 10L	%	7,34	5,77	6,84	5,09	6,70	7,00	7,25	6,40	5,76	5,37	4,73	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 09.09.2005 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.

